

BENJAMIN GRAHAM
DAVID L. DODD

Die Geheimnisse der
**WERTPAPIER
ANALYSE**

Überlegenes Wissen für Ihre Anlageentscheidung



FBV

**MIT EINEM VORWORT VON WARREN
BUFFETT**

BENJAMIN GRAHAM

DAVID L. DODD

**Die Geheimnisse der WERTPAPIER
ANALYSE**

Überlegenes Wissen für Ihre Anlageentscheidung

Bibliografische Information der Deutschen Nationalbibliothek

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

Für Fragen und Anregungen:

info@finanzbuchverlag.de

5. korrigierte Auflage 2016

© der deutschen Ausgabe 2008 by FinanzBuch Verlag,

ein Imprint der Münchner Verlagsgruppe GmbH

Nymphenburger Straße 86

D-80636 München

Tel.: 089 651285-0

Fax: 089 652096

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

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

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

Redaktion: Leonie Zimmermann; Moritz Malsch, buch-concept.de

Lektorat: Marion Reuter, Katrin Schlechtriemen

Übersetzung: Reno Basler, Florian Schulze, Horst Fugger (Vorwort W. E. Buffett)

Satz: Daniel Förster, Belgern

Druck: Dimograf Druckerei sp. z.o.o., Bielsko-Biala/Polen

eBook: ePubMATIC.com

ISBN Print 978-3-89879-953-9

ISBN E-Book (PDF) 978-3-86248-858-2

ISBN E-Book (EPUB, Mobi) 978-3-86248-859-9

Weitere Informationen zum Verlag finden Sie unter

www.finanzbuchverlag.de

INHALT

Vorwort von Warren E. Buffett

Vorwort zur zweiten Ausgabe

Vorwort zur ersten Ausgabe

Wertpapieranalyse

Einleitung: Die Probleme von Anlagestrategien

TEIL I Überblick und Einführung

- | | |
|-----------|--|
| KAPITEL 1 | Anwendungsbereich und Grenzen der Wertpapieranalyse: Das Konzept des inneren Wertes |
| KAPITEL 2 | Fundamentale Elemente einer Wertpapieranalyse: Quantitative und Qualitative Faktoren |
| KAPITEL 3 | Informationsquellen |
| KAPITEL 4 | Unterschiede zwischen Investment und Spekulation |
| KAPITEL 5 | Klassifizierung von Wertpapieren |

TEIL II Investitionen mit Festbetragsansprüchen/Festverzinsliche Wertpapiere

- | | |
|------------|--|
| KAPITEL 6 | Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen |
| KAPITEL 7 | Zur Auswahl von Investitionen mit Festbetragsansprüchen: Zweiter und Dritter Grundsatz |
| KAPITEL 8 | Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen |
| KAPITEL 9 | Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) |
| KAPITEL 10 | Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) |
| KAPITEL 11 | Spezifische Standards für Investitionen in Anleihen (Fortsetzung) |
| KAPITEL 12 | Besonderheiten der Analyse von Eisenbahn- und Versorgeranleihen |

KAPITEL 13	Weitere Besonderheiten der Anleihenanalyse
KAPITEL 14	Theorie der Vorzugsaktien
KAPITEL 15	Auswahltechnik bei Investitionen in Vorzugsaktien
KAPITEL 16	Gewinnschuldverschreibungen und mit Garantien ausgestattete Wertpapiere
KAPITEL 17	Mit Garantien ausgestattete Wertpapiere (Fortsetzung)
KAPITEL 18	Schutzbestimmungen und Rechtsmittel vorrangiger Wertpapiere
KAPITEL 19	Schutzbestimmungen (Fortsetzung)
KAPITEL 20	Schutzmechanismen bei Vorzugsaktien – Substanzerhaltung nachrangiger Finanzierungspapiere
KAPITEL 21	Laufende Überprüfung des Portfolios

TEIL III Vorrangige Wertpapiere mit spekulativen Eigenschaften

KAPITEL 22	Bevorrechtigte Emissionen
KAPITEL 23	Technische Eigenschaften von bevorrechtigten Wertpapieren
KAPITEL 24	Technische Aspekte von wandelbaren Wertpapieren
KAPITEL 25	Vorrangige Wertpapiere mit Optionen. Partizipierende Wertpapiere. Wechsel und Kursabsicherung
KAPITEL 26	Vorrangige Wertpapiere mit bedenklicher Sicherheit

TEIL IV Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen. Der Dividendenfaktor

KAPITEL 27	Theoretische Betrachtung von Aktieninvestitionen
KAPITEL 28	Neuere Ansätze für Aktieninvestitionen
KAPITEL 29	Der Dividendenfaktor in der Aktienanalyse
KAPITEL 30	Gratisaktien

TEIL V Analyse des Erfolgskontos. Der Ertragsfaktor bei der Beurteilung des Stammaktienwerts

KAPITEL 31	Analyse des Erfolgskontos
KAPITEL 32	Außerordentliche Verluste und weitere sonstige Positionen in der Erfolgsrechnung

KAPITEL 33	Irreführende Kunstgriffe in der Erfolgsrechnung. Gewinne von Tochtergesellschaften
KAPITEL 34	Das Verhältnis von Abschreibungen und ähnlichen Aufwendungen zur Ertragskraft
KAPITEL 35	Die Abschreibungsverfahren von öffentlichen Versorgungsunternehmen
KAPITEL 36	Abschreibungen aus Sicht des Investors
KAPITEL 37	Bedeutung des Ertragsverlaufs
KAPITEL 38	Besondere Gründe für die kritische Betrachtung oder Ablehnung des führenden Verlaufes
KAPITEL 39	Kurs-Gewinn-Verhältnisse bei Stammaktien. Anpassungen bei Kapitalisierungsänderungen
KAPITEL 40	Kapitalstruktur
KAPITEL 41	Preisgünstige Stammaktien. Eine Analyse der Einkommensquelle

TEIL VI Bilanzanalyse. Die Auswirkung von Vermögenswerten

KAPITEL 42	Bilanzanalyse: Die Bedeutung des Buchwertes
KAPITEL 43	Die Bedeutung des Umlaufvermögenswertes
KAPITEL 44	Auswirkungen des Liquidationswertes. Beziehungen zwischen Aktionären und Management
KAPITEL 45	Bilanzanalyse (Abschluss)

TEIL VII Weitere Aspekte der Wertpapieranalyse: Unterschiede zwischen Kurs und Bewertung

KAPITEL 46	Aktienoptionen
KAPITEL 47	Finanzierungs- und Managementkosten
KAPITEL 48	Aspekte von Unternehmensverschachtelungen
KAPITEL 49	Vergleichende Analyse von Unternehmen derselben Branche
KAPITEL 50	Unterschiede zwischen Kurs und Wert
KAPITEL 51	Unterschiede zwischen Kurs und Wert (Fortsetzung)
KAPITEL 52	Markt- und Wertpapieranalyse

Anhang

Anmerkungen zur Einleitung

Anmerkungen zu Teil I

Anmerkungen zu Teil II

Anmerkungen zu Teil III

Anmerkungen zu Teil IV

Anmerkungen zu Teil V–VII

Über die Autoren

VORWORT VON WARREN E. BUFFETT

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

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

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

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

Warren E. Buffett

VORWORT ZUR ZWEITEN AUSGABE

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

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

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

Die Erweiterung des Umfangs dieses Buches ergibt sich zum Teil aus der erhöhten Anzahl von Beispielen, zum Teil aus zusätzlichen Klarstellungen hinsichtlich vieler Punkte und vor allem aus einer erweiterten Analyse von Eisenbahngesellschaften und zusätzlichen neuen Statistiken zu allen an der New York Stock Exchange gelisteten Industrieunternehmen. Die allgemeine Gliederung des Werkes wurde beibehalten, obwohl einige Personen, die es als Text verwenden, andere Vorschläge unterbreitet haben. Wir vertrauen jedoch darauf, dass die

Reihenfolge der Kapitel beim Lesen ohne große Schwierigkeiten abgeändert werden kann zur Vereinfachung für Leser, die beispielsweise mit der Theorie und Praxis der Stammaktienanalyse beginnen möchten.

BENJAMIN GRAHAM

DAVID L. DODD

New York City, Mai 1940

VORWORT ZUR ERSTEN AUSGABE

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

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

Unser vorherrschendes Ziel war jedoch, dieses Werk eher kritisch als deskriptiv zu gestalten. Wir befassen uns in erster Linie mit Konzepten, Methoden, Standards, Prinzipien und vor allem logischer Argumentation. Bei der Hervorhebung von Theorie ist ihr praktischer Nutzen relevant. Weiterhin haben wir vermieden, Richtlinien vorzugeben, die nur schwer verfolgt werden können, oder technische Vorgehensweisen, die mehr Probleme bereiten, als sie nützen.

Die hauptsächliche Aufgabenstellung dieses Werkes betraf jedoch die Perspektive – die unterschiedlichen Erfahrungen der jüngeren und entfernten Vergangenheit sollen zu einer Synthese verbunden werden, die der Überprüfung durch eine stets mysteriöse Zukunft

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

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

BENJAMIN GRAHAM

DAVID L. DODD

New York City, Mai 1934

WERTPAPIERANALYSE

EINLEITUNG

DIE PROBLEME VON ANLAGESTRATEGIEN

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

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

[illegible]

Index*	118,8	94,6	107,9	174,9	136,0	157,9	164,9	106,0	137,0
Wertpapierrendite* (in %)	4,22	4,02	4,09	4,82	4,55	4,68	3,99	3,36	3,65
Index der Industriewerte	121,6	92,2	107,6	198,6	128,6	153,4	293,4	124,8	211,1
Dow Jones Industriewerte – Durchschnittswert–(pro Einheit):									
Kursspanne	94	72	82	159	86	112	194	97	149
Erträge (in \$)	8.69	7.81	8.12	13.54	10.52	11.81	11.41	6.02	9.14
Dividenden	5,69	4,50	5,13	7,09	5,51	6,13	8,15	4,84	6,66
KGV [?]	11,6 ×	8,9 ×	10,1 ×	13,5 ×	7,3 ×	9,5 ×	21,2 ×	10,6 ×	16,3 ×
Rendite (in %) [?]	5,5	7,1	6,3	3,9	7,1	5,5	3,4	6,9	4,5
U.S. Stahl[‡]									
Kursspanne	82	50	65	139	86	111	178	53	96
Ertrag pro Aktie (in \$)	11.00	5.70	7.53	16.40	11.80	13.70	11.22	-5.30	3.33
Dividende pro Aktie	5,00	5,00	5,00	7,00	5,25	6,42	1,40	Nil	0,42
KGV [?]	10,9 ×	6,6 ×	8,6 ×	10,1 ×	6,3 ×	8,1 ×	53,4 ×	15,9 ×	28,8 ×
Rendite (in %) [?]	6,1	10,0	7,7	4,6	7,5	5,8	0,2	0,8	0,4
General Electric§:									
Kursspanne	196	142	172	524	262	368	1,580	664	1,070
Ertrag pro Aktie (in \$)	16.72	12.43	14.27	32.10	27.75	30.35	53.50	23.40	38.00
Dividende pro Aktie	10,40	8,00	8,80	19,80	19,80	19,80	53,50	21,85	38,90
KGV [?]	13,7 ×	10,0 ×	12,1 ×	17,2 ×	8,6 ×	13,8 ×	41,5 ×	17,5 ×	28,2 ×
Rendite (in %) [?]	4,5	6,2	5,1	3,8	7,6	5,4	2,5	5,9	3,6
American Can¶:									
Kursspanne	47	9	25	297	74	150	828	414	612
Ertrag pro Aktie (in \$)	8.86	0.07	4.71	32.75	19.64	24.30	36.48	26.10	32.46
Dividende pro Aktie	Nil	Nil	Nil	7,00	5,00	6,00	30,00	24,00	26,00

KGV [?]	10,0 ×	1,9 ×	5,3 ×	12,2 ×	3,0 ×	6,2 ×	25,5 ×	12,7 ×	18,8 ×
Rendite (in %) [?]	Nil	Nil	Nil	2,0	8,1	4,0	3,1	6,3	4,2
Pennsylvania R.R.:									
Kursspanne	65	53	60	55	41	46	50	14	30
Ertrag pro Aktie (in \$)	4.64	4.14	4.33	6.23	3.82	5.07	2.94	0.84	1.95
Dividende pro Aktie	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00	2,00	0,50	1,25
KGV [?]	15,0 ×	12,2 ×	13,8 ×	10,9 ×	8,1 ×	9,2 ×	25,6 ×	7,2 ×	15,5 ×
Rendite (in %) [?]	4,6	5,7	5,0	5,5	7,3	6,5	2,5	8,9	4,1
American Tel. & Tel.:									
Kursspanne	153	110	137	145	119	130	190	111	155
Ertrag pro Aktie (in \$)	9.58	8.64	9.26	11.79	11.31	11.48	9.62	8.16	9.05
Dividende pro Aktie	8,00	8,00	8,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00	9,00
KGV [?]	16,5 ×	11,9 ×	14,8 ×	12,6 ×	10,4 ×	11,3 ×	21,0 ×	12,3 ×	17,1 ×
Rendite (in %) [?]	5,2	7,3	5,8	6,2	7,6	6,9	4,7	8,1	5,8

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

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

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

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

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

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

Die drei Referenzzeiträume 1911 bis 1913, 1923 bis 1925 und 1936 bis 1938 wurden ausgewählt, da sie die besten Annäherungen zum »Normalzustand« bzw. zur relativen Stabilität darstellen, die in den Intervallen während des letzten Vierteljahrhunderts gefunden werden konnten. Zwischen dem ersten und zweiten Dreijahreszeitraum gab es den Zusammenbruch durch den Krieg und hektischen Wohlstand, gefolgt von einer Nachkriegsunterbrechung, Inflation und einer tief gehenden Depression. Zwischen 1925 und 1936 gab es einen »Neuzeit-Boom«, den großen Zusammenbruch und die Depression und

anschließend eine ungleichmäßige Erholung zum Normalzustand. Doch wenn wir die Dreijahreszeiträume an sich untersuchen, kommen wir nicht umhin, die selbst in relativ normalen Zeiten steigende tendenzielle Instabilität festzustellen. Dies zeigt sich anschaulich in der fortschreitenden Ausweitung der Kurven in Grafik A, welche die Schwankungen der allgemeinen Konjunktur und der Kurse von Industrieaktien während der betreffenden Jahre nachzeichnen.

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

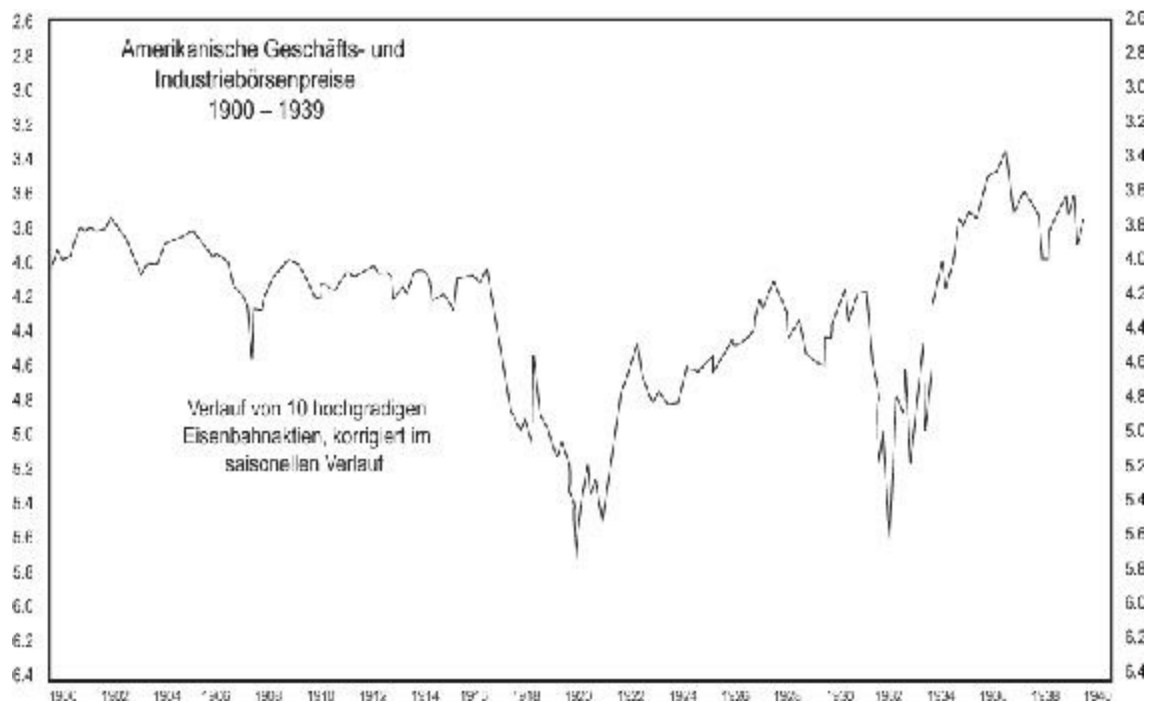
ANLAGEN IN HOCHWERTIGE ANLEIHEN UND VORZUGSAKTIEN

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

DIE SICHERHEIT VON ZINSEN UND KAPITAL – Zwei schwere Depressionen in den letzten zwanzig Jahren und der Zusammenbruch einer hohen Anzahl von Eisenbahnwertpapieren, die einst unzweifelhaft als sicher galten, deuten darauf hin, dass die Zukunft eventuell weitere unsanfte Erschütterungen für den selbstgefälligen Anleiheninvestor mit sich bringt. Die alte Vorstellung von »beständigen Kapitalanlagen«, die von Veränderungen und Sorgen ausgenommen sind, hat ohne Zweifel endgültig ausgedient. Unsere Untersuchungen führen uns jedoch zu dem Schluss, dass der Anleger durch ausreichend strenge Auswahlstandards und halbwegs häufige anschließende Überprüfungen in der Lage sein sollte, den meisten

schwerwiegenden Verlusten, die ihn in der Vergangenheit verwirrt haben, zu entgehen. Somit sollte sich der Zufluss an Zinsen und Kapital selbst in einer Depression als zufriedenstellende Einnahme herausstellen. Eine sorgfältige Auswahl muss auch eine entsprechende Betrachtung von zukünftigen Aussichten einschließen, doch wir gehen nicht davon aus, dass der Anleger hellseherische Fähigkeiten haben oder sich auf Unternehmen beschränken muss, die außergewöhnliche Gewinnsteigerungen versprechen. Diese Hinweise beziehen sich auf (wahrhaft) hochwertige Vorzugsaktien und Anleihen.

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



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

SPEKULATIVE ANLEIHEN UND VORZUGSAKTIEN

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

als Stammaktien zu betrachten, jedoch unter Berücksichtigung ihrer limitierten Ansprüche.

DAS ANLAGEPROBLEM BEI STAMMAKTIEN

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

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

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

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

irgendeiner Zeit von 1926 bis heute Anleger von Stammaktien als Gruppe ihre Anteile verkauft haben, weil das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu hoch war.

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

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

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

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

Die Behauptung des Aktienmarktes im Jahr 1937, dass General Electric einen Wert von 1,87

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

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

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

Die weitverbreitete Anerkennung eines zukünftigen Wachstums von Stammaktien behauptete sich als Einfluss auf den Aktienmarkt erst zu einer Zeit, als die dynamischsten Faktoren unserer nationalen Expansion (territoriale Entwicklung und rapider Bevölkerungszuwachs) eigentlich nicht länger wirksam waren und unsere Wirtschaft im Begriff war, schwerwiegenden Problemen von Instabilität entgegenzusehen, die sich aus diesen Dämpfern des Wachstums ergaben. Die Überbewertungen der Neuzeitjahre erstreckten

sich auf nahezu jedes Wertpapier und selbst solche mit nur kurzzeitig steigenden Gewinnen galten als Kaufempfehlung, wobei öffentliche Versorgungsunternehmen und Handelsketten besonders favorisiert wurden. Selbst zum Ende des Jahres 1931 zeigten die für diese Wertpapiere gezahlten hohen Preise nicht die innewohnenden Beschränkungen dieser Aktien, so wie der Markt fünf Jahre später nicht in der Lage war, die kritischen Veränderungen der Positionen von Eisenbahnanleihen und -aktien wahrzunehmen.

QUALITÄTSUNTERSCHIEDE – Der Aktienmarkt von 1940 hat seine klar definierten Eigenschaften, die hauptsächlich auf der Erfahrung der jüngeren Vergangenheit und den eher scheinbaren Zukunftsaussichten begründet sind. Die Tendenz, größere und finanzstärkere Unternehmen zu bevorzugen, ist vielleicht deutlicher denn je. Dies wird durch den Höchststand von 1929 unterstützt, der aus unserer Sicht sowohl auf einen besseren Widerstand gegen eine Depression als auch auf eine vollständigere Erholung der Ertragskraft von erstklassigen Unternehmen hinweist. Ebenso gibt es eine gewöhnliche Vorliebe für bestimmte Branchen, einschließlich kleinerer Unternehmen. Am bedeutendsten sind Aktien von Chemie- und Luftfahrtunternehmen, Erstere aufgrund ihres in der Tat bemerkenswerten Wachstums durch Forschung, Letztere aufgrund des hohen Zugangs an Rüstungsaufträgen. Doch diese Vorlieben des gegenwärtigen Aktienmarktes, obwohl sie leicht nachzuvollziehen sind, lassen bei Skeptikern einige Fragen aufkommen. Als Erstes muss der außergewöhnliche Unterschied zwischen den Kursen von beliebten und weniger bekannten Wertpapieren beachtet werden. Falls die durchschnittlichen Gewinne der Jahre 1934 bis 1939 als Kriterium herangezogen werden, scheinen die »guten Aktien« etwa zum Zwei- bis Dreifachen der anderen Aktien zu notieren. Hinsichtlich der Vermögenswerte ist der Unterschied weitaus größer, da die bekannten Wertpapiere offensichtlich eine wesentlich höhere Kapitalrendite hatten. Die Übergehung von Vermögenswerten hat eine Stufe erreicht, wo selbst das Umlaufvermögen wenig beachtet wird, sodass der Marktwert eines halbwegs erfolgreichen Unternehmens wahrscheinlich deutlich unter seinem Liquidationswert liegt, falls es ein hohes Nettoumlaufvermögen besitzt.

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

für die Jahre 1923 bis 1925, der im Index des Federal Reserve Board früher mit 100 gesetzt wurde¹, weiterhin als Normalwert angesehen werden, sofern wir eine Prognose erstellen können.

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

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

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

Ähnliche Zweifel können hinsichtlich der Gewichtung vorgebracht werden, die der Aktienmarkt auf bestimmte bevorzugte Branchen legt. Eine derartige Vorgehensweise muss aufgrund ihres Charakters immer übertrieben werden, denn die enthusiastischen Neigungen des Börsenpublikums sind quantitativ nicht überprüfbar. Der Markt hat nicht nur seinen Optimismus übersteigert, sondern auch ein überraschendes Talent bei der Favorisierung von

Branchen gezeigt, die sich bald danach ungünstigen Entwicklungen ausgesetzt sahen. (Als Beispiel hierfür stehen die Aktien von Backwarenunternehmen 1925, die Wertpapiere von Funk- und Kältetechnik 1927, die öffentlichen Versorgungsunternehmen und Handelsketten 1928 bis 1929 und Spirituosenemissionen 1933). Es ist interessant, die Kaufbegierde der »Anleger« in Bezug auf Abbott Laboratories im Jahr 1939 mit ihrer verhältnismäßigen Gleichgültigkeit gegenüber American Home Products zu vergleichen – das Erstere ein Pharmaunternehmen mit angeblich hervorragenden, das Letztere mit mittelmäßigen Aussichten. Diese Unterscheidung kann sich als gründlich und scharfsinnig herausstellen. Doch der Leser, der sich an den nicht so entfernten Enthusiasmus des Marktes für American Home Products und deren Partnergesellschaften (insbesondere Lambert) im Jahr 1927 erinnert, kann vom Ergebnis kaum überzeugt sein.²

ZINSSÄTZE – Bei Betrachtung des dritten bedeutsamen Punktes, das heißt dem Verhältnis von Zinssätzen und Stammaktienkursen, wird deutlich, dass bei einem Andauern der momentanen niedrigen Anleihenrenditen die durchschnittlichen Aktienrenditen entsprechend fallen müssen und die erwartete Ertragskraft je Dollar ansteigen muss (im Vergleich zur Situation 1923 bis 1925). Die großzügigere Bewertung der Gewinne in den Jahren 1936 bis 1938 scheint, wie die Daten des Dow Jones Industrial Average Index auf Seite 14 zeigen, somit durch eine Veränderung des langfristigen Zinssatzes gerechtfertigt zu sein. Die beunruhigende Frage ist daher, ob der Rückgang der Zinssätze nicht eng mit dem Ende der Expansion der Wirtschaft und mit einem Absinken der durchschnittlichen Kapitalrentabilität verbunden ist. Falls dies zutrifft, können die negativ auf die Aktienwerte wirkenden Faktoren allgemein den positiven Einfluss von niedrigen Zinsen übertreffen. In diesem Fall könnte die Ertragskraft je Dollar 1936 bis 1938 nicht wirklich höher gewesen sein als anderthalb Dekaden zuvor.

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

Anlagekunst bei Stammaktien zu sein scheint.

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

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

TEIL I

ÜBERBLICK UND EINFÜHRUNG

KAPITEL 1

ANWENDUNGSBEREICH UND GRENZEN DER WERTPAPIERANALYSE: DAS KONZEPT DES INNEREN WERTES

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

Während der letzten drei Dekaden hat das Ansehen von Wertpapieranalysten an der Wall Street beide Extreme erlebt, zunächst einen brillanten Aufstieg und dann einen unbeschreiblichen Fall – gekoppelt mit der Veränderung der Aktienkurse, jedoch keineswegs parallel zu dieser. Der Aufstieg der Wertpapieranalyse währte ohne Unterbrechung bis 1927 und kennzeichnet damit eine lange Periode, während der ein allseitig anwachsendes Interesse an Finanzberichten und statistischen Daten festzustellen war. Aber die mit dem Jahr 1927 einsetzende »New Era« kam einer Loslösung von analytischen Ansätzen gleich; und weil dem Anschein nach weiterhin Wert auf Zahlen und Fakten gelegt werden sollte, wurden diese von Pseudoanalysten manipuliert, um für den Selbstbetrug dieser Zeit eine Lanze zu brechen. Der Marktzusammenbruch im Oktober 1929 war zwar für jene Analysten, die einen kühlen Kopf bewahrt hatten, keine Überraschung, aber der im Fortgang der Krise um sich greifende Einbruch der Ertragskraft selbst lang bewährter Unternehmen machte ihre Berechnungen sinnlos. Im Ergebnis gerieten seriöse Analysten doppelt in Verruf: zunächst – vor dem Kollaps – wegen ihres Widerstands gegen imaginäre Werte und dann – nach dem Kollaps –

wegen der verschwundenen realen Werte.

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

BESCHREIBENDE FUNKTION EINER ANALYSE

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

DIE SELEKTIVE FUNKTION EINER WERTPAPIERANALYSE

In ihrer selektiven Funktion geht die Wertpapieranalyse weiter und liefert bereits im Ergebnis selbst eine bestimmte Handlungsempfehlung. Dabei wird das Ziel verfolgt, zu klären, ob ein

Wertpapier gekauft, verkauft, gehalten oder gegen ein anderes ausgetauscht werden sollte. Zunächst ist jedoch noch unklar, für welche Arten von Wertpapieren und welche Entscheidungssituationen sich diese positive Analysefunktion besonders eignet. Es bietet sich an, mit einer Reihe von Beispielen für analytische Bewertungen zu beginnen, um darauf aufbauend später einen allgemeinen Ansatz zu entwickeln.

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

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

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

Dasselbe Wertpapier hatte im Jahr 1928 mit 280 Dollar pro Aktie sein Kurshoch erreicht. Die Unternehmenserträge betrugen zu diesem Zeitpunkt 8 Dollar pro Aktie, im Vergleich dazu 3,77 Dollar im Jahr 1927. Es wurde eine Dividende von 2 Dollar pro Aktie ausgeschüttet und jeder Aktie standen Nettovermögenswerte von weniger als 50 Dollar gegenüber. Eine Analyse hätte zu dem Ergebnis geführt, dass der Aktienkurs zum größten Teil auf Grundlage

einer Kapitalisierung zukünftiger und unsicherer Gewinnaussichten gebildet wurde – mit anderen Worten, dass der innere Wert weit niedriger zu vermuten war als der Marktpreis.

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

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

INNERER WERT VERSUS PREIS – Aus den vorangestellten Beispielen sollte klar hervorgehen, dass die Leistung von Wertpapieranalysten nicht ohne konkrete Ergebnisse mit praktischem Nutzwert ist und die Anwendungsmöglichkeiten breit gestreut sind. Im Erkenntnisinteresse steht dabei immer der innere Wert eines Wertpapiers, genauer die Aufdeckung möglicher Unterschiede zwischen innerem Wert und Marktwert. Dabei muss allerdings beachtet werden,

dass mit dem inneren Wert auf ein schwer fassbares Konzept zurückgegriffen wird. Im Allgemeinen wird unter dem inneren derjenige Wert verstanden, der durch Fakten gerechtfertigt ist, nämlich durch Vermögenswerte, Ertragslage, Dividenden, bestimmte Zukunftsaussichten, und der sich von der Marktbewertung unterscheidet, wenn er künstlich hochgerechnet wird oder durch psychologische Auswüchse vermindert ist. Ein großer Fehler aber bestünde darin, davon auszugehen, dass innere Werte mit der gleichen Eindeutigkeit bestimmbar wären wie Marktwerte. Vor einiger Zeit noch wurden innere Werte (im Fall von Stammaktien) mit »Buchwerten« gleichgesetzt, entsprachen also dem Nettovermögen eines Unternehmens; ehrlich bewertet. Bei dieser Auffassung erreichte man schon eine ziemlich hohe Bestimmtheit, bei Anwendung erwies sie sich jedoch als praktisch nutzlos, weil weder die durchschnittlichen Erträge noch der durchschnittliche Marktwert einen systematischen Zusammenhang mit Buchwerten aufwiesen.

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

Beispiel: Um diese Schlussfolgerung klarer herauszuarbeiten, soll folgendes konkretes und typisches Beispiel herangezogen werden. Welcher innere Wert wäre Stammaktien der *J. I. Case Company* zugeordnet worden, hätte man sie zum Beispiel Anfang 1933 analysiert? Ihr Marktwert betrug 30 Dollar; es standen Vermögenswerte von 176 Dollar pro Aktie in den Büchern; Dividendenausschüttungen fanden nicht statt; im Durchschnitt wurden in den zurückliegenden zehn Jahren Erträge von 9,50 Dollar pro Aktie erzielt; im Rechnungslegungsjahr 1932 wurde ein *Fehlbetrag* von 17 Dollar pro Aktie ausgewiesen. Ein gebräuchlicher Bewertungsansatz würde den Zehnjahresdurchschnitt des Ertrags pro Aktie verwenden und nach Multiplikation mit zehn einen inneren Wert von 95 Dollar pro Aktie

ausweisen. An dieser Stelle lohnt ein prüfender Blick auf die einzelnen Jahreswerte, die dem verwendeten Durchschnitt zugrunde liegen. Sie sind in der folgenden Tabelle abgebildet. Der Durchschnitt von 95 Dollar ist offensichtlich nicht mehr als das Ergebnis einer arithmetischen Prozedur, durchgeführt mit zehn nicht zusammenhängenden Zahlen. Schwerlich könnte man behaupten, dass dieser Durchschnitt in irgendeiner sinnvollen Weise repräsentativ sein könnte, weder für die *typische* Lage in der Vergangenheit noch für das, was man in der Zukunft erwartet. Daher ist bei jeder Zahl, die als »realer« oder innerer Wert aus einem solchen Durchschnitt abgeleitet wurde, eben die gleiche Anfälligkeit und Künstlichkeit ihres Charakters zu berücksichtigen.⁴

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

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

DIE BEDEUTUNG DES INNEREN WERTES BEI DER ARBEIT VON ANALYSTEN – Hier soll der Versuch unternommen werden, die Bedeutung des inneren Wertes bei der Arbeit von Analysten in einer Weise zu formulieren, welche die eher widersprüchlich anmutenden Implikationen aus den verschiedenen Beispielen miteinander in Einklang bringen soll. Der springende Punkt liegt darin, dass Analysten keineswegs den Anspruch verfolgen, den exakten inneren Wert eines Wertpapiers berechnen zu wollen. Es ist völlig ausreichend, zu bestimmen, ob der Wert *adäquat* ist – also hinreichend Schutz für eine Anleihe bietet oder einen Aktienkauf rechtfertigt – oder ob er bemerkenswert niedriger respektive höher als der gegenwärtige Marktwert ist. Hierfür könnte eine unbestimmte und näherungsweise Messung

des inneren Wertes hinreichend sein. Um einen einfachen Vergleich zu nehmen: Es ist durchaus möglich, zu entscheiden, ob eine Frau wahlberechtigt ist, ohne ihr exaktes Alter zu kennen, oder ob ein Mann mehr wiegt, als er sollte, ohne sein tatsächliches Gewicht zu kennen.

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

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

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

FLEXIBILITÄT DES KONZEPTS VOM INNEREN WERT – Es sollte aufgezeigt werden, wie flexibel das Konzept vom inneren Wert bei der Anwendung in der Wertpapieranalyse ist. Abhängig vom Einzelfall wird die Bestimmtheit dessen, was hier unter innerem Wert verstanden wird, einmal größer und einmal kleiner sein. Der Grad der Unbestimmtheit kann durch eine sehr

hypothetische »Bandbreite möglicher Werte« ausgedrückt werden, die bei steigender Unsicherheit zunimmt, nämlich 20 Dollar bis 40 Dollar für *Wright Aeronautical* im Jahr 1922 gegenüber 30 Dollar bis 130 Dollar für *Case* im Jahr 1933. Daraus folgt, dass selbst eine äußerst unscharfe Angabe des inneren Wertes das Ziehen von Schlussfolgerungen erlaubt, nämlich dann, wenn der Marktpreis weit niedriger als die untere Grenze oder weit höher als die obere Grenze notiert.

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

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

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

folgenreich, ist das mit der geringsten Bedeutung der drei. Vorsätzliche Fälschung von Daten kommt selten vor, die meisten fehlerhaften Darstellungen resultieren aus der trickreichen Anwendung von Rechnungslegungsprozeduren, die ein fähiger Analyst aufdecken können sollte. Verheimlichungen sind weit häufiger als Falschdarstellungen. Jedoch wurde das Ausmaß solcherart vorenthaltener Informationen als Ergebnis der Regulierungsbestrebungen von *New York Stock Exchange* und *SEC* stark reduziert, indem die Erfordernisse einer vollständigen Darstellung und ausführlichen Erläuterung der verwendeten Rechnungslegungsprozeduren Verbindlichkeit erlangten. Sollten wichtige Informationen vorenthalten werden, sollten die Fähigkeit und die Fertigkeit eines Analysten zur Aufdeckung dieses Mankos führen und sich in einem Malus niederschlagen – jedenfalls solange er nicht in der Lage ist, die nötigen Informationen verlässlich auf einem anderen Wege zu beschaffen. Zweifelsohne wird es Fälle geben, in denen die Zurückhaltung von wichtigen Informationen nicht aufgedeckt wird und Anlass zu unkorrekten Schlussfolgerungen gibt. *Unsicherheit über zukünftige Entwicklungen*: Weit gewichtiger wirkt die Unsicherheit über zukünftige Veränderungen. Eine Schlussfolgerung auf Grundlage der Auswertung der vorhandenen Fakten und der scheinbaren Zukunftsaussichten kann durch unvorhergesehene Entwicklungen zunichtegemacht werden. Daraus ergibt sich die Frage, inwieweit es zu den Aufgaben eines Wertpapieranalysten gehört, zukünftige Veränderungen zu antizipieren. Die Beantwortung dieser Frage soll zunächst aufgeschoben werden und erfolgt später bei der Diskussion der verschiedenen Einflussfaktoren, die in den Analyseprozess Eingang finden. Es steht allerdings fest, dass zukünftige Veränderungen in hohem Maße unvorhersagbar sind und dass Analysten unbedingt von der Annahme ausgehen müssen, dass Vergangenheitsdaten höchstens eine grobe Orientierungshilfe bei der Bildung von Erwartungen über die Zukunft liefern. Je stärker diese Annahme abgeschwächt wird, desto weniger aussagekräftig ist die Analyse. Grundsätzlich kann aber festgehalten werden, dass sich diese Technik eher für die Analyse vorrangiger Wertpapiere (die gegen zukünftige Veränderungen abgesichert sind) als für die von Stammaktien eignet, größeren Nutzen bei der Analyse von Wirtschaftszweigen mit inhärenter Stabilität liefert als bei solchen, die regelmäßig breiten Schwankungen ausgesetzt sind, und schließlich dann besonders hilfreich ist, wenn die gegenwärtige Lage allgemein als normal charakterisiert werden kann und keine gesteigerte Grundunsicherheit über die Zukunft mit der Erwartung radikaler Veränderungen besteht. *Irrationales Verhalten der Marktteilnehmer*: Das dritte Element, das die Arbeit von Wertpapieranalysten behindert, erwächst aus dem Markt selbst. In gewisser Hinsicht bedingen Markt und Zukunft dieselbe Art von Schwierigkeiten. Beide Faktoren können vom Analysten weder vorhergesagt noch gesteuert werden, haben jedoch einen entscheidenden Anteil am Erfolg eines Analysten. Die Hauptaktivitäten von Wertpapieranalysten können als nur wenig oder gar nicht die Marktpreise betreffend aufgefasst werden. Eine typische Aufgabe ist die Identifizierung

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

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

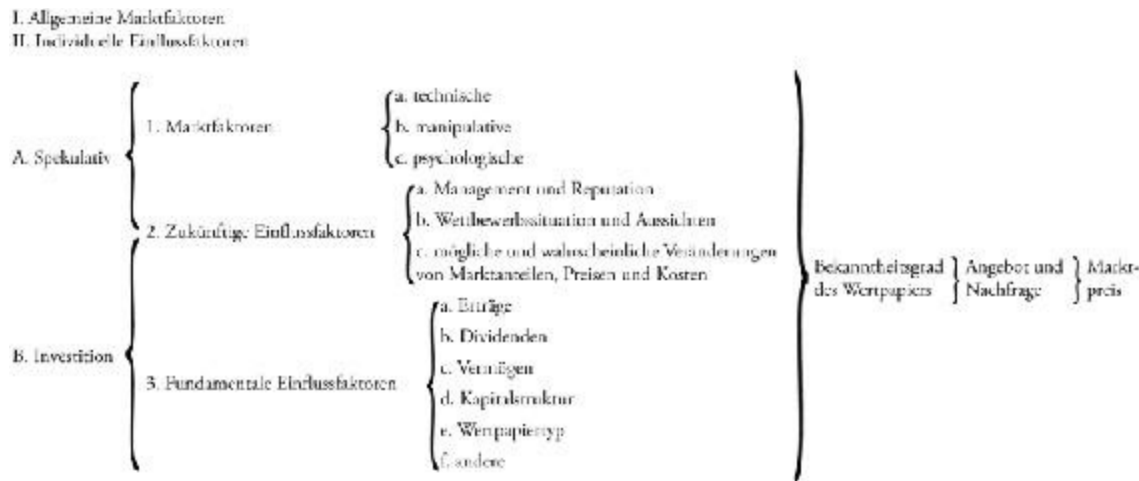
Analysten müssen versuchen, sich gegen diese Gefahr, so gut es geht, abzusichern. Dies kann geschehen, indem man erstens sich auf Ausgangssituationen beschränkt, bei denen keine plötzlichen Veränderungen zu erwarten sind, zweitens sich auf solche Wertpapiere konzentriert, bei denen ein hinreichendes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

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

ANALYSE UND SPEKULATION

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

sprichwörtlichen Leisten geblieben sind. Dazu bietet es sich an, einzelne stichhaltige Argumente gegen eine vordergründige Rechtfertigung von Spekulationen mit Analyseergebnissen an dieser Stelle zu diskutieren.



Zusammenhang zwischen Faktoren des inneren Wertes und dem Marktpreis

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

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

Ein drittes Hindernis resultiert aus dem Umstand, dass unbekannte Faktoren zwangsläufig keinen Eingang in die Analyse finden. Theoretisch vertretbar ist die Annahme, dass sich von diesen Faktoren die positiven und negativen auf lange Sicht ausgleichen sollten. Bei vergleichenden Analysen gelangt man zum Beispiel häufig und relativ einfach zu der Einschätzung, dass, gemessen an den Unternehmenserträgen, Wertpapiere eines Unternehmens vergleichsweise günstiger sind als die eines anderen aus derselben Branche, obwohl für beide von identischen Zukunftsaussichten ausgegangen werden kann. Dabei ist es aber durchaus möglich, dass das niedrige Preisniveau des augenscheinlich attraktiveren Unternehmens auf bestimmte nachteilige Faktoren zurückzuführen ist, die aber nicht für jeden

ohne Weiteres ersichtlich sind, sondern eine intensive Kenntnis des Unternehmens voraussetzen – aus der Perspektive solcher Informationsinsider könnte dann folgen, dass die Wertpapiere über ihrem relativen Wert gehandelt werden. In spekulativen Situationen haben »Unternehmensinterne« oft einen solchen Informationsvorsprung, der die Prämisse, negative und positive Einflussfaktoren sollten sich gegenseitig aufheben, unhaltbar werden lässt und damit im übertragenen Sinne den Würfel, der gegen den Analysten gespielt wird, durch Faktoren ergänzt, die nicht ersichtlich waren.⁵

DIE AUSSAGEKRAFT EINER ANALYSE VERWÄSSERT MIT STEIGENDER UNSICHERHEIT – Dieser letzte Einwand setzt auf einer abstrakteren Ebene an, ist dessen ungeachtet jedoch von enormer praktischer Bedeutung. Auch wenn man akzeptiert, dass Spekulanten aus analytischem Vorgehen einen mathematischen Vorteil erzielen können, sind damit noch keine Gewinne garantiert. Solche Engagements bleiben riskant; in jedem einzelnen Fall sind Verluste möglich; und nach Abschluss der Operationen ist nur schwer zu entscheiden, ob der Analystenbeitrag nützlich oder schädlich war. Die Funktion von Analysten und ihr Beitrag im Spekulationsbereich sind wohl im besten Fall als unsicher zu betrachten und in gewisser Hinsicht darf dabei auch ein eingeschränktes Berufsethos vermutet werden. Es ist, als wenn der Analyst und das Schicksal auf dem Spekulationsklavier ein Duett für vier Hände spielen und die treulose Glücksgöttin dabei die Melodie nach Belieben ändert.

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

Sollte der Spieler allerdings seinen gesamten Einsatz auf eine Zahl setzen, verschwindet der leichte statistische Vorteil zu seinen Gunsten in Anbetracht der entscheidenden Frage, ob das Glück die von ihm gewählte Zahl auch realisiert. Seine »Analyse« versetzt ihn in die

Lage, im Glücksfall ein wenig mehr zu gewinnen, verlässt ihn das Glück, ist sie jedoch wertlos. Vielleicht ist es etwas überspitzt ausgedrückt, aber eine solche Situation beschreibt die Ausgangslage von Analysten, die ausgesprochen spekulative Anlagestrategien verfolgen. Exakt derselbe mathematische Vorteil, der im Investitionsbereich gute Ergebnisse »sicherstellt«, kann sich als vollkommen unwirksam erweisen, wenn das Glück einen alles andere dominierenden Einfluss auf das Endergebnis hat.

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

KRITISCHE FUNKTION VON WERTPAPIERANALYSEN

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

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

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

KAPITEL 2

FUNDAMENTALE ELEMENTE EINER WERTPAPIERANALYSE: QUANTITATIVE UND QUALITATIVE FAKTOREN

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

VIER FUNDAMENTALE ELEMENTE

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

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

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

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

Reihenfolge angebracht erscheint.

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

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

DIE ZEIT – Der Zeitpunkt, zu dem ein Wertpapierkauf analysiert wird, kann auf verschiedenen Wegen Einfluss auf die gezogenen Schlussfolgerungen haben. Die Unternehmenszahlen oder die Zukunftsaussichten eines Unternehmens können zu einem bestimmten Zeitpunkt besser sein als zu einem anderen. Und solche wechselnden Umstände/Nebenbedingungen beeinflussen die Bewertung eines Wertpapiers durch einen Analysten auf unterschiedliche Weise. Darüber hinaus erfolgt die Auswahl von Wertpapieren durch die Anwendung von Standards in Bezug auf Qualität und Rendite und beide Merkmale – besonders das Letztere – schwanken mit den allgemeinen Bedingungen auf den Finanzmärkten. Im Juni 1931 erschien eine erstklassige Eisenbahnanleihe mit einer aktuellen Rendite von 5 Prozent attraktiv, weil die durchschnittlich erzielbare Rendite zu diesem Zeitpunkt in diesem Segment 4,32 Prozent betrug. Dasselbe Angebot sechs Monate später wäre allerdings recht unattraktiv gewesen, da die Kurse von Eisenbahnanleihen in der Zwischenzeit erheblich gefallen waren und dadurch die Rendite in diesem Segment auf 5,86 Prozent gestiegen war. Schließlich bleibt noch zu bemerken, dass nahezu alle durch Wertpapiere begründeten Verbindlichkeiten in gewissem Ausmaß von der aktuellen Beurteilung der finanziellen Aussichten und der Geschäftsaussichten allgemein beeinflusst werden. Bei spekulativen Erwägungen stellen solche Überlegungen ein wichtiges Korrektiv dar, während sie bei konservativen Investments

gewöhnlich ausgeblendet werden – außer in angespannten Zeiten und bei großer Unsicherheit, dann sollte man sie nicht ignorieren.

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

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

Bei Stammaktien ist der Einbezug des aktuellen Preises zwingender, denn die Gefahr, zum falschen Preis zu kaufen, steht der, das falsche Papier zu kaufen, in nichts nach. An späterer Stelle wird noch darauf einzugehen sein, dass mit der *New-Era*-Theorie von Investitionen der Preis aus der Analyse weitgehend ausgeschlossen wurde und dieser Ausschluss eine verheerende Wirkung entfaltete.

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

BEISPIEL FÜR EINE UNATTRAKTIVE VERBRIEFUNG – Es ist denkbar, dass eine Investition in den am besten geeigneten Unternehmenstyp, jedoch zu ungünstigen und unattraktiven Bedingungen durchgeführt wird. Vor 1929 verzeichneten städtische Immobilienwerte über viele Jahre hinweg ein stetiges Wachstum; daraus resultierte die nahezu allseitig geteilte Auffassung, es handele sich um das »sicherste« Segment für Investitionen. Aber die Beteiligung an einem Immobilienprojekt in New York City per Vorzugsaktie im Jahr 1929 hätte zu dermaßen nachteiligen *Verbriefungsdetails* erfolgen können, dass alle positiven Elemente zunichtegemacht worden wären. Ein solches Emissionsangebot kann folgendermaßen zusammengefasst werden⁸:

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Es wurde bereits kritisiert, dass eine exklusive Betonung des zugrunde liegenden Unternehmens bei der Wertpapierauswahl oft mit der Zahlung überhöhter Preise für sonst attraktive Wertpapiere einhergeht. Der zweite Einwand folgt aus der Möglichkeit, dass sich die Auswahl eines bestimmten Unternehmens nachträglich als unklug getroffen herausstellt. Dabei ist es natürlich und ebenso ratsam, Unternehmen zu bevorzugen, die eine hinreichende Größe aufweisen und gut geführt werden, die eine gute Entwicklung gezeigt haben und die in der Zukunft ein Ertragswachstum erwarten lassen. Aber diese Erwartungen, obwohl scheinbar gut fundiert, werden oft enttäuscht. Viele der gestern führenden Unternehmen liegen heute auf einem abgeschlagenen Rang. In Bezug auf morgen ist eine ähnliche Entwicklung wahrscheinlich. Das wird am eindrucksvollsten von der Gruppe der Eisenbahngesellschaften illustriert, deren relative Position während der letzten beiden Jahrzehnte eine stetige Verschlechterung erfuhr. Die Lage eines Unternehmens wird zum einen durch objektive Fakten determiniert und zum anderen durch subjektive Meinungen. Während der zurückliegenden Jahre wies das Meinungselement bei der Beurteilung von Investitionen eine außergewöhnlich hohe Volatilität auf und war ebenso unzuverlässig. 1929 wurde der *Westinghouse Electric and Manufacturing Company* nahezu allseitig eine ungewöhnlich günstige Position im Industriesegment bescheinigt. Zwei Jahre später lag der Marktwert des in Unternehmensaktien verbrieften Eigenkapitals weit unter dem Wert des Nettoanlagevermögens dieses Unternehmens, was als Zeichen dafür aufgefasst werden kann, dass erhebliche Zweifel an der Fähigkeit des Unternehmens bestanden, in der Zukunft überhaupt Gewinne zu erwirtschaften. *Great Atlantic and Pacific Tea Company*, 1929 noch mit dem Nimbus eines einzigartig gut aufgestellten Unternehmens behaftet, fiel von 494 in jenem Jahr bis auf 36 im Jahr 1938. Zu diesem letzteren Zeitpunkt lag der Kurs der Stammaktien unter dem Wert des Barvermögens pro Aktie, wobei der Nennwert der Vorzugsaktien durch andere kurzfristig liquidierbare Vermögensbestandteile gedeckt war.

Diese Überlegungen sollen das Prinzip, wonach unerfahrene Anleger sich auf die Unternehmen mit höchster Reputation beschränken sollen, nicht verwerfen. Es sollte vielmehr das Bewusstsein dafür geschärft werden, dass die Anleger mit der Übernahme dieser Präferenz jedem anderweitig noch größeren Risiko entgehen, aber die populärsten Unternehmen nicht notwendigerweise auch die sichersten sind. Ein Analyst sollte das Marktgeschehen und die allgemein wahrgenommene Sicht auf das betreffende Unternehmen

aufmerksam beobachten, sich dabei jedoch immer einen unabhängigen und kritischen Standpunkt bewahren. Auch sollte er nicht zögern, die herrschende Meinung zu verwerfen und in unpopuläre Titel zu gehen, wenn gewichtige und überzeugende Gründe dafürsprechen.

QUALITATIVE UND QUANTITATIVE ANALYSEFAKTOREN

Die Analyse eines Wertpapiers bedingt die Analyse des Geschäfts. Die Detailgenauigkeit einer solchen Studie könnte bis ins Unendliche ausgedehnt werden; daher muss die Frage nach der Tiefgründigkeit vom praktischen Standpunkt ausgehend entschieden werden. Die näheren Umstände eines beabsichtigten Wertpapierkaufs werden in dieser Hinsicht natürlich einen Einfluss haben. Dem Käufer einer 1000-Dollar-Anleihe wird die Zeit zu schade sein, die eine große Versicherung für umfangreiche Analysen aufwendet, wenn sie im Begriff sein sollte, eine 500.000-Dollar-Charge des gleichen Wertpapiers zu kaufen. Letzterer Aufwand wird jedoch immer noch geringer sein als der, den die zeichnungsführende Konsortialbank unternimmt. Oder aus einem anderen Blickwinkel ist es weniger aufwendig, eine 3 Prozent liefernde erstklassige Anleihe zu finden als ein erstklassig abgesichertes Papier mit 6 Prozent oder ein *nicht durchsetzbares Renditeversprechen* auf dem Markt für Stammaktien.

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

DER WERT VON UNTERNEHMENSDATEN VARIERT MIT DEM UNTERNEHMENSTYP – Am wichtigsten

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

Quantitative versus qualitative Analyseelemente – Es kann von Zeit zu Zeit sinnvoll sein, eine Klassifikation der in eine Analyse Eingang findenden Elemente unter »quantitativen« und »qualitativen« Aspekten vorzunehmen. Erstere könnte man als die Unternehmensdaten bezeichnen. Dazu gehören all die nützlichen Kennzahlen aus Erfolgsrechnung und Bilanz sowie darüber hinaus Daten, die sich auf Produktion, Absatzpreise, Kosten, Kapazitätsauslastung, Auftragsbestand usw. beziehen. Hier ist eine weitere Unterteilung in (1) Kapitalisierung, (2) Ertrag und Dividenden, (3) Forderungen und Verbindlichkeiten und (4) Produktionsstatistik sinnvoll.

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

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

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

Während der Zeit allgemeiner wirtschaftlicher Prosperität zwischen 1923 und 1929 gerieten nicht wenige der Hauptindustriesektoren wenigstens zwischenzeitlich in einen sektorspezifischen Abschwung. Dazu zählen die Zigarren-, Kohle-, Baumwoll-, Düngemittel-, Leder-, Holz-, Verpackungs- und Papierindustrie sowie das Reedereiwesen, Straßenbahnen, Zuckerindustrie und Wollverarbeitung. Ausgelöst wurde dieser Abschwung entweder durch die Entwicklung von Konkurrenzprodukten und eine veränderte Wettbewerbssituation (insbesondere bei Kohle, Baumwolle und Transportwesen) oder ausufernde Produktionsmengen und ruinöse Handelsstrategien (insbesondere bei Papier, Holz und Zucker). In der gleichen Periode zeigte sich auf anderen Sektoren ein überdurchschnittlicher Aufschwung. Dazu zählen die Konservenproduktion, Handelsketten, die Zigarettenproduktion, die Unterhaltungsindustrie (Film) und öffentliche Versorger. Ursächlich hierfür war in den meisten Fällen ein ungewöhnlich starker Nachfrageanstieg (Zigaretten, Unterhaltungsfilme), fehlende Kontrolle oder fehlender Wettbewerb (öffentliche Versorger, Konservenherstellung) oder die Übernahme von Marktanteilen von Konkurrenten (Handelsketten).

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

Gerade solchen Industriezweigen, die von einem Nachfrageanstieg profitiert hatten, ging dieser Vorteil sofort wieder verloren, stiege das Angebot noch schneller an. Dies trifft für Rundfunk, Luftfahrt, Kühlanlagen, Personenbeförderung mit Bussen und die Seidenverarbeitung zu. Im Jahr 1922 wurden Handelsketten als besonders positiv betrachtet,

weil sie den Abschwung von 1920 bis 1921 exzellent meistern konnten; allerdings konnten sie diesen ihnen zuerkannten Vorteil in den Folgejahren nicht aufrechterhalten. Während der Hochkonjunktur von 1919 waren öffentliche Versorger wegen ihrer Kostensituation höchst unpopulär; dann stiegen sie zwischen 1927 und 1929 zu Favoriten für Investitionen und Spekulationen auf; zwischen 1933 und 1938 führten Inflationsängste, Regulierungsbestrebungen und die direkte Konkurrenz von Staatsunternehmen wieder zu einem Vertrauensverlust auf den Kapitalmärkten. Die Baumwollindustrie – lange Zeit im stetigen Abschwung begriffen – erlebte dagegen 1933 einen nahezu alles andere übertreffenden Aufschwung.

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

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

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

dem Zeitpunkt, in dem ein Trend als solcher zutage tritt, könnten sich die ursächlichen Bedingungen bereits wieder in eine Richtung entwickelt haben, die zu grundlegenden Veränderungen führt.

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

Diese Differenzierung, mit wichtigen Folgen für das Kalkül von Analysten, kann vielleicht mithilfe von Beispielen klarer herausgestellt werden. Angenommen, eine Eisenbahngesellschaft hätte 1929 im Siebenjahresdurchschnitt Erträge erwirtschaftet, die dreimal so groß waren wie ihre festen Zinsverbindlichkeiten. Analysten hätten diesem Merkmal großes Gewicht beigemessen und als Indikator für eine gute Bonität der Anleihen dieser Gesellschaft gewertet. Zu dieser Beurteilung wäre man durch die Anwendung von Standards auf quantitative Daten gelangt. Sie beinhaltet aber nicht gleichzeitig, dass die Erträge der nächsten sieben Jahre im Durchschnitt dreimal so groß sein würden wie die Zinsverbindlichkeiten. Stattdessen ist sie nur als Hinweis darauf zu verstehen, dass die Erträge wahrscheinlich nicht in einem Maße unter das Dreifache der Zinsverbindlichkeiten sinken würden, das die Anleihen gefährden könnte. In nahezu jedem aktuellen Fall hat sich diese Art der Schlussfolgerung als korrekt herausgestellt, abgesehen vom Totalzusammenbruch der Märkte während der Großen Depression.

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

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

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

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

INHÄRENTE STABILITÄT ALS WICHTIGSTER QUALITATIVER FAKTOR – Es folgt, dass der qualitative Faktor, dem ein Analyst geflissentlich die größte Bedeutung beimessen sollte, die *inhärente Stabilität* ist. Mit Stabilität ist hier die Eigenschaft gemeint, Veränderungen widerstehen zu können und daher eine größere Verlässlichkeit von historischen Daten bieten

zu können. Stabilität könnte, wie auch Trends, quantitativ ausgedrückt werden – zum Beispiel indem man angibt, dass die Erträge von *General Baking Company* zwischen 1923 und 1932 niemals geringer ausfielen als das Zehnfache der Zinslast aus dem Jahr 1932 oder dass die operativen Gewinne von *Woolworth* pro Aktie zwischen 1924 und 1933 nur zwischen 2,12 Dollar und 3,66 Dollar schwankten. Hier wird allerdings die Auffassung vertreten, dass Stabilität ein dem Wesen nach qualitatives Merkmal darstellt, da sie in erster Linie aus bestimmten Geschäftsbedingungen folgt und nicht aus statistischen Zusammenhängen. Stabile Ertragsdaten legen den Schluss nahe, es handele sich um inhärente Stabilität des Sektors, aber diese Schlussfolgerung kann durch weitere Überlegungen entkräftet werden.

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

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

Ertrag als Vielfaches der Vorzugsdividenden

Ein Analyst muss aber hinter die bloßen Zahlen schauen und eben den inhärenten Charakter eines Geschäfts bedenken. Das Einzelhandelsgeschäft bietet viele Elemente inhärenter relativer Stabilität, wie konstante Nachfrage, diversifizierte Standorte und einen hohen Warenumsatz. Ein typisches Großunternehmen aus diesem Sektor, vorbehaltlich des

Verzichts auf ausufernde Wachstumsstrategien, trägt nur ein geringes Risiko für enorme Schwankungen der Erträge. Für einen typischen Automobilproduzenten stellt sich die Situation allerdings genau anders dar. Trotz der gegebenen Stabilität des Sektors als Ganzem waren die einzelnen Unternehmen außergewöhnlichen Schwankungen ausgesetzt, die vornehmlich auf die wechselnden Konsumentenpräferenzen zurückzuführen waren. Die Stabilität der *Studebaker*-Erträge kann keine Grundlage einer logisch überzeugenden Argumentation mit dem Ziel sein, zu zeigen, dass dieses spezielle Unternehmen eine besondere Immunität gegen die Wechselfälle bietet, denen sich seine Konkurrenten ausgesetzt sahen. Die Eignung von *Studebaker*-Vorzügen gründet dann nur noch auf rein statistischen Merkmalen. Diese wiesen im Übrigen eine Varianz auf, die allgemein den Werten entsprach, die andere Unternehmen in diesem Industriesektor ebenfalls zeigten. Auf der anderen Seite bestätigten die zufriedenstellenden Zahlen für Vorzüge von *First National Store* nur die Meinung, die man über den inhärenten Charakter dieses Marktsegments hatte. Die letzte Überlegung sollte ein großes Gewicht im Analyseprozess entfalten und zu der Entscheidung führen, dass *First National Store* intrinsisch geeigneter ist für eine Investition mit dem Ziel, fixe Rückflüsse zu generieren, als die *Studebaker*-Vorzüge – trotz der beeindruckenderen *Statistik* des Automobilproduzenten.¹¹

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

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

KAPITEL 3

INFORMATIONSQUELLEN

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

DATEN BEZÜGLICH DER EMISSION

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

DATEN ÜBER DAS UNTERNEHMEN

BERICHTE FÜR DIE AKTIONÄRE (einschliesslich der Ad-hoc-Meldungen) – Wir kommen nun zum *Unternehmen*. Hauptsächlichste Quelle statistischer Daten sind natürlich die Berichte für die Aktionäre. Diese Berichte variieren stark sowohl im Hinblick auf die Häufigkeit als auch die Vollständigkeit, wie die nachfolgende Aufstellung zeigt:

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

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

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

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

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

Monatliche Nettoerträge werden von verschiedenen Unternehmen von Zeit zu Zeit veröffentlicht, aber das geschieht eher sporadisch oder nur zeitweilig (beispielsweise *Otis Steel*, *Mullins Manufacturing*, *Alaska Juneau*).¹³ Es besteht eine Tendenz dazu, monatliche Berichte in guten Zeiten einzuführen und sie bei einem Abschwung einzustellen.

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

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

Continental Can Company macht das beispielsweise so.¹⁴

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

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

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

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

Die Informationen für das Ertragskonto variieren stark in ihrer Vollständigkeit. In manchen Berichten findet man nur die Unternehmensgewinne, die für Dividenden aufgewendet werden, und wie viel Dividende ausgeschüttet wurde, zum Beispiel bei der *United States Leather Company*.¹⁵

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

Vor der Verabschiedung des Securities Exchange Act¹⁶ war es leider zutreffend, dass weniger als die Hälfte unserer Industrieunternehmen dieses bescheidene Quantum an Information lieferten. (Im Gegensatz dazu waren die Daten von Eisenbahnen und öffentlichen Versorgern schon lange alle ausreichend.) Die SEC-Regularien verlangen nun nahezu all diese Informationen in dem Original des Antrags auf Börsenzulassung (Formular 10) und in den nachfolgenden Jahresabschlussberichten (Formular 10-K). Eine ganze Menge Unternehmen haben die SEC gebeten, ihre Zahlen vertraulich zu behandeln – mit der

Begründung, dass eine Veröffentlichung schädlich für das Unternehmen wäre.

Die meisten dieser Anfragen wurden entweder zurückgezogen oder abgelehnt.¹⁷

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

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

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

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

- den Marktwert der Wertpapiere im Unternehmensbesitz nicht anzugeben, zum Beispiel

Oppenheim, Collins and Company 1932

- »Investments« als börsenfähig oder illiquide einzustufen, zum Beispiel *Pittsburgh Plate Glass Company*
- den Warenbestand zu niedrig zu bewerten, zum Beispiel *Celanese Corporation of America* 1931
- die Art sonstiger Reserven anzugeben, zum Beispiel *Hazel-Atlas Glass Company*
- die Summe der eigenen Papiere, die im Tresor liegen, anzugeben, zum Beispiel *American Arch Company*¹⁸

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

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

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

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

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

Wirtschaftsdienste erhältlich.

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

BRANCHENINFORMATIONEN

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

Viele wichtige zusammengefasste Zahlen werden häufig in den verschiedenen Fachzeitschriften abgedruckt. In diesen Publikationen kann man auch ein durchgängiges und detailliertes Bild der momentanen und zukünftigen Lage der Branche finden. Daher ist es normalerweise dem Analysten ohne große Schwierigkeiten möglich, ein relativ vollständiges Hintergrundwissen zur Geschichte und den Problemen der Branche, mit der er sich befasst, zu erwerben.

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

KAPITEL 4

UNTERSCHIEDE ZWISCHEN INVESTMENT UND SPEKULATION

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

Die zweite Gruppe von Bedeutungen nutzt den Terminus in einer ähnlichen Art und Weise auf dem Gebiet der Finanzen. In diesem Sinne sind alle Wertpapiere »Investitionen«. Wir nutzen die Dienste von Kapitalanlagenhändlern oder Brokern, Investmentgesellschaften²³ oder -stiftungen, Anlagelisten. Auch hier wird nicht richtig unterschieden zwischen der Geldanlage und anderen Arten finanzieller Transaktionen wie der Spekulation. Es ist ein bequemes Sammelwort, vielleicht mit einer Beigabe von Euphemismus, also dem Verlangen, finanziellen Geschäften gemischten Charakters einen seriösen Anstrich zu geben.

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

Der Unterschied zwischen Investment und Spekulation, wenn beide so entgegengesetzt

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

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

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

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

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

2. UND 3. DIREKT GEKAUFT UND AUF KREDIT GEKAUFT; LANGFRISTANLAGE UND BEFRISTETES HALTEN – Der zweite und dritte Unterschied beziehen sich gewöhnlich eher auf *Methode* und *Absicht* als auf den typischen Charakter von Investment und Spekulation. Es sollte klar sein, dass der Kauf eines Wertpapiers gegen sofortige Bezahlung diese Transaktion nicht automatisch zu einem Investment macht. Tatsächlich *müssen* die spekulativsten Papiere, beispielsweise Pennystocks, sofort bezahlt werden, da niemand sie beleihen will. Als die amerikanische Öffentlichkeit während des Krieges dazu bewogen wurde, mit geliehenem Geld »Liberty Bonds« (Freiheitsanleihen) zu kaufen, wurden solche Käufe trotzdem allgemein als Investments klassifiziert. Wenn man bei Finanzgeschäften strikter Logik folgen würde (eine äußerst unwahrscheinliche Hypothese), wäre die allgemeine Praxis umgekehrt: Die sichereren Investmentpapiere würden geeigneter für Käufe auf Kredit angesehen und die riskanteren, spekulativen Engagements würden vollständig bezahlt werden.

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

4. UND 5. EINKÜNFTE UND GEWINN; SICHERHEIT UND RISIKO – Der vierte und fünfte

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

Es wäre unzweifelhaft ein richtiger Schritt, zur anerkannten Idee von Einkommen als zentralem Motiv beim Investment zurückzukehren und das Ziel des Profits oder der Kapitalmehrung als typisches Charakteristikum der Spekulation aufzufassen. Aber es ist fragwürdig, ob die wahre Bedeutung des Investments selbst bei dieser Definition zum Tragen kommt. Wenn man die Standardverfahren der Vergangenheit betrachtet, findet man einige Beispiele, bei denen laufenden Erträgen nicht das Hauptinteresse eines Investments galt. Das war beispielsweise oft der Fall bei Bankaktien, die bis vor einigen Jahren als alleiniges Hoheitsgebiet wohlhabender Investoren galten. Diese Papiere hatten eine geringere Dividendenrendite als erstklassige Anleihen, aber sie wurden in der Annahme gekauft, dass das stetige Wachstum von Erträgen und Überschüssen zu Sonderausschüttungen und Kapitalwachstum führen würde. Mit anderen Worten: Die Erträge, die dem Konto des Aktionärs zufallen – und nicht die Dividenden – motivierten ihn zum Kauf. Diese Vorgehensweise darf man auch nicht spekulativ nennen, da wir sonst nur Bankaktien, die den Großteil ihres Gewinns als Dividenden ausschütten (und die daher einen adäquaten Kapitalrückfluss garantieren) Investments nennen könnten und die Anleger, die ihr Kapital auf konservative Art und Weise aufbauen, folgerichtig Spekulanten wären. Ein solcher Schluss ist offensichtlich paradox. Daher sollte eingeräumt werden, dass ein Investment in eine Aktie auf ihrer Rentabilität gründen sollte, ohne Dividendenzahlungen in Betracht zu ziehen.

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

Dieser Unterschied gibt das umfassendste Konzept zum Begriff Investment wieder, aber sein praktischer Nutzen wird durch einige Mängel eingeschränkt. Wenn man Sicherheit nach dem Ergebnis bewertet, betrachtet man das zu Beweisende als feststehend. Damit kommen

wir gefährlich nahe an die zynische Definition, dass ein Investment eine erfolgreiche Spekulation ist.²⁶ Natürlich muss Sicherheit vorher postuliert werden, doch hier ist auch wieder Platz für viel Unbestimmtes und Subjektives. Der Rennbahnzocker, der auf ein »sicheres Ding« setzt, ist davon überzeugt, dass sein Einsatz sicher ist. Der »Investor«, der 1929 in hochpreisige Aktien investierte, betrachtete sich auch als sicher, da er auf zukünftiges Wachstum vertraute, um die Summe, die er gezahlt hatte – und mehr – zu rechtfertigen.

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

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

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

übereinstimmt als auch die Anforderungen hinsichtlich annehm-barer Präzision berücksichtigt:

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

Bestimmte Bestandteile dieser Definition verlangen eine weitere Diskussion. Aus verschiedenen Gründen soll vom Begriff *Investition* anstelle von Emission oder Wertpapierkauf gesprochen werden. Es ist nicht angebracht, *per se* bei Wertpapieremissionen auf einen inhärenten *Investmentcharakter* zu schließen. Der Ausgabepreis ist regelmäßig ein essenzielles Element der Einordnung, sodass eine Aktie (und sogar eine Anleihe) bei einem bestimmten Preisniveau durchaus die obigen Eigenschaften einer Investition erfüllt, aber bezogen auf ein anderes nicht. Darüber hinaus kann die Zeichnung einer ganzen Gruppe von Einzeltiteln als Investition betrachtet werden, während die Betrachtung jedes einzelnen Papiers zu dem Ergebnis kommen kann, dass diese keine ausreichende Sicherheit gewährleisten. Mit anderen Worten: Es kann ein Fall vorliegen, in dem erst Diversifikation das den Einzelwerten innewohnende Risiko in ausreichendem Maße reduziert, sodass die Minimalerfordernisse an eine Investition im obigen Sinne erfüllt sind. (Dies trifft ganz allgemein auf Engagements in Vorzugsaktien zu, die aus einem Investitionsmotiv vorgenommen wurden.)

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

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

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

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

Es könnte hilfreich sein, die eben getroffene Definition aus einem etwas anderen Blickwinkel zu betrachten, nämlich einem, der auf den Fakt anspielt, dass für eine Investition immer *Preis* und *Qualität* eines Wertpapiers entscheidend sind. Auf den Punkt gebracht kann man sagen, es existieren keine »Investmentpapiere« im absoluten Sinne, sodass ungeachtet des Preises von einer Investition gesprochen werden könnte. Im Fall erstklassiger Anleihen kann dieser Punkt von untergeordneter Bedeutung sein, da bei diesen in den seltensten Fällen der Preis dermaßen überhöht ist, als dass von einer ernst zu nehmenden Verlustmöglichkeit des eingesetzten Kapitals ausgegangen werden dürfte. Bei Stammaktien jedoch wird ein solches Risiko regelmäßig durch ungerechtfertigte Kursanstiege impliziert – was dazu führt, dass nach Meinung der Autoren die große Mehrheit der Stammaktien von erfolgreichen Unternehmen die meiste Zeit als spekulative Papiere eingeordnet werden müssen, einfach weil ihr Preis zu hoch ist, um die mit der Formulierung gemeinte Sicherheit des eingesetzten Kapitals zu rechtfertigen. An dieser Stelle sei der Leser darauf hingewiesen, dass die herrschende Meinung an der Wall Street in diesem Punkt nicht mit den hier vertretenen Ansichten übereinstimmt; es bleibt ihm selbst überlassen, zu entscheiden, wer falschliegt.

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

Eine Investition muss sowohl qualitativ als auch quantitativ gerechtfertigt sein.

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

(Vorzugsaktien) in zwei aufeinanderfolgenden Monaten.

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

Beispiel 2: Nach Ankündigung des Aktienrückkaufs sank der Kurs umgehend auf 11 Dollar. Zu diesem Zeitpunkt bot das Papier eine ungewöhnliche Möglichkeit für kurzfristige Arbitragegeschäfte. Börsenhändler waren in der Lage, sagen wir am 15. Januar 1935, die Aktien zu 11 Dollar (und ohne Transaktionskosten) zu kaufen und 10 Dollar des Kaufpreises pro Aktie mit Fremdkapital zu finanzieren, für das sie nicht mehr als 2 Prozent Zinsen per annum aufwenden mussten. Aus dieser Operation folgte auf das eingesetzte Eigenkapital eine sichere Rendite, bezogen auf ein Jahr, von 40 Prozent – was durch die folgende Rechnung verdeutlicht werden soll:

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

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

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

Das weiter oben angeführte Investitionskonzept ist breiter aufgestellt als die meisten, die allgemein üblich sind. Im hier vertretenen Sinne können durchaus im Arbitragekalkül durchgeführte und zum Großteil fremdfinanzierte Aktienkäufe zur kurzfristigen

Gewinnerzielung als denkbare – wenngleich nicht übliche – Investments dazugezählt werden. Um die scheinbare Beliebigkeit aus dem Weg zu räumen, ist jedoch eine auf Grundlage adäquater Analyse nachweisbare Vergewisserung der Sicherheit unabdinglich. Dies verleitet die Autoren zu der Schlussfolgerung, dass Analyseperspektive und Investitionsperspektive größtenteils identische Erkenntnisobjekte aufweisen.

WEITERE ASPEKTE VON INVESTITION UND SPEKULATION

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

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

<i>Business Investment</i>	bezieht sich auf in Unternehmen investiertes Kapital.
<i>Financial Investment oder Investment allgemein</i>	bezieht sich allgemein auf Wertpapiere.
	bezieht sich auf Wertpapiere, deren Risiko besonders klein ist, weil sie entweder vorrangige

<i>Sheltered Investment</i>	Ansprüche gegen Unternehmenserträge verbriefen oder ein ausreichendes Steueraufkommen gegeben ist.
<i>Analysteninvestment</i>	bezieht sich auf Transaktionen, die nach gründlicher Analyse die Sicherheit des eingesetzten Kapitals sowie eine angemessene Rendite in Aussicht stellen.

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

TYPISIERUNG VON »SPEKULATIONEN« – Der Unterschied zwischen Spekulation und Glücksspiel tritt zutage, wenn die Aktivitäten an der Wall Street einer näheren Betrachtung unterzogen werden. Nach der mehr oder weniger offiziell vertretenen Meinung der New York Stock Exchange bezieht sich »Glücksspiel« auf das Eingehen von Risiken, die vorher nicht existiert haben – zum Beispiel Wetten auf Pferderennen – während »Spekulationen« sich auf solche Entscheidungssituationen beziehen, die bereits implizit ein Risiko beinhalten, das von jemandem getragen werden muss. Eine formale Unterscheidung zwischen »intelligenten Spekulationen« und »unintelligenten Spekulationen« ist zweifelsohne schwerwiegenden theoretischen Vorbehalten ausgesetzt, die Autoren sind jedoch vom praktischen Nutzen einer solchen überzeugt. Daher soll folgende Abgrenzung vorgeschlagen werden:

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

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

Bedingungen, quantitativ und qualitativ, statt, dass das inhärente Risiko auf ein Minimum reduziert ist und so die Bezeichnung als Analysteninvestment rechtfertigt.

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

Auf Grundlage einer solchen Beurteilung würde ein Analyst erklären, dass der Kurs von *General Electric* von 38 Dollar eine Investmentkomponente von 25 Dollar pro Anteil und eine Spekulationskomponente von ungefähr 13 Dollar pro Anteil enthält. Wenn dies zuträfe, folgt daraus, dass alle Kurse, die kleiner/gleich 25 Dollar pro Aktie sind, ein vollkommenes Analysteninvestment begründen; oberhalb dieses Preises aber sollte sich der Käufer vergegenwärtigen, dass er einen bestimmten Betrag spekulativ für die Zukunftsaussichten des Unternehmens gezahlt hat.²⁸

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

Allgemein gesprochen, ist es die Aufgabe des Aktienmarktes und nicht der Analysten, unter gegebenen Umständen bei der Aktienkursbildung die spekulativen Bewertungselemente einfließen zu lassen. In diesem bedeutenden Ausmaß determiniert der Markt, nicht der Analyst, den intrinsischen Wert. Der Bewertungsspielraum kann dabei eine große Bandbreite annehmen, bereits weiter oben wurde auf *J. I. Case*-Stammaktien im Jahr 1933 verwiesen, deren intrinsischer Wert nach diesen Überlegungen zwischen dem Kurshoch 130 und dem

Kurstief 30 lag. Für jeden dazwischenliegenden Kurs war die Marktbewertung mit ihren täglichen Schwankungen als bestmöglicher Schätzwert des intrinsischen Wertes dieses volatilen Wertpapiers anzusehen.

KAPITEL 5

KLASSIFIZIERUNG VON WERTPAPIEREN

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

EINWÄNDE GEGEN DAS KONVENTIONELLE VORGEHEN

Zusammenfassung von Stamm- und Vorzugsaktien: Gegen den traditionell verwendeten Ansatz drängen sich einige Vorbehalte auf. Am offensichtlichsten ist der Vorbehalt gegen die Zusammenfassung von Stamm- und Vorzugsaktien, da zumindest die Investitionspraxis zweifelsfrei zeigt, dass Letztere eine viel größere Nähe zu Anleihen aufweisen. Eine typische oder Standardvorzugsaktie wird wegen der Erzielung eines festen Einkommens und der Sicherheit des investierten Kapitals gekauft. Inhaber von Vorzügen sehen sich nicht in der Rolle von Unternehmensteilhabern, sondern als Inhaber eines vor den Ansprüchen der eigentlichen Eigentümer – nämlich der Stammaktionäre – stehenden Anspruchs auf Leistung des Kapitaldienstes. Vorzugsaktionäre sind nur im technischen oder rechtlichen Sinne zu den Eigentümern des Unternehmens zu zählen; im Investitionskalkül dagegen entsprechen sie weitgehend Anleihengläubigern.

Identifizierung der Anleihenform mit Sicherheit: Ein gewichtiger, wenngleich weniger offenkundiger Einwand bezieht sich auf die absolute Separierung der Anleihen von Aktien, da diese dazu tendieren lässt, die *Anleihenform* mit der Erwartung von Sicherheit zu verknüpfen. Anleger sind dann verleitet, anzunehmen, dass die Bezeichnung »Anleihe« eine spezielle

Versicherung gegen Verluste beinhaltet. Diese Einstellung ist grundsätzlich ungeeignet und regelmäßig für folgenschwere Fehlentscheidungen und substanzielle Verluste verantwortlich. Die so bei Anlegern verursachten Schäden waren ab dem Zeitpunkt umso größer, als betrügerische Wertpapiervertreiber dazu übergingen, das in der Öffentlichkeit vorhandene besondere Prestige der Anleihenform bei ihren Aktivitäten auszunutzen.²⁹ Dabei steht völlig außer Frage, dass Anleihen im Durchschnitt eine Sicherheitserwartung bieten, welche die einer durchschnittlichen Aktie weit übertrifft. Aber dieser Vorteil wird nicht grundsätzlich durch die Wahl der *Form* als Anleihe generiert; er folgt erst aus dem Umstand, dass ein typisches amerikanisches Unternehmen mit einem gewissen Maß an Umsicht und Intelligenz finanziert ist und keine festen Verbindlichkeiten über das Niveau hinaus eingegangen werden, welches zumut- und leistbar ist. Aber es ist nicht die Obligation an sich, die Sicherheit kreieren kann, noch sind es die schuldrechtlichen Gläubigerrechte von Anleiheninhabern im Falle der Zahlungsunfähigkeit. *Sicherheit hängt ab von und wird gemessen an der Fähigkeit von Schuldnern, ihren Zahlungsverpflichtungen zu jedem Zeitpunkt nachzukommen.*

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

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

Die Standardvorstellungen hinter den drei Bezeichnungen lassen sich folgendermaßen zusammenfassen:

Standardeigenschaften von Anleihen:

Unmittelbarer Anspruch auf feste Zinszahlung an den Fälligkeitsterminen

Unmittelbarer Anspruch auf Rückzahlung des Nominalbetrages bei Fälligkeit

Kein weiterer Anspruch gegen Unternehmensvermögen oder -gewinne. Keine Einflussmöglichkeit auf die Unternehmensführung

Standardeigenschaften von Vorzugsaktien:

Zusage eines festgelegten Dividendenziels, das vorrangig vor jeder Ausschüttung auf die Stammaktien ist (Damit ist die vollständige Ausschüttung der Vorzugsdividende notwendige Bedingung dafür, dass überhaupt etwas an die Stammaktionäre ausgeschüttet werden kann; aber solange keine Ausschüttung auf die Stammaktien vorgenommen wird, liegt die Ausschüttung einer Vorzugsdividende allein im Ermessensspielraum der Unternehmensführung.)

Im Falle der Liquidation das Anrecht auf einen festgelegten Kapitalbetrag, der gegenüber den Stammaktien bevorzugt bedient wird

Entweder keine Stimmberechtigung oder Stimmrechtskontrolle erfolgt zusammen mit den Stammaktien

Standardeigenschaften von Stammaktien:

Anteilmäßiges Eigentum an dem Teil des Unternehmensvermögens, der den Nominalwert des Fremdkapitals und den Nennwert der Vorzugsaktien übersteigt

Anteilmäßiger Anspruch auf den Teil des Unternehmensgewinns, der nach Bedienung aller vorrangigen Verbindlichkeiten verbleibt

Anteilmäßige Stimmberechtigung bei der Wahl der Unternehmensführung und anderer Hauptversammlungsentscheidungen

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

Unzählige Abweichungsmöglichkeiten von den Standardeigenschaften: Der heutige Wertpapiermarkt bietet eine Auswahl aller zulässigen Abweichungsmöglichkeiten von diesen Standardeigenschaften. Von diesen sind die am häufigsten anzutreffenden und wichtigsten die folgenden Ausgestaltungsvarianten: *Gewinnschuldverschreibungen; Wandelschuldverschreibungen und Vorzugsaktien mit Wandlungsrechten; Anleihen und Vorzugsaktien, die mit Kaufoptionen ausgestattet sind; partizipierende Vorzugsaktien; Stammaktien, die mit Genussrechten ausgestattet sind; stimmrechtslose Stammaktien.* Eine jüngere Abwandlung ermöglicht die Leistung des Kapitalsdienstes für Anleihen und Vorzugsaktien entweder als Barzahlung oder durch Übertragung des entsprechenden Gegenwertes in Stammaktien auf Grundlage eines *Wahlrechts* des Wertpapierinhabers. Mittlerweile ist bei den meisten Anleihen ein zwischenzeitliches *Rückkaufrecht* durch das Unternehmen vorgesehen, was als geringfügige Abweichung von der standardmäßigen Rückzahlung des Nominalbetrages bei Fälligkeit zu werten ist. Die Bandbreite der weniger

häufigen oder vielleicht einmaligen Abweichungen von den Standardeigenschaften ist wohl unbegrenzt.³¹ Hier sollen nur die beiden außergewöhnlichen Fälle von *Great Northern Railway Preferred Stock*, die über viele Jahre hinweg nichts anderes als eine gewöhnliche Stammaktienposition darstellten, und der als äußerst kritisch zu betrachtende, hinterlistige Vorbehalt von *Associated Gas and Electric Company*, per durch das Unternehmen ausgeübtes Wandlungsrecht Anleihen in Vorzugsaktien umwandeln zu können (Aktienanleihe), weiter erwähnt werden – Letztere stellen damit natürlich in Wahrheit keine Anleihen mehr dar.

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

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

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

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

B. nicht ausreichend abgesicherte Wertpapiere	Mittelmäßige Anleihen oder Vorzugsaktien
III. Stammaktien	Stammaktien

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

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

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

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

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

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

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

Ab welchem Punkt Kursschwankungen tatsächlich eine reale Bedeutung entfalten und keine untergeordnete Rolle mehr spielen, ist dabei unmöglich genau zu bestimmen. Das Kursniveau selbst ist nicht der grundsätzlich bestimmende Faktor. Eine langlaufende 3-Prozent-Kuponanleihe könnte bei einem Kurs von 60 zur Klasse mit fixen Rückflüssen gezählt werden (zum Beispiel *Northern Pacific Railway 3s*, fällig 2047 zwischen 1922 und 1930), während irgendeine Kuponrate, deren Restlaufzeit ein Jahr beträgt und die zu einem Kurs von 80 gekauft werden kann, *nicht* dazuzählt – weil in verhältnismäßig kurzer Zeit entweder die Rücknahme mit einem Aufschlag von 20 Punkten durchgeführt werden müsste oder die Tilgungszahlung ausfällt und eine Senkung des Marktwertes hingenommen werden muss. Daher muss man darauf vorbereitet sein, dass Grenzfälle auftreten, in denen die Klassifikation einzelner Papiere (wie zwischen Klasse I und II) vom persönlichen Standpunkt des Anlegers oder Analysten abhängt.

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

Genau gegenteilig ist die Ausgangssituation, wenn ein der Bezeichnung nach vorrangiges Wertpapier zu derart niedrigen Kursen notiert, dass die nachrangigen Wertpapiere

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

Die Unterscheidung zwischen Klasse II und III ist genauso unbestimmt wie die zwischen Klasse I und II. Grenzfällen kann man ohne größere Schwierigkeiten begegnen, indem man sich für eine der beiden infrage kommenden Kategorien entscheidet oder beide bemüht. Sollte zum Beispiel eine 7-Prozent-Vorzugsaktie bei einem Kurs von 30 als unterbewertetes erstklassiges Investment betrachtet werden oder als Stammaktienäquivalent? Die Antwort auf diese Frage hängt teilweise von den Zukunftsaussichten des Unternehmens ab und teilweise von der Einstellung des betrachteten Käufers. Wenn die Annahme gerechtfertigt wäre, dass ein Fundamentalwert existiert, der den Nennwert einer Vorzugsaktie übersteigt, kann man dem Papier durchaus Elemente eines erstklassigen Investments zuordnen. Ob der Käufer das Papier letztlich doch aus der Perspektive einer Stammaktie betrachten wird oder nicht, könnte auch davon abhängen, ob er mit einer möglichen Aufwertung um die angezeigten 250 Prozent zufrieden wäre oder ob er auf noch größere Spekulationsgewinne abzielt.³⁵

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

TEIL II

INVESTITIONEN MIT FESTBETRAGANSPRÜCHEN/FESTVERZINS- WERTPAPIERE

KAPITEL 6

ZUR AUSWAHL VON INVESTITIONEN MIT FESTBETRAGSANSPRÜCHEN

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

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

DER GRUNDGEDANKE HINTER VORZUGSAKTIE ERSTKLASSIGER EMITTENTEN – Mit der Einordnung mündelsicherer Vorzugsaktien und Anleihen von Schuldnern mit erstklassiger Bonität in die gleiche Gruppe soll das dahinterstehende identische Investitionskalkül aufgezeigt werden. Auf beide Typen von Wertpapieren können die gleichen allgemeinen Analysemethoden angewendet werden. Die tatsächlich gegebene rechtliche Nachrangigkeit der Ansprüche aus Vorzugsaktien im direkten Vergleich wird hier nicht weiter beachtet, da letztlich nicht die juristische Rangfolge, sondern die finanzielle Situation des Unternehmens über die »Bonität« des so oder so verbrieften Zahlungsstromes entscheidet. Diese Auffassung bestätigt sich beispielsweise im Fall der Vorzugsaktien der *National Biscuit Company*. Über nahezu 40 Jahre wurde einer Investition in diese Aktien der gleiche *grundsätzliche Charakter* zugeschrieben wie der einer Investition in erstklassige Anleihen.³⁶

IM ALLGEMEINEN KANN ABER NICHT VON EINER ÄQUIVALENZ ZWISCHEN INVESTITIONEN IN

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

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

IST EINE INVESTITION IN ANLEIHEN LOGISCH? – In derjenigen Ausgabe dieses Buches, die 1934 erschien, flossen ernsthafte Überlegungen darüber ein, ob die extremen Schwankungen von Preisen und Produktion der vorangegangenen Jahre nicht die fundamentale Logik, das rationale Kalkül einer Investition in Anleihen erschüttert hätten. War es für einen Investor vorteilhaft, seine Gewinnmöglichkeiten nach oben zu begrenzen und so auf spekulative Gewinne zu verzichten, ohne dabei einen Totalausfall seines Engagements tatsächlich ausschließen zu können? Dabei waren wir uns durchaus der Tatsache bewusst, dass die Periode zwischen 1927 bis 1933 in ihrer völligen Abnormität der ökonomischen Entwicklungen keine solide Grundlage für eine investitionstheoretische wie -praktische Betrachtung bietet. Die zwischenzeitliche Entwicklung scheint unsere damalige Überzeugung zu bestätigen, doch existieren weiterhin auch heute Unsicherheiten bei Investitionen in Anleihen, die ihren einstigen Charakterzug, eine vollkommen sichere Anlagealternative zu verbrieften, beeinträchtigen. Die Kombination aus einem historischen Preishoch (1940) in Verbindung mit zwei katastrophalen Preisstürzen in den vorangegangenen 20 Jahren und einem andauernden großen Krieg verleitet nicht gerade zu einer unbeschwerten Erwartungshaltung.

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

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

AUGENMERK AUF DIE VERMEIDUNG VON VERLUSTEN – An die vorgetragene Wahrnehmung von Anleihen als Kapitalüberlassung mit – in erster Linie – begrenzten Gewinnmöglichkeiten schließt sich ein weiterer wichtiger Punkt der Beurteilung von Investitionen in Anleihen an. Da das Hauptaugenmerk auf die Vermeidung von Verlusten gelegt werden sollte, hat das Vorgehen bei Investitionen in Anleihen die Gestalt einer Negativauslese. Es ist eher ein Prozess aus Ablehnung und Ausschluss als aus Suche und Akzeptanz. In diesem Zusammenhang zeigt sich der fundamentale Unterschied zum Vorgehen bei Aktieninvestitionen. Ein potenzieller Aktieninvestor ist in mehr oder weniger ausgeglichenem Maße davon getrieben, Verluste zu vermeiden und Gewinne zu erzielen. Der aus der fälschlichen Ablehnung eines bestimmten Wertpapiers resultierende Nachteil kann durchaus als so groß angenommen werden wie derjenige Nachteil, der aus einer fälschlichen Akzeptanz eines bestimmten Wertpapiers resultiert. Im Unterschied dazu können bei der Investition in Anleihen beliebig viele gute Anleihen ausgeschlossen werden, ohne dass dabei tatsächlich ein Nachteil resultiert, vorausgesetzt, es wurde nicht auch eine Anleihe mit niedriger Bonität gekauft. Allgemein ausgedrückt bedarf es bei Investitionen mit Festbetragsansprüchen einer besonderen Genauigkeit und fast übertrieben wirkender Pedanterie. Die folgende von Walter Bagehot an Banker gerichtete Botschaft bringt eben

diese bei Investitionen in Anleihen gebotene Einstellung ebenfalls zum Ausdruck. »Falls irgendwelche Schwierigkeiten mit oder Zweifel an einem Wertpapier auftauchen, sollte man diese Position abbauen.«³⁷

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

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

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

ERSTES PRINZIP: SICHERHEIT AUS DER FÄHIGKEIT, ZAHLUNGSVERPFLICHTUNGEN ZU LEISTEN, NICHT AUS PFANDRECHTEN

Der grundsätzliche Unterschied zwischen beiden Ansätzen springt sofort ins Auge. In der Vergangenheit wurde das Hauptaugenmerk auf die spezifischen Wertpapiere gelegt, das heißt die mit ihnen verbrieften Pfandrechte auf das Anlagevermögen des Emittenten. Vom hier vertretenen Standpunkt betrachtet sind diese Eigenschaften zweitrangig; vielmehr sollte die

finanzielle Tragkraft und Bonität des als Schuldner infrage kommenden Unternehmens im Vordergrund stehen. Diese beiden Ansätze lassen sich klar gegeneinander abgrenzen. Von einer Seite betrachtet fasst man Anleihen als Anspruch auf *Vermögenswerte* des emittierenden Unternehmens auf und von der anderen Seite als Anspruch auf Teilhabe am laufenden *Betriebsergebnis*.

Die ältere Sichtweise fußt dabei auf der ursprünglichen inneren Logik des Vertrages, der hinter einer Anleihe steht. Das hinter jeder Anleihe stehende Grundkonzept soll die Fremdkapitalgeber vom Risiko des laufenden Geschäftsbetriebs ausnehmen, indem ihnen ausreichende Sicherheiten in Form realer Vermögensansprüche bei etwaig auftretenden Zahlungsausfällen eingeräumt werden. Sobald ein Unternehmen unfähig ist, seinen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen, hat der Gläubiger einen Eigentumsanspruch auf die verpfändeten Vermögensgegenstände, um sie liquidieren zu können. Dieses Konzept wäre erstklassig, wenn es denn funktionierte, denn in der Realität ist es in den seltensten Fällen durchführbar. Dafür sprechen die drei folgenden Gründe:

- Der Wertverfall von Vermögensgegenständen bei Unternehmensinsolvenzen
- Die Schwierigkeiten bei der Durchsetzung der rechtlichen Ansprüche der Gläubiger
- Verzögerungen und andere Nachteile, die im Zusammenhang mit dem Insolvenzverfahren stehen

PFANDRECHTE BEINHALTEN KEINE GARANTIE GEGEN WERTVERFALL DER SICHERHEITEN – Der Ansatz, die Fremdkapitalgeber mithilfe von Grundpfandrechten vom Risiko des laufenden Geschäfts auszuschließen, erweist sich in den meisten Fällen als Trugschluss. Typischerweise ist der Gegenwert eines verpfändeten Vermögensgegenstandes in beachtlichem Maße von der Ertragskraft des betreffenden Unternehmens abhängig. Die Pfandrechte der Gläubiger aus Anleihen beziehen sich allgemein auf Posten des Anlagevermögens wie: Schienennetz, Fabrikgebäude und Maschinenpark oder Kraftwerke und andere Versorgungseinrichtungen sowie Brücken oder auch Hotelanlagen. Solche Vermögensgegenstände sind aber generell nur bedingt für andere als die ursprünglich konzipierten Zwecke einsetzbar. Kommt es zur Insolvenz, ist das physische Anlagevermögen eines Unternehmens gewöhnlich von einer nicht zu vernachlässigenden Wertabschreibung wegen eingeschränkter alternativer Verwendung betroffen. Aus diesem Grund wirkt das Ansetzen von Herstellungskosten als gängiges Verfahren zur Bestimmung des Gegenwertes von Pfandrechten unangebracht. Der Gegenwert von verpfändeten Vermögensgegenständen spielt nämlich tatsächlich nur im Insolvenzfall eine Rolle und in nahezu allen solchen Fällen zeigt sich, dass die Buchwerte regelmäßig nicht den erzielbaren Marktwerten entsprechen. Ein beispielhafter Fall hierfür ist die erste Hypothek der *Seaboard-All Florida Railway 6s*, die 1931 kurz nach der Fertigstellung der Trasse für

einen Cent pro Dollar gehandelt wurde.⁴⁰

DIE DURCHSETZUNG ALLER VERBRIEFTEEN GLÄUBIGERRECHTE IST PRAKTISCH NICHT GEGEBEN – In Fällen, in denen der erzielbare Gegenwert der als Sicherheit dienenden Vermögensgegenstände tatsächlich so groß ist wie das nicht mehr bedienbare Fremdkapital, wird dem Gläubiger in der Regel nicht gestattet, seine Ansprüche auf Eigentumsübertragung vollständig durchzusetzen. Zudem weicht das übliche Vorgehen in Bezug auf den Eigentumsübergang der verpfändeten Sicherheiten bei Zahlungsunfähigkeit eines Unternehmens von dem bei Zahlungsunfähigkeit eines privaten Schuldners ab. Für die grundsätzlichen Ansprüche des Gläubigers ist es unerheblich, ob der Schuldner eine juristische oder natürliche Person ist. In der Realität ist aber eine bemerkenswerte Weigerungshaltung der Gerichte feststellbar, welche die Gläubiger daran hindert, ihre verbrieften Pfandrechte in Form von Eigentumsübertragungen durchzusetzen, solange auch nur die kleinste Möglichkeit dafür besteht, dass die betroffenen Vermögensgegenstände einen höheren (wahren) Wert haben als die Ansprüche der Gläubiger.⁴¹ Nach Auffassung der Rechtsprechung wäre ein so gearteter Ausschluss von Aktionären und nachrangigen Gläubigern unverhältnismäßig, da sie zwar auch ein berechtigtes Interesse an diesen Vermögensgegenständen haben, es aber nicht geltend machen können.

Als Ergebnis dieser herrschenden Praxis erlangen Gläubiger, wenn überhaupt, nur dann tatsächlich das Eigentum an den verpfändeten Vermögensgegenständen, falls ihr aktueller Gegenwert substanziell niedriger ist als die ursprüngliche Forderung. In den meisten Fällen wird festgelegt, dass die Gläubiger neue Wertpapiere aus einer Umschuldung des reorganisierten Unternehmens erhalten. In einigen Fällen werden sie für die entgangenen Zinszahlungen entschädigt und die ursprüngliche Anleihe wird wieder aufgelegt.⁴² In den wenigsten Fällen kommt es zur vollständigen Ausbezahlung der geltend gemachten Ansprüche, und wenn, dann mit langer Verzögerung.⁴³

VERZÖGERUNGEN SIND ABSCHRECKEND – Diese Verzögerungen zwischen dem Anmelden und dem Durchsetzen von Ansprüchen stellen den dritten Einwand gegen die Sichtweise dar, Investitionen in Anleihen wären in ausreichendem Maße durch die Verpfändung von Vermögensgegenständen besichert. Je werthaltiger die als Sicherheit dienenden Vermögensgegenstände gegenüber den geltend gemachten Ansprüchen sind, desto schwieriger gestaltet sich die Durchsetzung und Vollstreckung dieser Ansprüche und desto mehr Zeit muss veranschlagt werden, um eine »angemessene« Aufteilung unter den relevanten Anspruchsgruppen aus Aktionären und Gläubigern zu erreichen. Die günstigste Ausgangslage für einen Gläubiger während eines Insolvenzverfahrens ist die folgende Situation: Neben einem verhältnismäßig kleinen Anteil an einem vorrangigen Darlehen hält er einen

substanziellen Anteil an derjenigen Fremdkapitalcharge, die nicht mehr in ausreichendem Maße bedient werden kann und damit die Insolvenz auslöst. Dabei ist es durchaus möglich, dass die erste Position aus dem vorrangigen Darlehen so gut ist, dass tatsächlich gar kein Ausfallrisiko für diese Teilforderung besteht. Nichtsdestoweniger beeinflussen die finanziellen Schwierigkeiten des Unternehmens die Marktpreise aller im Umlauf befindlichen Wertpapiere dieses Unternehmens negativ, davon sind auch solche Wertpapiere betroffen, die in realen Größen gar nicht ausfallbedroht sind. Im Verlauf des Insolvenzverfahrens tritt der Preisverfall immer deutlicher zutage, da Investoren davon Abstand nehmen, sich in Krisensituationen einzukaufen. Unter Umständen ist es sogar möglich, dass die in vorrangigen Anleihen verbrieften Darlehen von der Reorganisation unbeeinflusst bestehen bleiben, ihre Kursentwicklung wird über diese Periode jedoch von Verlusten geprägt sein und diese negative Erfahrung einen fatalen Beigeschmack zurücklassen. Typische Beispiele für solcherlei Erfahrungen sind die Fälle der *Missouri, Kansas and Texas Railway Company First 4s* und *Brooklyn Union Elevated Railroad First 5s*.⁴⁴ Die treuhänderische Unternehmensverwaltung sowie der Reorganisationsprozess werden, besonders insoweit sie die Interessen der Gläubiger betreffen, in einem späteren Kapitel ausführlicher behandelt.

OBERSTES GEBOT IST DIE VERMEIDUNG VON KRISENSITUATIONEN – Die vorangegangene Diskussion sollte der Betonung unseres Standpunktes verdeutlichen, dass der Käufer von Anleihen in erster Linie die Vermeidung von Krisensituationen anstreben sollte als eine Absicherung gegen Krisensituationen. Gerade in Fällen, in denen spezifische Pfandrechte tatsächlich vorteilhaft sein könnten, sollte ins Bewusstsein gerufen werden, dass sich dieser Vorteil nur in solchen Umweltzuständen realisiert, die grundsätzlich bei Investitionen in Anleihen vermieden werden sollten. Die durch Reorganisationsprozesse ausgelösten Preisstürze zeigen nicht zuletzt, dass die ursprünglichen Käufer der Anleihen ihre Investitionen unter Inkaufnahme von Verlusten bereinigen, seien sie unklug oder unglücklich gewesen. Jeglicher Vorteil, der aus verpfändeten Eigentumsrechten im Zweifel abgeleitet werden kann, ist immer nur eine nachträgliche Linderung eines bereits im Vorfeld erfolgten Fehlers.

FOLGERUNGEN AUS DEM ERSTEN PRINZIP

Nicht vorhandene Sicherheiten sind von minderer Bedeutung: Aus dem ersten Prinzip lässt sich auf einige Folgerungen schließen, die großen Einfluss auf die praktische Durchführung haben. Weil die spezifische Ausgestaltung von Sicherheiten von geringer Bedeutung für die Auswahl erstklassiger Anleihen ist, kommt dem Nichtvorhandensein von Pfandrechten auch nur wenig Bedeutung zu. Die als *debenture*⁴⁵ bezeichneten Papiere, als unbesicherte Obligationen ertragsstarker Unternehmen, die problemlos ihren

Zahlungsverpflichtungen nachkommen können, erfreuen sich im Übrigen einer Beliebtheit, die der nach pfandrechtlich besicherten Anleihen nicht nachsteht.

Unstrittig ist auch die Einschätzung, dass ein *debenture* eines finanzstarken Unternehmens eine bessere Investition darstellt als eine besicherte Schuldverschreibung eines in Liquiditäts- und/oder Ertragsschwierigkeiten geratenen Unternehmens. Im Börsenjahr 1961 hatte keine der erstklassig besicherten Anleihen je eine bessere Benotung (*rating*) als *Standard Oil of New Jersey Debenture 3s*. Ein Vergleich der Benotung für verschiedene Finanzierungstitel zeigt, dass die unbesicherten *debentures* von Unternehmen ohne weitere vorrangig gestellte Schuldverschreibungen regelmäßig nicht schlechter eingestuft werden als eine durchschnittliche besicherte Schuldverschreibung. Oftmals ermöglicht erst eine erstklassige Benotung die erfolgreiche Platzierung von langfristigen unbesicherten Anleihen.⁴⁶

Die Theorie vom Kauf der am besten benoteten Obligation eines finanzstarken Unternehmens: Daraus folgt ebenfalls, dass, wenn eine spezifische Obligation als Investition mit Festbetragsanspruch klassifiziert werden kann, diese Einordnung auch für alle anderen Obligationen dieses Unternehmens maßgeblich ist. Oder andersherum formuliert: Falls an der Sicherheit von Investitionen in jüngere Anleihen eines Unternehmens gezweifelt werden muss, wird damit die Klassifikation aller ausstehenden Anleihen dieses Unternehmens als Festbetragsinvestition in ernste Zweifel gezogen. Die für die Zweifel an der Sicherheit einer nachrangigen Anleihe verantwortlichen wirtschaftlichen Schwächen eines Unternehmens stellen die grundsätzliche Klassifikation auch nur einer Anleihe dieses Unternehmens als erstklassig infrage. Das theoretisch optimale Vorgehen bei Investitionen in Anleihen sollte zunächst eine gewissenhafte Auswahl von Unternehmen umfassen, die aus objektiven Gesichtspunkten als finanzstark gelten, und anschließend im Kauf des bestbenoteten Finanztitels enden, welcher in den meisten Fällen eher eine jüngere Anleihe sein wird. Unter der Bedingung, dass bei der ersten Entscheidung über die auszuwählenden Unternehmen nie ein Fehler unterlaufen würde, führt die praktische Anwendung des geschilderten Vorgehens zu besten Ergebnissen. Dabei gilt natürlich, dass je größer die Fehlerwahrscheinlichkeit bei der ersten Entscheidung ist, desto mehr Rücksicht auf die Absicherung der Kapitalerhaltung im Falle des Falles gerichtet werden sollte. In der Entscheidung eines Investors, oft auf Kosten einer geringeren Nominalverzinsung, für einen mit Sicherheiten ausgestatteten Finanztitel eines Unternehmens manifestiert sich doch letztlich nur ein grundsätzlicher Zweifel an seiner zuvor erfolgten Einschätzung der finanziellen Stabilität dieses Unternehmen. Konsequenterweise sollte dann jegliche Investition in Anleihen dieses Unternehmens infrage gestellt werden.

Beispiel: Als Beispiel für diese Überlegungen dient das *Cudahy Packing Company First*

Mortgage 5s für das Jahr 1946 und das vom gleichen Unternehmen für das Jahr 1937 begebene *Debenture 5,5s*. Im Juni 1937 notierte die vorrangige *5s*-Anleihe mit einem Kurs von 95, was einer Verzinsung von 5,5 Prozent entsprach, während die nachrangige *5,5s*-Anleihe zu einem Kurs von 59 gehandelt wurde und so eine Verzinsung von 20 Prozent in Aussicht stellte. Der so nahezu pari mit dem Ausgabepreis notierende Kurs der vorrangigen Anleihe kann nur als Ausdruck des Vertrauens des Marktes in die Bonität des Papiers und damit die Zahlungsfähigkeit des Unternehmens gewertet werden, jede andere Einschätzung hätte sich sonst in einem geringeren Kurs niedergeschlagen. Wenn die Fähigkeit von *Cudahy*, seinen Zahlungsverpflichtungen in der Zukunft nachzukommen, aber nicht bezweifelt wird, warum sollte ein Investor dann nicht in das *Debenture*-Papier investieren und so eine viel größere Verzinsung seines Kapitals erreichen? Die einzige Antwort ist die, dass der Investor die vorrangige Absicherung aus der *5s*-Anleihe für den Fall, dass sich seine Investitionsentscheidung als Fehler erweist und das Unternehmen in Zahlungsschwierigkeiten gerät, entsprechend hoch bewertet. Gesetzt diesen Fall kann er tatsächlich davon ausgehen, dass er als vorrangiger Gläubiger verhältnismäßig weniger Verluste tragen muss als die Inhaber der nachrangigen Anleihen. Dabei sollte aber auch bedacht werden, dass, falls *Cudahy Packing Company* tatsächlich in derartige Schwierigkeiten wie im Fall von *Fisk Rubber Company* geraten sollte, der Kurs des vorrangigen Papiers dem des nachrangigen entsprechend abwerten wird. Das *Fisk Rubber Company First 8s* wertete im Verlauf dieser Krise auf 17, das unbesicherte 5,5-Prozent-Papier auf 12 ab, was einen ähnlichen Kursverlust widerspiegelt. Die Antwort auf die letzte Frage kann nur sein, dass der Investor bereit ist, die Differenz von 15 Prozent aus der effektiven jährlichen Verzinsung beider Papiere als Prämie für die teilweise Versicherung seiner Ansprüche zu zahlen. Vor diesem Hintergrund erscheint der Preis des so erworbenen Vorteils höher als sein Gegenwert. Es folgt unweigerlich, dass die einzigen beiden echten Handlungsalternativen entweder ein vollständiger Verzicht auf Anleihen von *Cudahy* oder, falls eine Investition, in die jüngeren Anleihen mit ihrer viel höheren Verzinsung sind.⁴⁷

Vorrangige Titel sollten so lange bevorzugt werden, bis nachrangige nicht einen substanziellen Vorteil offerieren: Die Investition in einen nachrangigen Titel muss eben durch einen substanziellen Zinsvorteil gerechtfertigt sein. Falls der Abschlag für das vorrangige Papier jedoch verhältnismäßig gering sein sollte, ist es durchaus ratsam, diese kleine Prämie zu zahlen und so für den Fall unerwarteter Verluste besser abgesichert zu sein.

Beispiel: Diese Ausführungen lassen sich durch die Kursverläufe zweier Schuldverschreibungen des Unternehmens *Atchinson Topeka and Santa Fe Railway Company* verdeutlichen. In der folgenden Tabelle ist die Entwicklung des vorrangigen Papiers *General (first) 4s* und die des nachrangigen Papiers *Adjustment (second mortgage) 4s* dargestellt. Beide Papiere waren 1995 fällig.

Datum	Preis von <i>General 4s</i>	Preis von <i>Adjustment 4s</i>	Kursspanne
02. Jan. 1913	97,5	88	9,5
05. Jan. 1917	95,5	86,75	8,75
21. Mai 1920	70,25	62	8,25
04. Aug. 1922	93,5	84,5	9
04. Dez. 1925	89,25	85,25	4
03. Jan. 1930	93,25	93	0,25
07. Jan. 1931	98,5	97	1,5
02. Juni 1932	81	66,5	14,5
19. Juni 1933	93	88	5
09. Jan. 1934	94,25	83	11,25
06. März 1936	114,625	113,5	1,125
26. April 1937	103,5	106,75	3,25
14. April 1938	99,25	75,25	24
29. Dez. 1939	105,75	85,25	20,5

Preise von *Atchinson General 4s* und *Adjustment 4s* zu verschiedenen Zeitpunkten

In der Periode vor 1924 notierte das *General 4s*-Papier sieben bis zehn Punkte über dem *Adjustment 4s*, was einem Zinsabschlag von ungefähr 0,5 Prozent entspricht. Da sich in diesem Zeitraum keine Zweifel an der Sicherheit der zukünftigen Bedienung beider Anleihen im Kurs widerspiegeln, erscheint die Investition in das nachrangige Papier wegen der nahezu 10 Prozent Kostenersparnis beim Kauf ratsamer. Diese Einschätzung scheint zu der ab dem Jahr 1923 feststellbaren deutlichen Annäherung der beiden Kurse geführt zu haben. Über das Jahr 1930 und teilweise auch im Jahr 1931 notierten beide Papiere zu nahezu identischen Kursen. Diese Situation erscheint aber mindestens im gleichen Maße unverhältnismäßig wie der übertriebene Abschlag aus der Periode zwischen 1922 bis 1923, da ein so geringfügiger Preisabschlag und mithin ein so vernachlässigbarer Zinsvorteil die Entscheidung für das nachrangige Papier, auch bei unbezweifelnder Bedienung der Zahlungsverpflichtungen aus beiden Papieren, nicht rechtfertigt. Innerhalb kürzester Frist hat sich während der schwierigen Börsenlage für Anleihen im Juni 1932 dann zwischen beiden Kursen folgerichtig auch wieder eine Differenz von über 14 Punkten eingestellt.

Aus den 1934 vom Unternehmen veröffentlichten Zahlen lässt sich auf eine vernünftige

Differenz zwischen beiden Kursen in Höhe von ungefähr 5 Punkten schließen. Sowohl Abweichungen der tatsächlichen Differenz nach oben als auch nach unten sollten den nötigen Anlass dafür geben, von dem einen in das andere Papier zu wechseln. Auslösende Momente für einen solchen Wechsel sind anhand der Tabelle für 1934 und 1936 verzeichnet.

Das geschilderte Beispiel ist für eine weitere Darstellung der allgegenwärtigen Wechselproblematik bei Anleiheninvestitionen von weiterem Nutzen. Im Jahr 1937 trug zum einen das, gemessen an den Vorjahren, sehr schwache Betriebsergebnis und zum anderen die verhältnismäßig kleine Risikoprämie dazu bei, dass der nachrangige Charakter des zweiten Papiers nicht mehr außer Acht gelassen werden durfte. Die für eine als angebracht eingestufte Kursrelation vorausgesetzte relative Sicherheit der zukünftigen Zahlungsansprüche war unter diesen Umständen nicht mehr gegeben. Die schwierige Finanzsituation im Jahr 1938 führte dazu, dass die Zahlungen per 1. Mai zur Bedienung der *Adjustment*-Anleihe ausgesetzt wurden und ihr Kurs auf 75,125 fiel, sodass sich ein Kursunterschied für beide Papiere von 24 Punkten ergab. Obwohl alle fälligen Zinszahlungen, zwar mit einer gewissen Verzögerung, vollständig geleistet wurden und sich der Kurs bis 1939 auf ein Niveau von 1996 erholt hatte, sollten diese Ereignisse bei der Entscheidung über Investitionen in Anleihen dieses Unternehmens nicht unberücksichtigt bleiben.

Eine nachrangige Anleihe eines Unternehmens X sollte einer vorrangigen Anleihe eines Unternehmens Y dann vorgezogen werden, wenn eine der beiden folgenden Situationsbeschreibungen zutrifft:

- Es kann von einer in ausreichendem Maße gegebenen Sicherheit aller Fremdkapitalpapiere des Unternehmens X ausgegangen werden und die nachrangige Anleihe des Unternehmens X bietet einen substantiellen Zinsvorteil gegenüber der Anleihe von Unternehmen Y.
- Falls kein entsprechender Zinsvorteil durch eine Investition in Anleihen von Unternehmen X gegeben ist, sollte die wahrgenommene Absicherung der Zahlungsansprüche von Gläubigern des Unternehmens X besser sein als die der Zahlungsansprüche von Gläubigern des Unternehmens Y.

Beispiel:

Schuldverschreibung	Preis im Jahr 1930	Gewinn als Vielfaches der Fixkosten für 1929*
<i>Pacific Power and Light Co. First 5s, fällig 1955</i>	101	1,53 Mal
<i>American Gas and Electric Co. Debenture 5s, fällig 2028</i>	101	2,52 Mal

Das erfreulich höhere Abdeckungsverhältnis der Fixkosten durch den ausgewiesenen Gewinn von *American Gas and Electric* sollte bei wie hier identischen Preisen für die unbesicherte Anleihe dieses Unternehmens und gegen die vorrangige Anleihe von *Pacific Power and Light* sprechen.⁴⁸

SPEZIALFALL: »Underlying Bonds.« – Bei Eisenbahngesellschaften ist es üblich, mit der Bezeichnung »Underlying Bonds« auf eine zusätzliche Eigenschaft einer Schuldverschreibung abzustellen. Sie bezeichnen im Allgemeinen Schuldverschreibungen mit relativ kleinem Volumen, die zudem durch die Verpfändung von Vermögensgegenständen besichert sind, welche selbst für einen fortlaufenden Geschäftsbetrieb eine zentrale Bedeutung haben; oftmals begleitet von einer Serie von »Blankohypotheken«. Diese Anleihen haben normalerweise den Status eines erstklassigen Papiers, obgleich sie manchmal tatsächlich nur einen zweit- oder drittrangigen Anspruch verbriefen, vorausgesetzt, die vorrangigen Ansprüche sind ebenfalls von hinreichend kleinem Volumen.

Beispiel: Ansprüche aus dem Wertpapier *New York and Erie Railroad Third Mortgage Extended 4,5s*, fällig 1938, sind denen aus zwei kleinen vorrangigen Anleihen nachgeordnet, welche selbst durch Verpfändung eines zentralen Stückes des Gleisbettes der Hauptstrecke von *Erie Railroad* besichert sind. Zusätzlich erhielten die Gläubiger nachfolgend vier Blankohypotheken auf das Unternehmen. Diese Papiere genossen das Prädikat eines *Underlying Bond*.

Anleihen dieses Typs tragen den Charakter einer besonders sicheren Investition, egal welche Entwicklung das zugehörige Unternehmen nimmt. Nahezu alle Reorganisationsprozesse ließen sie bisher unbeschnitten und sogar während Phasen treuhänderischer Unternehmensverwaltung ist es gewöhnlich selbstverständlich, dass diese Zinszahlungen nicht eingestellt werden, was in erster Linie auch daran liegt, dass es sich um verhältnismäßig kleine Posten handelt. Der Markt reagiert bei Unternehmen in der Insolvenzverwaltung allerdings auch mit Kursstürzen dieser Anleihen.

Beispiele: Im Fall der *New York and Erie Railroad Third 4,5s* (es wurde jeweils freiwillig in den Jahren 1923 und 1933 prolongiert) kam es im März 1938 zum Totalausfall von Zins und Tilgung, nachdem zwei Monate zuvor der Bankrott erklärt wurde. Der niedrigste Angebotspreis für diese Anleihe betrug 61. Zumindest sahen die verschiedenen Reorganisationspläne mit einem Zeithorizont bis Ende 1939 ausnahmslos die Bedienung der vollständigen aus ihr resultierenden Zahlungsverpflichtung vor.

Im Fall der Anleihe *Chicago and Eastern Illinois Consolidated 6s*, fällig 1934, erfolgte

die Tilgung der letzten Ansprüche schließlich 1940, dafür vollständig, wobei die Verzögerung mit 4 Prozent verzinst wurde – der Kurs der Anleihe fiel indes bis auf 32 im Jahre 1933.

Pacific Railway of Missouri First 4s and Second 5s und *Missouri Pacific Railway Third 4s*, beide von kürzeren Laufzeiten bis zum Jahr 1938 prolongiert, sind zwei Wertpapiere die *underlying bonds* des Konzerns *Missouri Pacific* darstellen. Während eines Reorganisationsprozesses im Jahr 1915 wurden weder ihre Zinszahlungen eingestellt noch erfolgte eine Schuldabänderung. Nach der zweiten Bankrotterklärung im Jahr 1933 wurden die entsprechenden Zahlungsverpflichtungen weiter bedient, bis schließlich das Ende der Laufzeit erreicht wurde. Zu diesem Zeitpunkt wurde die Tilgung ausgefallen gestellt, die Zinsen jedoch im Verlauf des Jahres 1939 weiter gezahlt. Die verschiedenen Reorganisationspläne sahen für diese Anleihen eine Umwandlung in erstklassig besicherte Industrieobligationen des Nachfolgeunternehmens bei vollem Erhalt ihres Nominalwertes und fixer Verzinsung vor. Der Kurs der Anleihen fiel zwischenzeitlich allerdings auf 65, 60 und schließlich sogar 53. Andere Anleihen mit Prädikat *underlying bond* haben die Insolvenz des betreffenden Unternehmens nicht so glimpflich überstanden.

Beispiel: Milwaukee, Sparta and Northwestern 4s, fällig 1947, wurde viele Jahre als ein *underlying bond* von *Chicago and Northwestern Railway* geführt, der in dieser Zeit fast zum gleichen Kurs wie der *Premier Union Pacific First 4s*, mit gleicher Fälligkeit, notierte. Mittlerweile hat *Chicago and Northwestern* die Zinszahlungen für diese Papiere während des Insolvenzverfahrens ausfallen lassen und eingestellt, ihr Kurs notierte 1939 bei 8,5.

Aus diesen Ausführungen geht hervor, dass ein *underlying bond* in manchen Fällen eine Ausnahme von der Regel darstellt, dass gute Anleihen nur von gesunden Unternehmen stammen können. In den meisten Fällen werden diese besonderen Anleihen von institutionellen- oder Großinvestoren gehalten. (Die gleiche Beobachtung kann im Übrigen bei einigen erstklassigen Anleihen gemacht werden, die von Tochtergesellschaften großer Konzerne des Versorgungssektors mit eigener Kapitalmarkadresse begeben wurden.)

In Bezug auf Anleihen aus dem Eisenbahnsektor sind geografische Lage und strategischer Wert der verpfändeten Gleistrassen von zentraler Bedeutung. Vorrangige Hypotheken auf unprofitable Trassen, die keine zentrale Bedeutung für den Geschäftsbetrieb haben, gelegentlich als »*divisional liens*« bezeichnet, entsprechen nicht der Auffassung eines *underlying bond*, wie sie eben getroffen wurde. Solche Papiere mit Pfandrechten an relativ unbedeutenden Streckenabschnitten könnten im Rahmen eines Reorganisationsprozesses deutlich schlechter abschneiden als vorgeblich nachrangige Anleihen, die mit Blankohypotheken abgesichert sind.

Beispiel: Das Central Branch Union Pacific Railway First 4s, mit Fälligkeit 1938,

wurde als vorrangig gegenüber dem *Missouri Pacific First and Refunding Mortgage* gehandelt, welches ebenfalls kurz vor der Tilgung stand.

Trotzdem behandelten alle Reorganisationspläne, die am Ende des Jahres 1939 vorgelegt wurden, das *Missouri Pacific First and Refunding 5s*-Papier besser als die vorgeblich vorrangige *Central Branch*-Anleihe.

In Bezug auf die Umsetzung von Anlagestrategien bei Anleihen sollte erkannt werden, dass es für einen durchschnittlichen Investor nahezu unmöglich ist, eine trennscharfe Unterscheidung zwischen solchen *underlying bonds* vorzunehmen, die einen Reorganisationsprozess relativ unbeschadet überstehen, und solchen, die im Rahmen von Schuldabänderung teils drastischen Veränderungen unterworfen sein werden. Folgerichtig sollte der gewöhnliche Investor solche Kalküle außen vor lassen und seine Investitionsentscheidung auf Grundlage der Regel treffen, dass nur finanzkräftige Unternehmen »finanzkräftige« Anleihen emittieren.

KAPITEL 7

ZUR AUSWAHL VON INVESTITIONEN MIT FESTBETRAGSANSPRÜCHEN: ZWEITER UND DRITTER GRUNDSATZ

ZWEITES PRINZIP: ANLEIHEN SOLLTEN VOR DEM HINTERGRUND EINER SCHWACHEN KONJUNKTUR GEKAUFT WERDEN

Die Regel, nach der sich die Güte einer Investition erst in einem negativen Marktumfeld äußert, hat einen sich selbst bestätigenden Charakter. In einem guten Marktumfeld kann jede Anleihe eine gute Investition verkörpern; erst in einem schwierigen Umfeld kommt der stabilen Anleihen innewohnende Vorteil gegenüber schwachen Papieren zur Geltung. Aus diesem Grund bevorzugen umsichtige Investoren stets Schuldverschreibungen von Unternehmen, die bereits mehrere Jahre am Markt etabliert sind und unter Beweis gestellt haben, dass sie auch in schwachen Konjunkturphasen und Krisensituationen bestehen.

FÜR DIE BEI ANLEIHEN UNTERSTELLTE SICHERHEIT IST ENTWEDER DIE SPEZIFISCHE BRANCHE ODER DER GRAD DER VERTRAGLICHEN ABSICHERUNG AUSSCHLAGGEBEND – Für die Unterstellung, dass Zahlungsansprüche aus einer Anleihe auch von schwachen Konjunkturphasen unbeeinflusst bleiben, sind zwei verschiedene Gründe denkbar. Der Investor sollte davon ausgehen können, dass entweder die Ertragslage in der Branche, in die er investiert hat, relativ unabhängig von den Konjunkturzyklen ist oder dass die Ausstattung mit Sicherheiten so vorteilhaft ist, dass auch eine schwache Konjunkturphase keine Auswirkungen auf die Bedienung seiner Zahlungsansprüche hat. Anleihen aus dem Sektor der Energieversorger werden typischerweise aufgrund des erstgenannten Merkmals bevorzugt, Anleihen von Töchtern der *United States Steel Corporation* typischerweise aus dem zweiten Motiv. Im ersten Fall sind *Brancheneigenschaften*, im zweiten Fall die *Ausstattung mit Sicherheiten* entscheidend für den Kauf. Für einen durchschnittlichen Anleiheninvestor sollte

bei der Kaufentscheidung das erstgenannte das Leitmotiv sein, um so die typischen Begleiterscheinungen von Konjunkturschwächen von vornherein zu vermeiden. Dabei scheint es auch durchaus einfacher, in gewissermaßen konjunkturunabhängige Geschäftsfelder zu investieren, als sich im Fall der Fälle auf die finanzielle Stabilität eines Unternehmens in einer Krisensituation verlassen zu müssen.

KEINE BRANCHE IST VOLLKOMMEN KONJUNKTURUNABHÄNGIG – Der gängige Einwand gegen das eben geschilderte Konzept liegt natürlich auf der Hand. Es existiert nämlich keine derart konjunkturunabhängige Branche, dass jegliche Dämpfer in der Ertragslage vollkommen ausgeschlossen werden können. Bezogen auf den obigen Vergleich, hat sich lediglich herausgestellt, dass gewöhnlich bei Energieversorgungsunternehmen vergleichsweise geringere Ertragsrückgänge zu verzeichnen waren als bei Stahlproduzenten.

Aber auch kleine Ertragseinbußen können eine fatale Wirkung entfalten, wenn die Unternehmensplanung auf Grundlage wachsender Gewinne vorgenommen wurde. Zieht man die Gefahr von teilweise rückläufigen Erträgen mit in Betracht – und das sollte man –, bleibt dem Investor nur eine Abwägung mit den mutmaßlichen Auswirkungen auf seine Gläubigerposition. Damit findet er sich in einer Situation, die das grundsätzliche Entscheidungsproblem eines Anleiheninvestors widerspiegelt. Nämlich die Bewertung der Fähigkeit eines Unternehmens, allen zukünftigen Eventualitäten gerecht zu werden.⁴⁹

Daher sollte nicht der Versuch unternommen werden, zwischen solchen Unternehmen zu unterscheiden, die von Konjunkturschwächen *ausgenommen* oder *betroffen* sind, sondern zu erkennen, ob konjunkturelle Dämpfer eher kleine oder große Schwankungen der Ertragslage auslösen. Je stabiler die Ertragslage eines bestimmten Unternehmenstyps ist, desto besser eignet es sich für eine Finanzierung durch Anleihen und desto größer ist der Anteil an den zu erwarteten zukünftigen Erträgen, der als Zinsaufwendungen eingeplant werden kann. Je größer der empfundene Grad der Instabilität der Ertragslage und mithin je größer die Unsicherheit darüber, ob alle Zins- und Tilgungszahlungen termingerecht bedient werden können, desto umfänglichere Sicherheiten müssen im Zuge der Fremdkapitalfinanzierung gewährt werden, mit anderen Worten, desto kleiner ist der Anteil am Gesamtkapital eines Unternehmens, der fremdfinanziert sein sollte. Jeder Zweifel an der inhärenten finanziellen Stabilität eines Unternehmens, auch unter der Annahme eines wiederholt negativen Unternehmensumfeldes (regelmäßig bei der Bewertung von mittelgroßen Unternehmen angewandte Fragestellung), führt dazu, dass eine Anleihe dieses Unternehmens nicht als Investition mit Festbetragsanspruch klassifiziert werden kann, und dabei ist völlig unerheblich, welcher Wert den verbrieften Sicherheiten zugeordnet wird – wenn für diese Zuordnung ausschließlich Vergangenheitswerte herangezogen werden. Solch eine Anleihe kann dem quantitativen Test, nicht aber dem qualitativen Test unseres Investitionskonzeptes

genügen.⁵⁰

BEI DER DURCHFÜHRUNG VON INVESTITION IST DIE GEWÄHLTE BRANCHE VON GROSSER BEDEUTUNG – Diese konzeptionelle Irrelevanz von gewährten Sicherheiten hat sich über Jahre in der praktischen Investitionstätigkeit bewährt. Die Einteilung in die drei Branchen, Eisenbahngesellschaft, Versorgungsunternehmen und Industriekonzern, soll einen grundsätzlichen Unterschied in der jeweils inhärenten relativen Stabilität, alle fälligen Zahlungen aus Gläubigeransprüchen pünktlich leisten zu können, widerspiegeln.

Eisenbahngesellschaften, deren Erträge doppelt so groß waren wie ihre laufenden Zinszahlungen, stimmen Anleger gewöhnlich zufrieden, für die Bewertung von Industrieobligationen erweist sich diese Quote allerdings als inadäquat. Die Dekade zwischen 1920 und 1930 bescherte dem Sektor der Versorgungsunternehmen einschneidende Veränderungen. Im Ergebnis waren Straßenbahngesellschaften viel stärker betroffen als Unternehmen aus der Licht-, Wärme- und Elektrizitätsversorgung, was dazu geführt hat, beide Gruppen voneinander abzugrenzen. Wegen des besonders schlechten Abschneidens von Transportunternehmen im öffentlichen Nahverkehr wurden sie aus der Klassifizierung als »Versorgungsunternehmen«, wie er in Finanzkreisen üblich ist, ausgeschlossen. Die herrschende Meinung fasst unter diesem Begriff lediglich Unternehmen aus der Elektrizitäts- und Gasversorgung sowie Telekommunikation zusammen.

(Im Verlauf der Zeit erkannte man die Werbewirksamkeit der Bezeichnung als öffentlicher Versorger und wendete sie in dieser Absicht unter anderem auch auf Geschäftskonzepte wie die Belieferung mit Gas, Eis, Kohle oder die Bereitstellung von Lagerflächen an.) Die Stabilität des Versorgungssektors auch während der leichten Konjunkturdämpfer in den Jahren 1924 und 1927 führte dazu, dass Investoren Unternehmen dieses Sektors besonders stabil einschätzten. Im Jahr 1929 wurden Kredite für den Versorgungssektor sogar so gut benotet wie die von Eisenbahngesellschaften. Während der darauf folgenden wirtschaftlichen Depression waren Erlöse und Nettogewinne im Versorgungssektor viel kleineren Rückgängen ausgesetzt als im Transportgewerbe. Und es erscheint naheliegend, zu folgern, dass Anleihen von stabilen Energiedienstleistern die Rolle von sehr gut eingestuftem Eisenbahnanleihen als bestbenotetem Typ in der Unternehmensfinanzierung ablösen werden. (Diese Autorenmeinung hält auch den jüngsten Erfahrungen seit 1933 stand, die eine gewisse Einschränkung der Popularität von Anleihen und Aktien aus dem Versorgungssektor in Verbindung mit Herabstufungen des Ratings, angepassten Wettbewerbsregelungen und Inflationsgefahren aufzeigen.)

Jahr	Eisenbahngesellschaften			Versorgungsunternehmen		
	Umsatz ¹ (in \$)	Nettogewinn ² (in \$)	Anleihezins ³ (in %)	Umsatz ⁴ (in \$)	Nettogewinn ⁵ (in %)	Anleihezins (in %)
1926	6383	1213	5,13	1520	100,00	5,11
1927	6136	1068	4,83	1661	106,80	4,96
1928	6112	1173	4,85	1784	124,00	4,87
1929	6280	1252	5,18	1939	142,50	5,14
1930	5281	869	4,96	1991	127,70	5,05
1931	4188	526	6,09	1976	123,50	5,27
1932	3127	326	7,61	1814	96,60	6,30
1933	3095	474	6,09	1755	98,20	6,25
1934	3272	463	4,96	1832	88,10	5,40
1935	3425	500	4,95	1912	92,90	4,43
1936	4053	667	4,24	2045	120,70	3,88
1937	4166	590	4,34	2181	125,80	3,93
1938	3565	373	5,21	2195	106,00	3,87

1 Umsatzerlöse aus allen amerikanischen Klasse-I-Strecken (I.C.C.).

2 Der für diese Strecken ausgewiesene Nettogewinn (I.C.C.).

3 Durchschnittlicher Zins aus jeweils 40 Eisenbahn- und 40 Versorgeranleihen, gelistet bei Moody's.

4 Umsatzerlöse aus der Stromversorgung von Endabnehmern, aufgezeichnet vom Edison Electric Institute. Daten, die 90 Prozent des Marktvolumens auswiesen, wurden auf 100 Prozent extrapoliert (aus Survey of current Business).

5 Entnommen aus einem Verzeichnis von 15 öffentlichen Versorgern, geführt bei Standard Statistics Company, Inc.; geben Jahresdurchschnitte an.

Vergleich der Umsätze und Nettogewinne mit der durchschnittlichen Verzinsung von Anleihen bei Eisenbahngesellschaften und Versorgungsunternehmen 1926–1938 (in Mio. Dollar)

GÜTETEST DURCH NEGATIVSZENARIOS – An dieser Stelle der Untersuchung soll das Augenmerk auf das individuelle Abschneiden der drei besprochenen Marktsegmente im Zuge der letzten beiden Konjunkturabschwünge zwischen 1931 und 1933 und zwischen 1937 und 1938 gerichtet werden. Obgleich in Bezug auf die erste Periode zwischen 1931 und 1933 die Einschränkung getroffen werden muss, dass diese Periode aufgrund ihrer als singulär zu bewertenden Auswüchse eher ungeeignet dafür erscheint, heute zu beurteilende Papiere auf

Grundlage ihres damaligen Abschneidens in einer einmalig katastrophalen Konjunkturphase zu bewerten. Erfahrungen aus der Periode von 1931 bis 1933 sollten nach Meinung der Autoren eher als »Laborexperiment« zur Veranschaulichung der Wirkung von Investitionsstandards unter der Prämisse eines unter gewöhnlichen Umständen nicht zu erwartenden Negativszenarios interpretiert werden. Obwohl die Wiederholung einer solch umfassenden Krise eher unwahrscheinlich ist, können aus dem Abschneiden verschiedener Wertpapiere während dieser Krise nützliche Beobachtungen in Bezug auf das Investitionsproblem abgeleitet werden.

GRÜNDE FÜR DEN AUSFALL VON ANLEIHEN

Übertriebene Fremdkapitalquote bei Versorgungsunternehmen: Analysiert man diejenigen Fälle, in denen Anleihen in der auf die Boomphase folgenden Periode ausgefallen sind, gelangt man zu sektorspezifischen Erklärungen dieser Ausfälle. Im Versorgungssektor sind die Ausfälle von Anleihen vornehmlich nicht auf einen zu drastischen Ertragsrückgang zurückzuführen, sondern auf die Tatsache, dass wegen übertriebener Fremdfinanzierung selbst ein relativ moderater Ertragsrückgang zu Liquiditätsproblemen führte. Unternehmen mit einer vernünftigen Kapitalstruktur hatten wenige Probleme, ihren Zinsverpflichtungen nachzukommen. Viele Konzerne jedoch, die eine pyramidenhafte Kapitalstruktur aufwiesen und selbst in Rekordjahren nahezu den gesamten Ertrag für Zinszahlungen aufwenden mussten, konnten nicht einmal einen geringfügigen Ertragsrückgang verkraften.

Die Schwierigkeiten der Versorger lassen sich nicht auf Probleme im Energieversorgungsgeschäft zurückführen, sondern auf falsche Finanzierungsentscheidungen und in der Folge eine aus Risikogesichtspunkten unangebrachte Kapitalstruktur. Verluste aus Anleihen des Versorgungssektors hätten zum größten Teil verhindert werden können, wenn die Auswahl mit der angebrachten Sorgfalt erfolgt wäre. Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet, hätte die ungerechtfertigt hohe Fremdkapitalquote selbst unter dem Einfluss des ganz normalen Konjunkturzyklus dazu führen können, dass die betreffenden Unternehmen in Liquiditätsengpässe geraten. Die Maßgabe einer Investition in Anleihen von grundsoliden Versorgungsunternehmen wird demnach auch nicht durch die zwischen 1931 und 1933 gemachten Erfahrungen erschüttert.

Stabilität der Ertragslage von Eisenbahngesellschaften überschätzt: Betrachtet man Eisenbahngesellschaften, stellen sich die Ereignisse etwas verändert dar. Hier scheinen die Ausfälle vorrangig auf eine Überschätzung der Stabilität der Ertragslage im Transportgewerbe zurückführbar zu sein. In der Folge hatten sich die gewährten Sicherheiten als unzureichend erwiesen. Hier war weniger eine mangelnde Sorgfalt bei der gewissenhaften Anwendung althergebrachter Standards in Bezug auf Sicherheiten ausschlaggebend, wie in Bezug auf den schwächeren Versorgungssektor, als vielmehr die

Beschränkung auf alte Standards, obgleich bereits in der Ausgangssituation angepasste, stringenteren Anforderungen vonnöten gewesen wären. Im Vergleich zur allgemeinen Ertragsentwicklung wiesen die Eisenbahngesellschaften in der Vorkriegsperiode schon ein langsames Wachstum auf, was bereits Anzeichen für die relative Verschlechterung solcher Unternehmen war und mithin ein Grund gewesen wäre, Investitionen in dieser Branche gründlicher zu prüfen. Hätte man bei der Auswahl von Eisenbahnanleihen die gleichen Tests angewendet, die auch bei Industrieobligationen üblich waren, wäre nur eine Handvoll der tatsächlich besten Papiere übrig geblieben.⁵¹ Wie sich dann im weiteren Verlauf herausgestellt hat, konnten die so identifizierten Unternehmen den dramatischen Rückgang im Verkehrswesen seit 1929 so gut verkraften, dass sie nie in die Verlegenheit kamen, ihre Fixkosten aus den laufenden Erträgen nicht mehr abdecken zu können. Hinterher ist man bekanntlich immer schlauer – und es wurde bereits darauf verwiesen, dass diese Krise irrelevant für unsere Theorie ist.

Eine spezifische Lehre lässt sich jedoch aus diesen vergangenen Ereignissen für die Zukunft ziehen. Die Bewertung von *Eisenbahnanleihen auf Basis eines Negativszenarios* führt dazu, dass grundsätzlich und in normalen Zeiten ein größeres Ausmaß an Sicherheiten geboten werden sollte als jenes, welches bisher als ausreichend erachtet wurde.

Erfahrungen aus der Periode 1937 bis 1938: Die eben gezogenen Schlüsse in Bezug auf die Entwicklung von Eisenbahngesellschaften und Versorgungsunternehmen werden durch das Abschneiden dieser beiden Branchen während der Rezession zwischen 1937 und 1938 bestätigt. Nahezu alle Unternehmen, die 1937 den einschlägigen quantitativen Tests genügten, kamen mit einem relativ kleinen Kursverlust und ohne strukturelle Veränderungen glimpflich durch diese Krise. Im Gegensatz dazu erlitten Anleihen von Unternehmen beider Branchen, deren Ertragsdeckungsquote der Fixkosten (Ertrag/Fixkosten) 1936 unter dem Standard lag, in den meisten Fällen erhebliche Kursverluste, was sich in einigen dieser Fälle als Vorläufer für nachfolgende finanzielle Schwierigkeiten der Emittenten erwies.⁵²

Depressionsanalyse von Industrianleihen: Industrianleihen waren von den allgemeinen Konjunkturflauten zwischen 1937 und 1938 einerseits und zwischen 1931 und 1933 andererseits in derart unterschiedlichem Maße betroffen, dass ihre Beurteilung durch einen Investor wohl an der Frage festzumachen ist, gegen welchen Grad der Stärke einer Rezession er sein investiertes Kapital schützen möchte. Die Aufzeichnung der Jahre 1931 bis 1933 zeigt, dass die meisten der ernsthaften Preisverfälle von Anleihenkursen nicht auf die Tatsache einer unsoliden Kapitalstruktur, wie bei den Versorgungsunternehmen, oder auf die Tatsache einer unzureichenden Verbriefung von Sicherheiten, wie bei den Eisenbahngesellschaften, zurückzuführen sind. In vielen Fällen war eine plötzliche Reduktion der Ertragskraft zu verzeichnen, die das grundsätzliche Geschäftskonzept dieses Unternehmens und damit die Weiterführung infrage stellte. Das Unternehmen *Gulf States Steel*

hatte zum Beispiel in den Jahren zwischen 1922 und 1929 jeweils einen Ertrag, der mindestens 3,5-mal so groß war wie die Zinszahlung des Jahres 1929. Der Gewinn reduzierte sich in den Jahren 1930 und 1931 dann aber so stark, dass es in die Insolvenz ging.⁵³ Viele Unternehmen aus dem ersten Produktionssektor, wie die kubanischen Zuckererzeuger und die amerikanischen Kohleminen, gerieten bereits vor den Ereignissen des Jahres 1929 in die Rezession. In der Vergangenheit hatten sich solche Zwischenphasen stets als temporär erwiesen und die Inhaber der Anleihen taten gut daran, ihre Anleihen nicht abzustoßen und auf die baldige Erholung der Kurse zu setzen. In diesem Fall jedoch ging, entgegen allen bisherigen Erfahrungen, ihr Kalkül nicht auf. Wiederholt eingetretene negative Umwelteinflüsse führten zur Abschreibung ihrer Investition.

Aus diesen Fällen muss man den Schluss ziehen, dass sich sogar eine in normalen Zeiten hohe Sicherheitseinschätzung als unbrauchbar erweist, wenn es zu einer Serie von Verlusten aus dem laufenden Geschäft aufgrund dauerhaft negativer Umweltbedingungen kommt. Die Schwierigkeiten mit Industrieanleihen können in Zukunft dann auch nicht vermieden werden, indem man lediglich die Anforderungen an die Ertragsdeckungsquote der Zinsbelastung (Ertrag/Zinszahlung) in normalen Jahren verschärft.

Ein genauerer Blick auf die Notierung von Industrieanleihen in der Periode 1932 bis 1933 (unter Einbezug aller an der New Yorker Börse gehandelten entsprechenden Papiere) zeigt, dass lediglich 18 von nahezu 200 Anleihen noch einen Kursverlauf aufwiesen, der ein gewisses Maß an Vertrauen in die Sicherheit dieser Investition widerspiegelte.⁵⁴

Die meisten dieser Unternehmen sind die jeweils wichtigsten in ihrer Branche. Diese Erkenntnis legt den Schluss nahe, dass eine *große Unternehmensgröße* einen entscheidenden Vorteil bei der Bewältigung von nachteiligen Umweltentwicklungen in der produzierenden Industrie bietet, was wiederum dazu führt, dass man sich bei der Investition in Anleihen aus diesem Sektor auf die jeweils größten Unternehmen beschränken sollte. Ein Einwand könnte lauten, dass diese Aussage auf Grundlage abnormaler Entwicklungen getroffen wurde. Die weniger drastische Nagelprobe zwischen 1937 und 1938 stützt derweil die althergebrachte Auffassung, wonach Unternehmen, die in der Vergangenheit kräftige Gewinne erzielen konnten und als ausreichend gewappnet angesehen werden, eine Rezession zu überstehen.⁵⁵ Geht man noch weiter in die Vergangenheit zurück – zum Beispiel bis 1915 –, stößt man auf regelmäßige Anzeichen, die von einer grundsätzlichen Instabilität des Industriesektors zeugen. Sogar für Perioden wirtschaftlicher Prosperität wie zwischen 1922 und 1929 erwiesen sich Anleihen von kleineren Industrieunternehmen als unverlässliche Investition. Es existiert eine Reihe von Beispielen für das plötzliche Ausbleiben einer vormalig zufriedenstellenden Ertragskraft.⁵⁶

Tatsächlich ist die Anzahl solchermaßen unerwarteter Ereignisse so groß, dass der

Schluss gezogen werden kann, dass kleinere und mittlere Industrieunternehmen einen inhärenten Mangel an Stabilität aufweisen, der sie in Bezug auf Anleihenfinanzierung als ungeeignet erscheinen lässt. Diese Auffassung der Nachteile drückt sich auch im vermehrten Einbezug von Wandlungs- und Bezugsrechten bei Industrieanleihen aus.⁵⁷ In welchem Maße solche zusätzlichen Rechte mangelnde Sicherheit kompensieren können, wird im Kapitel über spekulative Elemente von Wertpapieren diskutiert. In jedem Fall bestätigt die große Vielfalt an Gewinnbeteiligungskomponenten unsere Auffassung, dass sich Anleihen von kleineren Industrieunternehmen nicht als Investitionen mit Festbetragsanspruch im hier vertretenen Sinne eignen.

EIN MANGELNDES ANGEBOT AN GUTEN ANLEIHEN IST KEINE ENTSCHULDIGUNG FÜR DEN KAUF VON SCHWACHEN – Aus der Maßgabe, nur in Anleihen der großen Industrieunternehmen zu investieren, resultiert das Problem, dass nur wenige solche Unternehmen existieren und dass viele von diesen keine Anleihen im Umlauf haben. Darüber hinaus kann eingewendet werden, dass ein solches Investitionsverhalten die Finanzierungsmöglichkeiten legitimer mittelständischer Unternehmen in unzulässiger Weise einschränken würde und das Aus für eine Reihe von Investmentbankprozessen bedeutete. Auf diese Einwände kann nur mit dem Hinweis entgegnet werden, dass es keine akzeptable Rechtfertigung für den Kauf einer schwachen Anleihe zu einem positiven Preis gibt. Der Umstand, dass keine guten Anleihen verfügbar sind, ist weder für die Emission noch die Akzeptanz einer schwachen Anleihe eine relevante Erklärung. Auf Kosten von Abstrichen in der Verzinsung sollte es immer möglich sein, Wertpapiere zu finden, die wie auch immer gemessenen, aber angebrachten Ansprüchen an Sicherheit genügen können. Wie in diesem Zusammenhang später noch herausgestellt werden wird, führt mit großer Wahrscheinlichkeit jedes Kalkül, das auf Ertragssteigerung zum Preis geringerer Sicherheit abzielt, zu einem unprofitablen Ergebnis. Für die begebenden Unternehmen und die begleitenden Emissionshäuser folgt, dass sie im Falle von Anleihen, die nicht den strengen Ansprüchen von erstklassigen Wertpapieren genügen, zusätzliche Gewinnbeteiligungsrechte verbriefen müssen, die das vom Käufer zusätzlich eingegangene Risiko ausgleichen.

KONKURRIERENDE MEINUNGEN ZUR FINANZIERUNG AUS ANLEIHEN – In diesem Abschnitt sollen zwei allgemein akzeptierte Thesen zur Finanzierung mit Anleihen erörtert werden. Die erste vertritt die Ansicht, dass Anleihenfinanzierung ein schlechtes Signal der Finanzierungsstruktur darstellen und deshalb immer das Ziel verfolgt werden sollte, Fremdkapitalpositionen aus der Bilanz zu tilgen. Die zweite These vertritt die Auffassung, dass, falls die Finanzierung aus Eigenkapitalerhöhung und Ausgabe junger Aktien unmöglich ist, Anleihen eine probate Finanzierungsquelle darstellen.

Nach Meinung des Autors wohnt beiden Thesen ein Fehler inne. Andernfalls gäbe es gar keine plausible Basis für die Finanzierung aus Anleihen. Da beide davon ausgehen, dass nur schwache Unternehmen auf Anleihen zur Finanzierung zurückgreifen, dürfte sich konsequenterweise kein Investor bereit erklären, diese überhaupt zu zeichnen.

EINE ANGEBRACHTE THEORIE DER FINANZIERUNG AUS ANLEIHEN – Eine angebrachte Theorie der Finanzierung aus Anleihen wählt einen anderen Ansatzpunkt. Für eine profitable Unternehmensführung ist ein bestimmtes Ausmaß an Fremdfinanzierung von besonderem Vorteil, da die Aktionäre mit dem so überlassenen Fremdkapital Renditen erwirtschaften können, die über den Zinsen liegen. Dabei ist es für beide Seiten, das Unternehmen und die Gläubiger, ratsam, die Fremdfinanzierung auf ein Ausmaß zu beschränken, welches die Erfüllung aller Zahlungsverpflichtungen unter allen Umständen sicherstellt. Vom Standpunkt einer derart ausgewogenen Kapitalstruktur besteht kein Interessenkonflikt zwischen dem ertragsstarken Unternehmen, das Anleihen emittiert, einerseits und der Öffentlichkeit, die diese Papiere kauft, andererseits. Sobald jedoch die Entscheidung eines Unternehmens, eine Anleihe aufzulegen, Züge davon trägt, aus der Not geboren zu sein, führt dies *ipso facto* dazu, dass eine solche Anleihe nicht aus dem Kalkül einer sicheren Investition gekauft werden sollte.

UNANGEMESSENE FINANZIERUNGSPOLITIK IN DER PRAXIS – In der Praxis wurden über viele Jahre Finanzierungspolitiken von Unternehmen durch die Öffentlichkeit akzeptiert, die diesen logischen Prinzipien widersprachen. Eisenbahngesellschaften zum Beispiel haben einen Großteil ihres Kapitalbedarfes mit Anleihen finanziert, sodass schließlich ein viel zu hoher Verschuldungsgrad im Vergleich zum in Aktien verbrieften Eigenkapital folgte. Diese Tendenz wurde zwar von allen Seiten beklagt, doch mit Hinweis auf die Undurchführbarkeit von Eigenkapitalerhöhungen durch die Ausgabe junger Aktien wegen schwacher Ertragslage letztlich akzeptiert. Wenn diese Argumentation jedoch schlüssig ist, führt das dazu, dass auch die Emission von Anleihen nicht ratsam ist. Es liegt auf der Hand, dass Investoren unklug handelten, wenn sie einem Unternehmen Kapital zur Verfügung stellten, das sich selbst gezwungen sieht, dieses Kapital zu borgen.

Während viele Investoren in dieser Sichtweise unlogisch handelten und ihr Kapital einem schwachen Unternehmen geborgt haben, erwarben viele starke Unternehmen ihre ausstehenden Anleihen zurück und finanzierten diese Transaktionen mit frischem Eigenkapital aus jungen Aktien. Falls jedoch eine finanzierungstheoretisch schlüssige Basis für Kapitalmarktfianzierung mit Schulden existiert, dann muss dieses Motiv sich ebenfalls als unvorteilhaft erweisen. Wenn die Finanzierung des Kapitalstocks eines Unternehmens in einem gegebenen Ausmaß, aufgenommen zu einem niedrigen Zinssatz, doch wegen der

größeren Gesamtkapitalrendite vorteilhaft für die Eigenkapitalgeber dieses Unternehmens ist, dann führt die Umwandlung von Eigenkapital in Fremdkapital zur Verwässerung dieses Vorteils.

Der Abbau von Fremdkapital erleichtert dem Management gewöhnlich die Unternehmenssteuerung, davon abgesehen sollte mit gewisser Berechtigung jedoch auch die Renditeerwartung der Aktionäre bei solchen Transaktionen berücksichtigt werden. Andernfalls müsste es möglich sein, dass Unternehmen in gewisser Regelmäßigkeit von den Eigenkapitalgebern frisches Kapital beziehen könnten, ohne jemals eine Dividende ausgeschüttet zu haben. Dabei sollte herausgestellt werden, dass der manische Rückkauf von Schuldverschreibungen zwischen 1927 und 1929 den Bankensektor erschütterte. Da nahezu keine erstklassig geeigneten Gläubiger mehr auf den Märkten aktiv waren, traten Unternehmen höherer Risikoklassen an ihre Stelle, die erhebliche Ausfallrisiken in ihren Anleihen verbrieften.

BEDEUTUNG DIESER AUSFÜHRUNGEN FÜR DAS INVESTITIONSVERHALTEN – Die vorstehende Analyse der Entwicklung des Umgangs mit Fremdkapital in der Industrie der letzten 15 Jahre ist nicht irrelevant für den Gegenstand dieses Kapitels, nämlich für die Anwendung von Negativszenarios bei der Beurteilung von Investitionen mit Festbetragsanspruch. Den Investoren, welche die Notwendigkeit strenger Maßstäbe bei der Beurteilung von Industrieanleihen anerkannt hatten, stellte sich ein zweites Problem, das sich in einem mangelnden Angebot an geeigneten Papieren äußerte, da entsprechend starke Unternehmen ihr im Umlauf befindliches Fremdkapital abbauten. Das Akzeptieren von weniger vertrauenswürdigen Unternehmen darf natürlich nicht als angemessene Reaktion auf die Abwesenheit von vertrauenswürdigen verstanden werden. Vielmehr sollte von einer solch unsoliden Investition grundsätzlich abgesehen werden. Ein Axiom der Finanzierungslehre besagt, dass Kapital, welches investiert werden soll, auch investiert wird, doch sollten die Kapitalgeber, denen keine guten Papiere mit fairer Rendite angeboten werden, unweigerlich schlechtere Papiere zeichnen. Ein aufmerksamer und intelligenter Investor sollte einer solchen Versuchung widerstehen können und sich stattdessen dazu entschließen, die weniger attraktive Verzinsung aus den besten Papieren zu akzeptieren, anstatt Teile seines Kapitals für den Preis einer hohen Kuponverzinsung zu riskieren.

ZUSAMMENFASSUNG – Die Regel, dass Anleihen nur unter der Maßgabe gekauft werden sollten, dass sie Depressionsphasen überstehen können, ist Bestandteil einer alten Investitionstradition. Sie geriet nur während der prosperierenden Phase, die 1929 ihren Höhepunkt fand, in Vergessenheit und wurde dafür umso schmerzlicher im zugehörigen Crash sowie in der Rezession von 1937 und 1938 in Erinnerung gerufen. In dieser Hinsicht konnten

in diesem Jahrzehnt besonders Anleihen von Unternehmen aus der Gas- und Stromversorgung mit angemessener Kapitalstruktur das in sie gesetzte Vertrauen ebenso bestätigen wie – in etwas schwächerem Maße – Anleihen von einigen wenigen Eisenbahngesellschaften, die in der Zeit vor 1930 eine Gewinnmarge auswiesen, die deutlich über den Fremdkapitalzinsen lag. Industrieunternehmen, auch solche mit exzellenten Vergangenheitsdaten, haben sich in vielen Fällen als unzuverlässig herausgestellt, speziell solche aus der Gruppe der kleinen und mittelständischen Unternehmen. Aus diesem Grund erscheint es bei der Absicherung gegen negative Entwicklungen ratsam, sich auf Anleihen von Unternehmen zu beschränken, die (1) von übergeordneter Größe sind und (2) die Erträge erwirtschaften, die substantiell über den laufenden Zinszahlungen liegen.

DRITTES PRINZIP: NACHTEILIGE KOMPENSATION VON SICHERHEIT DURCH RENDITE

In der traditionellen Investitionstheorie wird die Existenz eines mathematischen Zusammenhangs zwischen Verzinsung und übernommenem Risiko nahegelegt. Dabei wird die Nominalverzinsung in zwei additive Bestandteile zerlegt, zunächst den sicheren Zinssatz – der ohne das Risiko von Verlusten gezahlt wird – und eine Ausfallprämie, die eben wegen des Risikos, dass ein Teil des investierten Kapitals ausfallen könnte, eingeräumt wird. Beträgt der sichere Zins zum Beispiel 2 Prozent, dann drückt eine Nominalverzinsung von 3 Prozent die Wahrscheinlichkeit aus, dass in einem von 100 Fällen das Kapital verloren sein wird, bei einer Verzinsung von 7 Prozent ist das Risiko entsprechend fünfmal so groß und es kommt in einem von 20 Fällen zum Ausfall. (Wobei das tatsächliche Risiko ein wenig unter dem so verbrieften liegen sollte, um zusätzlich einen »Versicherungsgewinn« zu erzielen.)

Aus dieser Theorie folgt, dass die Zinssätze von Anleihen eine gewisse Ähnlichkeit zu Versicherungsprämien aufweisen und sie das Ausmaß des mit einer Anleihe verbrieften Risikos auf versicherungsmathematischer Grundlage bepreisen. Dann müsste man im Großen und Ganzen beobachten können, dass sich die Ex-post-Renditen von hoch- und niedrig verzinsten Anleihen annähern, da der Nominalzinsvorteil der Ersteren durch die bei ihnen größere Wahrscheinlichkeit von Kapitalausfällen reduziert wird und *vice versa*.

KEIN MATHEMATISCHER ZUSAMMENHANG ZWISCHEN NOMINALVERZINSUNG UND RISIKO – Dieser Standpunkt scheint nach Meinung der Autoren in Bezug auf die Realität bei Investitionen in Anleihen als nicht zutreffend. Die tatsächlichen Wertpapierpreise werden ebenso wenig wie die Verzinsung auf Grundlage von exakten mathematischen Berechnungen des mit ihnen verbrieften Ausfallrisikos festgelegt, sondern richten sich nach der *Popularität* der Papiere.

Mit Popularität ist hier eine allgemeine Sichtweise der Investoren auf das zugehörige Risiko gemeint, die maßgeblich jedoch auch von Faktoren beeinflusst wird, wie zum Beispiel dem öffentlichkeitswirksamen Bekanntheitsgrad des emittierenden Unternehmens oder der Marktgängigkeit des Papiers, bezogen auf die Frage, wie leicht man es am Markt verkaufen kann.

Es sollte betont werden, dass die aufgeworfene versicherungsmathematische Kalkulation von Investitionsrisiken sowohl vom theoretischen wie auch praktischen Standpunkt zu verwerfen ist. Es existieren nämlich keine Aufzeichnungen, aus denen die erwartete *Mortalität* von Wertpapieren abgeleitet werden könnte. Selbst wenn man solche Daten auf Grundlage von umfassenden Langzeitstudien erheben würde, bleibt fraglich, inwiefern sie tatsächlich in Bezug auf Aussagen, welche die Zukunft betreffen, von Nutzen sein könnten. Im Lebensversicherungsgewerbe ist der Zusammenhang zwischen Lebensalter und Sterbewahrscheinlichkeit gut belegt und kaum Änderungen unterworfen. Entsprechendes gilt in geringerem Ausmaß im Hinblick auf verschiedene Gebäudearten und das Risiko von Feuerschäden. Die Beziehung zwischen verschiedenartigen Wertpapieren und einem spezifischen Ausfallrisiko ist jedoch derartig unbestimmt und zudem abhängig von so vielen anderen Variablen, dass eine solide mathematische Formulierung ausgeschlossen erscheint. Diese Erkenntnis wird durch die Tatsache bestärkt, dass Investitionsverluste auch nicht gleichmäßig über die Zeit verteilt sind, sondern die Tendenz aufweisen, in bestimmten Zeitintervallen konzentriert aufzutreten, zum Beispiel in Zeiten allgemeiner wirtschaftlicher Depression. Das typische Ausfallrisiko einer Investition ähnelt demnach eher dem Risiko eines Flächenbrandes oder einer Krankheitsepidemie, die im Rahmen der Feuer- und Lebensversicherungen ebenfalls als außergewöhnlicher und unkalkulierbarer Faktor gelten.

IM ALLGEMEINEN IST DIE VERSICHERUNG VON INVESTITIONSRSIKEN UNMÖGLICH – Ginge man davon aus, dass ein bestimmter mathematischer Zusammenhang zwischen Ertrag und Risiko einer Anleihe bestünde, dann müsste man aus dieser Annahme folgern, dass Investoren ausschließlich die am niedrigsten verzinsten – und deshalb sichersten – Anleihen kaufen sollten. Einzelne Investoren eignen sich nämlich nicht zur Übernahme von Versicherungsleistungen. Investoren haben auch nicht die Funktion, Versicherungsleistungen zu verkaufen, im Gegenteil kaufen sie sogar im Normalfall Versicherungsleistungen von anderen. Dazu sei die folgende Ausgangssituation angenommen. Einem Investor bietet sich die Möglichkeit, 1000 Dollar zu investieren, entweder risikolos für eine jährliche Zinszahlung von 20 Dollar oder für 70 Dollar pro Jahr, allerdings mit dem Risiko, dass sein gesamtes Kapital in einem von 20 Fällen ausfällt. Die zusätzlichen 50 Dollar sind mathematisch äquivalent zum übernommenen Ausfallrisiko. Aus der persönlichen Sichtweise des Investors aber sollte dieser für die zusätzliche jährliche Zahlung von 50 Dollar nicht

akzeptieren, dass sein Kapital, wenn auch nur mit geringer Wahrscheinlichkeit, ausfällt. Ein solches Verhalten entspräche genau dem Gegenteil des Kalküls, welches sich dahinter verbirgt, dass Investoren jährlich kleine Summen zahlen, um ihr Eigentum gegen Feuer und Diebstahl zu versichern.

DER EINFLUSS ZYKLISCHER RISIKEN – Es ist für einen Investor nicht ratsam, als Versicherer aufzutreten und jährliche Prämien in Form extra hoher Kuponzinsen dafür zu erhalten, dass er das Risiko eingeht, sein Kapital zu verlieren. Diese Einsicht wird auch an dem Umstand deutlich, dass eine solide Versicherungsbasis eine breite Streuung der Risiken verlangt, um den Einfluss des Glücks zu minimieren und die Gesetze der Wahrscheinlichkeitsrechnung auszuspielen. Einem Investor bietet sich natürlich auch die das Gesamtrisiko senkende Möglichkeit der Diversifizierung seines Kapitals, jedoch wird er allein aus praktischen Gründen damit nie den Zustand der Risikoteilung erreichen, den Versicherungsunternehmen realisieren können. Von noch größerer Bedeutung ist zudem die Gefahr, dass riskante Investitionen Gefahr laufen, in Zeiten wirtschaftlicher Depression gemeinsam notleidend zu werden. Dann folgen für einen Investor nach Zeiten stattlicher Einzahlungen aus Hochzinsanleihen (die sehr wahrscheinlich für Konsum verwendet werden) auch Zeiten, in denen Substanzverluste seines Vermögens realisiert werden.

Man könnte nun einwenden, dass die aggregierte Ausfallprämie aller Hochzinsanleihen größer ist, als für das aggregierte Risiko notwendig wäre – auf lange Sicht also Investoren für die Übernahme der Risiken insofern entlohnt würden, als sie einen positiven Gewinn nach Abzug der Kapitalverluste verbuchen müssten. Es ist schwer, den Wahrheitsgehalt dieser Vermutung zu prüfen. Doch selbst falls man annimmt, dass eine Aggregation der Nominalzinsen aller Hochzinaspapiere dazu führt, dass das *versicherungsmathematisch* ermittelte Gesamtrisiko überkompensiert wird, eignen sich solche Wertpapiere nicht für die Perspektive eines durchschnittlichen *individuellen* Investors. Die Argumentation gegen die Verwandlung eines Investors in eine Versicherung bleibt auch dann schlüssig, wenn Versicherungen aus dem betreffenden Investitionsverhalten Gewinne erzielen könnten. Gewöhnlich sind Anleihenkäufer weder finanziell noch psychologisch dazu in der Lage, die für ein solches Investitionsverhalten unverzichtbaren Rückstellungen aufzubauen, die über ihr reguläres Einkommen hinaus als Reserven zur Verfügung stehen sollten, um zeitlich unregelmäßige aber substanzielle Kapitalverluste aufzufangen.

RISIKO UND RENDITE SIND UNVERGLEICHBAR – Die vorstehende Diskussion könnte zu dem Schluss verleiten, dass Renditen und Ausfallrisiken als *unvergleichbar* gelten sollten. Bei der praktischen Anwendung sollte man bedenken, dass das Risiko von Kapitalverlusten vornehmlich nicht durch die Gewährung einer besonders hohen Kuponverzinsung kompensiert

werden sollte, sondern durch die Aussicht auf ein Kapitalwachstum, zum Beispiel indem Anleihen deutlich unter pari gekauft werden oder mit einem ungewöhnlich attraktiven Wandlungsrecht ausgestattet sind. Auch wenn die Ausfallrisiken *finanzmathematisch* durch die höheren in Aussicht gestellten Zahlungen sowie Beteiligungsmöglichkeiten kompensiert werden könnten, besteht zwischen solchermaßen äquivalenten Positionen ein beträchtlicher psychologischer Unterschied. Kauft man Anleihen, die stark abgewertet haben, so ist das Ausfallrisiko gut einschätzbar; dafür eignet sich eine genaue Beobachtung der Kurse; in jedem Falle aber sollte der Investor auf alle möglichen Verluste gut vorbereitet sein und seine Gewinne sollten dann verfügbar sein, wenn sich Verluste realisieren. Eine moderne Investitionspraxis wird demnach auch nicht auf den typischen Über-pari-Kauf von Hochzinspapieren setzen, solange zum Beispiel eine 7-Prozent-Verzinsung auf das eingesetzte Kapital aus einem weitaus weniger riskanten Papier erzielt werden kann.⁵⁸

DIE FABEL EINES »BUSINESS MAN'S INVESTMENT« – Die Finanzwelt bezeichnet solche Investitionen, die erhebliches Ausfallpotenzial bergen, auch als *Business Man's Investment* und bezieht sich so auf Investoren, die auch ein gewisses Risiko tragen können. Die meisten der ausländischen Anleihen aus den Emissionen der Jahre 1923 bis 1929 fielen in diese Kategorie. Entsprechendes gilt für die große Anzahl von Vorzugsaktienemissionen. Aus Autorensicht stellen solcherlei *Business Man's Investment* unlogische Übereinkünfte dar. Ein Wertpapierinvestor, der dazu in der Lage ist, nennenswerte Risiken zu tragen, sollte seine Renditeerwartung eher auf die Möglichkeit einer potenziellen Kurssteigerung konzentrieren als auf die Maximierung seiner laufenden Einzahlungen.

GEBOTENE ABKEHR VOM BISHERIGEN VERHALTEN – Allgemein gesprochen verlangt die hier vertretene Auffassung eine Abkehr vom bisher an den Tag gelegten Umgang mit den Renditekomponenten, die laufendes Einkommen verbriefen. Bei der Bestimmung der Anleihenklasse, die für einen Investor geeignet ist, ist man geneigt, am Anfang der Notierungsliste zu beginnen, wo Kombinationen aus maximaler Sicherheit und minimaler Verzinsung aufgeführt sind, und dann zu kalkulieren, inwieweit man bereit ist, sich von diesem idealen Wertpapier durch die Erzielung eines höheren Kupons zu entfernen. Aus dieser Sichtweise findet ein Investor gewöhnlich die für ihn passende Anleihenklasse unterhalb derjenigen von erstklassigen Papieren; ein Hang, der die Wahrscheinlichkeit erhöht, definitiv unsolide Investitionen durchzuführen, entweder wegen der hohen in Aussicht gestellten laufenden Verzinsung oder wegen der vielversprechenden Geschichte des Verkaufsberaters.

Sinnvoller wäre dagegen ein Vorgehen, das mit der Definition von Mindeststandards in Bezug auf die Sicherheit der Investition beginnt, denen alle Wertpapiere genügen müssen, die

als Investitionen infrage kommen sollen. Wertpapiere, die diesen Mindestanforderungen nicht genügen können, sollten ausnahmslos nicht als Investition mit Festbetragsanspruch in Betracht gezogen werden, egal wie hoch die in Aussicht gestellte Verzinsung ist oder welche anderen Erwartungen locken. Hat man sich so auf eine Menge von zulässigen Investitionsmöglichkeiten beschränkt, kann man einen individuell ratsamen Auswahlprozess anschließen. Falls ein Sicherheitsniveau angestrebt wird, das deutlich höher ist als der zugrunde gelegte Mindeststandard, muss der Investor damit gewöhnlich eine Verminderung der Verzinsung in Kauf nehmen. Man könnte aber ebenfalls persönliche Präferenzen für bestimmte Geschäftsmodelle oder den Charakter des Managements bei der Investitionsentscheidung berücksichtigen. In jedem Fall sollte beim Kauf von Anleihen ein Vorgehen gewählt werden, das einer Aufwärtsbewegung, ausgehend von definitiven Mindeststandards, entspricht, anstelle eines Vorgehens, bei dem aufs Geratewohl von einem Zustand maximaler, aber inakzeptabler Sicherheit ausgegangen wird.

KAPITEL 8

SPEZIFISCHE STANDARDS FÜR INVESTITIONEN IN ANLEIHEN

VIERTES PRINZIP: ANWENDUNG DEFINITIVER SICHERHEITSTANDARDS

Da gezeigt werden konnte, dass die Auswahl erstklassiger Anleihen zu einem wichtigen Teil ein Ausschlussprozess ist, folgt konsequenterweise im Weiteren die Definition von Standards und Regeln, um unqualifizierte Papiere auszuschließen. Solche Regularien existieren bereits in Form bundesstaatlicher Vorschriften und Gesetze, die das Investitionsverhalten von Investmentbanken und Fondsgesellschaften regeln. In den meisten dieser Bundesstaaten veröffentlicht die zuständige Finanzaufsichtsbehörde jährlich eine Liste mit Wertpapieren, die den einschlägigen Standards genügen und aus diesem Grund auch als »legale« Wertpapiere bezeichnet werden, weil sie in Einklang mit den zugrunde gelegten Vorschriften für den Handel zugelassen sind.

Nach Meinung des Autors sollte ein solches durch Festlegung von Standards und Mindestanforderungen geprägtes Vorgehen bei allen Investitionen angewandt werden, die im Kalkül des Erwerbs eines periodischen Festbetragsanspruchs, also zur Erzielung eines laufenden Einkommens, durchgeführt werden. Die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen wurden mit dem Ziel erlassen, eine hohe durchschnittliche Qualität der Investitionen sicherzustellen und Gläubiger wie Begünstigte eines treuhänderisch verwalteten Fonds vor Verlusten aus unsicheren Wertpapieren zu schützen. Wenn sich diese Regularien in Bezug auf institutionelle Investoren eignen, sollten sie auch wirksam sein, wenn sich individuelle Investoren nach ihnen richten. Diese Ansicht steht der herrschenden Meinung entgegen, nach der ein gewöhnlicher Investor bei Kapitalmarktgeschäften imstande wäre, ein größeres Risiko zu tragen als eine Geschäftsbank und aus diesem Grund nicht die gleiche Exaktheit bei der Auswahl seiner Wertpapiere mit festen Rückflüssen anzuwenden bräuchte. Die Erfahrung seit 1928 betont jedoch zweifelsfrei die große Bedeutung allgemeiner und einheitlicher Investitionsstandards, was sich auf einfachem Wege erreichen ließe, wendete man die bisher

schon bestehenden Vorschriften bei Geschäftsbanken und Treuhandfonds auf alle Investitionen mit Festbetragsansprüchen an. Ein solches Verfahren setzt das als fundamental erkannte Prinzip um, dass Investitionen nur dann als sicher gelten, wenn sie in zweifelsfrei soliden Wertpapieren erfolgen und die Übernahme zusätzlicher Risiken nur auf spekulativer Basis erfolgen sollte.

VORSCHRIFTEN DER NEW YORKER GESCHÄFTSBANKEN ALS AUSGANGSPUNKT – Aus der praktischen Anwendung der Richtlinien, die für die Investitionspraxis von Geschäftsbanken und Treuhandfonds gelten, kann auch ein persönlicher Investor gute Resultate erzielen. Es wäre jedoch übertrieben, diese Regelungen als *allgemeine Investitionsprinzipien* zu bezeichnen, da selbst die gesetzlichen Vorschriften zu weit davon entfernt scheinen, einen theoretisch fundierten Standard zu setzen. Zumal sich die einzelnen bundesstaatlichen Gesetze erheblich unterscheiden und keines als in sich widerspruchsfrei und wissenschaftlich zu bezeichnen ist. Die Gesetzgebung erfolgte auch nicht mit dem Anspruch, ein universell gültiges Regelwerk von Kriterien zu erstellen, die eine solide Investitionspraxis erfüllen sollte; so existieren dann auch spezifische Restriktionen für Geschäftsbanken und Treuhandfonds, die nicht auf die Bedürfnisse von Privatinvestoren zugeschnitten sind. Auch die *New Yorker Statuten*, obwohl als die besten dieser Klasse angesehen, weisen einige evidente Mängel auf. Bei der Formulierung von allgemeinen Investitionsstandards sollen sie deshalb auch eher als Ausgangspunkt einer weiteren Analyse denn als finale Theorie angesehen werden. Die nachfolgende Diskussion orientiert sich eng an den Statuten (in Fassung von 1939), wobei diese an den nötigen Stellen kritisiert, abgelehnt oder erweitert werden.

ALLGEMEINE VORSCHRIFTEN AUS DEM NEW YORKER STATUT

Die spezifischen Anforderungen für Investitionen in Anleihen werden unter den folgenden sieben Punkten zusammengefasst:

1. *Art und Ort* des Unternehmens oder der Regierung
2. *Größe* des Unternehmens oder Volumen des Wertpapiers
3. *Ausstattung* des Wertpapiers
4. *Historische* Zahlungsfähigkeit und Dividendenausschüttung
5. Relation zwischen *Erträgen* und Zinsverpflichtungen

6. Relation zwischen dem *Wert* des Unternehmensvermögens und dem Fremdkapitalbestand
7. Relation zwischen dem Marktwert des *Eigenkapitals* und dem Fremdkapitalbestand

ART UND ORT

Die wohl auffälligste Eigenheit der gesetzlichen Vorschriften für Geschäftsbanken ist der kategorische Ausschluss von bestimmten Anleihenklassen.

Die Ausführungen der New Yorker Regeln teilen Anleihen folgendermaßen in erlaubte und nicht erlaubte Papiere ein (unter Beachtung der Weiterentwicklung aus dem Jahr 1938):

Erlaubt	Nicht erlaubt
Staatsanleihen aller Regierungsebenen bis zu Kommunalanleihen.	Ausländische Staats- und Unternehmensanleihen.
Eisenbahnanleihen und besicherte Anleihen von Versorgungsunternehmen (Strom-, Gas-, und Telekommunikationsversorger)	Anleihen von Straßenbahnbetreibern und Wasserversorgern, Debentures von öffentlichen Versorgern
Anleihen, die durch vorrangige Ansprüche auf Immobilienvermögen besichert sind	Jegliche Industrieanleihen, Anleihen von Finanzunternehmen (Investmentfonds, Krediteinrichtungen etc.)

DER IRRGLAUBE PAUSCHALER VERBOTE – Der Gesetzgeber war offensichtlich der Ansicht, dass Anleihen aus der »nicht erlaubt«-Kategorie grundsätzlich zu instabil für Investitionen von Geschäftsbanken sind. Erwies sich dies als zutreffend, folgte aus unserer vorangegangenen Argumentation, dass alle Wertpapiere, die in diese Kategorien gehören, nicht für eine konservative Investitionsstrategie infrage kommen. Dieser Rückschluss würde die gesamte Erscheinung des aktuellen Kapitalmarktes revolutionieren, da einem großen Teil der dort gehandelten Papiere plötzlich eine spekulative Basis beigeordnet werden müsste.

Nach Autorenmeinung kommt der Berücksichtigung der gewählten Investmentkategorie allein wegen der üblen Erfahrungen von Anleiheninhabern aus der Vergangenheit eine gesonderte Bedeutung zu. Nichtsdestoweniger existieren schwerwiegende Einwände gegen die Anwendung von pauschalen Verboten, wie sie hier diskutiert werden. Auch in der Investitionstheorie sollte man bei simplen Verallgemeinerungen vorsichtig sein. Selbst wenn man sich der Risiken, beispielsweise hinsichtlich der instabilen Industrieanleihen wie in Kapitel 7 diskutiert, völlig bewusst ist, erscheint der absolute Ausschluss dieser einen fundamentalen Baustein des Gesamtkapitalmarktes darstellenden Wertpapierkategorie als

weder praktisch angebracht noch theoretisch angemessen. Die Existenz einer gewissen Anzahl von Anleihen aus diesem Sektor (wenn sie auch nur einen kleinen Anteil stellten), deren Investmentstatus auch während schwieriger Marktphasen nie in Zweifel gezogen wurde, sollte Investoren vor der Anwendung eines dermaßen drastischen Investitionskonzepts bewahren. Darüber hinaus würde eine Beschränkung der Nachfrage nach Investitionspapieren auf einige wenige Unternehmenstypen zu Verknappungstendenzen und in der Folge zu einer erhöhten Wahrscheinlichkeit des Kaufs von minderwertigen Papieren führen, bloß weil sie in der entsprechenden Gruppe waren. Dies war tatsächlich ein unglückliches Resultat dieser gesetzlichen Vorschriften.

INDIVIDUELLE STÄRKE KANN KLASSENINHÄRENTE NACHTEILE KOMPENSIEREN – Anstatt alle Anleihen einer bestimmten Kategorie zusammenzufassen und alle anderen auszuschließen, erscheint es als gescheiter, ein Hauptaugenmerk auf die *individuelle* Anleihe zu richten und zu entscheiden, ob ihre annahmegemäßen *klasseinhärenten* Nachteile kompensiert werden können. Für Industrieanleihen werden gewöhnlich eine höhere Differenz zwischen laufenden Erträgen und Zinslast und ein niedrigerer Verschuldungsgrad gefordert als bei Anleihen von Strom- und Gasversorgern. Gleiches gilt in Bezug auf Fuhrunternehmen. Hinsichtlich des Ausschlusses der Anleihen von *Wasserversorgern* in den New Yorker Statuten muss angefügt werden, dass diese Gruppe in den meisten anderen Staaten als äquivalent zu den Obligationen von *Strom-, Gas-, und Telekommunikationsversorgern* angesehen wird. Es existiert keine logische Erklärung dafür, dass sie anders eingestuft werden müssten als andere öffentliche Versorger.

DIE WEITERENTWICKLUNG DES BANKENGESETZES VON 1938 – 1938 hatten die New Yorker Gesetzgeber die Stichhaltigkeit der Einwände gegen eine pauschale Kategorisierung zwar erkannt, die Lösung jedoch in einer eher eigentümlichen Veränderung des Regelwerks versucht. Die Bankenaufsicht konnte Investitionen in verzinste Obligationen aus sonst nicht erlaubten Kategorien autorisieren, vorausgesetzt, dass mindestens 20 verschiedene Geschäftsbanken diese Transaktion freigaben oder dass die Freigabe durch eine *Trust Company* erfolgte, deren Eigenkapital von mindestens 20 Geschäftsbanken gestellt werden musste, das heißt die *Savings Bank Trust Company of New York*.

Natürlich führte diese Zusatzregelung zu mehr als einer bloßen Ausdehnung der bestehenden Kategorien für Investitionen von Geschäftsbanken. Theoretisch bieten sie die Möglichkeit der Aushebelung der gesamten bestehenden Regelungen der Vorschrift (mit Ausnahme des grundsätzlichen Erfordernisses einer Zinsen ausschüttenden Anleihe), wenn Bankenaufsicht und die Geschäftsbanken selbst ein solches Handeln tolerieren. Theoretisch konnte durch Übereinkunft dieser Parteien jede der sieben angegebenen Anforderungen außer

Kraft gesetzt werden. Offensichtlich besteht aber keine praktische Gefahr dafür, dass die Neuregelung der eigentlichen Absicht der Investitionsvorschriften vollständig zuwiderläuft. Tatsächlich trugen alle Papiere, die bis Ende 1939 ein solches Autorisierungsverfahren durchliefen, einen besonderen Charakter. Vorrangig handelte es sich dabei um sonst nicht erlaubte *Debenture*-Papiere von äußerst finanzstarken Telekommunikations- und Industrieunternehmen. (Überraschend genug, dass unter diesen Verfahren nicht eine vorrangig besicherte Industrieanleihe war, was jedoch als Bestätigung unserer Auffassung dient, dass gute Industrieanleihen wahrscheinlich *Debentures* sind.)

Der Umgang mit der Neuregelung seit 1938 kann als begrüßenswerte Abkehr von den viel zu restriktiven Regelungen der ursprünglichen Version angesehen werden, die eingangs kritisiert wurden. Dabei sind wir keineswegs der Überzeugung, dass die Regelung in ihrer bestehenden Form zufriedenstellend ist. Es liegt eine gewisse Einfalt darin, eine lange Liste mit Vorschriften aufzustellen und es anschließend einem Verwaltungsapparat freizustellen, nach Gutdünken einzelne von ihnen wieder aufzuheben. Erscheint es nicht angebrachter, einige wenige Kriterien von großer Relevanz festzuschreiben, die unter allen Umständen erfüllt werden müssen, und die Bankenaufsicht im Nachhinein mit der nötigen Kompetenz auszustatten, einzelne Papiere, die den Kriterien zwar genügen, jedoch aufgrund anderer Merkmale nicht stabil genug für eine Investition konservativen Charakters erscheinen, aus der Gruppe der erlaubten Papiere auszuschließen?

AUSLÄNDISCHE STAATSANLEIHEN – Bisher hatten wir uns gegen jeglichen kategorischen Ausschluss ganzer Anleihenklassen ausgesprochen. In Bezug auf ausländische Staatsanleihen jedoch kann ein Absehen von diesem grundsätzlichen Einwand durchaus angebracht sein. Die Beurteilung solcher Papiere erfolgt nur teilweise aus finanzieller Perspektive und richtet sich nach eher allgemeinen Kriterien wie der wirtschaftlichen und politischen Stabilität eines Landes sowie der Einschätzung der Zahlungswilligkeit in Bezug auf die laufenden Zinsverpflichtungen. Die Entscheidung, ob ausländische Staatsanleihen die *grundsätzliche Eignung* haben, zu den Investitionen mit Festbetragsanspruch gezählt zu werden, trägt aus diesem Grund eher den Charakter einer Grundsatzentscheidung.

Der Einflussfaktor politischer Souveränität: Die Entwicklung von Investitionen in ausländischen Staatsanleihen, die erst seit dem Weltkrieg zu einer gewissen Bedeutung gelangt sind, zeichnet sich objektiv betrachtet durch eine negative Beurteilung aus. Letztlich stellt die Gewährung eines Darlehens an eine fremde und souveräne Regierung immer einen im Zweifelsfalle nicht durchsetzbaren Vertrag dar. Kommt es zu einem Zahlungsver säumnis, haben die Inhaber der Anleihen als Gläubiger keine unmittelbare Handhabe. Auch für den Fall, dass spezifische laufende Einnahmen oder Vermögensgegenstände als Sicherheiten versprochen wurden, ist der Investor hilflos, wenn diese Versprechen gebrochen werden.⁵⁹

Es folgt, dass, während eine Staatsanleihe theoretisch einen Anspruch gegen die gesamten Ressourcen einer Volkswirtschaft verkörpert, die praktische Durchsetzung dieser Ansprüche in Form einer verlässlichen Bedienung aller Zins- und Tilgungszahlungen in weiten Teilen von politischen Überlegungen eines souveränen Schuldners bestimmt wird. Fatale Veränderungen in der Nachkriegszeit führten zu einigen unausweichlichen Zahlungseinstellungen, die den Weg für weitere bereiteten. Solche Zahlungsausfälle sind mittlerweile ein allseits bekanntes Phänomen und ihre hohe Wiederholungswahrscheinlichkeit trägt einen entscheidenden Anteil zur negativen Beurteilung bei. Neben den Gründen, die sich auf überholte Erfahrungen stützen, bleibt wenig Stützendes für das Vertrauen übrig, eine ausländische Regierung würde auch in schwierigen Zeiten alle Kraft daransetzen, ihren Zahlungsverpflichtungen aus im Umlauf befindlichen Staatsanleihen nachzukommen.

Das Außenhandelsargument: Gemeinhin wird argumentiert, dass eine gewisse Größenordnung in der wechselseitigen internationalen Finanzierung wieder erreicht werden muss, um ein globales Gleichgewicht herzustellen. Konkreter gesprochen stellt diese internationale Finanzierung ausländischer Volkswirtschaften eine unentbehrliche Voraussetzung für den Wiederaufbau und das Wachstum der amerikanischen Exportindustrie dar. Dabei sollte vom einzelnen Investor jedoch nicht erwartet werden, unsolide Investitionen aus Idealismus oder zum Vorteil amerikanischer Exporteure zu tätigen. Der Kauf von stark abgewerteten ausländischen Staatsanleihen wie im Jahr 1932 kann durchaus als *spekulative Transaktion* mit der Aussicht auf Gewinn gerechtfertigt werden; diese Abwertung birgt aber auch gleichzeitig das Potenzial, von der Zeichnung neuer Anleihen nahe ihrer Pari-Bewertung von 100 Prozent abzusehen, ungeachtet, wie hoch die Kuponverzinsung auch sein mag.

Das Argument der individuellen Vergangenheit: Nun könnte eingewendet werden, dass es wie bei jedem anderen Investitionspapier auch bei ausländischen Staatsanleihen darauf ankäme, Entscheidungen auf Grundlage von Abgrenzung und Bewertung zu treffen. Einige Nationen weisen aufgrund des Zahlungsverhaltens in der Vergangenheit eine sehr hohe Bonität auf und haben damit den gleichen Stellenwert wie einheimische Unternehmen mit zufriedenstellender historischer Entwicklung. In einigen Staaten hat der Gesetzgeber bereits die besonders gute Einstufung von Kanada erkannt und den Geschäftsbanken den Erwerb von kanadischen Staatsanleihen erlaubt, Vermont hat darüber hinaus auch die Zeichnung von auf Dollar notierten Anleihen der Länder Belgien, Dänemark, Großbritannien, Niederlande und der Schweiz erlaubt.

Ein starkes Gegenargument ist die nachfolgende Liste verschiedener Länder mit auf Dollar lautenden Schuldverschreibungen, welche die Einstufung dieser Länder während der Finanzkrise im Jahr 1932 wiedergibt.

- Mit dem Prädikat Investitionsmotiv wurden die Anleihen von Kanada, Frankreich,

Großbritannien, den Niederlanden und der Schweiz ausgewiesen.

- Mit dem Prädikat Spekulationsmotiv wurden die Anleihen von Argentinien, Australien, Österreich, Bolivien, Brasilien, Bulgarien, Chile, China, Kolumbien, Costa Rica, Kuba, Tschechoslowakei, Dänemark, Dominikanische Republik, Estland, Finnland, Deutschland, Guatemala, Griechenland, Haiti, Ungarn, Japan, Jugoslawien, Mexiko, Nicaragua, Panama, Peru, Polen, Rumänien, Russland, El Salvador, Uruguay ausgewiesen.
- Grenzfälle waren die Länder: Belgien, Irland, Italien, Norwegen, Schweden.

Von den Anleihen der fünf Länder der ersten Investmentgruppe waren während der vorangegangenen Depression 1921 bis 1922 noch zwei, Frankreich und Großbritannien, als spekulative Papiere eingeordnet. Von den 42 betrachteten Ländern wiesen demnach nur drei (Kanada, Holland und Schweiz) ein ausgezeichnetes Rating während der zwölf Jahre bis 1932 auf.

Doppelter Einwand gegen den Kauf ausländischer Staatsanleihen: Aus diesen Überlegungen lassen sich zwei Einwände gegen den Kauf von ausländischen Staatsanleihen ableiten: Aus theoretischer Sicht mangelt es nämlich an der Grundlage für eine vertragliche Kreditgewährung und aus praktischer Sicht ist auf die überwiegend schlechten Erfahrungen zu verweisen. Anscheinend bedarf es erst einer weltweiten Stabilisierung der Volkswirtschaften, die sich in einer langen Periode termingerechter Bedienung aller fälligen Ansprüche niederschlagen sollte, um diese aufgezeigte negative Einstufung ausländischer Staatsanleihen als Anlageklasse zu revidieren.

Kanadische Anleihen können jedoch getrost als Ausnahme von dieser Regel betrachtet werden, da sie sowohl in Bezug auf ihre historische Entwicklung als auch in Bezug auf die Nähe Kanadas zu den Vereinigten Staaten eine Besonderheit darstellen. Dabei ist es möglich, dass der einzelne Investor auch bei der Beurteilung von Anleihen verschiedener anderer Länder aus persönlichen oder statistischen Überlegungen zu der gleichen Einschätzung einer hohen Bonität gelangen kann. Eine solche Wahrnehmung kann sich durchaus als gerechtfertigt erweisen; für die nächsten Jahre aber sollte der Charakter einer Ausnahme von der allgemeinen Regel maßgeblich sein, eben nicht in ausländische Anleihen zu investieren und diese Investitionsentscheidungen nur auf Grundlage besonders restriktiver Merkmale für Stabilität und Sicherheit zu treffen.⁶⁰

UNTERNEHMENSANLEIHEN AUS DEM AUSLAND – Theoretisch betrachtet kann eine Anleihe eines bestimmten Unternehmens im Ausland nicht besser eingestuft werden als eine Staatsanleihe dieses Landes. Jede Regierung besitzt über die Steuerhoheit einen allen anderen vorrangigen Anspruch auf das Unternehmensvermögen und die laufenden Einnahmen, mit anderen Worten

ist es möglich, zum Nachteil der Gläubiger eines bestimmten Unternehmens ihre Eigentumsrechte zu beschneiden und dafür die nationalen Schulden zu begleichen. Die aktuellen Erfahrungen lehren aber gewisse Grenzen des Handlungsspielraums bei politischen Entscheidungen über die Besteuerung. So lassen sich Fälle feststellen, in denen Unternehmen ihre USD-Anleihen pünktlich bedienen, obwohl die Regierung dieses Landes im Zahlungsverzug ist.⁶¹

Ausländische Unternehmensanleihen weisen im Vergleich mit ausländischen Staatsanleihen insofern einen Vorteil für den Gläubiger auf, als diese im Falle eines Zahlungsverzugs spezifisch juristische Schritte erlauben, wie die Ausübung ihrer Hypothekenrechte. Daher kann man wohl davon ausgehen, dass auf ein ausländisches Unternehmen ein stärkerer *Anreiz* wirkt, seinen Zahlungsverpflichtungen pünktlich nachzukommen, als auf eine souveräne Regierung. Dabei muss beachtet werden, dass der Ausfall einer Staatsanleihe eines bestimmten Landes mit großer Wahrscheinlichkeit auch die Positionen der Fremdkapitalgeber von Unternehmen dieses Landes negativ beeinflusst. Einschränkungen im freien Kapitaltransfer können Zinszahlungen in USD beeinträchtigen, obwohl das Unternehmen uneingeschränkt solvent ist.⁶² Erschwerend wirken weiterhin die große Distanz zwischen Gläubigern und dem verpfändeten Eigentum sowie die bürokratischen Hürden möglicher Konfliktsituationen. Der praktische Nutzen von Sicherheiten sinkt damit gen null. Die vorangegangenen Ausführungen sollten klargestellt haben, dass die Ablehnung von ausländischen Staatsanleihen als Investitionen mit Festbetragsanspruch ebenso auf ausländische Unternehmensanleihen zutrifft.

GRÖSSE

Auch in Bezug auf Schuldverschreibungen von sehr kleinen Unternehmen existieren Einwände, die eine Beurteilung als konservatives Investment ausschließen. Unternehmen von relativ kleiner Größe tragen ein größeres Risiko für unvorhergesehene Zwischenfälle als andere Unternehmen, dazu kommt die größere Wahrscheinlichkeit für Krisen verstärkende Merkmale, wie mangelnder Rückhalt bei der Hausbank oder mangelnde technische Ressourcen, die aktiviert werden können. Aus diesem Grund haben kleine Unternehmen auch nicht die Möglichkeit, sich auf dem öffentlichen Kapitalmarkt zu finanzieren, sondern finanzieren sich über private Kapitalgeber, die in zweierlei Hinsicht beteiligt sind, nämlich durch eine Gewinnbeteiligung und Mitspracherechte in der Unternehmensführung. Einwände gegen Anleihen von zu kleiner Größe treffen in gleichem Maße auch auf zu kleine Gemeinden zu. Und ein Investor ist gut beraten, bei Investitionen in kommunale Anleihen eine Mindesteinwohnerzahl zu beachten.

Die Konkretisierung solcher Mindestanforderungen in Bezug auf die Größe trägt immer Züge einer willkürlichen Festsetzung. Es existiert kein mathematischer Zusammenhang, aus dem genau bestimmt werden könnte, ab welcher Größe ein Unternehmen oder eine Kommune geeignet ist, den Ansprüchen eines durchschnittlichen Investors zu genügen. Dasselbe Problem tritt auch in Bezug auf die Festlegung anderer quantitativer Kennzahlen auf, wie den Ertrag nach Fremdkapitalzinsen oder das jeweilige Verhältnis zwischen Eigenkapital oder Anlagevermögen und Fremdkapital. Das bedeutet, dass alle im Folgenden als kritische Werte bezeichneten Ausprägungen letztlich Ergebnis einer Daumenregel sind und es dem geneigten Investor freisteht, andere Ausprägungen zu verwenden, wenn sie ihm nützlicher erscheinen. Trotz dieses anfänglichen Willkürakts werden sich diese Standards als von großem Nutzen für den Investor erweisen und ihn vor Investitionen in unzureichend abgesicherte Papiere bewahren.

VORSCHRIFTEN DER NEW YORKER STATUTEN – In den New Yorker Statuten findet sich eine Vielzahl von Mindestgrößenstandards, die bei Investitionen von Geschäftsbanken beachtet werden müssen. So gilt in Bezug auf kommunale Anleihen aus an New York angrenzenden Staaten eine Mindesteinwohneranzahl von 10.000 und für andere Staaten 30.000. Eisenbahngesellschaften müssen entweder mindestens 500 Meilen Gleisbett in Normalspur betreiben oder wenigstens einen laufenden operativen Umsatz von 10.000.000 Dollar pro Jahr ausweisen. Unbesicherte Anleihen werden nur dann akzeptiert, wenn (neben weiteren Erfordernissen) der ausschüttungsfähige Bilanzgewinn mindestens 10.000.000 Dollar beträgt. Gas- und Stromversorger müssen mindestens einen durchschnittlichen Bruttoumsatz von 1.000.000 Dollar pro Jahr erreichen, bei Telekommunikationsunternehmen liegt diese Grenze bei 5.000.000 Dollar. Weitere Vorschriften sehen sogar ein minimales Emissionsvolumen der jeweiligen Anleihe vor, bei Gas- und Stromversorgern 1.000.000 Dollar und bei Telekommunikationsunternehmen 5.000.000 Dollar.

Einige Kritikpunkte solchen Vorgehens: Die verwendeten Mindestwerte für die Bruttoeinnahmen eines Unternehmens erscheinen vom Betrachtungspunkt von Investitionen in Anleihen als allgemein schlecht gewählt.

Die Berücksichtigung einer Mindesteinwohneranzahl hat sich kaum bei nicht reglementierten Investoren durchgesetzt. Die alternativen Bedingungen bei Eisenbahngesellschaften, entweder eine Mindestschienenlänge oder einen Mindestumsatz zu bieten, erscheint verwirrend und unangebracht. Die Festlegung von mindestens 10.000.000 Dollar Bruttoumsatz selbst ist viel zu hoch; dadurch wäre beispielsweise *Bangor and Aroostock Railroad* ausgeschlossen worden, die eine der wenigen Eisenbahngesellschaften war, welche die Depression 1930 bis 1933 relativ unbeschadet überstanden hatten. Ebenso unbegründet ist ein vorgeschriebener Mindestumsatz für Telekommunikationsunternehmen in

Höhe von 5.000.000 Dollar, während bei Gas- und Stromversorgern nur 1.000.000 Dollar gefordert werden. Diese Regelung hätte zum Ausschluss der Anleihen von *Tri-State Telephone and Telegraph Company* im Jahr 1927 geführt, obwohl sie damals (und seitdem) Obligationen bester Güte waren. Wir sind davon überzeugt, dass die im Folgenden angegebenen Mindestgrößen, notwendigerweise nicht willkürfrei festgelegt, einen begründeten Rahmen für ein solides Investitionsverhalten ziehen:

	Mindestgröße
Gemeinden	10.000 Einwohner
Öffentliche Versorger	2.000.000 \$ Umsatz
Eisenbahngesellschaften	3.000.000 \$ Umsatz
Industrieunternehmen	5.000.000 \$ Umsatz

MINDESTGRÖSSE BEI ANLEIHEN VON INDUSTRIEUNTERNEHMEN – Da Anleihen von Industrieunternehmen von den New Yorker Statuten völlig ausgeschlossen sind, existiert auch keine diesbezügliche Mindestgrößenvorgabe. Es wurde aber bereits zum Ausdruck gebracht, dass Industrieobligationen unter der Voraussetzung, dass sie strengen Tests genügen, zur Gruppe der erstklassigen Papiere gezählt werden sollten. Die Erfahrungen aus den vergangenen zehn Jahren zeigen dahingehend auf, dass eine dominierende oder wenigstens substanzielle Größe einen entscheidenden Beitrag zum Schutz vor den Gefahren aus instabilen Entwicklungen bietet, denen Industrieunternehmen in weitaus stärkerem Maße ausgesetzt sind als Eisenbahngesellschaften und Versorgungsunternehmen. Aufmerksame Investoren, welche die Lektion aus der Vergangenheit gelernt haben, tun sich einen Gefallen damit, sich bei ihren Investitionen mit Festbetragsanspruch auf die jeweils vielleicht zwölf größten Unternehmen eines Industriezweigs zu beschränken und ebenso als zusätzliche Bedingung einen Mindestumsatz von vielleicht 5.000.000 Dollar zu verlangen.

Solche Minimalstandards werden oft als unzulässig einschränkend kritisiert, wenn sie universell angewendet werden (was in jedem Fall unterlassen werden sollte), weil sie es für finanziell gesunde mittelständische Unternehmen unmöglich machten, sich durch Direktemission von Anleihen zu finanzieren.

Es ist durchaus möglich, dass diese abschließende negative Beurteilung aufgrund der extremen Schwankungen der vergangenen zehn Jahre durch eine Phase der allgemeinen Stabilisierung des Industriesektors auf dem amerikanischen Markt geheilt werden kann. Bis sich eine solche Stabilisierungstendenz jedoch abzeichnet, sollten Industrieanleihen unter dem Motiv, Investitionen mit Festbetragsansprüchen durchzuführen, größter Sorgfalt unterliegen.

GRÖSSENVORTEILE ALLEIN BIETEN NOCH KEINE SICHERHEITSGARANTIE – Anforderungen in Gestalt von Mindestgrößen implizieren jedoch nicht, dass eine besondere Unternehmensgröße selbst schon Garantie für Ertragskraft und finanzielle Stärke eines Unternehmens sei. Das größte Unternehmen kann gleichzeitig schwach sein, wenn der fremdfinanzierte Anteil des Unternehmensvermögens unverhältnismäßig groß ist. Darüber hinaus ist gerade in Bezug auf Eisenbahngesellschaften, öffentliche Versorger und kommunale Emittenten nicht ersichtlich, welche praktischen Vorteile die jeweils größten Vertreter gegenüber den im Mittelfeld Befindlichen aufweisen sollen. Ob ein Stromversorger jährlich 20 Millionen oder 100 Millionen Umsatz generiert, wirkt sich kaum auf die Sicherheit seiner Anleihen aus; entsprechend verhält es sich bei kommunalen Emittenten, wo eine Stadt mit 75.000 Einwohnern eine bessere Bonität aufweisen kann als eine Millionenmetropole. Nach unserer Auffassung erweisen sich Mindeststandards nur im Bereich von Industrieobligationen als angebracht, indem sehr große Unternehmen einen inhärenten Stabilitätsvorteil gegenüber kleineren haben; aber auch in diesem Zusammenhang darf nicht von einem monokausalen statistischen Zusammenhang ausgegangen werden, sondern es müssen weitere, im Zusammenhang stehende Einflussfaktoren beachtet werden.

ANDERE ABZULEHNENDE VORSCHRIFTEN – Die New Yorker Statuten sehen für unbesicherte Eisenbahnanleihen zusätzlich eine Mindestanforderung der Art vor, dass der *Nettogewinn* nach Zinsen 10.000.000 Dollar betragen sollte. Solch eine Regelung erscheint uns weiterhin unbegründet, da ja bereits argumentiert wurde, dass der Tatsache allein, ob eine Schuldverschreibung mit speziellen Hypotheken ausgestattet ist oder nicht, keine besondere Bedeutung zukommt. Ein weiterer Trugschluss ergibt sich in Bezug auf minimale Größenanforderungen für das Volumen der Anleihen von öffentlichen Versorgern. Wenn ein Unternehmen, gemessen an seinen Bruttoumsätzen, für eine Investition in Anleihen infrage kommt, dann ist es für dieses Unternehmen umso leichter, alle fälligen Zins- und Tilgungszahlungen pünktlich zu leisten, je kleiner das Volumen der betreffenden Anleihe ist. Der Gesetzgeber zielte hier wohl auf die bei kleinen Emissionsvolumina eingeschränkte Marktgängigkeit von Wertpapieren ab. Aus unserer Sicht wird der Marktgängigkeit allgemein eine zu große Bedeutung beigemessen; darum empfehlen wir auch eine Vernachlässigung der das Volumen von Anleihen betreffenden Regelungen.

KAPITEL 9

SPEZIFISCHE STANDARDS FÜR INVESTITIONEN IN ANLEIHEN (FORTSETZUNG)

EIGENSCHAFTEN VON WERTPAPIEREN

Unter dieser Überschrift erfolgt eine Besprechung der einzelnen Eigenschaften von Wertpapieren wie die Sicherheit von Anleihen, die Bedingungen für die Zinszahlungen und die Fälligkeit. Wandlungs- und ähnliche Rechte sind natürlich ebenfalls relevant für die Beurteilung einzelner Wertpapiere, im Rahmen der Aufstellung von Standards bezüglich der Abgrenzung von Investitionen mit *Festbetragsanspruch* jedoch nicht maßgeblich.

Das New Yorker Statut erlaubt aus der Gruppe der öffentlichen Versorger nur durch Hypotheken besicherte Anleihen.⁶³ Gleichzeitig sind aber *Debentures* (unbesicherte Anleihen) von Eisenbahngesellschaften erlaubt, wenn die historischen Ertragszahlen und Dividendenausschüttungen strengerer Ansprüchen genügen als diejenigen für besicherte Anleihen. Ebenfalls erlaubt ist der Kauf von Gewinnschuldverschreibungen (bei denen sich die Zinszahlungen am ausgewiesenen Periodengewinn orientieren), wobei die gleichen Voraussetzungen gelten wie bei den *Debentures*.

ÜBERFLÜSSIGE UND UNLOGISCHE RESTRIKTIONEN – Nach unserer Meinung entbehren diese Regelungen jeder rationalen Grundlage. Gemäß unserer nachdrücklichen Argumentation in Kapitel 4 gegen die einseitige Bevorzugung bestimmter Wertpapierarten lehnen wir den *Per-se*-Ausschluss bestimmter unbesicherter Anleihen genauso ab wie die Vereinbarung *besonders restriktiver* Standards, die besicherte Anleihen gegenüber *Debentures* bevorzugen.

Wenn ein Unternehmen nur eine Schuldverschreibung ausstehen hat, ist es ziemlich unerheblich, ob es sich dabei um eine mit Hypotheken abgesicherte Anleihe oder *Debentures* handelt, vorausgesetzt, Letztere sind dagegen geschützt, dass etwaige spätere Papiere mit

Vorrang emittiert werden können. Dabei braucht jedoch nicht sonderlich betont zu werden, dass durch erstrangige Hypotheken besicherte Anleihen die Attraktivität etwaiger *Debentures* einschränken, auch wenn die Investoren bei beiden Fällen davon ausgehen können, dass das betreffende Unternehmen jederzeit seinen fälligen Zahlungsverpflichtungen nachkommen kann.

Diese Einschätzung trifft in gleicher Weise aber auch auf zweitrangige Papiere zu und stellt in dieser Hinsicht keine Besonderheit von *Debentures* dar. Die praktischen Auswirkungen der Existenz von vorrangigen und nachrangigen Papieren wurden bereits diskutiert (S. 92 ff.), ferner spielen diese auch bei der noch folgenden Erörterung der Zinsausgestaltung eine Rolle.

GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN VERBRIEFEN SCHWÄCHERE POSITIONEN ALS DEBENTURES – Während das New Yorker Statut durch den kategorischen Ausschluss aller unbesicherten Papiere von öffentlichen Versorgern als zu restriktiv erscheint, wirkt die uneingeschränkte Akzeptanz von Eisenbahngewinnschuldverschreibungen auf derselben Basis wie Eisenbahn-*Debentures* zweifelhaft. Die Eigenschaften unterschiedlicher Gewinnschuldverschreibungen können sehr stark variieren, grundsätzlich kann eine Einteilung in solche Papiere vorgenommen werden, die eine Pflicht zur Zinszahlung vorsehen, wenn die Zinsen in der Periode auch erwirtschaftet wurden, und jene Papiere, die einen kleineren oder größeren diskretionären Handlungsspielraum für das Management bei der Rückzahlung eröffnen. Allgemein ausgedrückt haben Gewinnschuldverschreibungen eine größere Nähe zu Vorzugsaktien als zu gewöhnlichen Obligationen mit Festbetragsansprüchen. Aus diesem Grund werden sie auch erst im Kapitel über Vorzugsaktien einer weitergehenden Betrachtung unterzogen, wo sie auch besonders hinsichtlich ihrer Eignung als *ungesicherte Investition* erörtert werden.

SICHERHEITSSTANDARDS SOLLTEN NICHT DURCH FRÜHE FÄLLIGKEITSTERMINE AUFGEWEICHT WERDEN – Der Fälligkeitstermin einer Schuldverschreibung ist maßgeblich für die Einordnung als kurz- oder langfristiges Wertpapier. Kurzfristige Wertpapiere verbriefen das Recht auf eine rasch nach dem Kauf erfolgende Rückzahlung des Nominalwertes und werden unter dem Gesichtspunkt der Sicherheit als vorteilhaft erachtet. Daher neigen Investoren, wenn es sich um kurzfristige Papiere (sagen wir bis zu drei Jahre Restlaufzeit) handelt, zu Nachlässigkeiten bei der Anwendung allgemeiner Standards für Investitionen in Anleihen.

Nach Auffassung der Autoren erscheint diese Unterscheidung unangebracht. Eine nahende Fälligkeit der Tilgung bedeutet neben dem Recht auf Rückzahlung für die Gläubiger auch ein Refinanzierungsrisiko für den Schuldner. Die Sicherheit der Tilgung wird nicht ausschließlich aus der Fälligkeit determiniert. Entweder muss das Unternehmen auch über die nötigen liquiden Mittel dazu verfügen (was relativ selten der Fall ist) oder die Ertragskraft und

finanzielle Situation des Unternehmens muss eine Anschlussfinanzierung ermöglichen können. Oftmals emittieren Unternehmen kurzfristige Schuldverschreibungen, weil ihre Kreditwürdigkeit zu diesem Zeitpunkt keine langläufigen Anleihen mit angemessener Verzinsung erlaubt. Solches Vorgehen führt regelmäßig zu Schwierigkeiten für das Unternehmen und damit für die Investoren, wenn die Fälligkeitstermine eintreten.

Beispiele: Im Jahr 1926 emittierte *The Fisk Rubber Company* eine fünfjährige 5,5s-Anleihe mit einem Volumen von 10.000.000 Dollar. Der Kurs der Anleihe notierte im Handel 1929 wegen der nahen Fälligkeit bei 96, obwohl die Ertragsaussichten des Unternehmens nicht zufriedenstellend waren. Bei Fälligkeit der Anleihe im Jahr 1931 kam es zum Zahlungsausfall und das Unternehmen musste reorganisiert werden; der Kurs der Anleihe fiel in diesem Jahr bis auf 10,75.

The New York, Chicago and St. Louis Railway legten 1929 eine dreijährige Anleihe mit einer Verzinsung von 6 Prozent und einem Volumen von 20.000.000 Dollar auf. Unter größten Schwierigkeiten konnte bei sonst drohender Insolvenz wiederholt eine Prolongation des Fremdkapitals seitens der Gläubiger erreicht werden. (Die Anleihen notierten 1936 bei 26,75.)

Ein aktuelles weiteres Beispiel für vernachlässigte Sorgfalt des Anleihenmarktes bei der Bewertung bald fälliger Papiere liefert *Pennsylvania-Dixie Cement Company First 6s*, fällig September 1941, deren Kurs Anfang 1939 noch über pari notierte. In den vorangegangenen Jahren 1937 und 1938 konnten die fälligen Zinszahlungen der Gläubiger jedoch nur gerade so geleistet werden (mit Einschränkungen kann dieser Zeitraum als allgemein depressive Marktphase bezeichnet werden) und auch in den vorangehenden sechs Jahren kam es zu Schwierigkeiten. Zudem reichte der Vermögensbestand des Unternehmens nicht mehr aus, das ausstehende Fremdkapital abzudecken. Natürlich bestand die Möglichkeit dafür, dass die Umstände 1941 es erlauben würden, das Fremdkapital zu tilgen; diejenigen aber, welche die Anleihe 1939 zum vollen Nominalwert gekauft hatten, gingen zweifelsohne ein unnötiges Risiko ein, substantielle Verluste ihres Kapitalstocks zu erleiden.

Unterscheidung lang- und kurzfristiger Laufzeiten identischer Emittenten – Es existiert eine große Anzahl von Beispielen dafür, dass Investoren bereit waren, einen Preiszuschlag für kurzfristig fällige Papiere im Vergleich zu identisch besicherten langfristigen Papieren eines bestimmten Unternehmens zu zahlen. In nahezu allen Fällen hat sich ein solches Kalkül als Trugschluss herausgestellt, weil entweder (1) eine von diesem Niveau steigende allgemeine Kreditwürdigkeit dazu geführt hat, dass der Kursanstieg der langfristigen Anleihen von größerem Ausmaß war als der von kurzfristigen Papieren, oder (2) das Unternehmen in der Folgezeit nicht in der Lage war, die Tilgung seiner kurzfristigen Verbindlichkeiten fristgerecht zu leisten.

Beispiele für (1):

	Kurstief 1932
<i>Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, fällig 1934</i>	96,5
<i>Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, fällig 1944</i>	35

Das Unternehmen konnte das 1934er-Papier bei Fälligkeit tilgen und mittlerweile hat sich der Kurs des 5s-Papiers für 1944 auf 91 gesteigert. Siehe hierfür die Beispiele unter (2).

	Kurstief 1932
<i>U.S. Rubber Company Secured 6,5s, fällig 1933</i>	94
<i>U.S. Rubber Company Secured 6,5s, fällig 1935</i>	43

Das Papier mit Fälligkeit 1933 wurde ebenso vollständig bedient wie jenes mit Fälligkeit 1935, sodass der Kauf des letzteren Papiers die vorteilhaftere Investition verbrieft hat.

Beispiele für (2):

	Kurshoch 1938
<i>Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, fällig 1944</i>	99,825
<i>Lehigh Valley Coal Company First Refunding 5s, fällig 1954</i>	45

Im Januar 1939 kam es zum Ausfall der fälligen Zinszahlungen und der Kurs des Papiers mit Fälligkeit 1944 fiel auf 36, der des längerfristigen auf 20.

	Kurstief 1932
<i>Pressed Steel Car Debenture 5s, fällig 1933</i>	82
<i>Pressed Steel Car Debenture 5s, fällig 1943</i>	40

Für beide Papiere erfolgten am 1. Januar 1933 zunächst keine Zahlungen mehr und im Zuge der Unternehmensreorganisation wurden beide Papiere identisch behandelt.

	Kurshoch 1934
--	---------------

<i>Standard Gas and Electric Debenture 6s, fällig 1935</i>	94
<i>Standard Gas and Electric Debenture 6s, fällig 1951</i>	60

Dieses Unternehmen konnte die 1935 fällige Anleihe nicht tilgen. Im nachfolgenden Restrukturierungsprozess wurden alle *Debentures* gleich behandelt und 1939 wurden all diese Papiere zu identischen Kursen gehandelt.

Die vorstehende Diskussion und die aufgezeigten Beispiele sollten aus Sicht der Autoren Anlass genug sein, davor zu warnen, zwischen lang- und kurzfristigen Papieren insoweit zu unterscheiden, als diese Unterscheidung bei Letzteren zur Rechtfertigung von Nachlässigkeiten in der Anwendung von Sicherheitsstandards bei der Auswahl entsprechender Papiere herangezogen werden könnte.⁶⁴

VERGANGENHEITSDATEN VON ZINSZAHLUNGEN UND DIVIDENDEN

Investitionen in Anleihen sollten in jene von solchen Emittenten getätigt werden, die sich in der Vergangenheit durch regelmäßige erfolgreiche Bedienung aller Zahlungsverpflichtungen und finanzielle Stabilität ausgewiesen haben. Junge Unternehmen ohne Kapitalmarkthistorie oder kürzlich reorganisierte Emittenten erfüllen nicht die Ansprüche an eine Investition mit Festbetragsanspruch.⁶⁵ Das gleiche Auswahlkalkül trifft natürlich auch auf Staaten oder kommunale Gläubiger zu, die in der jüngeren Vergangenheit Zahlungsausfälle zu verzeichnen hatten.

NEW YORKER VORSCHRIFTEN – In den New Yorker Vorschriften wird dieses Kriterium konkret aufgegriffen, indem nur solche anderen Staatsanleihen zugelassen sind, die von Emittenten stammen, die in den vergangenen *zehn Jahren* keine Ausfälle bei Zins- oder Tilgungszahlungen hatten. Für kommunale Gläubiger außerhalb des Staates New York gilt eine Sperrfrist von *zwanzig Jahren*; für Eisenbahngesellschaften *sechs Jahre*; für Gas-, Elektrizitäts- und Telefongesellschaften *acht Jahre*.

In Bezug auf Unternehmensanleihen reicht es jedoch bereits aus, die angeführte Kennzahl der historischen Ertragsdeckungsquote der laufenden Zinsen – die im folgenden Abschnitt weiter diskutiert wird – zu beachten. Die vorgeschlagene Mindestlänge des Zeitraums, in dem das Verhältnis aus Ertrag und Zinsen den Vorgaben entsprechen muss, ist nur geringfügig kürzer als die oben angegebenen Fristen und es erscheint unnötig, nach Prüfung der

vergangenen Ertragssituationen zusätzlich eine Prüfung auf Zahlungsebene durchzuführen.

Investitionen in öffentliche Anleihen dagegen können nicht auf Grundlage von Ertragsdaten erfolgen. Daher ist es nur folgerichtig, dass interessierte Investoren dem historischen Zahlungsverhalten eine besondere Beachtung beimessen. Die New Yorker Vorschriften sind in dieser Hinsicht auch für das Investitionsverhalten einzelner privater Investoren geeignet und angebracht.

Eine Beurteilung solcher Vorschriften muss aber immer auch die Folgen aufzeigen, die sich ergäben, wenn man von ihr als einer grundsätzlichen und allgemeinen Handlungsmaxime ausgehen würde. Wenn für *alle* Investitionen in kommunale Papiere eine einwandfreie 25-jährige Kapitalmarkthistorie vorausgesetzt würde, wie könnte dann eine Kommune innerhalb der ersten 25 Jahre ihrer Existenz eine Anleihe platzieren? Entsprechend drängt sich die Frage auf, wie ein öffentlicher Gläubiger, der einmal in Zahlungsschwierigkeiten geraten ist, die folgenden 10 respektive 25 Jahre finanzieren soll, die vergehen müssten, bevor Anleihen von diesem Emittenten wieder zulässig sind?

Unternehmen könnten unter solchen Umständen auf die Finanzierung durch spekulativere Papiere wie die Emission von jungen Aktien, Wandelschuldverschreibungen oder von Anleihen mit einem deutlichen Diskont bei Ausgabe reagieren. Alle diese Maßnahmen stehen jedoch kommunalen Gläubigern nicht zur Verfügung. Abhilfe wird von der gängigen Praxis erhofft, die Kuponraten von Anleihen weniger kreditwürdiger Gemeinden zu erhöhen. Zum Beispiel könnte es einer Kommune, die kürzlich erst in finanziellen Schwierigkeiten war, nur möglich sein, neues Kapital aufzunehmen, indem ein Kupon von 5 Prozent Nominalverzinsung gewährt wird im Gegensatz zum Staat New York, der lediglich 2 Prozent zahlt.⁶⁶ Eine solche Anpassung jedoch widerspricht dem bereits entwickelten grundsätzlichen Prinzip, dass hohe Kuponraten keine Kompensation dafür sind, dass ein erhebliches Risiko übernommen wird, Substanzverluste zu erleiden. Mit anderen Worten stellt es einen Fehler dar, Kommunalanleihen wegen der hohen Kupons zu kaufen, wenn man gleichzeitig feststellen muss, dass es sich aus Risikogesichtspunkten um minderwertige Papiere handelt, die ein über das normale Maß hinausgehendes Ausfallrisiko tragen.

EIN DILEMMA UND EIN LÖSUNGSVORSCHLAG – Aus diesen Überlegungen ergibt sich ein Dilemma, in dem das theoretisch korrekte Verhalten von Investoren die notwendige kommunale Finanzierung vieler öffentlicher Schuldner unmöglich machte. Eine realistische Betrachtung lässt den Einwand zu, dass immer genug Investoren existieren werden, die keine entsprechende Diskriminierung vornehmen und so auch ein Absatzmarkt für Anleihen von solchen Gemeinden besteht, die scheinbar hohe Verzinsungen bieten. Konsequenterweise könnten Investoren, die ihr Investitionsverhalten auf Logik und Vernunft aufbauen, solche Papiere meiden, ohne befürchten zu müssen, dass zweitklassige Schuldner dadurch in ernst zu

nehmende Schwierigkeiten geraten könnten.

Dieser Ansatz ist jedoch zu zynisch, um zufriedenstellend zu sein. Der beste Weg scheint ein kompensierender zusätzlicher Test für den Fall zu sein, dass ein kommunaler Emittent das Kriterium einer 25-jährigen einwandfreien Zahlungshistorie nicht erfüllen kann. Wenn ein öffentlicher Schuldner in finanzielle Schwierigkeiten geraten ist, müssen Maßnahmen zur Erholung des Haushalts getroffen werden, die sich entweder in Ausgabenreduktion, Erhöhung von Steuern und anderer Einkünfte oder in einer Absenkung des Verschuldungsniveaus ausdrücken, wie bei einer Unternehmensumstrukturierung auch.

Mit solchen Maßnahmen kann ein vormals in Zahlungsschwierigkeiten geratener Schuldner eine neue Marktwahrnehmung aufbauen, die es ermöglicht, auf gesunden und soliden Finanzen aufbauend neue Wertpapiere erfolgreich zu platzieren, da wieder eine entsprechende Bonität erreicht wurde. Die Vorsicht gebietet bei der Einschätzung der Kreditwürdigkeit eine eingehende Analyse der finanziellen Lage, wie das Verhältnis von jährlichen Ausgaben oder Gesamtverschuldung einerseits zu Einwohnerzahl oder laufenden Einnahmen andererseits. Bei der Zeichnung von solchen Anleihen sollte der Investor tatsächlich erwarten können, eine höhere Rendite als im Durchschnitt zu erzielen, *allerdings nicht für die Übernahme spezieller Risiken, sondern als Kompensation für den zusätzlichen Aufwand, den der Investor hatte, um sich von der Güte des Papiers zu überzeugen.*

Mit einer ähnlichen Einstellung sollte man in Bezug auf kürzlich neu gebildete öffentliche Körperschaften, für die nur über einen kurzen Zeitraum Vergangenheitswerte vorliegen, vorgehen.⁶⁷

VERGANGENE DIVIDENDENZAHLUNGEN – Vorschriften für Investitionen, die gesetzlichen Regelungen unterliegen, richten gewöhnlich ein besonderes Augenmerk auf zufriedenstellende Dividendenausschüttungen des emittierenden Unternehmens. In den meisten Staaten sind nur Anleihen von solchen Unternehmen zulässig, die über die vorangegangenen fünf Jahre eine Mindestdividende ausgeschüttet hatten. Dieses Kalkül basiert auf der Theorie, wonach das Hauptziel eines Unternehmens darin besteht, Dividenden ausschütten zu können, und daher nur solche Unternehmen als erfolgreich bezeichnet werden sollten, die tatsächlich Dividenden zahlen und sich nur aus diesem Grund auch für Investitionen in Anleihen eignen.

Vergangene Dividendenzahlungen ohne Beweischarakter für finanzielle Stärke: Es kann nicht negiert werden, dass die Klasse der Dividenden zahlenden Unternehmen wirtschaftlich besser erscheint als die Klasse der nicht zahlenden. Dieser Umstand rechtfertigt jedoch nicht zum Umkehrschluss, alle Anleihen von keine Dividenden ausschüttenden Unternehmen von vornherein auszuschließen. Das stärkste Argument gegen eine solche Argumentation liegt in der Tatsache, dass Dividendenausschüttungen lediglich ein

Indikator für finanzielle Stärke sind; und nicht nur, dass sich aus diesem Merkmal kein direkter Vorteil für die Fremdkapitalgeber ziehen ließe, wirken alle Ausschüttungen an die Eigenkapitalgeber grundsätzlich negativ auf die Position der Fremdkapitalgeber, da dem Unternehmen so Ressourcen entzogen werden.

Die Anwendung der gesetzlichen Vorschriften für Anleiheninvestitionen in Form von Mindestausschüttungen an die Eigenkapitalgeber hat sich in der Vergangenheit mitunter sogar als der ursprünglichen Intention entgegengesetzt erwiesen. Eisenbahngesellschaften, die in finanzielle Schwierigkeiten geraten waren, haben ununterbrochen weiter Dividenden ausgeschüttet, damit ihre Anleihen nicht von der zugelassenen Liste gestrichen würden, sodass sich die Regelung, die finanzielle Stärke signalisieren sollte, als ursächlich dafür herausgestellt hat, die Sicherheit der Zahlungen an die Gläubiger eingeschränkt zu haben.⁶⁸

Die Bedeutung von Dividendenzahlungen für Anleiheninvestitionen: Der Erklärungsgehalt von Bilanz sowie Gewinn- und Verlustrechnung zur Beurteilung der finanziellen Situation eines Unternehmens ist weitaus größer als die zurückliegenden Dividendenzahlungen. Es erscheint daher angebracht, auf alle auf letzteres Merkmal ausgerichteten Kriterien zur Einschätzung von Anleiheninvestitionen hinsichtlich ihres Charakters als Investitionen mit Festbetragsanspruch zu verzichten. Davon abgesehen, sollte allerdings die Aussetzung von Dividenden trotz einer geeigneten aktuellen Gewinnsituation eines Unternehmens dem potenziellen Käufer von Anleihen dieses Unternehmens Anlass geben, genau zu prüfen, inwiefern eine solche Ausschüttungspolitik bereits auf absehbare Schwächen in den Unternehmensfinanzen hindeutet, die so noch nicht aus der Gewinn- und Verlustrechnung ersichtlich sind. Darüber hinaus sollte betont werden, dass Inhaber von Anleihen Dividenden ausschüttender Unternehmen von einem strukturellen Vorteil derart ausgehen können, als für diese Gläubiger eine etwaige spätere Aussetzung der Dividende einen definitiven und vielleicht rechtzeitigen Indikator für darauffolgende finanzielle Schwierigkeiten des betreffenden Unternehmens darstellt; und derart vorgewarnt, wäre es ihnen dann möglich, substanziellen Verlusten ihres investierten Kapitals zuvorzukommen. Anleihen von Unternehmen, die keine Dividenden ausschütten, tragen in dieser Hinsicht einen Nachteil in sich, der jedoch nach Meinung der Autoren durch eine entsprechend erhöhte Sorgfalt aufseiten der Investoren ausgeglichen werden kann. Im Hinblick auf die Dividendenfrage zeichnet sich das New Yorker Statut im Vergleich zu den Vorschriften anderer Staaten durch eine fortschrittliche Regelung aus.

So ist für Eisenbahngesellschaften vorgeschrieben, dass sie entweder in fünf der sechs zurückliegenden Jahre eine Mindestausschüttung vorgenommen haben müssen oder, falls dieses Kriterium verfehlt wird, strengerer Anforderung im Hinblick auf den Deckungsgrad der Fixkosten genügen müssen. Für Unternehmen aus dem Versorgungssektor existiert eine Mindestdividende für die zurückliegenden fünf Jahre oder es müssen ausschüttbare Erträge in

dieser Höhe ausgewiesen worden sein. Diese Vorschrift erzeugt den bereits angesprochenen Fehlanreiz, Dividenden auszuschütten, ohne dass eine solche Maßnahme durch die aktuelle Ertragslage gedeckt wäre. Der fortschrittliche Charakter kommt in der Umkehrung zur Geltung, wonach auf Dividendenausschüttungen durchaus verzichtet werden kann, wenn die Ertragslage solche Ausschüttungen gerechtfertigt hätte.

VERHÜLTNIS VON ERTRAG UND ZINSLAST

Das Verhältnis aus Ertrag zu laufenden Zinszahlungen liefert nach herrschender heutiger Auffassung den besten Test für die Sicherheit, die mit einer Investition in Anleihen verbunden ist. Daher ist von einer detaillierten gesetzlichen Vorschrift, die Anleiheninvestitionen regelt, zu erwarten, dass hinsichtlich dieses Kardinalmerkmals Mindestanforderungen festgeschrieben sind. Gleichwohl bezieht die Mehrzahl der einschlägigen Vorschriften diese Kennzahl nur unangemessen oder teilweise mit ein. Der Gesetzgeber setzt zur Messung der Ertragskraft eines Unternehmens vorrangig auf die historischen Dividendenausschüttungen.⁶⁹ Wie bereits im vorangegangenen Text angesprochen wurde, existieren zu diesem Vorgehen jedoch erhebliche Einwände. Der Vorzug der Regelungen aus dem New Yorker Statut baut hauptsächlich auf die beiden folgenden Eigenschaften: erstens die Erkenntnis, dass die vergangene Ertragslage eine entscheidende Bedeutung bei der Beurteilung zukünftiger Stabilität besitzt, und zweitens die Berücksichtigung der *gesamten* Zinslast eines Unternehmens als kurzfristig nicht zu beeinflussender Aufwand.

ANFORDERUNGEN AUS DEN NEW YORKER VORSCHRIFTEN – Die Anforderungen aus den New Yorker Vorschriften bezüglich der *Ertragsdeckung* können folgendermaßen zusammengefasst werden:

In Bezug auf die verschiedenen Arten von besicherten Anleihen von Eisenbahngesellschaften ist vorgeschrieben, dass das Unternehmen in fünf der zurückliegenden sechs Jahre einen Gewinn ausgewiesen haben muss, der mindestens das 1,5-Fache der Fixkosten betragen hat, wobei das mögliche Fehljahr nicht das letzte sein darf. Falls keine Dividendenausschüttungen in der erforderlichen Höhe stattgefunden haben, erweitert sich der Zeitraum auf neun der zurückliegenden zehn Jahre.

Für alle anderen Arten von Eisenbahnschuldverschreibungen, zum Beispiel *Debentures*, Gewinnschuldverschreibungen etc., müssen die laufenden Zinszahlungen (inklusive die für etwaige Gewinnschuldverschreibungen) sowohl im letzten Jahr wie auch in fünf der zurückliegenden sechs Jahre höchstens halb so hoch sein wie der ausgewiesene Ertrag. In dieser Kategorie sind die geforderten Mindestausschüttungen ein absolutes Kriterium,

welches nicht alternativ kompensiert werden kann.

DREI DETERMINANTEN DER ERTRAGSDECKUNGSQUOTE BERECHNUNGSMETHODE – Bei der Analyse der gesetzlichen Regelungen müssen drei Elemente beachtet werden. Das erste ist die *Berechnungsmethode* der Ertragsdeckungsquote; das zweite ist die Festlegung eines *Zielwertes* für die Ertragsdeckungsquote und das dritte die Länge der zugrunde gelegten *Analyseperiode*.

Die Prior-deductions Method: Es wird eine Vielzahl von Methoden angewendet, um das Verhältnis der Erträge zur Zinslast zu bestimmen. Eine von diesen (die als *Prior-deductions Method* bezeichnet werden kann) ist Gegenstand einiger Kritikpunkte. Ungeachtet dessen wurde diese Methode vor 1933 von vielen Emissionshäusern wegen ihrer trügerisch starken Aussagekraft in den Verkaufsprospekten für junge nachrangige Anleihen verwendet. Bei diesem Vorgehen werden von den Erträgen zunächst die Zahlungsansprüche vorrangiger Gläubiger subtrahiert und anschließend wird der verbleibende Betrag durch die Zinsansprüche der neuen Gläubiger dividiert. Das folgende Beispiel zeigt sowohl das Vorgehen bei dieser Methode als auch die ihre inhärente Schwäche:

Unternehmen A hat vorrangige besicherte Anleihen im Volumen von 10.000.000 Dollar mit einer Nominalverzinsung von 5 Prozent im Umlauf sowie im Umfang von 5.000.000 Dollar ein *Debenture* mit einer Nominalverzinsung von 6 Prozent emittiert.

Die durchschnittlichen Erträge:	1.400.000 \$	
Zinslast für das vorrangige Papier:	500.000 \$	2,8-fach »erwirtschaftet«
Differenz	900.000 \$	
Zinslast für das nachrangige <i>Debenture</i>	300.000 \$	3-fach »erwirtschaftet«

In den üblichen Verkaufsprospekten wurde anhand einer solchen Rechnung gewöhnlich argumentiert, dass die Zinslast für das 6-Prozent-*Debenture* 3-fach erwirtschaftet wurde. Dabei ist zu beachten, dass diese Berechnung gleichzeitig dazu führt, dass die Zinslast für das vorrangige besicherte 5-Prozent-Papier nur 2,8-fach erwirtschaftet wurde. Dies führt zu der Interpretation, dass das nachrangige Papier besser besichert sein müsste als das vorrangige, was offensichtlich absurd ist. Tatsächlich ist die Aussage dieser Berechnungsmethode für die Gläubiger aus dem nachrangigen Papier wertlos und sogar irreführend.

Eines der begrüßenswerten Ergebnisse des *Security Act* von 1933 ist, dass diese nicht vertretbare Methode zur Berechnung der Deckung der Zinslast bei Emission junger Anleihen keine Verwendung mehr findet. Dabei ist dieser Wandel nicht auf ein direktes Verbot der SEC

zurückzuführen, sondern entstammt dem Bestreben, etwaige Strafzahlungen wegen arglistiger Täuschung zu vermeiden.

Bei einigen kanadischen Verkaufsprospekten wird die *Prior-deductions Method* weiterhin verwendet. Beispiel: *Famous Players Canadian Corporation, Ltd., First and Collateral Trust Bonds, Series A*, emittiert im Juni 1936.

Die Cumulative-deductions Method: Ein weiteres Vorgehen kann als *Cumulative-deductions Method* bezeichnet werden. Bei dieser Methode werden die Zinszahlungen nicht einzeln, sondern vorrangige wie nachrangige Ansprüche zusammen ins Verhältnis zu den Erträgen gesetzt. Bezogen auf das obige Beispiel, ergäbe sich dann, dass der Zinsaufwand für das *Debenture 6s* 1,75-fach »erwirtschaftet« wäre, indem der Ertrag von 1.400.000 Dollar durch die Summe des Zinsaufwandes für *beide* Schuldverschreibungen, 800.000 Dollar, dividiert wird. Der Zinsaufwand für das vorrangige Papier wäre dann weiterhin 2,8-fach erwirtschaftet, da für diese Berechnung die *nachrangigen* Ansprüche unerheblich sind. Die so vertretene Sichtweise wird von der Mehrheit der Investoren als angebracht aufgefasst und eine Vielzahl der Bundesstaaten schreibt dieses Vorgehen im Rahmen der gesetzlich geregelten Anleiheninvestitionen von Geschäftsbanken mittlerweile vor.⁷⁰

Total-deductions oder »Over-all« Method: In einem der früheren Kapitel wurde bereits die Wichtigkeit betont, dass ein Unternehmen die Fähigkeit besitzen muss, *alle* Festbetragsansprüche aus Schuldverschreibungen leisten zu können, da auch die Zahlungsunfähigkeit in Bezug auf ein nachrangiges Papier unweigerlich eine negative Wirkung selbst für die Inhaber von vorrangigen Ansprüchen entfaltet. Ein Investor kann sich seiner Position nur so lange sicher sein, wie allen fälligen Zinszahlungen in ausreichendem Maße zahlungswirksame Erträge gegenüberstehen. Konsequenterweise sollte eine konservative und aus diesem Grund ratsame Berechnung der Ertragsdeckungsquote anhand der *Total-deductions Method* durchgeführt werden, sodass die Kennzahl tatsächlich den Ertrag als Vielfaches der *gesamten* Zinslast angibt.

So wird für jedes beliebige Unternehmen unter Einbezug aller fixen Zinsverpflichtungen aus Schuldverschreibungen dieses Unternehmens eine Ertragsdeckungsquote ausgewiesen, wobei unerheblich ist, ob es sich um vorrangige oder nachrangige Ansprüche handelt. Im obigen Beispiel folgte dann sowohl für das vorrangige *5s* als auch für das *Debenture 6s* eine Ertragsdeckungsquote der Fremdkapitalzinsen von 1,75. Diese Methode wird in Emissionsprospekten und Lageberichten im Zuge des Jahresabschlusses auch als *over-all basis* zur Berechnung der Ertragsdeckungsquote bezeichnet.⁷¹

Hierbei muss stets beachtet werden, dass der Kapitaldienst für Gewinnschuldverschreibungen aus *bedingten* Ansprüchen nicht zu den fixen Zinszahlungen gezählt wird. Mit den Bezeichnungen *interest charges* and *bonded debt* wird denn auch nach

herrschender Meinung auf festverzinsliche Anleihen abgestellt, es sei denn, der Kontext erfordert eine andere Deutung.

Dabei spricht natürlich nichts dagegen, die Deckungsquote eines vorrangigen Zahlungsanspruchs zusätzlich mithilfe der *Cumulative-deductions Method* zu bestimmen und einen besonders hohen Wert als weiteres Argument für Anleihen aus dieser Charge zu werten. Möchte man die Stabilität eines Unternehmens über ein Mindestkriterium beurteilen, empfehlen die Verfasser dieses Buches jedoch den Einbezug aller Zahlungsverpflichtungen aus festen Zinsansprüchen. In den New Yorker Regelungen wurde diese Auffassung konsistent umgesetzt und hat sich nach unserer Meinung vorbildhaft bewährt.

MINDESTWERT FÜR DIE ERTRAGSDECKUNGSQUOTE – Die in den New Yorker Vorschriften zum Ausdruck kommende Präferenz von Anleihen für Eisenbahngesellschaften gegenüber solchen von öffentlichen Versorgern ist nicht länger gerechtfertigt und mit Blick auf die jüngste Entwicklung sollte die relative Position der beiden Branchen überdacht werden. Darüber hinaus ist es unerlässlich, zusätzlich einen Mindestwert für Industriebanleihen zu vereinbaren, der natürlich höher angesetzt sein muss als diejenigen für Eisenbahnanleihen und Anleihen von Versorgern. Aus diesen Überlegungen folgt die Empfehlung nachstehender Ertragsdeckungsquoten:

Öffentliche Versorger	1,75-fach
Eisenbahnen	2-fach
Industrieunternehmen	3-fach

ANALYSEPERIODE DER ERTRAGSDECKUNGSQUOTE – Aus der Zusammenfassung der New Yorker Vorschriften ist deutlich geworden, dass bei Anwendung auf Versorgungsunternehmen der fünfjährige Durchschnitt Verwendung findet. Bei Eisenbahngesellschaften muss der vereinbarte Mindestwert in wenigstens fünf der letzten sechs Jahre erreicht worden sein. In jedem Fall muss das der möglichen Investition vorangegangene Geschäftsjahr eine ausreichende Ertragsdeckungsquote ausweisen.

Mindestwerte wie die beiden letzten sind ein schnell erfüllbares Kriterium und spiegeln nicht in ausreichendem Maße die Marktgegebenheiten für Anleiheninvestitionen in einem Umfeld wider, welches mit einiger Regelmäßigkeit zu depressiven Phasen führt. Mal angenommen, die Marktphasen können allgemein so beschrieben werden, dass auf acht Jahre wirtschaftlicher Prosperität oder durchschnittlicher Erträge zwei unprofitable Jahre folgen, dann würden diese Regeln zu einem Investitionsverhalten führen, das den Kauf von Anleihen (zu hohen Preisen) in Zeiten wirtschaftlichen Aufschwungs und die Desinvestition (zu

niedrigen Preisen) in Zeiten wirtschaftlicher Depression veranlasst.⁷²

Nach unserem Verständnis kommt als zeitliche Veranlagung für das Minimalkriterium Ertragsdeckungsquote lediglich eine *Durchschnittsbetrachtung* infrage. Ein fünfjähriger Durchschnitt, wie bei Anleihen von öffentlichen Versorgern vorgeschrieben, erscheint aus vielen Gründen als zu kurz veranlagt, sodass hier für den Standardanalysefall eine *siebenjährige* Analyseperiode vorgeschlagen wird. Diese kann bei offensichtlich abnormalen Jahren gegebenenfalls verkürzt werden. (Zum Beispiel erweist sich der sechsjährige Zeitraum zwischen 1934 und 1939 als besser geeignet als die sieben Jahre zwischen 1933 und 1939.)

Bei Durchführung dieses Tests in den Jahren 1934 oder 1935 hätte man dagegen lieber einen elf- oder zwölfjährigen Untersuchungsrahmen gewählt, um einer verzerrenden Übergewichtung einschlägiger Depressionsjahre vorzubeugen. Ebenfalls hat sich aus der praktischen Anwendung herausgestellt, dass ein Einbezug der großen Verluste zwischen 1931 und 1933, die Industrieunternehmen erleiden mussten, in die Durchschnittsberechnung dazu führt, dass ein zu niedriger Wert für die Ertragsdeckungsquote ausgewiesen wird, der die aktuelle Situation des betreffenden Unternehmens nicht mehr repräsentativ darstellt, obwohl eben ein langer Analysezeitraum gewählt wurde.

Eine Möglichkeit zur Heilung solcher Probleme bestünde darin, die Verluste in defizitären Jahren nicht als negativen Ertrag für das betreffende Jahr in die Durchschnittsberechnung einfließen zu lassen, sondern den Ertrag für diese Perioden auf null zu normieren.

Beispiel: Periodische Abdeckung des Zinsaufwandes des *Fairbanks Morse Company Debenture 4s*, fällig 1956, zum Betrachtungszeitpunkt Anfang 1938.

Zinsaufwand für 1937	\$232.000
Ergebnis nach Zinsen und Steuern	\$2.148.000
Gewinn als Vielfaches des Zinsaufwandes	10,2-fach
Aggregierter Gewinn nach Zinsen für die Zeiträume 1928–1930 und 1934–1937	\$11.740.000
Summe der ausgewiesenen Verluste nach Zinsen 1931–1933	\$8.873.000
Durchschnittlicher jährlicher Gewinn nach Zinsen 1928–1937	\$287.000
Indizierte Ertragsdeckungsquote für den Zehnjahresdurchschnitt in 1937	2,2-fach
Alternativer Ansatz zur Bestimmung des Zehnjahresdurchschnitts:	
Durchschnittlicher jährlicher Gewinn für die Zehnjahresfrist bei Normierung der Werte für 1931–1933 auf null	\$1.174.000
Modifizierte Ertragsdeckungsquote für den Zehnjahresdurchschnitt in 1937	6,1-fach

Der zweite, modifizierte Durchschnitt sollte als realistischere Wiedergabe der tatsächlichen Unternehmenssituation betrachtet werden als der strenge Zehnjahresdurchschnitt, der auch zu einer Verletzung unserer Kriterien führen würde. Darüber hinaus sind wir der Überzeugung, dass ab 1940 die Verwendung von siebenjährigen Durchschnittswerten oder noch längeren ohne solche Probleme möglich ist.

WEITERE INFORMATIONEN AUS DER GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG – Aus der Gewinn- und Verlustrechnung eines Unternehmens können und sollten die Investoren natürlich weitere Informationen ziehen. Dazu zählen der *Trend*, der *Minimalwert* und der *aktuelle Wert*. Die Bedeutung der einzelnen Kennzahlen kann dabei nicht genug betont werden, jedoch lassen sich aus ihnen nicht unmittelbar anwendungsorientierte Entscheidungsregeln ableiten. Wie im Falle der eben angesprochenen besicherten Schuldverschreibungen muss auch hier eine trennscharfe Unterscheidung zwischen solchen wenigen Merkmalen vorgenommen werden, die eine Formulierung definitiver Entscheidungsregeln rechtfertigen, und den vielen anderen Eigenschaften, die für eine derart exakte Prüfung ungeeignet sind, nichtsdestoweniger jedoch immer im Kalkül der Anleger berücksichtigt werden sollten.

AUSGLEICHBARE EIGENSCHAFTEN – Der praktische Umgang mit Eigenschaften der letzteren Kategorie soll nachfolgend am Beispiel der Gewinnaussichten eines Unternehmens verdeutlicht werden.

Ein Anleger muss standardmäßig einen minimalen durchschnittlichen Ertrag verlangen. Darüber hinaus wird die Attraktivität einer Investition erhöht durch (1) einen steigenden Trend, (2) eine besonders gute aktuelle Ertragslage, (3) eine zufriedenstellende jährliche Gewinnmarge nach Fremdkapitalzinsen für *alle* zugrunde gelegten Perioden. Verfehlt eine Anleihe eines der drei letztgenannten Kriterien, muss dies nicht zwangsläufig zum Ausschluss eines solchen Investments führen, vielmehr sollte dann besonderer Wert auf eine Ertragsdeckungsquote gelegt werden, die signifikant über dem Mindeststandard liegt, sowie die allgemeine Unternehmenssituation anhand qualitativer Merkmale in die Entscheidungsfindung einbezogen werden. Bei Vorlage eines negativen Trends oder sonst untypisch schlechten Vorjahreszahlen allein sollte ein Anleger die betreffende Anleihe so lange nicht akzeptieren, wie der erforderliche Mindeststandard der durchschnittlichen Erträge nicht substantiell überstiegen wird – *und so er denn berechtigten Anlass zu der Annahme hat, dass der Abwärtstrend oder die schlechte aktuelle Situation nur vorübergehender Natur sind*. Dabei braucht nicht weiter ausgeführt zu werden, dass das erforderliche *Ausmaß*

der Übererfüllung des Mindeststandards bei den durchschnittlichen Erträgen, welches eine Kompensation für einen schlechten Trend oder die aktuelle Ertragslage rechtfertigt, Ausdruck individueller Anlegereigenschaften ist und nicht Gegenstand mathematischer Überlegungen, die hier entwickelt werden könnten.

DAS VERHÄLTNIS AUS NOMINALVERZINSUNG (KUPONRATE) UND ERTRAGSDECKUNGSQUOTE –
 Die Theorie der Ertragsdeckungsquote ist wegen des inversen arithmetischen Zusammenhangs dieser Quote mit der Nominalverzinsung anhand der Kuponrate kompliziert. In einer bestimmten Ertragssituation entspricht die Deckungsquote für eine 3-Prozent-Anleihe doppelt so viel wie die für eine sonst gleiche 6-Prozent-Anleihe. Dazu der folgende Vergleich:

	Versorgungsunternehmen A	Versorgungsunternehmen B
Ertrag für Fremdkapitaldienst	600.000 \$	600.000 \$
Zinszahlungen	300.000 \$ (3 % von 10.000.000 \$)	550.000 \$ (5,5 % von 10.000.000 \$)
Als Vielfaches der Zinsen (Ertragsdeckungsquote)	2,00	1,09

Allein der Unterschied in der Nominalverzinsung der Anleihen führt dazu, dass Unternehmen A die Anforderungen an die Ertragsdeckungsquote erfüllt, während Unternehmen B gerade so seine Zinslast erwirtschaftet hat.

An dieser Stelle der Untersuchung werden einige Fragen aufgeworfen, wie: (1) Kann eine Anleihe allein aus der Tatsache als besonders »sicher« klassifiziert werden, weil sie eine niedrige Kuponrate hat? (2) Welchen Einfluss hätte ein allgemeiner Anstieg des Zinsniveaus auf eine solche Art von Sicherheit? (3) Sind Anleihen von Unternehmen A eine vorteilhaftere Investition als Anleihen von Unternehmen B? Diese Fragen sollen nachstehend in ihrer aufgeworfenen Reihenfolge beantwortet werden.

Der Einfluss der Kuponrate auf die Sicherheit: Sicherheit in technischer Auffassung bezeichnet die fortschreitende Sicherstellung der jährlichen Zinszahlungen und wird natürlich durch eine Veränderung der Kuponrate beeinflusst. In Bezug auf eine 5,5-Prozent-Anleihe ist es unzulässig, von der Sicherheit der ersten 3 Prozent auszugehen und die restlichen 2,5 als unsicher einzustufen. Die Sicherheit von Zinszahlungen sollte als unteilbares Konzept und immer in Bezug auf die Gesamtheit aller Zinsverpflichtungen aufgefasst werden. Alle erdenklichen Gründe, die nur zu einem teilweisen Ausfall der Zahlungsverpflichtung – oder nur der nachrangigen – führen könnten, ziehen in ihrer Folge unweigerlich finanzielle Schwierigkeiten für das Gesamtunternehmen nach sich. Und dies bedeutet gewöhnlich eine erhebliche (u. U. vorübergehende) Herabstufung des Investmentstatus.

Sicherheit als Ausdruck der Werterhaltung des eingesetzten Kapitals freilich kann ebenso durch eine niedrige Kuponrate »kreiert« werden, vorausgesetzt, die dahinterstehende Zinszahlung kann als dauerhaft eingeschätzt werden – bezogen auf den Fälligkeitstermin oder zumindest für eine hinreichend lange Zukunftsprognose. Ein so eingestuftes 3-Prozent-Papier aus dem obigen Beispiel sollte dazu führen, dass der jährliche Ertrag von 600.000 Dollar ausreichen wird, die Anleihe bei Fälligkeit zu tilgen, und dass der Kurs der Anleihe bei pari notieren wird.

Hierbei sollte beachtet werden, dass die Kuponverzinsung von Anleihen gewöhnlich in einem negativen Verhältnis zur Zahlungsfähigkeit von Unternehmen steht. Ein finanzstarkes Unternehmen zahlt geringere Fremdkapitalzinsen, obwohl es in der Lage wäre, höhere Zinsen als ein schwächeres zu zahlen. Das bedeutet, dass »guter Kredit« wegen der Zinsersparnis zu »besserem Kredit« führt und andersherum. Auch wenn diese Erkenntnis als paradox und in gewisser Hinsicht als ungerecht erscheint, muss sie in der Wertpapieranalyse als fundamentaler Grundsatz anerkannt und beachtet werden.

Einfluss eines allgemeinen Zinsanstiegs auf die Sicherheit: Über die gesamte Laufzeit gesehen, wirkt sich ein allgemeiner Zinsanstieg kaum auf die Fähigkeit eines Unternehmens aus, seinen Verpflichtungen aus moderat verzinsten Anleihen nachzukommen. Steht allerdings in Kürze der Fälligkeitstermin an, ergibt sich das Problem einer Refinanzierung zu höheren Zinsen mit der Folge, dass die mit höheren Zinsen sinkende Ertragsdeckungsquote immer noch hinreichend über ihrem einschlägigen Mindestwert liegt. In Bezug auf solche Anleihen mit noch langen Laufzeiten ist ein Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus gleichzusetzen mit substanziellen Kursverlusten. (Beachte, dass der Dow-Jones-Index von Anleihenkursen zwischen 1917 und 1920 eine Abwertung von 30 Prozent beschrieb, die auf die gleichzeitigen Zinserhöhungen zurückgeführt werden kann.)

Daraus folgt, dass die Sicherheit der Werterhaltung des eingesetzten Kapitals bei noch langen Laufzeiten sehr wohl negativ von einer spürbaren und dauerhaften Erhöhung des allgemeinen Zinsniveaus beeinflusst wird.⁷³

Der Werterhalt bei nur noch kurzen Laufzeiten *kann* durch einen allgemeinen Zinsanstieg negativ beeinflusst werden, nämlich dann, wenn die vorliegende Ertragsdeckungsquote den einschlägigen Mindestwert nicht mehr hinreichend übersteigt.

Daraus lässt sich für die praktische Anwendung schließen, dass ein Anleger in Erwartung eines allgemeinen Zinsanstiegs nicht in langfristige Anleihen investieren sollte, egal wie finanzstark das betreffende Unternehmen auch sei, sondern Anleihen mit kurzer Restlaufzeit von solchen Unternehmen kaufen sollte, deren Ertragslage auch bei höheren Kuponraten eine hinreichend hohe Ertragsdeckungsquote rechtfertigen würde. Ist man dagegen überzeugt, dass ein aktuell niedriges Zinsniveau dauerhaft ist, handelt man genauso wie vorher bei einem

höheren Niveau. Bei Unentschlossenheit in Bezug auf die künftige Entwicklung des allgemeinen Zinsniveaus erscheint es ratsam, sich auf die Investition in Papiere mit kürzeren Restlaufzeiten zu beschränken (vielleicht nicht über zehn Jahre) und die Anforderungen an die Ertragsdeckungsquote zu erhöhen, um den Nachteil in der Verzinsung auszugleichen.

Relative Vorteilhaftigkeit der beiden Anleihen: Die dritte Frage betrifft die relative Vorteilhaftigkeit zwischen der 3-Prozent-Anleihe von Unternehmen *A* und der 5,5-Prozent-Anleihe von Unternehmen *B*. Rein logisch argumentiert, müsste die 5,5-Prozent-Anleihe mehr wert sein als die mit einem Kupon von 3 Prozent, da die Gläubiger der 5,5-Prozent-Anleihe ihren zusätzlichen Anspruch auf 2,5 Prozent theoretisch als bedingten Anspruch auffassen könnten und so zumindest im Erwartungswert höhere Einzahlungen aus diesem Papier erwartet werden können als aus einer fixen 3-Prozent-Anleihe von Unternehmen *A*. In der Praxis jedoch hat sich erwiesen, dass Nachlässe bei den Zinszahlungen dann auftreten, wenn das betreffende Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten geraten ist, was wiederum in der Folge zu erheblichen Kursverlusten der Anleihen führt. Daher ist es durchaus möglich, dass die Inhaber der 3-Prozent-Anleihe am Ende besser abschneiden als die der 5,5-Prozent-Anleihe.

Allerdings sollten diese Überlegungen auch eine Warnung in Bezug auf eine Über- pari-Investition in das 3-Prozent-Papier von Unternehmen *A* beinhalten, was nur dann gerechtfertigt erscheint, wenn ein solch niedriges Zinsniveau als dauerhaft eingeschätzt wird. (Gleichermaßen ist ein deutlich unter pari notierender Kurs der Anleihen von Unternehmen *B* – bedingt durch die nur unwesentlich über eins liegende Ertragsdeckungsquote – jedoch Ausdruck einer großen spekulativen Komponente eines solchen Investments, speziell wenn das allgemeine Zinsniveau als dauerhaft niedrig eingeschätzt wird.)

KAPITEL 10

SPEZIFISCHE STANDARDS FÜR INVESTITIONEN IN ANLEIHEN (FORTSETZUNG)

DAS VERHÄLTNIS VON VERPFÄNDETEN VERMÖGENSWERTEN ZU AUFGENOMMENEM FREMDKAPITAL

Bereits früher (Kap. 6) wurde in der Diskussion darauf hingewiesen, dass die Vorteilhaftigkeit einer typischen Anleiheninvestition eher von der Fähigkeit des Schuldners abhängt, auf seinen Verschuldungsgrad achtzugeben als auf die Vermögensgegenstände, die an die Gläubiger verpfändet sind. Dieses Prinzip erübrigt natürlich alle weiteren Fragestellungen nach allgemeinen Regeln für die Sicherheitsbeurteilung einer Anleiheninvestition anhand der verpfändeten Vermögensgegenstände, wobei ihr Wert als unabhängig vom eigentlichen Geschäftsbetrieb des Unternehmens veranschlagt wird.

Damit soll zum Ausdruck gebracht werden, dass hier nicht die Auffassung geteilt wird, wonach es bei einer gewöhnlichen Anleihe – egal ob Eisenbahn, Versorger oder Industrieunternehmen – ratsam wäre, ein Mindestverhältnis zwischen verpfändeten Eigentumswerten (bewertet zu Anschaffungs- oder Wiederbeschaffungskosten) und nominell aufgenommenem Fremdkapital aufzustellen. In dieser Hinsicht wird einigen hoheitlichen Regelungen (inklusive den New Yorkern) widersprochen, welche die traditionelle Sichtweise auf die Vermögenswerte widerspiegeln. Die New Yorker Vorschriften beispielsweise erlauben Investitionen in Anleihen von Gas-, Elektrizitäts- und Telefonversorgern nur dann, wenn die verpfändeten Vermögenswerte das verbriefte Fremdkapital um mindestens 66,66 Prozent übersteigen. Dabei handelt es sich vornehmlich um Buchwerte, und zwar entweder um die originalen Beschaffungskosten, abzüglich der bisher vorgenommenen Abschreibungen, oder einen mehr oder weniger künstlichen Marktpreis, falls kürzlich Transfers stattfanden.

SPEZIELLE OBLIGATIONSTYPEN: OBLIGATIONEN MIT EIGENTUMSRECHTEN AN AUSRÜSTUNGSGEGENSTÄNDEN – Nach der hier vertretenen Auffassung eignen sich Buchwerte von Vermögensgegenständen öffentlicher Versorger – Gleiches gilt in Bezug auf Eisenbahngesellschaften und typische Industrieunternehmen – nicht für eine Beurteilung der mit einer Anlage verbundenen Sicherheit in Form der Werterhaltung des eingesetzten Kapitals. Nichtsdestoweniger existieren in der Praxis eine Vielzahl verschieden ausgestalteter Schuldverschreibungen im Sinne *spezieller* Obligationen, die sich im Hinblick auf die verpfändeten Eigentumsrechte bei Aufhebung des Fortführungsprinzips deutlich unterscheiden.

Am deutlichsten wird diese Unterscheidung wohl anhand von *Railroad-equipment Trusts Certificates*, die durch Eigentumsrechte an Lokomotiven, Lastkraftwagen oder Personenkraftwagen und die Verpfändung der mit diesen Vermögensgegenständen erzielten laufenden Einnahmen besichert sind. Dieser Typ von Schuldverschreibungen hat in der Vergangenheit eine äußerst zufriedenstellende Entwicklung gezeigt, was im Einzelnen auf die selbst bei ernsteren finanziellen Schwierigkeiten von Eisenbahngesellschaften ohne nennenswerte Verzögerung erfolgte termingerechte Bedienung aller Zins- und Tilgungszahlungen zurückzuführen ist.⁷⁴ Der einschlägige Grund für dieses gute Abschneiden liegt im mobilen Charakter der verpfändeten Vermögensgegenstände, der eine Nutzung auch von anderen Unternehmen aus dem Transportgewerbe erlaubt. Daher kann ihnen ein vom Geschäftsbetrieb des betreffenden Unternehmens unabhängiger Marktpreis zugeordnet werden, wie auch bei Automobilen, Schmuck oder anderen beweglichen Vermögensgegenständen, die gewöhnlich zur Besicherung privater Darlehen herangezogen werden. Auch wenn es nicht ohne Weiteres möglich ist, den Fuhrpark zu einem angemessenen Preis an eine andere Eisenbahngesellschaft weiterzuverkaufen, birgt die Mobilität dieser Vermögensgegenstände einen Vorteil gegenüber Schuldverschreibungen, die mit Hypotheken auf die Eisenbahntrasse besichert sind. Zwar sind beide Arten von Vermögensgegenständen für den Geschäftsbetrieb einer Eisenbahngesellschaft unabdingbar, doch hat der Inhaber gewöhnlich besicherter Eisenbahnanleihen keine alternative Verwendungsfähigkeit für die ihm gewährten Sicherheiten, während andernfalls die Inhaber von *Railroad-equipment Trusts Certificates* glaubwürdig drohen können, dem Schuldner den Fuhrpark zu entziehen. Diese Androhung einer *alternativen* Verwendung von Sicherheiten hat sich in der Praxis als äußerst vorteilhaft erwiesen, sodass sich sogar Inhaber als vorrangig eingestufte Schuldverschreibungen gezwungen sahen, ihre Ansprüche solchen unterzuordnen.

Daraus folgen für die Inhaber von *Railroad-equipment Trusts Certificates* zwei Quellen, die den Werterhalt ihres investierten Kapitals stützen: zunächst der Kredit und der Erfolg der sich verschuldenden Eisenbahngesellschaft und daneben der Wert des verpfändeten Fuhrparks. Wenn der letztere Wert hinreichend hoch über dem Betrag liegt, der als

Fremdkapital gewährt wurde, kann die erste Überlegung ganz oder zum Teil außer Acht gelassen werden, ganz so, wie sich ein Pfandleiher keine Gedanken über die Kreditfähigkeit seiner Schuldner zu machen braucht, sondern einzig und allein am Wert der verpfändeten Vermögensgegenstände interessiert ist.

Die besonderen Rechte, mit denen *Railroad-equipment Trusts Certificates* gewöhnlich ausgestattet sind, bewirken ein hohes Maß an Sicherheit für die Inhaber solcher Anleihen.

Auch die rechtlichen Vorschriften bei Emission solcher Schuldverschreibungen begünstigen die Durchsetzung der Gläubigerrechte im Falle eines Zahlungsverzugs. In praktisch allen Fällen wurden wenigstens 20 Prozent der Anschaffungskosten für solche Ausrüstungsgegenstände von den Unternehmen selbst aufgebracht, sodass den Gläubigern anfänglich nur rund 80 Prozent des Wertes des verpfändeten Fuhrparks zustehen. Die Tilgung des Fremdkapitals erfolgt gewöhnlich in 15 identischen Jahresraten, beginnend im auf die Anschaffung folgenden Jahr, was zu einer ungewöhnlich schnellen Tilgung des Fremdkapitals führt.

Die Position, die man als Inhaber solcher *Equipment Trusts* gewöhnlich innehat, wurde im Verlauf der vergangenen Jahre immer weiter abgeschwächt, was zum Teil darauf zurückzuführen ist, dass die Preise stark gesunken sind und mit ihnen die Wiederbeschaffungskosten von Ausrüstungsgegenständen (wie deren Marktpreise auch) unter die einstigen Anschaffungskosten, und zum anderen Teil darauf, dass die Nachfrage nach Ausrüstungsgegenständen wegen des geringeren Passagieraufkommens ebenfalls nachgelassen hat. Seit 1930 kam es bei verschiedenen Eisenbahngesellschaften im Rahmen einer Konkursverwaltung (zum Beispiel *Seaboard Air Line and Wabash*) dazu, dass Gläubiger aus Obligationen mit Eigentumsrechten an Ausrüstungsgegenständen genötigt werden konnten, die Laufzeiten ihrer Anleihen bei Fälligkeit kurzfristig zu verlängern oder gar eine Umschuldung mit niedrigerem Kupon vorzunehmen. Einmalig in dieser Hinsicht sind die Vorgänge um das Serie-»D«-Papier der *Florida East Coast Railway*, bei dem der Konkursverwalter die Durchsetzung der Eigentumsrechte an denjenigen verpfändeten Ausrüstungsgegenständen erlaubte, die offensichtlich weniger werthaltig waren als diejenigen, die den anderen Serien unterlegt waren. In diesem Fall erzielten die Gläubiger aus dem Verkauf dieser Vermögensgegenstände lediglich 43 Cent je Dollar des nominellen Fremdkapitals und blieben damit auf einem gehörigen Wertverlust ihres eingesetzten Kapitals sitzen. Diese Vorgänge und Verluste führen zu Zweifeln an dem regelmäßig als »nahezu absolut sicher« erachteten Status von *Equipment Trusts*; trotzdem kann nicht von der Hand gewiesen werden, dass es sich bei diesem Typ von Schuldverschreibungen um ein Papier handelt, das besondere Vorteile aus der Veräußerbarkeit der verpfändeten Vermögensgegenstände schöpft.⁷⁵ (Diese Schlussfolgerung kann durch den konkreten Verweis auf das *Chicago and North Western new Equipment Trust 2,5s* gestützt werden, welches im November 1939 zu Kursen gehandelt

wurde, die zu einer Rendite von 0,45 Prozent bis 2,35 Prozent geführt haben, obwohl alle anderen und durch Hypotheken besicherten Papiere als notleidend eingestuft waren.)

COLLATERAL TRUST BONDS – Bei *Collateral Trust Bonds* handelt es sich um Obligationen, welche selbst wiederum durch verpfändete Wertpapiere wie Aktien oder Anleihen besichert sind. Typischerweise handelt es sich dabei um Anleihen oder Aktien desselben Unternehmens oder einer Tochtergesellschaft.

Daher ist der realisierbare Wert von dieser Art Sicherheiten sehr eng mit dem wirtschaftlichen Erfolg des Gesamtunternehmens verknüpft. Eine Ausnahme bilden vielleicht *Collateral-Trust*-Papiere von Investmenthäusern, die durchaus mit einem primären Interesse an den Marktwerten der als Sicherheit hinterlegten Wertpapiere erworben worden sein könnten, was zu der eigenartigen Konstellation führen kann, dass solche Gläubiger Gewinn aus einer Situation schlagen, die für die Aktionäre desselben Unternehmens den Untergang bedeutet. Diese Art des *Collateral Trust* kann daher zusammen mit dem *Equipment Trust* als Ausnahme von der hier vertretenen Auffassung angesehen, dass bei Investitionen in Anleihen das Hauptaugenmerk auf den Erfolg des betreffenden Unternehmens gerichtet werden sollte, anstatt nach spezifischen Pfandrechten an Teilen des Unternehmensvermögens zu spielen.

Die gleiche prinzipielle Abgrenzung ist dann auch auf *Debenture*-Papiere von Investmenthäusern auszuweiten. Es ist nämlich nur von geringer praktischer Bedeutung, ob das als Sicherheit dienende Wertpapierportfolio durch Hinterlegung bei einem Treuhänder physisch verpfändet oder ob es im Besitz des Unternehmens mit darauf gerichteten Ansprüchen der Gläubiger aus dem *Debenture* ist. Gängigerweise sind *Debentures* mit geeigneten Verschuldungsgrenzen ausgestattet und in einigen Fällen werden diese um Mindestgrenzen für den aggregierten Marktwert der einzelnen Sicherheiten ergänzt.

Beispiel: Das *Reliance Management Corporation Debenture 5s*, fällig 1954, kann als Beispiel für die Wirkung solcher Sicherheiten herangezogen werden. Das Unternehmen selbst war sehr wenig erfolgreich, was in sich einem Verfall des Aktienkurses von 9 Dollar 1929 auf 1 Dollar 1933 äußerte. Normalerweise hätten Gläubiger aus gewöhnlichen Anleihen bei einem solchen Verfall des Aktienkurses ebenfalls mit Ausfall von Zinszahlungen und Verlusten ihres eingesetzten Kapitals rechnen müssen. Die Aussicht, die hinterlegten Sicherheiten sofort in Bargeld umwandeln zu können, erwies sich hier in Bezug auf die Interessen der Gläubiger als äußerst förderlich. Sie ermöglichte den Rückkauf von 75 Prozent des ausstehenden Gesamtvolumens und erzwang zudem eine zusätzliche Eigenkapitalerhöhung von den Aktionären, weil das Unternehmensvermögen die im *Debenture* festgeschriebene Mindestgrenze unterschritt. Im Resultat belief sich der Kurs der Anleihe 1932 auf 88, als der Aktienkurs bereits auf 2,5 gesunken war. Vollständig getilgt wurde die Anleihe im Februar 1937 bei einem Kurs von 104,25.

In Kapitel 18, welches *Protective Covenants* behandelt, wird der Bezug auf die Entwicklung einer *Collateral-Trust*-Anleihe eines Investmenthauses hergestellt (*Financial Investing Company*), um zu zeigen, dass der einem solchen Wertpapier innewohnende Vorteil oft – nach Auffassung der Autoren jedoch unnötig – durch Verzögerungen in der konsequenten Durchsetzung der Gläubigerrechte reduziert wird.

IMMOBILIENANLEIHEN – Von noch größerer Bedeutung jedoch als die beiden eben diskutierten Wertpapierarten ist das große Feld der Immobilienhypotheken und Immobilienanleihen. Letztere stellen standardisierte Beteiligungen an großvolumigen individuellen Hypotheken dar. Zweifelsfrei kommt dem Wert der verpfändeten Sicherheiten in Form von Land oder Gebäuden bei dieser Art von Obligationen eine unermessliche Bedeutung zu. Gewöhnlich trifft ein erfahrener Anleger eine Investition in Immobilienwerte vorrangig mit Blick auf den von ihm als *fair value* ermittelten Wert der zugrunde gelegten Sicherheiten. Zur Bestimmung dieses Wertes wird nach herrschender Meinung das *Fortführungsprinzip* angewendet, also auf die zukünftige Ertragskraft der Vermögensgegenstände abgestellt, wobei für diese zukünftig entweder aktuelle Werte fortgeschrieben oder Prognosen angestellt werden.

Mit anderen Worten kommt es bei diesem Kalkül nicht zu einer vom Erfolg des Unternehmens *losgelösten* (wie im Falle eines *Eisenbahn-Equipment-Trust Certificate*), sondern zu einer wirtschaftlichen Erfolg *voraussetzenden* Bestimmung des Wertes der angebotenen Sicherheiten.

Dieser Punkt soll durch den Verweis auf die häufigste Form eines durch Immobilien besicherten Kredits verdeutlicht werden, die vorrangige Hypothek auf ein Einfamilienhaus. Unter normalen Umständen weist ein solches Haus im Wert von 10.000 Dollar bei Vermietung ein Erlöspotenzial (oder einen entsprechenden geldwerten Vorteil bei Eigennutzung) von ungefähr 1200 Dollar pro Jahr auf. Nach Steuern und sonstigen Abzügen verbleibt eine Nettoeinzahlung von ca. 800 Dollar. Die Vorschriften erlauben Geschäftsbanken aus 60 Prozent des Volumens einer solchen Finanzierung eine 5-prozentige Anleihe, also zum Nominalwert von 6000 Dollar, aufzulegen, sodass sich eine »Ertragskraft« ergibt, die zweimal so groß ist wie die Zinsverpflichtung. Mit anderen Worten könnte die Miete um mehr als ein Drittel sinken, bevor die Zahlungsfähigkeit für diese Zinsen beeinträchtigt wird. Die tatsächliche Zahlungsfähigkeit des aktuellen Besitzers ist dann nicht mehr die entscheidende Determinante im Kalkül der Gläubiger als Finanziere dieses Hauses, da relativ einfach ein neuer Mieter oder Käufer gefunden werden kann, der zumindest die 60 Prozent des ersten Kredits bedienen oder ablösen kann. (Im Gegensatz dazu kann bei einem typischen Industriekomplex, für den 1.000.000 Dollar veranschlagt werden, von denen 600.000 Dollar mit 5 Prozent fremdfinanziert sind, nicht davon ausgegangen werden, dass diese Finanzierung problemlos weiterverkauft werden kann, wenn der ursprüngliche Emittent in Konkurs gerät.)

Der Zusammenhang zwischen Substanzwert und Ertragskraft: Die vorangegangene Darstellung zeigt den bei *Wohnhäusern, Büros und Ladengeschäften* üblicherweise engen Zusammenhang zwischen Substanzwert und Ertragskraft aus Vermietung auf. In dieser Hinsicht ist es nahezu unerheblich, ob die Gläubiger den Wert der als Sicherheit fungierenden Immobilien als erzielbaren Marktpreis bei Verkauf des Objekts oder äquivalent dazu als Ertragskraft aus der Vermietung im Sinne des Fortführungsprinzips bestimmen. Mit gewisser Berechtigung kann diese Äquivalenz auch auf vakante oder unbewohnte Immobilien ausgedehnt werden, da sich der Marktwert letztlich an den in der Zukunft *erwarteten* Mieterlösen orientiert. (Eine Ausnahme bilden natürlich Objekte, die zu einem bestimmten Zweck errichtet wurden, wie zum Beispiel Fabrikgebäude usw.)

Gefahr von Bewertungsfehlern: Die vorstehende Diskussion sollte die Wahrnehmung der Anleger dafür schärfen, welche Art von Objekten ihnen zur Besicherung von Immobilienanleihen angeboten werden. Während der für das Immobiliengeschäft desaströsen Periode zwischen 1923 und 1929 wurden in der Regel nur zwei Angaben in Bezug auf das mit einer Immobilienanleihe finanzierte Objekt geliefert, eine Prognose der zukünftigen Mieteinkünfte sowie der ermittelte *Substanzwert* der Immobilie, von welchem der Nominalwert der Anleihe in nahezu allen Fällen ca. 66,66 Prozent betrug. Wenn die so ermittelten Substanzwerte mit solchen Marktwerten korrespondiert hätten, die von erfahrenen Immobilienmaklern oder Vermietern angegeben würden, eigneten sie sich hervorragend zur Differenzierung und Auswahl von Immobilienanleihen. Unglücklicherweise handelt es sich aber um künstlich ermittelte Werte, für die ein Prüfer bereit ist, seine Unterschrift im Gegenzug für eine Gebühr zu leisten, und mit denen einzig und allein das Vermarktungsziel verfolgt wird, die Anleger von einem bestimmten Sicherheitsziel zu überzeugen.

Bei diesen Ermittlungen wurden die relativ freimütig prognostizierten zukünftig erzielbaren Einzahlungen aus dem Investitionsobjekt abdiskontiert. Ein übliches Ergebnis solchen Vorgehens war, dass einer Immobilie, deren Baukosten 1.000.000 Dollar betrugen, ein »Substanzwert« von 1.500.000 Dollar zugeordnet wurde. Damit konnte also bereits aus dem Emissionsvolumen der Anleihe das Projekt vollständig finanziert werden, sodass die Bauunternehmer oder Betreiber die Position der Eigenkapitalgeber als Eigentümer mit Anspruch auf den Residualgewinn des Unternehmens erlangen konnten, ohne einen Cent eigenes Kapital zu investieren, was in vielen Fällen zu ordentlichen Gewinnausschüttungen führte.⁷⁶

Das gesamte Schema glich der Errichtung potemkinscher Dörfer auf sandigen Fundamenten [sic!] und ist Beleg für die Folgen mangelnder Durchdringung und Abstraktion eines Problems sowie Abwesenheit des allgemeinen Urteilsvermögens bei allen beteiligten Akteuren, die erst ein solch gigantisches Anwachsen der Spekulationsblase vor dem unausweichlichen Kollaps ermöglichten.⁷⁷

Unterstellung abnormaler Mieterlöse bei der Bewertung: In der Tat führten die sehr hohen erzielbaren Mieten in der Zeit 1928 bis 1929 auch zu einer abnormal hohen aktuellen Gesamtkapitalrendite, gemessen an den Bau- und Errichtungskosten. Eine solche Marktkonstellation darf aber nicht als Möglichkeit interpretiert werden, ein Gebäude errichten zu können, welches bereits nach seiner Fertigstellung um 50 Prozent der ursprünglichen Kosten im Wert gestiegen ist. Es hätte klar sein müssen, dass eine solche Projektrendite wegen der gleichzeitigen Anreize, immer weitere Gebäude zu errichten, nur von vorübergehender Natur sein kann, bis schließlich ein Überangebot an vermietbaren Flächen eintritt und die erzielbaren Mieten kollabierend sinken. Die Überbauung wurde auch noch durch den Umstand gefördert und provoziert, dass diese Geschäfte ohne Risiko seitens der Eigner durchgeführt werden konnten, da das gesamte Investitionsvolumen am Kapitalmarkt fremdfinanziert werden konnte.

Effekt exorbitant hoher Baukosten: Ein weiteres Resultat, das mit der gesteigerten Bautätigkeit einherging, war der Anstieg der Errichtungskosten für Gebäude. Daher verbriefte 1928 bis 1929 auch eine relativ konservative Anleihe, deren Nominalwert 66 Prozent der *aktuellen Kosten* nicht überstieg, nur einen äußerst eingeschränkten Schutz, da die nicht unbegründete und permanente Gefahr bestand, dass eine starke Senkung der Baukosten zu einem erheblichen Verlust des Fundamentalwertes unter den Nominalwert der Anleihe zur Folge haben kann, was regelmäßig geschah.

Nachteil von speziellen Gebäuden: Die dritte allgemeine Schwäche von Immobilienanleihen birgt die Abgrenzung und Unterscheidung der verschiedenen Gebäudetypen. Die typische Standardanleihe zur Finanzierung von Immobilien wurde ursprünglich in Bezug auf ein Wohngebäude kreiert und zeichnete sich vor allem dadurch aus, dass von einer nahezu unendlich großen Anzahl an potenziellen Käufern oder Mietern eines solchen Objekts ausgegangen werden konnte, sodass zu jedem Zeitpunkt ein Verkauf der Immobilie, gegebenenfalls mit moderaten Abschlägen vom aktuellen Wert, möglich war.

Von einer solch permanenten Veräußerungsmöglichkeit kann bei gewöhnlichen Wohnhäusern, Ladengeschäften oder Bürogebäuden ausgegangen werden. Sobald Objekte aber zu einem *speziellen* Zweck errichtet wurden, wie Hotels, Werkstätten, Clubs, Krankenhäuser, Kirchen oder Fabriken, geht die Eigenschaft der jederzeitigen Veräußerbarkeit verloren und ihr *Wert steht und fällt mit dem wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens, für dessen Wertschöpfungsprozess die Gebäude errichtet wurden*. Anleihen, die durch Hypotheken auf solche Immobilien besichert sind, entsprechen demnach auch nicht der gängigen Auffassung von Wertpapieren als Immobilienanleihen, sondern vielmehr *einem Kredit für einen bestimmten Wertschöpfungsprozess*; folgerichtig sind dann alle einschlägigen Tests, die auch in Bezug auf Industriefinanzierungen vorgenommen werden, anzuwenden.

Während der dem Kollaps in Immobilienwerten vorangehenden Periode ging dieser Standpunkt im Kalkül der Beteiligten völlig verloren. Anleihen zur Finanzierung von Hotels, Werkstätten und sogar Krankenhäusern wurden auf der gleichen Basis begeben wie solche für Wohnhäuser. Mit anderen Worten wurde ein »Substanzwert« der Immobilie, der den Nominalwert der Anleihe um die Hälfte bis 66 Prozent überstieg, als ausreichende Sicherheit für diese Fremdfinanzierung erachtet. In aller Regel stellte sich dann bei wirtschaftlicher Erfolglosigkeit des Projekts in Verbindung mit eintretenden Zahlungsschwierigkeiten in Bezug auf die Zinsverbindlichkeiten heraus, dass die Position der Gläubiger aus diesen »Immobilienanleihen« nicht besser war als jene, die über Hypotheken auf unrentable Eisenbahntrassen oder Industrieanlagen verfügten.⁷⁸

Irreführende Bewertung auf Grundlage anfänglicher Mieterlöse: In Bezug auf die Finanzierung von Wohnhäusern soll auf eine weitere Schwäche hingewiesen werden. Die Mieten, die bei der Bewertung von Objekten zugrunde gelegt wurden, entsprachen den anfänglich erzielbaren Erlösen. Wohnungsmieter sind zwar eingangs bereit, substanzielle Prämien bei neu errichteten Gebäuden zu zahlen, nach einigen Jahren jedoch schwindet diese Bereitschaft, da das Gebäude in gewisser Hinsicht als alt oder zumindest nicht mehr modern angesehen wird. Folgerichtig dürften in den ersten Jahren normalerweise substanziell höhere Mieten erzielbar sein als für die Folgejahre (vorsichtig) erwartete, aus denen jedoch weiterhin die Zinszahlungen an die Gläubiger geleistet werden müssen.

Informationsmangel: Ein weiteres in diesem Zusammenhang stehendes, jedoch anders geartetes Problem liegt in der nahezu universellen Nichtverfügbarkeit von Finanz- und Erfolgsdaten für die Fremdkapitalgeber.

Ein solcher Missstand liegt allgemein dann vor, wenn sich Unternehmen einerseits auf dem öffentlichen Kapitalmarkt fremdfinanzieren, die Aktien jedoch privat gehalten werden – eine Konstellation, die für Immobilienfinanzierung typisch ist. Im Ergebnis ahnen die Fremdkapitalgeber selten eine Fehlentwicklung, bevor sich diese nicht auch in Zahlungsausfällen niederschlägt. Und noch schwerwiegender wirkt, dass zu diesem Zeitpunkt oft auch noch Steuerschulden offenbar werden, die eine die Ansprüche der Gläubiger an den Immobilien zurückstellende Wirkung entfalten, da die Eigentümer einen Anreiz haben, das zur Verfügung stehende Barvermögen in größtmöglichem Umfang aus dem Unternehmen zu ziehen, es zu »melken«.

Vorgeschlagene Vorgehensweise: Aus der detaillierten Analyse von Fehlern bei Investitionen in Immobilienanleihen im vergangenen Jahrzehnt können eine Reihe von Regeln abgeleitet werden, die bei zukünftigen Investitionen beachtet werden sollten.

In Bezug auf Einfamilienhäuser kommt es in der Regel zu einer direkten Darlehensgewährung vom Hypothekeninhaber an den Eigentümer des Hauses, das heißt ohne

einen weiteren Intermediär, wie zum Beispiel Emissionshäuser, die spezielle Immobilien *anleihen* auflegen. Eine große Anzahl von Immobilienfinanzierungen werden jedoch auch von Kreditinstituten (zum Beispiel *Lawyers Mortgage Company, Title Guarantee and Trust Company*) durchgeführt, die ihre Kredite durch die Emission von Hypothekenspfandbriefen und Teilschuldverschreibungen auf das Investitionsobjekt refinanzieren.⁷⁹

Bei dieser Immobilienart sollte der Gläubiger darauf achten, dass (1) der Nominalwert des gewährten Kredits nicht mehr als 66,66 Prozent des aktuellen Wertes des Objekts, gemessen entweder an den Baukosten oder an dem Wert, den ein erfahrener Immobilienmakler als *Kaufpreis* akzeptieren würde, übersteigt und dass (2) diese Bewertung nicht auf Grundlage aktueller, aber unüblich hoher Preisniveaus stattfindet, sondern sich an hinreichend lange zurückliegenden Vergangenheitswerten orientiert. Falls nötig, sollte die Obergrenze für den Nominalwert des Kredits entsprechend abgesenkt werden.

Eine Investition in eine Immobilien *anleihe* stellt dann auch eher eine Beteiligung an einer Hypothek für ein neues Mietshaus oder einen Bürokomplex dar.

In diesem Fall sollte der Anleger alle wie auch immer ermittelten »Substanzwerte« ignorieren und stattdessen verlangen, dass die auf fairer Basis kalkulierten Baukosten den Nominalwert der geplanten Anleihe um mindestens 50 Prozent übersteigen. Als Zweites sollte er eine konservative Schätzung der zu erwartenden Mieterlöse verlangen, die mit zeitweiligen Leerständen und im Zeitablauf rückläufigen Mieterlösen vereinbart werden kann. Die so prognostizierten regelmäßigen Einzahlungen der Eigentümer sollten nach Abzug eines unterstellten Tilgungsanteils der Anleihe wenigstens doppelt so groß sein wie die laufende Zinsverpflichtung. Darüber hinaus sollte der Schuldner gewillt sein, seine Gläubiger mit regelmäßigen Finanzdaten zu versorgen.

Papiere mit der Bezeichnung »*first-leasehold mortgage bonds*« stellen in Wahrheit zweitrangige Ansprüche dar. Sie dienen als Sicherheiten für Gebäude, welche auf gepachteten Grundstücken errichtet worden sind, wobei die Pacht als vorrangiger Anspruch auf das verpfändete Eigentum zu werten ist. Bei der Analyse solcher Sachverhalte sollte die Grundstückspacht zu den Zinsverbindlichkeiten aus der Anleihe addiert werden, um so die gesamten Verbindlichkeiten aus der Finanzierung des Investitionsobjekts zu überschauen. Weiterhin sollte beachtet werden, dass es bei Immobilienfinanzierungen von weitaus größerer Bedeutung ist, ob es sich um einen vorrangigen oder nachrangigen Anspruch handelt, als dies noch bei der gewöhnlichen Unternehmensfinanzierung eine Rolle spielt.⁸⁰

Zusätzlich zu diesen quantitativen Prüfungen sollte ein Anleger sich vergewissern, dass sowohl Lage als auch Konzeption des Gebäudes so gewählt sind, dass potenzielle Mieter davon angezogen werden und Wertverluste des Objekts durch unvorhergesehene Milieuveränderungen in der Nachbarschaft minimal sind.⁸¹

Gebäude wie Hotels oder Werkstätten, die zu einem bestimmten und begrenzten Zweck errichtet wurden, eignen sich nicht für eine Finanzierung durch Immobilienanleihen. Grundsätzliche Beschränkungen dieser Art sollten Ausdruck des individuellen Anlegerverhaltens sein. Aus der bereits erfolgten Diskussion von erstklassigen Industrieanleihen erscheint es indes fraglich, inwieweit Hotelneubauten oder ähnliche Projekte aus rationalem Kalkül als sichere Investition bezeichnet werden sollten.

Diese Unternehmungen sollten während ihrer Anfangsphase keine Publikumsgesellschaften sein, sondern von privaten Kapitalgebern finanziert werden und erst später nach Perioden wirtschaftlichen Erfolgs zur Emission von Aktien oder Anleihen auf dem »öffentlichen« Kapitalmarkt übergehen.⁸²

KAPITEL 11

SPEZIFISCHE STANDARDS FÜR INVESTITIONEN IN ANLEIHEN (FORTSETZUNG)

DAS VERHÄLTNIS VON EIGEN- ZU FREMDKAPITAL

Der Wert des Eigenkapitals ist genauso groß wie die Differenz zwischen dem Wert der im Unternehmen gebundenen Vermögensgegenstände und dem bilanzierten Nominalwert des Fremdkapitals und gibt damit an, welcher Betrag den Eigenkapitalgebern zustände, wenn die Fremdkapitalgeber ausbezahlt würden, die Verschuldung auf null gesenkt würde. Dies kann anhand des folgenden schematisch dargestellten Beispiels nachvollzogen werden:

		Nominelles Fremdkapital (bonded debt)	600.000 \$
Wert der Unternehmensaktiva abzgl. der laufenden Verbindlichkeiten (net assets)	1.000.000 \$	Wert des Eigenkapitals inkl. stiller Reserven (stock equity)	400.000 \$
	<hr/>		<hr/>
	1.000.000 \$		1.000.000 \$

Daraus resultiert die folgende einfache Gleichung:

$$\frac{\text{Stock Equity}}{\text{Bonded Debt}} = \frac{\text{Net Assets}}{\text{Bonded debt}} \quad -1$$

STANDARDS AUS DEN NEW YORKER REGELUNGEN – Bei der Bilanzanalyse mit dem Ziel einer Beurteilung der vorliegenden Verschuldungssituation kann daher entweder auf den Wert des Unternehmensvermögens oder auf den Wert des Eigenkapitals abgestellt werden. In den New Yorker Regelungen für Geschäftsbanken wird in Bezug auf Anleihen von öffentlichen

Versorgern auf beide Kennziffern abgestellt. Darin wird verlangt, dass (1) der fragliche Kredit plus alle weiteren mit Hypotheken ausgestatteten Fremdkapitaltitel maximal 60 Prozent des Wertes der verpfändeten Vermögensgegenstände haben dürfen, und dass (2) der Wert des Eigenkapitals mindestens so groß sein muss wie 66 Prozent des nominellen Fremdkapitals. Wegen des gegebenen Aufbaus einer Bilanz wird schnell klar, dass es sich bei diesen beiden Merkmalen im weiteren Sinne um Äquivalente handelt. Dennoch ist es denkbar, dass ein Unternehmen, welches der ersten Anforderung genügt, einer substanziellen Überschuldungsgefahr ausgesetzt ist, wenn die zweite Anforderung nicht erfüllt werden kann. Das zusätzlich hinter der zweiten Anforderung stehende Sicherheitskalkül soll anhand des folgenden Beispiels verdeutlicht werden:

Wert des verpfändeten Anlagevermögens	10.000.000 \$	Hypothekenanleihen	6.000.000 \$
Umlaufvermögen	1.000.000 \$	Debentures	3.000.000 \$
		Wert des Eigenkapitals inkl. stiller Reserven	2.000.000 \$
	<hr/>		<hr/>
	11.000.000 \$		11.000.000 \$

In diesem Fall sind tatsächlich nur 60 Prozent der als Sicherheit dienenden Aktiva des Unternehmens durch Hypothekenschuldverschreibungen fremdfinanziert, aber der Wert des Eigenkapitals ist viel geringer als 66 Prozent dieses Fremdkapitalbestandes. Daher würden Anleihen dieses Unternehmens nicht zulässig sein.

Dabei sollte beachtet werden, dass für diese Berechnungen im New Yorker Statut der Nennwert des Eigenkapitals verwendet wird (sowohl der Stamm- als auch der Vorzugsaktion) und daher die stillen Reserven, die einen Vermögensbestandteil der Eigenkapitalgeber darstellen, außer Acht gelassen werden. Hinter diesem Vorgehen steht der Gedanke, dass solche Buchgewinne jederzeit unbeschränkt an die Aktionäre ausgeschüttet werden dürfen und daher nicht als Quelle für die Absicherung des Fremdkapitals angesehen werden können. In der Realität sind stille Reserven bei Versorgungsunternehmen jedoch meist im Anlagevermögen verwendet und daher als langfristig gebunden und nicht ausschüttbar anzusehen. Aus diesem Grund erscheint die Verwendung des *Eigenkapitalwertes inklusive der stillen Reserven* angebracht, anstatt auf den Nennwert des Eigenkapitals abzustellen.

EINSCHRÄNKUNGEN DES EIGENKAPITALTESTS BEI VERSORGUNGSUNTERNEHMEN – Nach Auffassung der Autoren erscheint es indes fraglich, inwieweit ein solcher Test auf Grundlage von bewerteten Vermögensbestandteilen des Unternehmens oder auf Grundlage des Eigenkapitalwertes einen Informationsgewinn für die Fremdkapitalgeber eines Unternehmens darstellt. Es ist ziemlich unwahrscheinlich, hierdurch einen Mangel an oder Hinweis auf die

Sicherheit des Fremdkapitals aufzudecken, der nicht bereits aus der Gewinn- und Verlustrechnung ersichtlich ist. In einigen Einzelfällen wäre es möglich, dass die aktuelle Gewinnsituation zwar zufriedenstellend ist, dem Fremdkapital jedoch nicht in ausreichendem Maße Vermögenswerte auf der Aktivseite gegenüberstehen, wobei Letzteres darauf hindeutet, dass aktuell eine außergewöhnlich hohe Gesamtkapitalrentabilität erreicht wurde, die sich unglücklicherweise schnell vermindern kann. Die Schwierigkeiten bei der Interpretation rühren vorrangig aus der unklaren Abgrenzung der bilanzierten Vermögenswerte (damit gilt selbiges auch für den Wert des Eigenkapitals) entweder als (historische) Anschaffungswerte oder Wiederbeschaffungswerte, wobei letztere Sichtweise die geeignete Basis für die Renditeberechnung ist. In den letzten Jahren konnten Bestrebungen seitens der Regierung und der SEC beobachtet werden, die Aussagekraft von Bilanzen für die Öffentlichkeit zu erhöhen. Trotz dieser Verbesserungen ist jedoch aus Sicht der Autoren bei Anleihen von öffentlichen Versorgern oder Eisenbahngesellschaften kein zwingender Grund für die Etablierung von Tests auf Grundlage von bewerteten Vermögensbestandteilen des Unternehmens oder des Eigenkapitalwertes ersichtlich. Natürlich existieren keine Einwände gegen die Berücksichtigung eines auf Buchwerten basierenden Eigenkapitaltests für Anleihen von Eisenbahngesellschaften oder von öffentlichen Versorgern als fester Bestandteil der Prüfung oder spezieller Maßnahmen, wenn Zweifel an der Aussagekraft der aktuellen Ertragslage als Maß für die zukünftige Zahlungsfähigkeit bestehen sollten. Wird der Test angewendet, sollte beachtet werden, dass eine Kapitalstruktur von maximal 60 Prozent Fremdkapital zu 40 Prozent Eigenkapital inklusive stiller Reserven ein strengeres Kriterium darstellt als eine Ertragsdeckungsquote von 1,75, also dass die Erträge mindestens so groß sind wie das 1,75-Fache der laufenden Zinsverpflichtungen. Bei einem konsistenten Vorgehen müsste demnach auf einen maximalen Fremdkapitalanteil am Unternehmensvermögen von 75 Prozent abgestellt werden oder äquivalent dazu dürften die Schulden höchstens das Dreifache des Eigenkapitals betragen.

BEDEUTUNG VON MARKTWERTEN FÜR DIE BEURTEILUNG DER SICHERHEIT VON ANLEIHEN – Grundsätzlich sind die hier vorgebrachten Einwände gegen die Prüfung der Eigenkapitalunterlegung dadurch motiviert, dass die hierfür verwendeten *Buchwerte der Vermögensgegenstände* keine geeignete Grundlage für Beurteilung der Sicherheit des zur Verfügung gestellten Fremdkapitals bieten. Andererseits wird hier schon die Auffassung vertreten, dass ein aus dem *Fortführungsprinzip* bestimmter Unternehmenswert, der deutlich über den Unternehmensschulden liegt, nicht nur wichtig, sondern von essenzieller Bedeutung dafür ist, von einer Investition mit Festbetragsanspruch sprechen zu können. Vor jeder Kapitalüberlassung zum standardisierten, quasi sicheren Zinssatz an ein beliebiges Unternehmen, egal ob Eisenbahngesellschaft, Telekommunikationsversorger oder Warenhaus,

sollte sich der Anleger davon überzeugt haben, dass der Unternehmenswert deutlich über den Unternehmensschulden liegt. In dieser Hinsicht gleicht das Kalkül des Anleihenkäufers dem eines Gläubigers, der den Kauf eines Hauses oder eines Diamantringes (mit) finanziert, mit dem bedeutenden Unterschied, dass der Anleiheninvestor den *Wert des Unternehmens als Gesamtheit* und nicht als Summe der einzelnen Vermögensgegenstände bestimmen muss.

FORTFÜHRUNGSPRINZIP UND ERTRAGSKRAFT – Die Bestimmung des »Wertes des Unternehmens als Gesamtheit« wird maßgeblich von der zukünftigen Ertragskraft determiniert. Dies erklärt die große Bedeutung, die den Gewinnaussichten eines Unternehmens beigemessen wird, da aus diesen nicht nur die Zahlungsfähigkeit in Bezug auf die *laufenden Zinsverpflichtungen* abgeleitet wird, sondern ebenfalls ein Unternehmenswert aus dem Fortführungsprinzip ermittelt wird, der den *Nominalwert des Fremdkapitals* übersteigen sollte. Aus diesem Grund sind auch die meisten Anleiheninvestoren mittlerweile dazu übergegangen, die Gewinn- und Verlustrechnung als einzige Quelle für die Anwendung statistischer und quantitativer Tests bei der Anleihenauswahl zu verwenden. Alle weiter angeführten Entscheidungskriterien sind entweder als qualitativ oder subjektiv einzuordnen (zum Beispiel persönliche Meinung vom Management, Prognosen usw.).

Die durchaus berechtigte Absicht, bei der Prüfung der Sicherheit von Anleihen möglichst einfache Tests von geringer Anzahl einzusetzen, erweist sich hier aber als die gefährlich vereinfachte Reduktion auf ein einziges Kriterium, den Überschussertrag nach Zinsen. Die dabei zugrunde gelegten Erträge können jedoch nicht repräsentativ für die zukünftige Entwicklung sein, sei es, weil ihre Grundlage definitiv temporäre Umwelteinflüsse (besonders gute oder schlechte) sind, oder weil sie auf eine Art und Weise ermittelt werden, die nicht die wahren Ertragsaussichten widerspiegeln. Im Vergleich zu Eisenbahngesellschaften und öffentlichen Versorgern besteht diese Gefahr umso stärker bei Industrieunternehmen, da bei diesen sowohl eine größere individuelle Unsicherheit im laufenden Geschäft vorliegt als auch in geringerem Umfang geprüft wird.

DER WERT DES EIGENKAPITALS ALS MARKTWERT DER AKTIEN: EIN ZUSATZTEST – Aus den angeführten Gründen soll daher zumindest in Bezug auf Industrieanleihen angeraten werden, zusätzlich zum Ertragstest einen weiteren quantitativen Test durchzuführen, der den Fortführungswert des Unternehmens mit seinen Schulden vergleicht. Für diesen Zweck erscheint das Verhältnis des *Marktwertes* aller Aktien eines Unternehmens zum Nominalwert des Fremdkapitals am besten geeignet. Der eilige Einwand unter Hinweis auf die notorisch zu extremen Schwankungen neigenden Aktienkurse lautet häufig, den Marktpreis überhaupt für eine Aussage verwenden zu wollen. Dessen ungeachtet und trotz aller Unvollkommenheiten wird im Marktwert von Aktien der bessere Indikator für den Fortführungswert eines

Unternehmens anerkannt als in allen aus Bilanzgrößen ermittelten Werten oder gewöhnlichen Vermögensbewertungsansätzen.⁸³

Dabei soll betont werden, dass die Verwendung von Marktwerten einzig und allein dem Zweck der Beurteilung dient, ob hinter dem Fremdkapital noch eine nennenswerte Eigenkapitalbeteiligung festzustellen ist. Das ist keineswegs gleichbedeutend mit der Aussage, aus Marktpreisen ließe sich der wahre intrinsische Unternehmenswert bestimmen. Sie sollten eher als grober Index oder zusätzlicher, aber wichtiger Anhaltspunkt zu den anderen auf die Gewinn- und Verlustrechnung aufbauenden und ausführlicheren Tests verwendet werden.⁸⁴

Bei extremen Umweltbedingungen ist ein solcher Eigenkapitaltest nicht anwendbar. Beträgt der Marktwert des Eigenkapitals ein gehöriges Vielfaches des Fremdkapitals, so kann man von einer großen Sicherheit des in diesen Anleihen investierten Kapitals sprechen.⁸⁵ Und andersherum ruft ein extrem niedriger Marktwert der Aktien Zweifel an der Eignung einer derartigen Investition hervor. Die Berechnung des Marktwertes des Eigenkapitals und der Vergleich mit dem nominellen Fremdkapital ist ein althergebrachtes Element bei der Analyse von Anleihen und wurde ebenfalls in Emissionsprospekten für Anleihen verwendet (wenn denn die ermittelten Werte zufriedenstellend waren). An dieser Stelle soll dazu geraten werden, entsprechende Berechnungen als Standardelement bei der Anlehenauswahl einzusetzen, speziell bei Industrietiteln, und solche Mindestwerte zu veranschlagen, dass von einem zweiten quantitativen Sicherheitstest ausgegangen werden kann.

MINDESTWERTE FÜR DEN EIGENKAPITALWERT – Welcher Mindestwert sollte gemeinhin für das Verhältnis aus Marktwert des Eigenkapitals und Nominalwert des Fremdkapitals angesetzt werden? Eine zufriedenstellende Beantwortung dieser Frage fällt wegen der aktuellen Erfahrung hochvolatiler Aktienkurse und sehr unterschiedlicher Zukunftsaussichten von einzelnen Unternehmen besonders schwer. Mit dem unvermeidlichen Maß an Willkür könnte man als Kriterium verlangen, dass die Rendite von Eisenbahn- und Versorgeraktien 1,5-, von Industrieaktien 2-mal so groß sein soll wie die Fremdkapitalzinsen. Ein solches Vorgehen führt zu folgenden arithmetischen Zusammenhängen⁸⁶ zwischen den Minimalerfordernissen hinsichtlich der Deckung der laufenden Zinsverpflichtungen durch die Erträge auf der einen Seite und der Eigenkapitaldeckung der Verschuldung auf der anderen Seite:

In der nachstehenden Tabelle erfolgt zur Veranschaulichung der allgemeinen Zusammenhänge eine zusammengefasste Darstellung der Jahresabschlussdaten für einen öffentlichen Versorger, eine Eisenbahngesellschaft und ein Industrieunternehmen mit Stichtag 31. Dezember 1938.



Unternehmenstyp	Mindestwert für die Deckung der laufenden Zinsen durch die Erträge (Durchschnittliche Zinsdeckung)	Mindestwert für das Verhältnis aus Eigen zu Fremdkapital (Eigenkapitaldeckung)
Öffentliche Versorger	1,75	1 \$ Eigenkapital pro 2 \$ Fremdkapital
Eisenbahngesellschaften	2	1 \$ Eigenkapital pro 1,5 \$ Fremdkapital
Industrieunternehmen	3	1 \$ Eigenkapital pro 1 \$ Fremdkapital

<i>Kennziffern</i>	<i>North American Co.</i>	<i>Union Pacific R.R. Co.</i>	<i>United Biscuit Co. of America</i>
Bilanzstichtag	31.12.1938	31.12.1938	31.12.1938
Ertrag vor Zinsen	37.663.000 \$	32.964.000 \$	1.327.000 \$
Zinsen*	22.554.000*	14.263.000*	297.000*
Ertrag als Vielfaches der Zinsen	1,67	2,31	4,47
Ausschüttungsfähiger Ertrag	15.109.000 \$	18.701.000 \$	1.030.000 \$
Davon für Vorzugsaktien	1.819.000	3.982.000	77.000
Und für Stammaktien	13.290.000	14.719.000	953.000
Dividende pro Aktie	1,55 \$	6,62 \$	2,08 \$
Durchschnittliche Dividende pro Aktie 1934–1938	1,53 \$	6,82 \$	2,00 \$
Nominelles Fremdkapital	438.000.000 \$	355.000.000 \$	6.150.000 \$
Marktwert der Vorzugsaktien	606.000 Akt. zu 56 = 34.000.000 \$	995.000 Akt. zu 83 = 83.000.000 \$	11.400 Akt. zu 118 = 1.345.000 \$
Marktwert der Stammaktien	8.571.000 Akt. zu 23 = <u>187.000.000 \$</u>	2.220.000 Akt. zu 98 = <u>218.000.000 \$</u>	459.000 Akt. zu 16,50 = <u>7.570.000 \$</u>
Gesamte Börsenkapitalisierung	221.000.000 \$	301.000.000 \$	8.915.000 \$
Verhältnis von Eigen zu Fremdkapital	0,51 zu 1	0,85 zu 1	1,45 zu 1

* Inklusive der Zahlungen für Vorzugsaktien von Tochtergesellschaften und entsprechende Verpflichtungen (siehe Kapitel 13).

3 Beispiele für geläufige Zusammenhänge von Zins- und Eigenkapitaldeckung

GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN ALS ÄQUIVALENT ZU EIGENKAPITALANTEILEN – In Kapitel 9 wurde ausgeführt, dass Zinszahlungen für Gewinnschuldverschreibungen keine feste laufende

Zahlungsverpflichtung darstellen und aus diesem Grund auch nicht in die Berechnung der Zinsabdeckung durch die laufenden Erträge einbezogen werden müssen. Entsprechend verhält es sich in Bezug auf ihren Nominalwert, der nicht als Bestandteil zum nominalen Fremdkapital gezählt werden sollte, um es zum Eigenkapital in Relation zu setzen. Darüber hinaus gleicht der Charakter einer Gewinnschuldverschreibung (mit langer Laufzeit) eher dem einer Vorzugsaktie, sodass ihr Marktwert daher auch zum Eigenkapital gezählt werden sollte (*»income bond and stock equity«*), also zu den nachrangigen Ansprüchen.

Beispiel:

Colorado Fuel and Iron General (First) 5s, fällig 1943, Kurs am 30. Juni 1939: 103,5, mit einer Rendite von 3,90 %

Nominalwert der ausstehenden Anleihe		4.483.000 \$
<i>income bond and stock equity</i> am 30. Juni 1939:		
<i>Income 5s</i> , fällig 1970 mit Nominalwert 11.035.000 \$	× 45	4.966.000 \$
564.000 Stammaktien	× 12,5	7.050.000 \$
315.000 Bezugsrechte für Aktien	× 4,5	1.339.000 \$
Marktwert des Eigenkapitals		13.355.000 \$

Im vorstehenden Fall wird die technische Position der vorrangigen Festzinsanleihe *5s* erheblich vom Umstand beeinflusst, dass die nachrangige Anleihe in Form einer Gewinnschuldverschreibung und nicht ebenfalls als Festzinsanleihe in den Büchern steht. Diese Wirkung kann eindrucksvoll anhand der Situation vor der Reorganisierung der Unternehmensfinanzen im Jahr 1936 nachvollzogen werden.

Damals stand in der Rangfolge hinter dem *First 5s* eine große Festzinsanleihe, wobei die aus ihr resultierenden Ansprüche jedoch nicht mehr bedient werden konnten. (Fälligkeit trat ebenfalls ein, sodass das Unternehmen 1933 ein Konkursverfahren aufnahm und der Kurs des *First 5s* in der Folge nur noch bei 30 notierte.)

BEDEUTUNG UNGEWÖHNLICH HOHER EIGENKAPITALDECKUNGEN – Wie bereits angemerkt, bräuchte man nicht beide Tests durchzuführen, wenn die Eigenkapitaldeckung in einem festen proportionalen Zusammenhang mit der Zinsdeckung stehen würde, da dann die Erfüllung des einen Kriteriums auch die Erfüllung des anderen Kriteriums bedeuten würde. Da dies nicht der Fall ist, muss man sich auch mit der Frage beschäftigen, wie man eine Situation deutet, in der die Eigenkapitaldeckung eine andere Indikation liefert als die Zinsdeckung. Dazu soll

zunächst davon ausgegangen werden, dass die derzeitige Ertragssituation nicht vollständig überzeugt, die Eigenkapitaldeckung jedoch weit über dem erforderlichen Mindestwert liegt.

Beispiel: Beim *Fairbanks-Morse*-Beispiel auf Seite 145 ergibt sich zum Zeitpunkt des Kurstiefs im Jahr 1938 trotzdem eine Quote für die Eigenkapitaldeckung von mehr als zwei zu eins (ungefähr 12.000.000 Dollar Marktwert des Eigenkapitals gegenüber 5.600.000 Dollar nominellem Fremdkapital). Die so indizierte Attraktivität oder Stärke des Unternehmens zerstreut alle Zweifel, die aus einem verfehlten Wert des Jahresdurchschnitts zehn erwachsen.

BEDEUTUNG UNGEWÖHNLICH NIEDRIGER EIGENKAPITALDECKUNGEN

Gegenteilig verhält es sich, wenn die Zinsdeckung zufriedenstellend ist, jedoch die Eigenkapitaldeckung nicht den erforderlichen Mindestwert erreicht.

Beispiel: Das dann vorliegende Problem kann wohl besser erfasst werden, wenn zwei gegensätzliche Beispiele angeführt werden, eins mitten aus einer Depressionsphase und eins aus den Höhen einer Aufschwungphase.

Das erste Beispiel bezieht sich auf *Inland Steel 4,5s*, fällig 1978, das im September 1932 zu einem Kurs von 82 notierte und eine Rendite von 5,6 Prozent brachte. Alle relevanten Daten sind zusammen mit den korrespondierenden Werten für *Crucible Steel 5s*, fällig 1940, aus der nachstehenden Tabelle zu entnehmen.

Schnell wird klar, dass beim *Inland-Steel*-Papier die Ertragssituation (6,5 Jahresdurchschnitt) ausreichend für die Zinsdeckung ist, aber die erforderliche Eigenkapitaldeckung nicht erreicht wird. Zu diesem Zeitpunkt hätten die meisten Anleger die Anleihe aus zwei Gründen als äußerst attraktiv eingestuft. (1) *Inland Steel* war einer der besten Stahl-konzerne mit guten Jahresabschlüssen auch während der Depression und (2) waren die 1932er-Werte sowohl in Bezug auf den ausgewiesenen Ertrag als auch in Bezug auf die Aktienkurse allgemein so abnormal, dass sie keine vernünftige Aussage betreffend die Sicherheit von Anleihen zuließen.

Kennzahlen	<i>Inland Steel 4,5s, fällig 1978 und 1981 Kurswert 82 mit einer Rendite von 5,6 %</i>	<i>Crucible Steel 5s, fällig 1940 Kurswert 60 mit einer Rendite von 13,4 %</i>
Jährliche Zinslast	1.890.000 \$	675.000 \$
Ertrag von Zinsen im Jahr		
1932 (erstes Halbjahr)	496.000 \$	-1.348.000 \$
1931	3.126.000 \$	1.339.000 \$
1930	7.793.000 \$	4.542.000 \$
1929	13.042.000 \$	8.364.000 \$
1928	10.569.000 \$	5.849.000 \$
1927	7.484.000 \$	5.844.000 \$
1926	<u>7.851.000 \$</u>	<u>6.787.000 \$</u>
6,5 Jahresdurchschnitt	7.595.000 \$	4.400.000
Zinsdeckung*	4.6-fach	7.1-fach
Nominelles Fremdkapital	42.000.000 \$	13.500.000 \$
Marktwert der:		
Stammaktien	-----	250.000sh × 30 = 7.500.000 \$
Vorzugsaktien	1.200.000sh × 20 = 24.000.000 \$	450.000sh × 17 = 7.650.000 \$
Marktwert des Eigenkapitals	24.000.000 \$	15.100.000 \$
Eigenkapitaldeckung	0,57 zu 1	1,12 zu 1

* Unter Berücksichtigung zwischenzeitlicher Änderungen des Fremdkapitalbestandes.

Vergleich der Kennzahlen für zwei Anleihen, September 1932

Diese Ansicht schien sich dann auch zu bestätigen, indem sich die Unternehmenserträge in der Folgezeit wieder erholten und die Anleihen 1936 bereits mit Prämien gehandelt wurden.

Man sollte sich jedoch der Schwächen einer solchen Situationseinschätzung bewusst sein, welche sich in Annahmen an die zukünftige Entwicklung niederschlagen, die nicht Bestandteil des Entscheidungskalküls eines Anleiheninvestors sein sollten. (Beachte, dass der Kurswert

von 82 in der Ausgangssituation 1932 *Inland Steel 4,5s* als der Investmentklasse zugehörig auszeichnete.) Dies dürfte anhand des Vergleichs der Jahresabschlussdaten von *Inland* und *Crucible* klar werden. Dabei wird ersichtlich, dass *Crucible* sowohl bei der Zins- als auch bei der Eigenkapitaldeckung besser abschnitt und sogar eine doppelt so hohe Rendite wie *Inland* verbrieft. Ein Anleger, der das *Inland Steel 4,5s* gekauft hatte, musste nicht nur – wie alle Investoren, die zu dieser Zeit überhaupt gekauft haben – davon ausgehen, dass die 1932er-Umstände vorübergehen würden, sondern zudem auch (1) von einem stark unterbewerteten Aktienkurs für *Inland Steel* sowie (2) von einem stark überbewerteten Aktienkurs für *Crucible Steel*. Ohne eine unterstellte Unterbewertung der *Inland*-Aktien hätte man die *Inland*-Anleihe nicht als sicher betrachten können; und ohne eine unterstellte Überbewertung der *Crucible*-Aktien wäre man deutlich besser beraten gewesen, die günstigeren *Crucible*-Anleihen zu kaufen.

Ein solches Kalkül erscheint als zu zweifelhaft und kompliziert, als dass es für ein gewöhnliches Anleihenengagement infrage kommt.

Dabei sollte auch als allgemeine Regel festgehalten werden, dass eine Annahme unterbewerteter Aktien bei Investitionen in Anleihen nicht vonnöten sein sollte. Kommt ein Anleger zu einer solchen Einschätzung des aktuellen Kursniveaus, stellte eine Investition in die betreffenden Aktien zudem ein besseres Investment dar als ein Kauf von Anleihen dieses Unternehmens. Täuscht er sich bei der Beurteilung des Aktienwertes, läuft er Gefahr, eine sehr schlechte Anleiheninvestition durchzuführen.

Der Fakt, dass die *Inland Steel*-Anleihe später mit einem Aufschlag von etwa 20 Punkten zurückgezahlt wurde, steht der inneren Logik dieser Bewertung nicht entgegen, sondern bestätigt die hier getroffenen Aussagen noch weiter; in der gleichen Zeit hat sich nämlich der Wert der Stammaktien mehr als vervierfacht und der Kurs der *Crucible Steel 5s* kletterte von 60 auf 102. Einmal mehr soll hier auf die prinzipielle Auffassung von Investitionen in Anleihen als Negativauswahl hingewiesen werden. Die vorgenommene Diskussion hatte demnach auch nicht das Ziel, den Kauf der *Inland Steel 4,5s*-Anleihe als unvorteilhafte Investition darzustellen – offensichtlich hat sich das Gegenteil herausgestellt, stattdessen sollte aufgezeigt werden, dass eine gründliche Analyse der gegebenen Situation nicht dazu geführt hätte, dieses Papier zum Kauf zu empfehlen, verstärkt noch durch die alternativen Investitionsmöglichkeiten.

Ein zweites Beispiel: Die vorgetragene Argumentation soll noch durch die Angabe eines weiteren, entgegengesetzten Beispiels gestützt werden – das *Brooklyn Manhattan Transit 4,5s*, fällig 1966, mit einem Kurswert von 104 und einer Rendite von 4,27 Prozent im Januar 1937. Gemessen am erforderlichen Mindestwert der Zinsdeckung für Eisenbahngesellschaften war die durchschnittliche Ertragslage zu diesem Zeitpunkt zufriedenstellend. Trotz des allgemein hohen Bewertungsniveaus an der Börse erwies sich

jedoch die Eigenkapitaldeckung als unzureichend, pro Dollar nominellem Fremdkapital fehlten 40 Cent Eigenkapitalwert. Diese Beobachtung bedeutet, dass der Aktienmarkt nicht optimistisch genug war, die zukünftigen Aussichten von *B.M.T.* so zu bewerten, dass dieses Minimalkriterium erfüllt würde. Anleiheninvestoren wären aufgrund dieses verfehlten zweiten Tests gut beraten gewesen, eine 4,5-Prozent-Rendite bei einem anderen Papier zu suchen. (Im Dezember des gleichen Jahres fiel der Kurs der Anleihe auf 44.)

Der hergestellte Bezug zur Bewertung der zukünftigen Erfolgsaussichten von *Brooklyn Manhattan Transit* auf dem Aktienmarkt soll auf die Bedeutung des Eigenkapitaltests hinweisen. So ist er vornehmlich als weiteres qualitatives Anzeichen für die Sicherheit einer Anleihe zu sehen und nicht als zusätzliches quantitatives Kriterium. Eine dritte Funktion des Eigenkapitaltests liegt in der Möglichkeit, aus ihm Zweifel an der Verlässlichkeit der veröffentlichten Finanzzahlen zu ziehen. Im Fall von *B.M.T.* hätten bei einer gründlichen Prüfung der veröffentlichten und für die Steuerbilanz verwendeten Zahlen übertriebene Abschreibungen auf materielle und immaterielle Vermögenswerte auffallen müssen. Ein konservativer Ansatz für die Abschreibung hätte zu einer Zinsdeckung geführt, die unter dem erforderlichen Mindestwert gelegen hätte.

EIGENKAPITALDECKUNG FÜR EISENBAHNGESELLSCHAFTEN UND ÖFFENTLICHE VERSORGER – Handelt es sich um Industrieunternehmen, kann die Eigenkapitaldeckung einfach berechnet werden. Bei Eisenbahngesellschaften und öffentlichen Versorgern sind jedoch einige Besonderheiten zu beachten. So müssen neben den verbrieften, in der Bilanz aufgeführten Fremdkapitalbestandteilen auch langfristig angemietete Objekte zu den Schulden gezählt werden sowie solche Vorzugsaktien von Tochtergesellschaften, die einen vorrangigen Status vor den Anleihen des Mutterkonzerns besitzen. Diese Besonderheiten schränken die Eignung der Eigenkapitaldeckung als Test zur Beurteilung der Sicherheit der Anleihen von Eisenbahngesellschaften und Versorgern maßgeblich ein. Dennoch wird hier die Auffassung vertreten, dass dieser Test von vorsichtigen Anlegern genauso wie bei Industrieunternehmen auch durchgeführt werden sollte. Wie im folgenden Kapitel herausgearbeitet werden wird, hätte die Anwendung des Eigenkapitaltests den Fehlkauf von vielen Eisenbahnanleihen während des Kurshochs zwischen 1935 und 1937 verhindern können. In diesem Kapitel wird außerdem ein mögliches Vorgehen zur Bestimmung der realen Unternehmensverschuldung beschrieben, wenn die Bilanzwerte nicht den tatsächlichen Zustand widerspiegeln.

UNABHÄNGIGKEIT DES EIGENKAPITALTESTS VON DER MARKTSITUATION GEBOTEN – An dieser Stelle könnte die Frage aufgeworfen werden, inwieweit der Eigenkapitaltest modifiziert werden sollte, um veränderten Marktsituationen Rechnung zu tragen. Es erscheint durchaus berechtigt, zu verlangen, dass der ermittelte Eigenkapitalwert in guten Marktphasen größer

sein sollte als während einer Depressionsphase. Wenn ein Dollar Eigenkapitalwert pro Dollar nominellem Fremdkapital unter »normalen« Umständen als ausreichend für ein Industrieunternehmen erachtet wird, wäre es dann nicht folgerichtig, in Zeiten hoher Kurse ein Zwei-Dollar-zue-in-Dollar-Verhältnis zu verlangen und sich entsprechend in Zeiten schwacher Kurse mit einem Verhältnis von 50 Cent zu einem Dollar zufriedenzugeben? Eine solche Anpassung des Tests ist jedoch aus zwei Gründen nicht praktikabel. Zunächst müsste der Anleiheninvestor dazu in der Lage sein, besonders hohe und niedrige Kursniveaus korrekt zu identifizieren, wovon nicht ohne Weiteres ausgegangen werden kann. Als Zweites müssten die Anleihen Anleger sowohl in allgemeinen Boomphasen und noch wichtiger, während eines Abschwungs besonders umsichtig handeln.

Dieser Grad von Perfektion entspricht jedoch nicht der menschlichen Natur. Die menschlichen Eigenschaften des Anleihenanlegers sorgen dafür, dass er sich dem Enthusiasmus eines Bullenmarktes ebenso wenig entziehen kann wie der um sich greifenden Unsicherheit einer schweren Depression.

Daher soll hier keine Regel dafür postuliert werden, welcher Aufschlag beim Mindestwert für die Eigenkapitalquote vorgenommen werden sollte, wenn die Aktienkurse sehr hoch sind; sie würde ohnehin nicht befolgt. (Anleiheninvestoren, die zu der Überzeugung gelangen, dass die Aktienkurse auf einem gefährlich hohen Niveau stehen, werden aber gut beraten sein, eine Eigenkapitaldeckung vorauszusetzen, welche die hier vorgeschlagenen Mindestwerte großzügig erfüllt.) Ebenso wenig wird dieser Versuch in Bezug auf eine Abwandlung für Bärenmärkte unternommen, insbesondere weil eine gewissenhafte Prüfung auch in einem schwierigen Umfeld wie dem einer Depression immer einige Investments aufdecken sollte, die allen normalen Tests genügen können.⁸⁷

Zusammenfassung der empfohlenen quantitativen Mindeststandards für Fixed-Value-Investments:

1. Größe des Schuldners:

- | | |
|-----------------------------------|--------------|
| • Gemeinden: Einwohnerzahl | 10.000 |
| • Öffentliche Versorger: Umsatz | 2.000.000 \$ |
| • Eisenbahngesellschaften: Umsatz | 3.000.000 \$ |
| • Industrieunternehmen: Umsatz | 5.000.000 \$ |

2. Zinsdeckung:

- | | |
|--|-----------|
| • Anleihen von Versorgern: (7-Jahres-Durchschnitt) | 1,75-fach |
|--|-----------|

- Eisenbahnanleihen: (7-Jahres-Durchschnitt) 2-fach
- Industrieanleihen: (7-Jahres-Durchschnitt) 3-fach
- Immobilienanleihen: (7-Jahres-Durchschnitt) 2-fach

– Wert der Sicherheiten:

- Immobilienanleihen: Der Marktwert der verpfändeten Vermögensbestandteile (basierend auf aktuell am Markt erzielbaren und nicht inflationären Preisen) muss 50 % größer sein als das nominelle Fremdkapital.

Investmenttrust-Anleihen: Hier gilt das gleiche Verhältnis in Bezug auf den Marktwert der Bestandteile des Anlageportfolios.

– Eigenkapitaldeckung:

- Versorger 50 % des nominellen Fremdkapitals
- Eisenbahngesellschaften 66,6 % des nominellen Fremdkapitals
- Industrieunternehmen 100 % des nominellen Fremdkapitals

KAPITEL 12

BESONDERHEITEN DER ANALYSE VON EISENBAHN- UND VERSORGERANLEIHEN

ANALYSE VON EISENBAHNANLEIHEN

Das Vorgehen bei der Auswahl von Eisenbahnanleihen kann äußerst komplexe Züge [sic!] annehmen. Aus der Berichtspflicht an die *Interstate Commerce Commission* ergibt sich eine Fülle von Daten über den finanziellen und materiellen Unternehmenszustand, der für eine umfangreiche Analyse verwendet werden kann. Eine gründliche Analyse dieses Berichtes sollte neben anderen Aspekten die folgenden Merkmale umfassen:

- Finanzbereich:
 1. Zusammensetzung und Trends der Umsatzerlöse
 2. Verhältnis aus Instandhaltungskosten und Ertrag
 3. Relativer Anteil und Trend des Transportaufwandes
 4. Eigenschaften der »anderen Erträge«
 5. Deckung und relatives Wachstum der Zinsen und anderer Zahlungsverpflichtungen
- Physischer Unternehmenszustand:
 1. Lage
 2. Kapazität zwei- und dreigleisiger Trassen
 3. Schienengewicht
 4. Schotterart
 5. Größe des unternehmenseigenen Fuhrparks
- Geschäftsbetrieb:
 1. Verkehrsdichte und Frachtzusammensetzung

2. Durchschnittliche Fracht- und Beförderungskosten
3. Frachtmenge und Auslastung
4. Treibstoffkosten
5. Transportkosten pro Schienen- und Straßenkilometer
6. Instandhaltungskosten pro Fahrzeug

Zusätzlich zu den obigen Merkmalen, die auf das Unternehmen als Ganzes abstellen, kann eine spezielle Analyse der Trassenabschnitte vorgenommen werden, die als Sicherheit für die Hypotheken dienen.⁸⁸

GEBOTENE SORGFALT BEI DER AUSWAHL ERSTKLASSIGER ANLEIHEN – Umfassende Analysen wie die obige werden von den Investitionsabteilungen großer institutioneller Investoren beim Kauf von Eisenbahnanleihen angewendet. Sie übersteigen natürlich nicht nur die Kompetenzen, die bei individuellen Investoren vermutet werden dürfen, sondern sind auch nur schwer mit der hier vertretenen Auffassung von Investitionen in erstklassigen Anleihen vereinbar. Investitionen in Wertpapiere mit Festbetragsanspruch und derart begrenzter Gewinnmöglichkeit sollten auf, zumindest relativ, einfacher Grundlage erfolgen. Dazu reicht es aus, wenn die Anleger überprüfen, ob die Erträge die Zinszahlungen regelmäßig und deutlich überstiegen haben und ob der Unternehmenswert die Unternehmensschulden in ausreichendem Maße übersteigt. Daneben sollte ein Anleger persönlich davon überzeugt sein, dass das betreffende Unternehmen auch zukünftig erfolgreich am Markt bestehen wird oder, genauer gesagt, dass eine Pleite als äußerst unwahrscheinlich betrachtet wird.

Für diese Überprüfung und Beurteilung sind keine detaillierten und anspruchsvollen quantitativen Tests nötig. Müsste ein Anleger Merkmalsausprägungen wie einen vorteilhaften Auslastungstrend der Transportkapazitäten gegen eine nachteilig diversifizierte Zusammensetzung der Frachtmenge abwägen, so wäre der dafür notwendige Analyseaufwand nicht durch den Ertrag gerechtfertigt, da sich diese Abwägung letztlich in einem Festbetragsanspruch von 2,75 oder 4,5 Prozent niederschlägt. Dann wäre der Anleger sicherlich besser beraten, Staatsanleihen der US-Regierung zu erwerben, die zwar eine niedrigere Verzinsung aufweisen, aber zweifelsfrei sicher sind, oder es den Geschäftsbanken mit ihren großen Analyseabteilungen zu überlassen, sein Geld für ihn in geeignete Wertpapiere zu investieren.

EMPFOHLENES VORGEHEN – Die Komplexität der Analyse von Eisenbahnanleihen entspringt natürlich – unserer Meinung nach jedoch unlogischerweise – der großen Menge an dazu verfügbarem Datenmaterial. Der Umstand, dass eine große Datenmenge existiert, rechtfertigt

nämlich ihre Analyse nicht als notwendig oder überhaupt vorteilhaft. Hier wird die Auffassung vertreten, dass sich die quantitative Analyse auf die Zinsdeckung (bei gebotener Beobachtung des Ertragstrends und Beachtung der Fixkostensituation) und die Eigenkapitaldeckung beschränken sollte.

Ein vorsichtigeres Investitionsverhalten wird dann einfach durch eine *Erhöhung* der erforderlichen Mindeststandards erreicht und nicht durch eine Ausweitung der statistischen Auswertung weiterer Merkmale und Daten aus den jährlichen Unternehmensabschlüssen.

Die Motivation hinter dieser Empfehlung wird vielleicht deutlicher, wenn durchaus auf die Vorteilhaftigkeit einer dezidierten Analyse bei *spekulativ* erwogenen Käufen von Eisenbahnanleihen und -aktien verwiesen wird. Dann verspricht man sich hiervon allerdings die Grundlage für eine Beurteilung der zukünftigen Entwicklungen. Solche Erwägungen aber, die sich *vornehmlich* auf zukünftige Entwicklungen beziehen, stehen im völligen Gegensatz zu der prinzipiellen Auffassung von *Fixed-Value*-Investition, da bei Ersteren immer auch eine Gewinnerzielungsabsicht über die Substanzerhaltung hinaus vorliegt, verbunden mit den Vermögenszuwächsen, wenn man richtiggelegen hat, und den Einbußen, liegt man falsch.

ASPEKTE DER TECHNISCHEN ANALYSE VON EISENBAHNABSCHLÜSSEN – Die Anwendung des Zinsdeckungstests auf Eisenbahnanleihen betrifft einige verfahrenstechnische Fragen, die beachtet werden sollten. Eisenbahngesellschaften haben verschiedene Arten von laufenden Fixkosten, die einen zu den Zinszahlungen äquivalenten Charakter besitzen und aus diesem Grund auch bei der Beurteilung der Sicherheit einer Anleihe berücksichtigt werden sollten. Desgleichen gibt es Aufwandspositionen, die zu einem bestimmten Ausmaß den Charakter von Fixkosten haben und zum anderen den von variablen. Weiterhin sind im Ertrag Bestandteile enthalten, die als »andere Erträge« ausgewiesen sind, wie erhaltene Zinserträge, die nicht auf die Deckung der eigenen Zinsverpflichtungen angerechnet werden sollten – zumindest nicht beim Vergleich von Eisenbahngesellschaften untereinander. Die nachfolgende Liste enthält die aus den Jahresabschlüssen entnehmbaren Kennzahlen:

- Fremdkapitalzinsen und äquivalente Auszahlungen:
 1. Zinsen für verbriefte und unverbrieft Schulden
 2. Mieten für geleaste Streckenabschnitte
 3. Gezahlte Mieten (Aufwand) für Beteiligungen an Werkstätten und Einrichtungen
- Zerlegung in Fixkostencharakter und variable Kosten:
 1. Gezahlte Mieten (Aufwand) für Anlagevermögensbestandteile⁸⁹
 2. Anderer Aufwand

- Erträge, die teilweise auf die Zinsverpflichtungen angerechnet werden können (in Reihenfolge ihrer Einschlägigkeit):
 1. Erhaltene Zinsen (Zinsertrag) aus Anleihen, erhaltene Mieten aus Beteiligungen an Werkstätten und Einrichtungen
 2. Erhaltene Mieten für Anlagevermögensbestandteile, erhaltene Dividenden
 3. Sonstige nicht betriebliche Erträge

METHODEN ZUR BERECHNUNG DER FIXKOSTENDECKUNG – Nun könnte man die Frage nach der am besten geeigneten Verwendung dieser Kennzahlen zur Formulierung der Berechnungsprozeduren für die Fixkostendeckung höchst wissenschaftlich angehen. Dieses Vorhaben wird aber bereits dadurch vereinfacht, dass man sich in Erinnerung ruft, dass ein Anleihenleger nicht an einer größtmöglichen Exaktheit, sondern an einer sinnvollen Genauigkeit der berechneten Ergebnisse interessiert ist. Dabei werden letztlich historische Werte aus der Vergangenheit des Unternehmens verwendet, um Anhaltspunkte und Hinweise auf die zukünftige Entwicklung abzuleiten. Bei diesem Ansatz verspricht eine dezidierte Berechnungsprozedur kaum Zuwächse im Erkenntnisgewinn. Unter Beachtung der Erfordernisse bei Eisenbahnanleihen wird hier ein zweifacher Test für die Berechnung der Zinsdeckung vorgeschlagen, wobei jeweils ein erforderlicher Mindestwert veranschlagt wird.

Als Methode wird vorgeschlagen:

Test A	Ertrag als Vielfaches der Fixkosten	
	Fixkosten = Bruttoertrag – Nettoertrag	
	Ertrag als Vielfaches der Fixkosten =	Bruttoertrag
		Bruttoertrag – Nettoertrag

Anmerkung: Der »Bruttoertrag« beinhaltet »andere Erträge«. Der »Nettoertrag« ist der Betrag, der als Ausschüttung an die Eigenkapitalgeber zur Verfügung steht.⁹⁰

Test B	Ertrag als Vielfaches der Abschreibungen:	
	Nettoabschreibung = operativer Ertrag aus dem Eisenbahngeschäft – Nettoertrag	
	Ertrag als Vielfaches der Abschreibungen =	operativer Ertrag aus dem Eisenbahngeschäft
		operativer Ertrag aus dem Eisenbahngeschäft – Nettoertrag

Anmerkung: Die »operativen Erträge aus dem Eisenbahngeschäft« entsprechen dem »Betriebsergebnis nach Steuern«, also den Bruttoerlösen aus dem Eisenbahngeschäft abzüglich der Betriebskosten und Steuern.

Dabei ist es lediglich notwendig, einen dieser beiden Tests anzuwenden, nämlich den mit der strengeren Anforderung, was schnell überprüft werden kann.

Die dabei anzuwendende Regel lautet: Wenn der Bruttoertrag größer ist als der Nettoertrag nach Steuern, ist der Test auf Fixkostendeckung (Test A) anzuwenden. Wenn der Nettoertrag nach Steuern größer ist als der Bruttoertrag, ist der Test auf Deckung der Abschreibungen anzuwenden (Test B).

Kennzahl	<i>Chesapeake & Ohio</i> (in Dollar)	<i>Chicago Great Western</i> (in Dollar)	<i>Northern Pacific</i> (in Dollar)
1. Bruttobetriebsergebnis	119.552	20.108	62.312
2. Nettoertrag nach Steuern	35.417	4.988	3.403
3. Mietaufwand/-ertrag für Ausrüstung und Einrichtung	Aufwand 88	Aufwand 2.417	Ertrag 3.398
4. Nettoertrag nach Mieten	35.329	2.571	6.801
5. Andere Erträge	2.269	196	16.853
6. Bruttoertrag	37.598	2.767	23.654
7. Zinsen und andere Fixkosten	10.902	1.866	14.752
8. Ausschüttungsfähiger Ertrag	26.696	901	8.902

Berechnung der Sicherheitsindikatoren bei Eisenbahnanleihen (Angaben in 1000 \$, für 1931)

Chesapeake & Ohio

Bruttoertrag ist größer als Nettoertrag nach Steuern, daher ist der Test auf Fixkostendeckung anzuwenden

(Test A):

$$\text{Ertrag als Vielfaches der Fixkosten} = \frac{(6)}{(6) - (8)} = \frac{37.598}{10.902} = 3,45\text{-Faches}$$

Chicago Great Western

Nettoertrag nach Steuern ist größer als Bruttoertrag, daher ist der Test auf Deckung der Abschreibung anzuwenden

(Test *B*):

$$\text{Ertrag als Vielfaches der Fixkosten} = \frac{(2)}{(2) - (8)} = \frac{4.988}{4.087} = 1,22\text{-Faches}$$

Chesapeake & Ohio

Bruttoertrag ist größer als Nettoertrag nach Steuern, daher ist der Test auf Fixkostendeckung anzuwenden

(Test *A*):

$$\text{Ertrag als Vielfaches der Fixkosten} = \frac{23.654}{14.752} = 1,60\text{-Faches.}$$

ANMERKUNGEN ZU DIESEN TESTS

Chesapeake and Ohio repräsentieren den typischen Fall, in dem die Resultate beider Tests zum gleichen Ergebnis führen, nämlich dass beide Sicherheitsindikatoren zufriedenstellend ausfallen.

Bei *Chicago Great Western* hätte der standardmäßig Verwendung findende Test *A* nicht in adäquater Weise die aktuell hohen Abschreibungen offengelegt. Dieser Effekt tritt bei Verwendung von Test *B* allerdings zutage. Und wie bereits empfohlen, sollte dann dieses weniger vorteilhafte Ergebnis Verwendung finden.

Bei *Northern Pacific* verhält es sich genau andersherum. Die Summe der anderen Erträge war außerordentlich groß im Vergleich zu den eigenen Zinsverpflichtungen, sodass in den meisten Jahren die Nettoabschreibungen in Form von positiven Erfolgskomponenten vorliegen werden. In solch einem Fall sollte der Anleger Test *A* und zusätzlich den Test *B* als weiteren Indikator für die finanzielle Stabilität des Unternehmens verwenden.

Das Vorgehen bei Anwendung der einzelnen alternativen Tests wird anhand der Beispiele auf der linken Seite verdeutlicht.

Die Berichte der *Pennsylvania Railroads* sind insofern als besonders zu betrachten, als hierin ein Großteil der anderen Erträge direkt mit den Fixkosten verrechnet werden kann. Dazu zählen Bestandteile der anderen Erträge wie Zinsen und garantierte Dividenden aus Wertpapieren desselben Unternehmens, die vom Mutterkonzern gehalten werden, sodass

diese später wieder als Zinsaufwand erscheinen. Für 1938 belief sich diese Summe auf 30.298.074 Dollar. Korrekterweise sollten diese Quersahlungen nicht in der Berechnung berücksichtigt werden. Wie die nachfolgende Übersicht zeigt, hätte ihre Berücksichtigung eine Reduktion der indizierten Zinsdeckung zur Folge:

1938	Test auf Fixkostendeckung		Test auf Deckung der Abschreibung	
	berichtet	korrigiert		
Bruttoertrag	93.559.000 \$	63.261.000 \$	Nettoertrag nach Steuern	66.112.000 \$
Fixkosten	82.513.0600 \$	52.215.000 \$	Netto abschreibungen	55.066.000 \$
Ertrag als Vielfaches	1,13	1,21		1,20
Ertrag als Vielfaches (10-Jahres-Durchschnitt)	1,42	1,67*		1,68

* Korrektur auf Grundlage der Daten für die Zeit vor 1932.

In diesem Fall liefert der Test auf Deckung der Abschreibung eine fairere Beurteilung des Unternehmens als der unkorrigierte Test auf Fixkostendeckung. Wobei die Korrektur der veröffentlichten Daten wie oben und auf Basis von verfügbaren Fakten durchgeführt werden sollte.

BERÜCKSICHTIGUNG DER INSTANDHALTUNGSKOSTEN BEI DER FIXKOSTENDECKUNG – Bei Eisenbahngesellschaften existieren zwei Bilanzpositionen, die dem Management einen großen Handlungs- beziehungsweise Ansatzspielraum einräumen, sodass je nach Absicht besonders günstige oder ungünstige Ergebnisse produziert werden können. Dabei handelt es sich zum einen um den Ausweis der Instandhaltungskosten. Wenn die Instandhaltung der Trassen und des Fuhrparks vernachlässigt und mit zu wenig Aufwand betrieben wird, kann kurzfristig der Nettoertrag erhöht werden, allerdings zum Preise der Vernachlässigung von Vermögenswerten und mit der Folge, dass der so zur Deckung der Fixkosten ausgewiesene Betrag nicht mehr repräsentativ für eine Beurteilung der Ertragskraft bezogen auf den gewählten Untersuchungszeitraum ist.

Anleihen Anleger sollten die Instandhaltungsquote (in Form des prozentualen Anteils der Bruttoerlöse, der für Instandhaltung aufgewendet wird) eines Unternehmens im Auge behalten und sicherstellen, dass diese nicht ungewöhnlich unterhalb des Standards liegt. Unglücklicherweise ist es ziemlich schwierig, einen aussagekräftigen Standardwert für verschiedene Transportgewerbe festzulegen. Vor 1931 kam es regelmäßig und konsistent zu einem Ausweis von 33 Prozent Instandhaltungsaufwand, gemessen an dem operativen Betriebsergebnis, sodass dieser Anteil zweifelsfrei als Norm verwendet werden konnte und

jede übermäßige Abweichung eine genauere Prüfung verlangte.⁹¹ Seit 1930 ist ein leichter Rückgang dieser Quote zu verzeichnen, der mit einem deutlichen Rückgang der ausgewiesenen Bruttoerlöse einherging, die als Bezugsgröße dienen. Im Ergebnis haben sich die getätigten Ausgaben für Instandhaltung fast halbiert. (Etwas überraschend sind zwischen 1933–1937 die Ausgaben für die Trasseninstandhaltung – welche nur wenig von einer gesunkenen Verkehrsintensität betroffen sein dürften – im Vergleich zu 1926–1930 um 51 Prozent zurückgegangen, während sich die Ausgaben für die Instandhaltung von Ausrüstung und Fuhrpark um 39 Prozent verringerten.)

Dabei muss jedoch auch der nicht zu vernachlässigende technische Fortschritt bei der Instandhaltung beachtet werden, der sich in Form von effizienteren [sic!] Methoden und haltbareren Materialien äußert.⁹² Die Kosten für eine ordentliche Instandhaltung der Vermögenswerte einer Eisenbahngesellschaft sind heute wesentlich geringer als in der Zeit vor 1931. Es ist den Autoren jedoch nicht möglich, anzugeben, wie viel niedriger sie angesetzt werden sollten, um dabei noch einen gewissen Versicherungsaspekt aufrechtzuerhalten; vor dem Hintergrund der allgemein gesunkenen Bruttoergebnisse (alle Klasse-I-Eisenbahngesellschaften) ist noch nicht einmal eine Aussage darüber möglich, inwieweit die aktuell erreichte Quote von 30,5 Prozent eine angemessene Versicherung für den Anleihen Anleger gegen eine Vernachlässigung des Instandhaltungsaufwandes ist. Die hier vertretene Ansicht neigt eher dazu, dieses Niveau als niedrig⁹³ zu bezeichnen und eine etwas höhere Quote – zum Beispiel 32 Prozent – als Norm zu verwenden.

Folgt man dieser Empfehlung, so stehen einem Anleger bei Anleihen einer Eisenbahngesellschaft, die weniger als 32 Prozent ihres Bruttobetriebsergebnisses für die Instandhaltung aufwendet, zwei Handlungsalternativen offen: Entweder (1) lässt eine tiefer gehende Analyse die niedrigere Quote als adäquat erscheinen oder (2) er passt den ausgewiesenen Ertrag so an, dass eine Quote von 32 Prozent erreicht wird, und vermindert dadurch entsprechend auch das Deckungspotenzial der Erträge. Wenn die nach dieser Ertragskorrektur ermittelten Deckungsquoten zufriedenstellend sind, sollte man davon ausgehen können, dass die vermeintliche Unterlassung von Instandhaltung nicht ausreicht, die gegebene Sicherheit einer Anleihe in Zweifel zu ziehen.

UNREGELMÄSSIGE DIVIDENDENEINKÜNFTE – Die zweite Bilanzposition, die manchmal eine gesonderte Beachtung verlangt, sind die Dividendeneinnahmen. Wenn eine Eisenbahngesellschaft mehrere Tochtergesellschaften kontrolliert, ist eine unregelmäßige Gewinnausschüttung thesaurierter Gewinne über Sonderausschüttungen von *special dividends* an den Mutterkonzern möglich. Der Effekt einer solchen Transaktion ist die Überbewertung der Ertragskraft des Mutterkonzerns in demjenigen Rechnungsjahr, in dem die Einzahlung aus dieser Sonderausschüttung verbucht wurde.⁹⁴

ÜBERHÖHTER INSTANDHALTUNGS-AUFWAND UND UNAUSGESCHÜTTETE GEWINNRÜCKLAGEN VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN – Von Zeit zu Zeit können die veröffentlichten Zahlen jedoch auch eine gegenteilige Situation widerspiegeln, durch ausufernde Instandhaltungsaufwendungen oder durch hohe aktuelle Erträge bei Tochtergesellschaften, die nicht an den Mutterkonzern ausgeschüttet werden. Der buchhalterische Effekt äußert sich in einer Unterschätzung der wahren Ertragskraft des Unternehmens. Solche Überlegungen sind bei Analysen aus der Perspektive von Aktienanlegern angebracht, für Anleihenleger jedoch nur von zweitrangiger Bedeutung. Ganz allgemein dürfen sie nicht dazu führen, dass ein sonst existierender berechtigter Zweifel an der Sicherheit der Anleihe ausgeräumt würde, sondern sie sollten zur Wahrnehmung einer Attraktivität der Anleihe führen, die auch ohnedies eine geeignete Sicherheit versprach.⁹⁵

ZUR ANALYSE NIEDRIG BEWERTETER EISENBAHNANLEIHEN – Eine aus spekulativen Erwägungen motivierte Investition in Eisenbahnanleihen wird sicherlich mehr als die hier diskutierten Faktoren berücksichtigen.

Wegen der mit der Gliederung verfolgten Absicht sollte die Diskussion solcher Erwägungen später bei den spekulativen Wertpapieren erfolgen. Um an dieser Stelle die Abhandlung der Eisenbahnanleihen nicht zu unterbrechen, erscheint es indes angebracht, fortzufahren. Zudem werden viele Anleger versucht sein, die Wertpapieranalyse über das hier als notwendig erachtete Maß auszudehnen, sodass nachfolgend ein Wegweiser für die detailliertere Analyse weiterer Kennziffern der Betriebs-, Verkehrs- und Finanzstatistik vermittelt werden soll.

Umfangreichere Studien von Eisenbahnanleihen können aus zwei Blickwinkeln erfolgen: (1) eine Beurteilung des Zustands und der Aussichten der Eisenbahngesellschaft als Ganzes oder (2) die Situationsbeurteilung für eine bestimmte Anleihe.

Für den ersten ist neben den bereits herausgestellten Merkmalen auch die Zusammensetzung des Verkehrs/der Fracht oder die Effizienz des laufenden Geschäfts wichtig.

ZUSAMMENSETZUNG DER FRACHT – Diesbezüglich musste die letzte Anlegergeneration einen signifikanten Ansichtswechsel durchleben. Früher legte man großen Wert auf eine gut diversifizierte Zusammensetzung und einen großzügigen Anteil von Frachtmengen mit überdurchschnittlichen Erlösen, wie gemischte Frachtmengen im Stückgüterverkehr. Die aktuellen Entwicklungen haben diese ältere Sichtweise überholt. Die erlösträchtigeren Transportchargen scheinen immer mehr auf die Straße überzugehen und betreffen daher mittlerweile eher den Wettbewerb unter den (LKW-)Fuhrunternehmen; einige der Eisenbahngesellschaften mit einer ehemals »vorzüglichen« Zusammensetzung der

Transportfracht sind mittlerweile hinter ihre Ergebnisse von 1929 zurückgefallen. Das andere Extrem findet sich in den wenigen konsistent profitablen Eisenbahngesellschaften, hauptsächlich in Form der östlichen Braunkohletransporteure – *Chesapeake and Ohio, Norfolk and Western, Virginia*, und (zu einem geringeren Ausmaß) *Western Maryland* –, die sich auf den Transport eines bestimmten und günstigen Schüttgutes konzentriert haben und dabei eine enorme Wirtschaftlichkeit entwickeln konnten.⁹⁶

Im Gegensatz dazu hatten die Steinkohletransporteure wegen abgenommener Verbrauchsmengen und des harten Wettbewerbs zum Benzin/Öl schwierige Zeiten zu überstehen. Die komplette Veränderung der relativen Bedeutung von Braun- und Steinkohletransporteuren zwischen 1923 und 1938 wird in der nachfolgenden Abbildung aufgezeigt und stellt eine Warnung für die Anleger dar, Vergangenheits- und Gegenwartswerte als Garantie für zukünftige Entwicklungen anzusehen.

(Diese Warnung ist auch in Bezug auf die Braunkohletransporteure selbst angezeigt, deren Aufschwung sich wie bei den Steinkohletransporteuren ins Gegenteil verkehren kann. Die unterschiedliche Entwicklung zwischen der weiterhin rezessiven Bitumenindustrie und den im Aufschwung begriffenen Braunkohletransporteuren kann weitreichende Folgen für die Zukunft haben.)

<i>Pocahontas</i> Braunkohletransporteure¹:	1923–1927 (in Dollar)	1934–1938 (in Dollar)
Gesamte operative Erlöse	1.334.162	1.097.739
Betriebsergebnis	330.036	381.364
Ausschüttungsfähiger Nettoertrag	250.465	315.053
Steinkohletransporteure: ²		
Gesamte operative Erlöse	2.393.777	1.374.607
Betriebsergebnis	401.784	195.975
Ausschüttungsfähiger Nettoertrag	289.608	-18.615

¹ Summe von *Virginian, Chesapeake and Ohio, Norfolk and Western*.

² Summe von *Central Railroad of New Jersey, Delaware and Hudson, Delaware, Lackawanna and Western, Erie, Lehigh Valley, Reading*.

Finanzstatistik für Braun- und Steinkohletransporteure der Jahre 1923–1927 und 1934–1938 (in tausend)

Wegen der Verschiebung des leichten Güterverkehrs zugunsten des LKW-Transports und der

Passagierbeförderung zugunsten von Automobilen und Bussen auf die Straße ist die Abhängigkeit der Eisenbahngesellschaft vom Schwertransport im Vergleich zu früheren Zeiten gestiegen, zum Beispiel Kohle, Eisen und Stahl, andere Erze, Baustoffe, Sand usw. Das Schicksal der Eisenbahngesellschaften ist mehr als zuvor verbunden mit der Entwicklung der Grundstoffindustrie. Zusammenfassend lässt sich bemerken, dass diese Branche doppelt gebeutelt wurde, von einem allgemeinen Rückgang des durchschnittlichen Verkehrsaufkommens auf der Schiene sowie einem größeren Ausmaß der jährlichen Variabilität des verbleibenden Aufkommens.

Auch wenn es vielleicht nicht schwierig wäre, die Entwicklung einzelner Linien oder der Eisenbahngesellschaften allgemein mit ungetrübtem Blick zu verfolgen, stellte doch die Anwendung solchen Wissens bei der Erwartungsbildung zukünftiger Ereignisse in Bezug auf einzelne Aktien oder Anleihen keinen als einfach zu bezeichnenden Prozess der Entscheidungsfindung dar.⁹⁷

Nun könnte man die Annahme treffen, dass die Veränderungen im Verkehrswesen bereits in den operativen Zahlen wie auch den Wertpapierkursen enthalten sind. Ist es einem Anleger dann möglich, sich ein fundiertes Urteil darüber zu bilden, welche Unternehmen höhere Verluste verkraften müssen als durchschnittlich von den Wertbewerbern, welche Unternehmen relativ immun gegen die Veränderungen sind und welche wieder saniert werden können? Solche Erwägungen sind zweifelsohne kennzeichnend für ein spekulatives Investitionsmotiv. Hier soll aber in Zweifel gezogen werden, inwieweit solche Fakten und ihre Implikationen als in ausreichendem Maße bestimmend dafür erachtet werden, was gemeinhin unter *investment judgement* verstanden wird. Letztlich müssen wir wieder auf unsere bereits angeführte Einschätzung verweisen, dass Investitionen in Eisenbahnanleihen auf Grundlage einer aktuell belegten adäquaten Sicherheitseinstufung erfolgen sollten und Erwartungen an die zukünftige Entwicklung des Transportsektors nur die Rolle einer Warnfunktion spielen.

BETRIEBSEFFIZIENZ – Als Maß für die Betriebseffizienz werden im Allgemeinen verwendet: Betriebsquotient (*operating ratio*); Transportquotient (*transportation ratio*); durchschnittliche Frachtmenge von Zügen und LKW; durchschnittliche LKW-Strecke pro Tag; Verhältnis von Leerfahrten zur Gesamtleistung; Energieverbrauch pro Lokkilometer.

Der Betriebsquotient oder die *operating ratio* ist das Verhältnis der operativen Betriebsausgaben ohne Steuern zu den Bruttoerlösen eines Unternehmens. Der Transportquotient oder die *transportation ratio* bezieht nur solche Ausgaben mit ein, die direkt dem Transportbereich zugeordnet werden können. Nach Meinung der Autoren dieses Buches könnte die Aussagekraft gesteigert werden, würde man anstelle der beiden genannten Varianten das Verhältnis aus Bruttoerlösen zu den Betriebsausgaben mit Steuern und ohne Instandhaltungsaufwand verwenden. Die so strukturierte Kennzahl könnte man dann *other*

operating expense ratio nennen. Der Instandsetzungsaufwand sollte von der Berechnung ausgenommen werden, da in ihm eher ein Indiz für die Freizügigkeit als für die Wirtschaftlichkeit des Managements erkannt wird. Dabei muss natürlich beachtet werden, dass einige Transporteure einen geringeren Instandhaltungsaufwand im Verhältnis zu ihren Bruttoerlösen als andere haben, zum Beispiel Braunkohletransporteure. In einigen Studien wird der Versuch unternommen, streckenspezifische Instandhaltungskosten zu bestimmen, was jedoch ein schwieriges Unterfangen darstellt, möchte man zu begründeten Ergebnissen gelangen.

Die weiteren Kennzahlen sind selbsterklärend. Eine hohe durchschnittliche Frachtmenge pro Zug/LKW, eine hohe Tagesstreckenlänge, ein kleiner Anteil von Leerfahrten und ein niedriger Treibstoffverbrauch stellen allesamt wünschenswerte Eigenschaften dar.

Der Nutzen dieser Kennzahlen wird jedoch dadurch eingeschränkt, dass die dahinterstehenden Informationen bereits in der *transportation ratio* enthalten sind, sodass man darauf achten muss, den gleichen Punkt nicht zweimal zu berücksichtigen. Gleichermäßen offen bleibt die Frage, ob die Attraktivität eines Unternehmens, welches einen in dieser Hinsicht schwachen Eindruck macht, nicht doch eher gesteigert als gesenkt wird, vorausgesetzt, dass die Wertpapierpreise diesen Zustand bereits widerspiegeln – da solche Missstände relativ einfach in der Zukunft abgebaut und so Verbesserungspotenziale realisiert werden könnten.

Diese Einschätzung trifft auch auf zwei weitere Faktoren zu – die Verkehrsdichte (gemessen als Frachtmenge mal Beförderungsweg pro gesamter Streckenlänge) und die Länge des durchschnittlichen Beförderungsweges einer Frachttonne.

WERTPAPIERSPEZIFISCHE MERKMALE – Solange eine Eisenbahngesellschaft mit gewisser Berechtigung als weiterhin zahlungsfähig eingestuft werden kann, kann das gesamte Fremdkapital als Einheit betrachtet werden mit entsprechend kleinen Wertunterschieden der einzelnen Festbetragsansprüche verbriefenden Anleihen. Kommt es aber zu den ersten Anzeichen für finanzielle Schwierigkeiten, misst man diesen Unterschieden eine größere Beachtung bei. Von besonderem Interesse sind dann (1) der Charakter der Trassenabschnitte, die als Sicherheiten der einzelnen Anleihen dienen, und (2) die Rangordnung der verbrieften Eigentumsansprüche. Auf die Notwendigkeit einer genauen Prüfung in solchen Fällen wurde bereits am Ende von Kapitel 6 unter den Stichwörtern *underlying bonds* und *divisional liens* hingewiesen. Bei diesen Analysen stellen die *freight density charts*⁹⁸ eine wichtige Informationsgrundlage dar, obwohl herausgestellt werden muss, dass der Zugang zu diesen Informationen gewöhnlich nicht einfach ist. Zahlungsunfähige Gesellschaften werden häufig veranlasst, Erträge und Aufwendungen den einzelnen als Sicherheiten dienenden Vermögenswerten zuzuordnen, um den Beitrag zur Ertragskraft der einzelnen

Fremdkapitalchancen zu bewerten. Dies stellt normalerweise die Grundlage für das Sanierungskonzept und damit für die Behandlung der einzelnen Papiere dar.⁹⁹

In Anmerkung 66 des Anhangs erfolgt eine Darstellung von bestimmten Wertpapieren der *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railway* mit der Absicht, die Analysetechniken bei der spekulativen Auswahl von Eisenbahnanleihen vorzustellen. Die drei weiteren älteren Analysen von Eisenbahngesellschaften, die sich dort ebenfalls finden lassen, dürften ebenso das Interesse des Lesers wecken. Dem soll nur noch hinzugefügt werden, dass diese Analysen und die durch sie angestoßene Diskussion allgemein auf alle Eisenbahnaktien und spekulative -anleihen angewendet werden können.

ANALYSE VON EISENBAHNANLEIHEN

Die Popularität der Papiere zwischen 1926 und 1927 mündete in einem gewaltigen Anstieg dieser Finanzierungsform, mit dem gesteigerten Ausmaß ging jedoch ein Rückschritt bei den Qualitätsstandards der Papiere und bei den Methoden der von den Emissionshäusern vorgenommenen Prospektgestaltung einher. Investmentbanker, teilweise solche mit höchster Reputation, verwendeten in den Emissionsprospekten unvertretbare Methoden, um die Papiere sicherer erscheinen zu lassen, als sie es tatsächlich waren. Diese zweifelhaften Elemente umfassen: (1) die Verwendung der Bezeichnung »öffentlicher Versorger« für industrielle Projekte, (2) die Berechnung der angegebenen Ertragsdeckungsquoten auf Grundlage der *Prior-deductions Method* und (3) die Vernachlässigung der Abschreibungen bei der Bestimmung des Betrages, der für den Zinsdienst zur Verfügung steht.

MISSBRÄUHLICHE VERWENDUNG DER BEZEICHNUNG »ÖFFENTLICHER VERSORGER« – Was genau ein Unternehmen als öffentlichen Versorger ausmacht, könnte Gegenstand einer kontroversen Debatte sein. In der engeren Auffassung sind damit solche Unternehmen gemeint, welche die Allgemeinheit mit einer lebensnotwendigen Dienstleistung beliefern, organisiert als Franchise und unter laufender Regulation durch den Staat. (Obwohl Dampfeisenbahnen damit faktisch als öffentliche Versorger gelten, werden sie gewöhnlich und angebrachterweise in einer eigenen Kategorie eingeordnet.) Aus der Investmentperspektive ist das wichtigste mit öffentlichen Versorgern assoziierte Merkmal das der *Stabilität*, welche zum Ersten auf das überlassene unveräußerliche (und gemeinhin exklusive) Versorgungsrecht einer großen Anzahl von Haushalten zurückgeführt werden kann und zum Zweiten auf das Recht, für diese Dienstleistungen Gebühren in einer Höhe verlangen zu können, die eine angemessene Verzinsung des investierten Kapitals ermöglicht.

Dabei muss beachtet werden, dass die so abgeleiteten Stabilitätseigenschaften eher

relativer denn absoluter Natur sind, da hier keine Immunität gegen grundsätzliche Verschiebungen oder unerwartete Katastrophen gegeben ist. Vor 20 Jahren handelte es sich beim führenden Typ von öffentlichen Versorgern um Straßenbahnen; diese stehen aber mittlerweile in ausgesprochen hartem Wettbewerb zu anderen Formen des öffentlichen Nahverkehrs mit der Folge, dass es in den meisten Kommunen nicht mehr möglich ist, die Fahrpreise hoch genug für eine angemessene Rendite des eingesetzten Kapitals anzuheben.

Ebenfalls folgeschwer erwiesen sich die Verzögerungen und Schwierigkeiten der Stromversorger, im Zuge der Kriegsinflation zwischen 1918 und 1920 entsprechende Gebührenanpassungen durchzusetzen, während sie von steigenden Material- und Personalkosten betroffen waren. Diese Notlagen sorgten für das zeitweise Verschwinden der Beliebtheit aller öffentlichen Versorger, mittlerweile hat die glänzende Entwicklung sowohl der Brutto- als auch der Nettoerträge von Gas-, Strom-, Wasser- und Telefonversorgern dafür gesorgt, dass sich dieses Vertrauen schnell wieder aufgebaut hat.

Die New Yorker Regelungen beschränken Engagements von Investmentbanken auf drei dieser Dienstleistungsformen, Gas-, Strom- und Telefonversorgung. Es wurde bereits angemerkt (Seite 124), dass diese Kategorie problemlos auf Wasserversorger von Gemeinden von substanzieller Größe ausgedehnt werden kann.

PSEUDO-VERSORGER – In der Hochkonjunktur von Anleihen öffentlicher Versorger jedoch wurde dieses Etikett von den emissionsführenden Banken zur Unterstützung des Absatzes von vielen Anleihen solcher Unternehmen benutzt, die, wenn überhaupt, nur teilweise den Charakter von wirklichen öffentlichen Versorgern trugen und gut mit der Bezeichnung »Pseudo-Versorger« beschrieben sind. Unternehmen, die Eis verkauften, Taxiunternehmen oder Kühllhäuser betrieben, wurden plötzlich mit einem »öffentlichen Interesse affektiert«, das es ihnen ermöglichte, einen Großteil ihres in Vermögenswerten gebundenen Kapitals fremdzufinanzieren und dieses Fremdkapital verbrieft als Wertpapier eines öffentlichen Versorgers aufzunehmen. In den meisten dieser Fälle handelte es sich um Kombinationen von kleinen Gas-, Strom- oder Telefonversorgern mit angeschlossenem Betrieb eines Kühllhauses oder Eisliefersdienstes in einer Art und Weise, die geeignet war, die Öffentlichkeit darüber zu täuschen, um welche Art von Investment es sich bei dem Angebotenen wirklich handelte. Einen ausgesprochen und unglücklichen Vorläufer solcher hybriden Organisationsgebilde liefert die *Cities Service Company*, die vor einigen Jahren einen Zusammenschluss verschiedenartigster öffentlicher Versorgungsdienstleister mit ebenso großem Anteil von Unternehmungen in der Produktion, Raffinerie und Vermarktung von Öl darstellte.

ERDGAS – Während der dem Crash von 1929 vorangehenden Periode kam es zu einer plötzlichen Umwandlung der Erdgasindustrie als früherer Branche der Ölindustrie hin zu

einem »der führenden öffentlichen Versorger des Landes«. Bis zu dieser Zeit wurde Erdgas vornehmlich als industrielle Energiequelle und Rohstoff für die Benzin- und Kunststoffproduktion verwendet.

Der technologische Fortschritt im Pipelinebau erlaubte mittlerweile den Transport dieses Gases in Gemeinden auch über große Distanzen, wo es das aufbereitete Stadtgas vom Markt verdrängte. Die Popularität dieses neuen »Versorgers« wurde schnell von den Maklern und Bankhäusern aufgenommen und ausgebeutet; die Ausnutzung der Bezeichnung ermöglichte die erfolgreiche Platzierung von am öffentlichen Kapitalmarkt gehandelten Anleihen von Erdgaserzeugern in einem enormen Ausmaß. Wie schon beim Betrieb von Kühlhäusern betont wurde, stellten die einschlägigen Kombinationen von Erdgaserzeugung mit begrenzten öffentlichen Versorgungsleistungen eine Verschleierung dar. In vielen Fällen war die Emission solcher Anleihen nur scheinbar ein öffentliches Versorgerinvestment und damit ein Missbrauch des öffentlichen Vertrauens in die Bezeichnung, da der Großteil des erzeugten Erdgases in der Industrieproduktion verbraucht wird und diese Branche damit allen Widrigkeiten der Mineralölindustrie ausgesetzt ist.¹⁰⁰

Diese Ausführungen sollen herausgestellt haben, dass es Versorger und »Versorger« gibt und ein Anleger die mit dieser populären Bezeichnung verbundene Stabilitätserwartung nicht allein aus der Titulierung als garantiert wahrnehmen sollte. Im Einzelfall sollte man diese Konglomerate unter Einbezug von Strom- oder Telefonversorgung mit industriellen Aktivitäten vergleichen, da es sich im Grunde immer um den Versuch der Vorspiegelung falscher Tatsachen handelt.¹⁰¹

VERWENDUNG DER »PRIOR-DEDUCTIONS«-METHODE ZUR BERECHNUNG DER ERTRAGSDECKUNG – Auf den Trugschluss, den man begeht, wenn man die Zinsdeckung nach Abzug der vorrangigen Ansprüche bestimmt, wurde bereits (Seite 142 f.) hingewiesen. Diese kriminelle Methode der Bestimmung scheint verbannt worden zu sein, Anleger sollten sich jedoch der Gefahr ihrer Rückkehr bewusst sein. Hierzu soll auch auf die Diskussion in Kapitel 15 verwiesen werden, die zeigt, dass die bei *Vorzugsaktien* immer noch gängige Methode der Angabe des Gewinns in Dollar pro Aktie, ohne Hinweis auf den an die vorrangigen Gläubiger geflossenen Betrag, im Prinzip mit der Prior-deductions-Methode identisch ist.

BERÜCKSICHTIGUNG DES ABSCHREIBUNGSaufwands BEI DER BERECHNUNG DER DECKUNGSQUOTEN – Es kann kein überzeugendes Argument für die einstmalig übliche Unterschlagung des Abschreibungsaufwandes, indem man ihn vor der Berechnung der Zinsdeckung bereits wertmindernd verbucht hatte, vorgebracht werden. Wertabschreibungen sind aber ein reales und gegenwärtiges Element des Aufwandes für die Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebs von öffentlichen Versorgern.

Typischerweise stehen einem Großteil des jährlichen Abschreibungsaufwandes eines schon längere Zeit am Markt bestehenden Unternehmens tatsächliche Auszahlungen für Ersatzinvestitionen von veralteten und wiederzubeschaffenden Ausrüstungsgegenständen gegenüber, sodass der Einwand, Abschreibungen stellten reine Buchgrößen dar und bräuchten nicht weiter beachtet zu werden, nicht zutreffend ist. Natürlich gehen die Ansichten darüber, welcher Betrag für die Abschreibungen allgemein anzusetzen sei, auseinander; bei einer korrekten Berücksichtigung der Wertminderungen als wichtiges Element der Unternehmensentwicklung wird sich meist herausstellen, dass die von den Unternehmen vorgenommenen Wertberichtigungen kleiner sind als der wahre Abschreibungsaufwand.¹⁰²

Nach Auffassung des Autors verleitet die geflissentliche Unterschlagung des Abschreibungsaufwandes bei der Bestimmung des Ertragsbestandteils, der für den Zinsdienst zur Verfügung steht, zu Fehlbewertungen der Unternehmenslage.¹⁰³ Ein solchermaßen irreführendes Beispiel liefert das 1924 angebotene *Cities Service Power and Light Company 6s* mit Fälligkeit 1944. Bei diesem Angebot wurde ein *Minimalwert* für Abschreibungen und Aufwandsrückstellungen veranschlagt, der kleiner war als die Summe der Ausgaben und Rückstellungen der einzelnen Tochtergesellschaften hierfür. In den Verkaufsprospekten erfolgte die Ertragsbestimmung nach Abzug des Abschreibungsaufwandes, »veranschlagt in geeigneter Höhe zur Werterhaltung der verpfändeten Sicherheiten«, was nichts anderes als eine substantielle Untertreibung der einschlägigen Wertminderung bei der Bestimmung des mit der Anleihe verbundenen Sicherheitsniveaus bedeutete.¹⁰⁴ Weitere Kommentare zu diesem Finanzierungsaspekt erfolgen weiter unten.

EMPFOHLENE VORGEHENSWEISE – Anleihenanlegern wird bei der Berechnung der Zinsdeckung dringend empfohlen, sicherzustellen, dass für die Abschreibungen ein geeigneter normaler Wert berücksichtigt wurde. Basierend auf einer Vielzahl von Unternehmensabschlüssen, sollten Abschreibungen, die weniger als 10 Prozent des Bruttoergebnisses ausmachen, das Misstrauen der Anleger wecken. Für den konservativen Anlegertyp empfiehlt sich als Minimum ein Prozentsatz von 12 Prozent des Bruttoergebnisses. Abschreibungen beziehen sich eigentlich auf Vermögenswerte und damit Bestandsgrößen und nicht auf Umsätze als Stromgrößen. Wegen der langfristig stabilen Umsatzrendite von ungefähr 1 Dollar Umsatz pro 4 Dollar investiertem Kapital kann diese Berechnung mit gewisser Berechtigung aber auch unter Bezug zum Bruttoergebnis vorgenommen werden.

BEISPIELE FÜR KRITISCHE HINTERFRAGUNG VON VERKAUFSPROSPEKTEN

Das folgende aktuelle Beispiel zeigt in extremer Art und Weise das vormalige Vorgehen bei der Gestaltung der Verkaufsprospekte durch die beteiligten Banken auf.

Utilities Service Company Convertible Debenture 6,5s, fällig 1938, angeboten 1928 bei einem Kurs von 99,5 mit einer Rendite von 6,55 Prozent. Die Darstellung im Verkaufsprospekt kann folgendermaßen zusammengefasst werden:

Nominalwert des Papiers	3.000.000 \$
Geschäftsbereich	betreibt 20 Telefongesellschaften und 4 Eisunternehmen
Vermögenswerte	12.500.000 \$ nach Abschreibungen, entspricht einem Verhältnis von 1.650 \$ Vermögenswerte pro 1.000 \$ Nominalwert der Anleihe nach Abzug der vorrangigen Ansprüche.
Ertragssituation Ende des Rechnungsjahrs, 31. Mai 1928	
Bruttoergebnis	3.361.000 \$
Nettoergebnis vor Abschreibung	969.000 \$
Prior Deductions	441.000 \$
Saldo für Debentures	528.000 \$
Zinsen für Debentures	195.000 \$
Saldo für das Eigenkapital	333.000 \$
Aus der obigen Berechnung folgt eine 2,71-fache Zinsdeckung für dieses Papier.	

KRITIK AN DIESER DARSTELLUNG – Die Wertschöpfung dieses Unternehmens ist eine Mischung aus Versorgungsdienstleistungen (Telefon) und industrieller Produktion (Eis), weist jedoch mit 84 Prozent der veranschlagten Vermögenswerte eine stärkere Verschuldung auf, als selbst bei reinen öffentlichen Versorgern angeraten gewesen wäre.

Der Beitrag des Eisgeschäfts zum Brutto- und Nettoergebnis wurde nicht veröffentlicht und muss daher als substanziell angenommen werden.¹⁰⁵

Außerdem ist der Ausschluss des Abschreibungsaufwandes von der Ertragsbestimmung so irreführend, dass er fast schon betrügerisches Ausmaß annimmt. Der Abschreibungsaufwand bei Telefonversorgern verschlingt einen großen Teil der Bruttoerträge. Im Falle von *American Telefon and Telegraf System* betrug dieser Anteil durchschnittlich 15 Prozent¹⁰⁶, in gleicher Höhe wurden jüngst auch von der größten Tochter der *Utilities Service Company* Wertberichtigungen vorgenommen (*Lima Telephon Company*). Eine zugrunde gelegte Abschreibungsquote von 15 Prozent führt zu einer

Verringerung der Bruttoerlöse um einen Betrag von 500.000 Dollar und *würde damit praktisch keine Erträge für die Bedienung der Debenturezinsen übrig lassen*. So wird aus dem Eindruck, die Debenturezinsen wären 2,71-fach erwirtschaftet worden, schnell die Erkenntnis, dass das Unternehmen die vollständige Bedienung seiner Zahlungsverpflichtungen mit einem großen Defizit verfehlt hätte.

Für die Eisunternehmen können niedrigere Abschreibungsquoten als 15 Prozent unterstellt werden, dieser Vorteil sollte jedoch durch den höheren Standardwert, der bei Industrieunternehmen verlangt wird, ausgeglichen werden. Als weitere Regel gilt, dass, wenn man die Bewertung der Vermögensgegenstände mit 12.500.000 Dollar akzeptiert, die jährliche Abschreibungsrate nicht unter 4 Prozent oder 500.000 Dollar sinken sollte.

Die in den Verkaufsprospekten vorgenommene Berechnung der Zinsdeckung mit der Prior-deductions-Methode führt darüber hinaus zu dem Eindruck, als wären die Debentures besser gesichert als die vorrangigen Ansprüche. (»Debenturezinsen wurden 2,71-fach erwirtschaftet« und der Zinsdienst für vorrangige Anleihen 2,20-mal.) Geht man von einer *niedrigen* Abschreibungsquote aus und veranschlagt dafür 300.000 Dollar pro Jahr, führt eine ihrem Zweck gerecht werdende Darstellung der Finanzsituation zur Beurteilung der angebotenen Anleihe:

Bruttoergebnis	3.361.000
Nettoergebnis vor Abschreibung	969.000
Abschreibung (geschätzt)	300.000
Saldo für Zinszahlungen	660.000
Gesamte Zinslast	636.000
Ausschüttungsfähiger Ertrag	33.000
Zinsen	1,05-mal erwirtschaftet

Letztlich beruht die Aussage, dass hinter je 1000 Dollar Debenturekapital 1650 Dollar Vermögenswerte stünden, auf einer ähnlich irreführenden Methode. Der aggregierte Nominalwert des verbrieften Fremdkapitals betrug 10.500.000 Dollar, dem gegenüber standen geschätzte Vermögenswerte im Umfang von 12.500.000 Dollar, sodass, bezogen auf das gesamte Fremdkapital, lediglich 1190 Dollar pro 1000 Dollar Schulden in den Büchern standen.¹⁰⁷

Ein weiteres Beispiel: Die gleiche kritische Sichtweise kann auch auf den Verkaufsprospekt für 1926 bei einem Kurs von 96 notierende und damit eine Rendite 6,35

Prozent versprechende *Cities Service Power and Light Company Secured 6s* angewendet werden. Die Ertragsdaten für das Rechnungsjahr 1925 wurden darin folgendermaßen präsentiert:

Bruttoergebnis inklusive sonstiger Erträge	49.662.000 \$
Nettoergebnis nach Betriebsaufwand und Steuern	<u>19.096.000</u>
Abzüge:	
Festbetragsansprüche und Bedienung der Vorzüge von Töchtern	10.102.000
Abschreibungen (»veranschlagt in geeigneter Höhe zur Werterhaltung der verpfändeten Sicherheiten«)	1.574.000
Nachrangige Zinsen	<u>209.000</u>
Für weitere Zinszahlungen der <i>Cities Service and Light</i> zur Verfügung stehender Ertrag	7.211.000
Zinsen für diese Anleihe	1.466.000

»Wie oben gezeigt, wurde der Zinsaufwand für die Anleihen der A-Serie im Umfang von 1.466.250 Dollar mehr als 4,9-fach erwirtschaftet. Und in Bezug auf die gesamten jährlichen Fremdkapitalansprüche gegen die *Cities Service Power and Light Company* von 1.736.250 Dollar ergab sich eine Zinsdeckung von 4,1.«

Diese Darstellung ist in doppelter Hinsicht irreführend: erstens weil die Prior-deductions-Methode zur Berechnung der Ertragsdeckung der angebotenen Anleihen benutzt wurde; und zweitens weil eine überholte und inadäquate Basis für die Ermittlung des Abschreibungsaufwandes unterstellt wurde. Eine Analyse der Berichte, die aus den Publizitätspflichten der *New York Stock Exchange* folgen, ergibt für die operativen Tochtergesellschaften im am 30. Juni 1925 endenden Rechnungsjahr Rückstellungen für Ersatzinvestitionen in Höhe von 5.214.000 Dollar. Dieser Wert übertrifft den oben geschätzten um mehr als das Vierfache. Eine Anpassung der Präsentation der Zahlen unter Berücksichtigung der aktuellen Abschreibungslage und unter Verwendung einer zur Beurteilung der Zinsdeckung geeigneten Methode könnte folgendermaßen aussehen:

Bruttoergebnis	49.662.000 \$
Nettoergebnis nach nachrangigen Ansprüchen	18.887.000
Abschreibungen für das am 30. Juni 1925 endende Rechnungsjahr	5.214.000
Saldo für Zinszahlungen	13.673.000
Zinsen und Vorzüge für Tochtergesellschaften	10.102.000

Zinsen der Muttergesellschaft	1.736.000
Gesamte Zinslast	11.838.000
Saldo für Dividenden der Muttergesellschaft	1.835.000
Ertrag als Vielfaches der Zinsen	1,16-fach

Diese Darstellung zeigt eindringlich ein anderes Bild als das einer Zinsdeckung von 4,1 oder 4,9, wie im Verkaufsprospekt beabsichtigt.

BERÜCKSICHTIGUNG VON STEUERN BEI DER BERECHNUNG DER ZINSDECKUNG – Der Ertrag eines Unternehmens wird erst nach Abzug des Fremdkapitaldienstes, also aller Zinszahlungen des Unternehmens, besteuert. Daher sollte die Darstellung der Ertragslage für die Zinsdeckung immer vor Abzug der Ertragsteuer erfolgen. In vielen Unternehmensmitteilungen an die Aktionäre wird diese Reihenfolge der Abzüge nicht eingehalten und auch der Steuerabzug gar nicht angegeben. Für die Perspektive der Anleiheninvestoren ist es dennoch nicht nötig, den Steuerabzug entweder durch geschätzte oder die aktuellen Werte wieder dazuzurechnen. Der Grund hierfür ist, dass die nach einer solchen Revision resultierenden Ergebnisse nur in den seltensten Fällen tatsächlich Auswirkungen entfalten werden, die sich dann auch in einer Eignung oder Nichteignung der Anleihe als Investment niederschlagen werden. Weiterhin wirkt sich der Fehler, falls man ihn denn so bezeichnen möchte, immer in dieselbe Richtung aus, da er immer zu einer Unterschätzung der Ertragskraft führt – was aus der Sichtweise von Anleihenanlegern keine Einwände finden sollte. Ganz allgemein sollten Analysen solche komplizierten und aufgeblähten Berechnungen und Anpassungen außen vor lassen, die für das erklärte Ziel unnötig sind.

In den Prospekten, welche die Auflage und Emission von Anleihen begleiten, wird der Ertrag, der zur Zinsdeckung zur Verfügung steht, gewöhnlich vor Abzug der Zinsen angegeben, um ein bestmögliches Bild des Unternehmens zu vermitteln. Gegen ein solches Vorgehen kann im Prinzip nichts eingewendet werden, außer in den Fällen, in denen es sich um das Angebot von Anleihen von öffentlichen Versorgern handelt. Ansprüche aus solchen Anleihen rangieren gewöhnlich hinter den Ansprüchen aus Vorzugsaktien der Tochtergesellschaften und in diesen Fällen muss der Steueraufwand vor Ausschüttung dieser Dividenden berechnet und abgezogen werden. Einwände könnten aber gegen die Art und Weise der Darstellung wie bei der Auflage des *Cities Service Power and Light Debenture 5,5s* im November 1927 erhoben werden, wo die für die Zinsverpflichtungen der Holding verwendbaren Erträge vor Abzug der Ertragsteuern des Gesamtunternehmens angegeben wurden.

KAPITEL 13

WEITERE BESONDERHEITEN DER ANLEIHENANALYSE

»EINZELABSCHLUSS NUR DES MUTTERKONZERNS« ODER KONSOLIDIRTER ABSCHLUSS – Sowohl in Verkaufsprospekten als auch in Jahresabschlüssen wird die Ertragsbestimmung von Konzernstrukturen aus dem öffentlichen Versorgungssektor nahezu ausschließlich in *konsolidierter* Form vorgenommen; das heißt, sie beginnen mit den Bruttoerlösen der Tochtergesellschaften und vermindern diese um den Betriebsaufwand, die Abschreibungen, die festen Zinsverpflichtungen und die Zahlungen für Vorzugsaktien der Töchter, bis man den Saldo, der für den Zinsdienst der Konzernmutter zur Verfügung steht, erhält und schließlich beim Residualgewinn ihres Eigenkapitals landet. Schon aus formalen Erwägungen enthalten diese Veröffentlichungen ebenfalls die Angabe aus der Perspektive des Mutterkonzerns, die als Erstes die Summe der von den operativen Tochtergesellschaften erhaltenen Dividenden ermittelt und damit nicht über den Betrag Auskunft gibt, den Letztere in Form von Zinsen und Ansprüchen aus Vorzugsaktien an den Kapitalmarkt bezahlt und ausgeschüttet haben. Die Ertragsermittlung aus einzelwirtschaftlicher Perspektive des Mutterkonzerns ist nur ein Beispiel für die *Prior-deductions*-Methode, die nahezu immer einen besseren Eindruck der Anleihen des Mutterkonzerns vermitteln wird als der bei Zugrundelegung von konsolidierten Abschlüssen. Anleger sollten den »Einzelabschlüssen der Mutterkonzerne« keine Beachtung schenken, sondern auf einem vollständig konsolidierten Abschluss bestehen.

Das folgende Beispiel soll diesen Punkt verdeutlichen:

Kennzahl	Einzelabschluss der Mutter	Konsolidierte Fassung
Bruttoerlös	16.790.000 \$	159.070.000 \$
Saldo für Zinsdienst	16.514.000	57.190.000
Zinsen	4.739.000	42.226.000
Saldo für das Eigenkapital der Mutter	11.775.000	14.964.000
Zinsdeckung	3,48-mal	1,36-mal

Standard Gas And Electric System 1931

Der Muttergesellschaft flossen über die Dividenden nicht die gesamten Erträge der Tochtergesellschaften zu. Trotz der geringeren Ausgangsbasis wird aus der einzelwirtschaftlichen Perspektive mit der *Prior-deductions*-Methode eine höhere Deckung der Zinsen des Mutterkonzerns ermittelt als aus den konsolidierten Daten. In einer solchen Konzernstruktur sind tatsächlich die Ansprüche aus Vorzugsaktien der wichtigen operativen Tochtergesellschaften vorrangig vor denen der Gläubiger aus Anleihen des Mutterkonzerns, da der Zinsdienst der Letzteren schließlich nur aus den ausgeschütteten Dividenden der Töchter erfolgt. Aus diesem Grund müssen die Dividendenausschüttungen für Vorzüge der Tochtergesellschaften immer bei der Bestimmung der festen Ansprüche gegen die Holdingstrukturen von öffentlichen Versorgern berücksichtigt werden. Mit anderen Worten bestehen diese festen Ansprüche aus den folgenden Größen, in Reihenfolge ihres Ranges:

1. Zinslast der Töchter
2. Ansprüche aus Vorzügen gegen die Töchter
3. Zinslast des Mutterkonzerns

Diese Auflistung gewichtet alle Tochtergesellschaften gleich und misst ihnen damit identische relative Bedeutung für die Gesamtstruktur bei. Eine einzelne in wirtschaftliche Schieflage geratene und unprofitable Tochtergesellschaft könnte jedoch ihre Ausschüttungen für Vorzugsaktien einstellen oder sogar den Zinsdienst aussetzen, während andere derweil Erträge abwerfen, die es dem Mutterkonzern erlauben, den eigenen Zinsdienst davon unbeeindruckt zu leisten und fortwährend Dividenden auszuschütten. In solch einem besonderen Fall sind die direkten Ansprüche gegen die Tochtergesellschaft nicht tatsächlich vorrangig vor denen der Wertpapierinhaber des Mutterkonzerns. Dieser Punkt wird in Kapitel 18 diskutiert.

Zu den festen Ansprüchen sollten ebenfalls alle jährlichen Leasingzahlungen für

Ausrüstung gezählt werden, die äquivalente Positionen zu denen von Fremdkapitalzinsen und garantierten Dividenden darstellen. Die meisten Unternehmen verwenden auch diesen Aufbau der Rechnungslegung (zum Beispiel *Public Service Corporation of New Jersey*).

Die Inhaber von Vorzugsaktien von wichtigen Tochtergesellschaften verfügen jedoch nach allem vernünftigen Ermessen über Ansprüche, die denen von Anleihengläubigern gegen den gesamten Konzernertrag der Muttergesellschaft als gleichwertig durchsetzbar anzusehen sind. Gerät die Muttergesellschaft jedoch in Insolvenz, verfügen die Inhaber von untergeordneten Vorzugsaktien nicht mehr über die strategische Position der Anleihengläubiger, da sie keine Kontrolle über die Tochtergesellschaft ausüben und keine Dividendenausschüttung erzwingen können.

Beispiel: Die *New York Water Service Corporation Preferred* kann als Beispiel herangezogen werden. Das betreffende Unternehmen selbst war eine operative Tochter von *Federal Water Service Corporation*, welche wiederum eine Tochter von *Tri-Utilities Corporation* war. Dividenden aus dieser Aktie und aus der *Federal Water Service Preferred* stellten feste Ansprüche gegen das *Tri-Utilities*-System dar. Als diese Konzernmutter im August 1931 schließlich ihren Zinsverpflichtungen nicht mehr nachkommen konnte, wurden die Dividendenausschüttungen an beide Vorzüge sofort eingestellt, obwohl die Erträge beider Tochtergesellschaften eine Zahlung zugelassen hätten und der Ertrag der *New York Water Service Corporation* sogar im Vergleich zum Vorjahr gewachsen war.

NACHGEORDNETE ZAHLUNGEN AN DIE AKTIONÄRE VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN – Die Zahlungen für die Eigenkapitalgeber werden bei der Ertragsbestimmung gewöhnlich *nach* Abzug der Zinszahlungen an die Muttergesellschaft berücksichtigt, daher senken die Ersteren auch nicht das berechnete Sicherheitsniveau. Hier wird vorgeschlagen, diese nachrangigen Zahlungen *vor* der Bestimmung der Zinsdeckung des Mutterkonzerns abzuziehen. Ein exaktes Vorgehen würde eine Gleichgewichtung beider Positionen verlangen, jedoch unnötigen Berechnungsaufwand darstellen. Wenn solche nachrangigen Zahlungen, wie in der Regel, verhältnismäßig gering ausfallen, ist der Unterschied zwischen beiden Methoden nicht entscheidend. Falls die nachrangigen Zahlungen jedoch umfänglich genug ausfallen, führt die übliche Berechnungsmethode zu einer Überhöhung des wahrgenommenen Sicherheitsniveaus über das akkurate Maß hinaus, wobei die hier vorgeschlagene Methode in die entgegengesetzte Richtung tendiert und daher von konservativen Anlegern vorgezogen werden sollte.¹⁰⁸

»BESTIMMUNG DER FESTEN ANSPRÜCHE« BEI EISENBAHNGESELLSCHAFTEN UND VERSORGERN – Im vorangegangenen Kapitel wurden bestimmte Schwierigkeiten bei der Ermittlung des richtigen Verhältnisses von Eigen- zu Fremdkapital bei Eisenbahngesellschaften und

öffentlichen Versorgern aufgezeigt. Für die Bestimmung der Schulden sollte dabei nicht nur auf das in Anleihen verbrieft Kapital abgestellt werden, sondern ebenfalls auf Wertpapiere mit Dividendengarantie, auf die sonstigen jährlich fälligen Zahlungsverpflichtungen und schließlich ebenfalls auf die nicht garantierten Ansprüche aus Vorzügen der Töchter. Bei der Zinsdeckung werden diese Positionen durch die Verwendung der Summe der festen Ansprüche, und nicht nur der Zinsverpflichtung für die Anleihengläubiger, in die Berechnung miteinbezogen. Der Nominalwert aller dieser Verpflichtungen findet sich gewöhnlich in der konsolidierten Konzernbilanz eines öffentlichen Versorgers; diese Eigenschaft ist bei Eisenbahngesellschaften nicht unbedingt gegeben, hauptsächlich weil nicht alle Schuldverhältnisse aus der Bilanz ersichtlich sind.

Hier wird daher angeraten, zur Bestimmung der »wahren« oder »effektiven« Verschuldung eines Unternehmens die festen Auszahlungsverpflichtungen mit einem angemessenen Wert, zum Beispiel 22, zu multiplizieren. Das so erhaltene Ergebnis entspricht dann in etwa der Barwertermittlung dieser Verpflichtung als ewige Rente mit einem Diskontierungssatz von 4,5 Prozent – mit anderen Worten erhält man dann als Fremdkapitalbestand den Betrag, der bei Verzinsung mit 4,5 Prozent zu dieser Auszahlungsverpflichtung führen würde. (4,5 Prozent entspricht der durchschnittlichen Verzinsung der Fremdkapitaltitel von Eisenbahngesellschaften im Jahr 1938.)¹⁰⁹

ILLUSTRATION DER BERECHNUNGSMETHODE – Wie bereits vorgestellt wurde, kann die Bestimmung der Zinsdeckung bei Eisenbahngesellschaften entweder mithilfe der *Net Deductions* oder unter Verwendung der festen Zahlungsverpflichtungen (wie vorher definiert) erfolgen, je nachdem, welche Position größer ist. Die gleichen Überlegungen führen dazu, die jeweils größere Ausprägung auch zur Bestimmung der *effektiven Verschuldung* der Eisenbahngesellschaft anzusetzen. Dann ist folgende Vorgehensweise angeraten:

Beispiele:

<i>New York, New Haven and Hartford Railroad</i>	
<i>A. Net Deductions</i> (1932)	18.511.000 \$
<i>B. Festbetragsansprüche</i> (1932)	17.403.000 \$
<i>Net Deductions</i> kapitalisiert/bewertet mit 4,5 Prozent (Nominalwert des bilanziellen Fremdkapitals – 258.000.000 \$)	408.000.000 \$
Vorzugsaktien: 490.000 Stck. à 50 (Juli 1933)	24.500.000 \$
Stammaktien: 1.570.000 Stck. à 22 (Juli 1932)	34.500.000 \$

Summe der Marktwerte des Eigenkapitals	59.000.000 \$
Eigen- zu Fremdkapitalrate – 1 zu 6–9	
<i>Net Deductions</i> erwirtschaftet 1932	0,93-fach
<i>Net Deductions</i> erwirtschaftet im 7-Jahres-Durchschnitt	1,57-fach
<i>Chesapeake and Ohio Railway</i>	
A. <i>Net Deductions</i> (1932)	9.870.000 \$
B. Festbetragsansprüche (1932)	10.760.000
Festbetragsansprüche kapitalisiert/bewertet mit 4,5 Prozent	239.000.000 \$
Nominalwert der Anleihen in der Bilanz	222.000.000 \$
Stammaktien: 7.650.000 Stck. à 38 (Juli 1932)	291.000.000
Eigen- zu Fremdkapitalrate – 1 zu 0,82 (d. h. 1 \$ Eigenkapital pro 82 Cent vom Anleihennominalwert)	
Festbetragsansprüche erwirtschaftet 1932	3,21-fach
Festbetragsansprüche erwirtschaftet im 7-Jahres-Durchschnitt	3,80-fach

SCHLUSSFOLGERUNGEN – Die »effektive Verschuldung« von *New Haven* wurde über die *Net Deductions* ermittelt (die größer sind als die reinen Festbetragsansprüche und so zusätzlich ein beträchtliches Fremdkapitaläquivalent aus den laufenden Verpflichtungen für überlassene Ausrüstungsgegenstände usw. unterstellen). Diese effektive Verschuldung ist offensichtlich größer als der bilanzielle Nominalwert des Fremdkapitals. Als der Marktwert des Eigenkapitals aus Vorzugs- und Stammaktien im Juli 1933 zusammen weniger betrug als 17 Prozent der wahren Verschuldung, zeigte sich ganz deutlich, dass die Eigenkapitalbasis dieser Kapitalstruktur unzureichend war. Bei guten *zukünftigen Aussichten* hätte man Überlegungen anstellen können, in die Stammaktien zu investieren, da dort ein substanzieller Gewinn hätte möglich sein können. Diese Aussichten jedoch stellen sich nicht bei einer 6-Prozent-Anleihe und einem Kurs von 92, sodass eine solche Investition nicht durch eine gründliche Analyse gestützt werden könnte.

Aus den Zahlen für *Chesapeake and Ohio* folgt dagegen eine Eigenkapitalquote, welche die bereits überzeugende Ertragsdeckung bestätigt. Wenn ein Anleger dann meint, auch die Zukunftsaussichten des Unternehmens seien zufriedenstellend, rechtfertigt dies einen Kauf von Anleihen dieses Unternehmens (z. B. des *Refunding and Improvement 4,5s*, verkauft zu einem Kurs von 92,5), da sie bei beiden quantitativen Tests hervorragend abgeschnitten haben.

DER EINFLUSS DES UMLAUFVERMÖGENS AUF DIE ANALYSE VON INDUSTRIEANLEIHEN

Aus bereits genannten Gründen eignen sich die Buchwerte des im *Anlagevermögen* gebundenen Kapitals nicht sonderlich zur Beurteilung der Eignung einer Anleihe. Das Anlagevermögen jedoch hat eine große Bedeutung für die Finanzstärke eines Industrieunternehmens, daher sollte ein potenzieller Anleihenzeichner seine Aufmerksamkeit auf diese Kennzahl richten. In vielen Fällen wird sich zeigen, dass Anleihen, die den beiden bereits eingeführten Tests genügen, auch ein geeignetes Umlaufvermögen aufweisen. Eine separate Überprüfung ist trotzdem erwägenswert und versichert gegen die Ausnahme von der Regel.

Im Umlaufvermögen befinden sich Vermögensgegenstände, die auch als liquide, schnell absetzbar oder »*working*« bezeichnet werden, dazu zählen Kassenbestand, marktgängige Wertpapiere, Forderungen und Handelseinrichtungen.¹¹⁰

Alle diese Vermögenspositionen sind entweder Äquivalente zu Bargeld oder im Zuge der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit durch Verkauf oder Fälligstellung in Bargeld umwandelbar. Für eine wirtschaftlich optimale Geschäftstätigkeit muss ein Industrieunternehmen ein Umlaufvermögen aufweisen, das die kurzfristig eingegangenen Verbindlichkeiten genügend übersteigt. Dieser Überschuss wird als *Working Capital* oder Nettoumlaufvermögen bezeichnet.

DREI ANFORDERUNGEN AN DAS NETTOUMLAUFVERMÖGEN – In Bezug auf das Umlaufvermögen eines Industrieunternehmens sollte sich ein Anleger anhand der folgenden drei Punkte von der Eignung einer Anleihe dieser Emittenten vergewissern:

- ausreichender Kassenbestand
- großes Verhältnis aus Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten
- hinreichender Anteil des Nettoumlaufvermögens am nominellen Fremdkapital

Es ist nicht möglich, für eine dieser drei Kriterien den konkreten Mindeststandard anzugeben, speziell weil sich die Situation des Nettoumlaufvermögens normalerweise sehr stark bei den einzelnen Unternehmenstypen unterscheidet. Allgemein könnte veranschlagt werden, dass das Umlaufvermögen doppelt so groß sein muss wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten und ein niedrigerer Wert in jedem Fall weitere Analysen erfordere. Darüber hinaus wird hier die Verwendung eines zusätzlichen Mindeststandards bei Industrieunternehmen empfohlen, nämlich dass das Nettoumlaufvermögen mindestens so groß sein muss wie das in Anleihen

verbriefte Kapital. Dabei handelt es sich in gewisser Hinsicht um ein willkürliches Kriterium, welches sich in einigen Fällen als zu streng erweisen kann. Interessanterweise war jedoch für jedes Industrieunternehmen, das seinen auf Kauf gesetzten Investmentstatus im Jahre 1932 behaupten konnte, dieses Kriterium insoweit erfüllt, als die jeweiligen Umlaufvermögen den Nominalwert der Anleihen überstiegen.¹¹¹

Im Gegensatz zu der Bedeutung, die dem Umlaufvermögen von Industriekonzernen beigemessen wurde, erfolgten kaum Aussagen über das Umlaufvermögen von Eisenbahngesellschaften und gar keine in Bezug auf öffentliche Versorger. Dafür gibt es zwei Gründe. Weder Eisenbahngesellschaften noch öffentliche Versorger haben einen laufenden Finanzierungsbedarf für die Produktion und Absatzorganisation oder die Einräumung substantieller Kundenkredite.

Darüber hinaus neigen diese Unternehmen dazu, regelmäßig frisches Kapital für Expansionen aufzunehmen und so ihre womöglich gesunkenen Barreserven wieder aufzufüllen. Weil es für wirtschaftlich gesunde Unternehmen dieses Typs relativ einfach ist, frisches Kapital vom Markt aufzunehmen, wurde sogar einem Überschuss der kurzfristigen Verbindlichkeiten über die Liquiditätsreserven keine ernsthafte Sorge zugeordnet. Jüngste Erfahrungen haben aber gezeigt, dass Eisenbahngesellschaften zur Bewältigung von Notfällen an einem substantiellen Barvermögen interessiert sein sollten und Anleihen Anleger ebenfalls diejenigen öffentlichen Versorger bevorzugen sollten, welche die Position ihres Nettoumlaufvermögens pflegen.

KAPITEL 14

THEORIE DER VORZUGSAKTIE

Zweifelloos stellt die typische Vorzugsaktie eine unattraktive Investitions *form* dar. Einerseits sind Rendite und Substanzwert der Investition klar begrenzt und andererseits verfügt der Investor über keinen durchsetzbaren Zahlungsanspruch – weder in Bezug auf die laufende Rendite noch auf den investierten Betrag. Man könnte sagen, dass Vorzugsaktien die Nachteile von Gläubigerpositionen (Anleihen) mit denen von Eigentümerpositionen (Stammaktien) vereinen. Trotz dieser schwerwiegenden theoretischen Vorbehalte haben sich Vorzugsaktien mit nachweislichem Erfolg zu einem bedeutenden und heute akzeptierten Bestandteil der amerikanischen Finanzierungslandschaft entwickelt. Im Jahr 1939 waren ungefähr 420 verschiedene Vorzugsaktien an der *New York Stock Exchange* gelistet, während die Anzahl der verschiedenen Stammaktien etwa 830 war. Im Jahr 1929 betrug der Marktwert der Vorzugsaktien mehr als 8,5 Milliarden Dollar und damit nahezu die Hälfte des Wertes der Anleihen der gelisteten Unternehmen.¹¹²

DAS VERDIKT DER MARKTBEURTEILUNG – Während der vorangegangenen Marktzusammenbrüche erlebten die Kurse solcher Aktien drastische Talfahrten, was in eingeschränktem Maß auch für die Krise von 1937/1938 gilt. Die folgende Gegenüberstellung ergibt einen interessanten Vergleich:

Wertpapiertyp	Kurshoch 1929	Kurstief 1932	Kurshoch 1937	Kurstief 1938	Kurshoch 1939
U.S. Staatsanleihe	95,33	52,68	90,89	65,82	74,60
Vorzugsaktien	84,99	25,38	75,15	46,50	61,55
Stammaktien	89,94	10,59	43,29	20,44	30,16

Durchschnitt für alle an der *New York Stock Exchange* gelisteten Papiere

Diese Zahlen zeigen, dass obwohl beide Formen, Anleihen und Vorzugsaktien, anfällig sind für negative Marktentwicklungen, Vorzugsaktien als Wertpapierklasse doch zweifellos in

einem viel größeren relativen Ausmaß von Kursverlusten betroffen waren als Anleihen.

Offensichtlich stehen die theoretischen Schwächen und die nicht zufriedenstellende Entwicklung von Vorzugsaktien im Widerspruch zu ihrer breiten Popularität und Akzeptanz. Daher erscheint eine eingehende Analyse angebracht, mit der die wirklichen Eigenschaften von Vorzugsaktien als praktische Finanzinvestition offengelegt werden sollen.

UNTERSCHIED ZWISCHEN VORZUGSAKTIEN UND ANLEIHEN – Der grundsätzliche Unterschied zwischen Vorzugsaktien und Anleihen ist der, dass die Zahlungen für Vorzüge im Ermessensspielraum der Aufsicht führenden Unternehmensleitung liegen und die Zahlungen für Anleihen verbindlich sind. Ansprüche aus Vorzugsaktien müssen tatsächlich so lange bedient werden, wie Dividenden an die Stammaktien ausgeschüttet werden; da jedoch Dividendenausschüttungen an Stammaktien jederzeit ausgesetzt oder eingestellt werden können, ist der Anspruch aus den Vorzügen immer nur ein bedingter. Solange die Erträge des Unternehmens weit genug über den Verpflichtungen aus den Vorzügen liegen, werden diese selbstverständlich und gewöhnlich auch bedient; nur unter diesen Umständen entfaltet die Abwesenheit eines durchsetzbaren Anspruchs keine reale Wirkung. Das erklärt auch die Existenz einer nur kleinen Anzahl von Vorzugsaktien, die vergleichbar mit geeigneten Anleihen als Festbetragsinvestition infrage kommen und zu ähnlichen Kursen notieren.

Das andere Extrem stellen Fälle dar, in denen Unternehmen *keinen Zahlungsverpflichtungen* mehr nachkommen können, weder solchen aus Anleihen noch jenen aus Vorzügen. In diesen Situationen führt der rechtliche Anspruch der Gläubiger auf Erfüllung der Verbindlichkeit nicht zu einer Zahlung, sondern in das Konkursverfahren. Wie bereits ausgeführt wurde, ist der praktische Wert dieses Rechtsbehelfs zweifelhaft, aber in den meisten Fällen wird die Position einer notleidend gestellten Anleihe nur wenig besser empfunden werden als die von unbedienten Vorzugsaktien, ohne vorrangige Ansprüche aus etwaigen Anleihen.

In beiden Extremfällen zeigt sich, dass der vertragliche Vorteil von Schuldverschreibungen gegenüber Vorzugsaktien keinen substanziellen Wert annimmt. Dieser Fakt hat viele Anleger zu der Annahme einer *allgemeinen Regel* verleitet, die Form einer Anleihe verbriefe keinen realen Vorteil gegenüber der einer Vorzugsaktie. Die Argumentation hierfür war: »Geht es dem Unternehmen gut, sind Vorzüge so gut wie Anleihen; und geht es dem Unternehmen schlecht, sind Anleihen genauso schlecht wie Vorzüge.«

NACHTEIL WEGEN DES ERMESSENSSPIELRAUMS, DIVIDENDEN AUSZULASSEN – Diese Sicht auf die Dinge ist äußerst ungenau, da all diejenigen Unternehmen, denen es weder besonders »gut« geht noch besonders »schlecht« geht, sondern die im Mittelfeld rangieren und eine gewisse Unsicherheit mit Tendenz in eine der beiden Richtungen aufweisen, unberücksichtigt bleiben.

Könnte man davon ausgehen, dass die Unternehmensleitung so lange die Vorzugsdividenden ausschüttet, wie es *möglich* ist (und damit die Zahlung nur dann aussetzt, wenn – handelte es sich dabei um eine Anleihe – tatsächlich Zahlungsunfähigkeit eingetreten ist), dann unterscheidet sich die Position der Vorzugsaktionäre auch zwischenzeitlich nicht besonders von der der Anleihengläubiger. Dies ist aber geläufig nicht der Fall, da es regelmäßig zu Aussetzungen der Dividende durch die Unternehmensleitung in Situationen kommt, in denen es definitiv nicht unmöglich wäre, diese Ansprüche zu bedienen, jedoch eine Zahlung unbequem oder direkt unvorteilhaft für das Unternehmen wäre. Eine bewährte Finanzierungspraxis ist die Opferung des aktuellen Einkommens von Vorzugsaktionären zugunsten dessen, was als ihr zukünftiges Vermögen bezeichnet wird; mit anderen Worten meint dies die Thesaurierung von Mitteln, die sonst als Dividenden hätten ausgeschüttet werden können, für zukünftige Notfälle oder Expansionsvorhaben.

Selbst wenn man in dieser Argumentation tatsächlich eine Vorteilhaftigkeit für den Inhaber von Vorzugsaktien entdecken würde, bleibt der Umstand, dass sein laufendes Einkommen in Mitleidenschaft gezogen würde, was bei einer vergleichbaren Anleihe nicht der Fall gewesen wäre. Nimmt die Verringerung des laufenden Einkommens substantielle Werte an, kommen solche Vorzüge nicht mehr als Investition mit Festbetragsansprüchen infrage, denn ein essenzielles Merkmal dieser Investmentklasse ist, dass das laufende Einkommen als verlässlich sicher angesehen werden kann. Konkret gesagt, jede Vorzugsaktie, für die eine reale Gefahr der Dividendenaussetzung besteht, ist gleichermaßen einem erheblichen Marktwertisiko ausgesetzt, was sich in stark schwankenden Kursverläufen äußert. Dem bleibt lediglich noch hinzuzufügen, dass in allen Fällen, in denen die Dividenden *hätten weiterbezahlt werden können*, aber »im Interesse der Vorzugsaktionäre« ausgesetzt wurden, die Kurse der Aktien rückläufig waren, sodass der Kapitalmarkt die Einschätzung der Unternehmensleitung darüber, was wirklich am besten für die Vorzugsaktionäre wäre, zumindest nicht teilte.

INTERESSENKONFLIKTE – Fast jeder Anleger würde es vorziehen, keine Unterbrechungen im laufenden Einkommen hinzunehmen, selbst wenn damit mögliche Risiken für den Fortgang des Unternehmens verknüpft wären. Es besteht ein deutlicher Unterschied zwischen dem vom Anleger individuell empfundenen Vorteil (fortwährende Zahlungen seines laufenden Einkommens zu jedem Preis) und seiner Bereitschaft, einen Beitrag zu einer »gesunden« Finanzierungspolitik zu leisten (die Aussetzung von Dividenden für den zukünftigen Werterhalt).

In dieser Verbindung wird der Interessenkonflikt zwischen den Stammaktionären und Vorzugsaktionären eines Unternehmens deutlich. Die Zurückhaltung von Dividenden auf Vorzüge eines Unternehmens liegt im klaren Interesse der Stammaktionäre. Die

Unternehmensleitung ist natürlich angehalten, die Interessen aller Aktionäre zu vertreten, da sie aber in den meisten Fällen allein von den Stammaktionären gewählt wird, tendiert sie dazu, vornehmlich diese Interessen zu vertreten. Daneben ist die Unternehmensleitung gewöhnlich ebenfalls an der Erhaltung des Unternehmens als selbstständige Einheit interessiert, was ebenfalls nicht unbedingt im vollständigen Interesse der Eigenkapitalgeber liegen muss, da Stabilisierungsmaßnahmen auf ihre Kosten erfolgen können. Diese paradox wirkende Konstellation kann vielleicht durch die gewöhnlich enge Verbindung zwischen der aufsichtführenden Unternehmensleitung und dem ein Gehalt beziehenden Management zum Teil erklärt werden.¹¹³

DIE AUSGESTALTUNG VON VORZÜGEN BEINHÄLTET OFT REALE NACHTEILE – Egal welche Gründe und Erklärungen angeführt werden mögen, es bleibt der Umstand, dass Inhaber von Vorzugsaktien das Risiko tragen, in Zuständen, die noch keine Zahlungsausfälle bei Anleiheninhabern nach sich ziehen, eine Einstellung der Dividendenausschüttungen an sie verkraften zu müssen. Das bedeutet, dass die *Form* des hinter einer Vorzugsaktie stehenden Finanzierungsvertrages oftmals einen realen Nachteil beinhaltet.

Beispiel: Ein beeindruckendes Beispiel für diesen Fakt bieten die *United States Steel Corporation Preferred*, welche wahrscheinlich die größte Marktkapitalisierung weltweit besitzt und für viele Jahre das repräsentative Paradebeispiel für eine Vorzugsaktie mit besonders gutem Investmentstatus bot. Im Jahr 1931 – die Depressionsfolgen waren mittlerweile wohl überwunden – wurde dieses Papier zu einem Kurs gehandelt, der gerade mal eine Rendite von 4,67 Prozent in Aussicht stellte, da diese Investition wegen der enormen Innenfinanzierungsaktivitäten aus Gewinnthesaurierung während der vergangenen 30 Jahre, die für eine Modernisierung der Produktionsanlagen verwendet wurde, und wegen des vergrößerten Nettoumlaufvermögens sowie der nahezu vollständigen Tilgung aller ausstehenden Anleihen des Unternehmens als besonders wasserdicht betrachtet wurde. Kurz darauf reichte ein einziges Jahr mit operativen Verlusten aus, die auszuschüttende Vorzugsdividende dermaßen infrage zu stellen, dass fast zwei Drittel ihres Marktwertes vernichtet wurde und ihr Status als hervorragendes Investment nicht mehr infrage kommt. Die Dividende wurde im anschließenden Jahr auf jährlich zwei Dollar gesenkt.

Diese vernichtende Entwicklung setzte sich dann auch in den Verlusten der Jahre 1932–1933 fort. Hätte es sich aber nicht um die spezielle *Form* des Vertrages hinter einer Vorzugsaktie gehandelt, gab es wenig Anlass für Sorge um die laufende Bedienung der eingegangenen Verpflichtungen. Mit anderen Worten formuliert: Hätten die Anleger den Status eines *Festbetragsanspruches* auf Zahlung von Zinsen gegenüber dem eines bedingten Anspruchs auf Ausschüttung einer Dividende innegehabt, so folgte mit Blick auf die enormen Unternehmensressourcen ein großer Anreiz für die Unternehmensführung, dem Schuldendienst

besondere Beachtung beizumessen. Um diesen Gedanken zu unterstreichen, erfolgt hier ein kurzer Vergleich des *Inland Steel 4,5s* (bereits eingeführt) mit *United States Steel Preferred*.

Periode	U.S. Steel Pfd.		Inland Steel 4,5 %-Anleihen, fällig 1978	
	Preis	Rendite, in %	Preis	Rendite, in %
Kurshoch, 1931	150	4,67	97,74	4,62
Kurstief, 1932	51,5	13,59	61	7,54
Kurshoch, Jan. 1933	67	10,45	81	5,67

Beide Papiere waren den gleichen ungünstigen Geschäftsentwicklungen ausgesetzt, aber die vertraglichen Schwächen der *United States Steel*-Vorzüge sorgten für den Verlust des Investmentstatus, den die Anleihen von *Inland Steel* ohne ernst zu nehmende Zweifel behaupten konnten (abgesehen von einer kurzen Periode völliger Destabilisierung des gesamten Anleihenmarktes).

STIMMRECHTE, POTENZIELLE EINFLUSSNAHME, ABER ALLGEMEIN UNWIRKSAM – Die vertraglichen Schwächen einer Vorzugsaktie gegenüber Anleihen könnten vielleicht ausgeglichen werden, wenn die Aktionäre im Bedarfsfalle eine *effektive Kontrolle über Stimmrechte* ausüben könnten. Dieser Punkt soll in einem späteren Kapitel über die Wirksamkeit von Schutzmechanismen wieder aufgegriffen werden. Dort wird gezeigt werden, dass die Kontrollwirkung aus Stimmrechten, richtig eingesetzt, für *beide* Wertpapierformen, Vorzugsaktien und Anleihen, den besten Schutz- und Abwehrmechanismus bietet. Dies impliziert, dass sich bei *Vorlage geeigneter Schutzmechanismen und ihrer intelligenten Handhabe* die praktische Position von Anleihengläubigern nicht signifikant von denen der Vorzugsaktionäre unterscheidet. Nach Meinung der Autoren ist ein Großteil der mit Vorzugsaktien verbundenen Nachteile, die sich aktuell in realen Wertverlusten niederschlagen, auf das Versagen der Aktionäre zurückzuführen, nach etwaigen Dividendenkürzungen ihre Stimmrechte zur Geltung zu bringen oder diese intelligent einzusetzen.

Die hier angestrebte Analyse des Investmentstatus von Vorzugsaktien muss aber den unzweifelhaften Fakt berücksichtigen, dass unter den momentanen Bedingungen das bedingte Stimmrecht der Vorzugsaktionäre für eine Sicherung und Interessenvertretung ihrer Position kein verlässliches Element darstellt.

RENDITE UND RISIKO – Die nicht zufriedenstellende Entwicklung von Vorzugsaktien als Anlageklasse während des letzten Jahrzehnts lässt beträchtlichen Zweifel an ihrer Eignung,

als Festbetragsinvestition eingestuft zu werden, aufkommen. Der Blick bis auf die Ebene einzelner Werte zeigt jedoch, dass einige wenige Papiere ihre guten Einstufungen sogar während der äußerst schlechten Bedingungen von 1932 behaupten konnten, einigen mehr gelang dies auch während der mittelschweren Depression von 1938. Befürworter von Vorzugsaktien werden dem noch hinzufügen, dass diese Anleger bei *normal* schwankenden Geschäftsbedingungen mit einer höheren erwarteten Rendite für das im Vergleich zu Anleihen gesteigerte Risiko kompensiert werden. Dieses Argument wirkt besonders stark, wenn man sich in guten Zeiten befindet und das gesteigerte laufende Einkommen real ist sowie das Risiko, Substanzverluste zu erleiden, als nachgeordnet abgetan wird. In schlechten Zeiten verkehrt sich diese Gewichtung im Kalkül der Anleger vielleicht ins Gegenteil, indem hinzunehmende Substanzverluste allein ausschlaggebend sind und die im Vorfeld erzielten, vergleichsweise höheren laufenden Einkommen unberücksichtigt bleiben.

Um die aufgeworfene Frage allgemeiner darzustellen, soll auf die bereits bei Anleihen verschiedener Risikoklassen erfolgte Diskussion von Rendite und Risiko als grundsätzlich *untrennbare* Parameter einer Investition verwiesen werden. Gilt diese Aussage in Bezug auf Anleihen, muss sie auch für Vorzugsaktien zutreffen. Das bedeutet, dass es keinem ordentlichen Vorgehen entsprechen kann, Vorzugsaktien zu einem Investmentpreis zu erwerben (nahe pari), wenn ernst zu nehmende Risiken für Substanzverluste des eingesetzten Kapitals existieren, diese Risiken aber durch eine höhere Rendite aus dem laufenden Einkommen kompensiert werden sollen. Aus diesem Prinzip folgt, dass sich Vorzugsaktien nur dann als geeignet erweisen, wenn der Käufer keine Risiken für eine Aussetzung der Dividende erkennen kann.

EIGNUNG VON HERVORRAGEND EINGESTUFTEN VORZUGSAKTIEN – Wodurch qualifiziert sich eine solche Vorzugsaktie? Erstens müssen alle quantitativen Tests, die auch in Bezug auf Anleihen angewendet werden, erfüllt werden. Auf die erforderlichen Mindeststandards müssen dabei zweitens noch Aufschläge vorgenommen werden, die das zusätzliche Risiko einer Einstellung der Dividendenzahlung ausgleichen, das bedeutet, dass das wahrgenommene Sicherheitsniveau als so hoch eingestuft werden muss, dass die Unternehmensleitung eine Ausschüttung der Dividende nicht ernsthaft infrage stellt.

Als drittes Kriterium kommt noch dazu, dass die inhärente Stabilität des Geschäftsbetriebs selbst noch stärker ausgeprägt sein muss als vergleichsweise bei Anleiheninvestitionen, weil Unternehmen, die starken Schwankungen zwischen Gewinnen und Verlusten ausgesetzt sind, dazu neigen, Dividenden während letzterer Perioden auszusetzen, obwohl die *durchschnittlichen* Erträge die erforderlichen Mindestwerte klar übertreffen.

Die vorangegangenen Überlegungen legen einen Schluss nahe, der mit den aktuellen Entwicklungen von 1932 bis 1933 in Einklang stehen. Dabei kommt man nicht zu einem Urteil,

das Vorzugsaktien *per se* aus der Investmentkategorie ausschließt, sondern ein Verfahren vorschlägt, welches so spezifische Anforderungen umfasst, dass die zur Disposition verbleibenden Papiere auf eine vergleichsweise kleine Anzahl reduziert werden. Die Liste auf der folgenden Seite fasst alle an der *New York Stock Exchange* gelisteten Papiere zusammen, die im Zeitraum 1932 bis 1933 durchgängig zu einem Kurs notiert waren, der einer Rendite von 7 Prozent oder weniger entsprach.¹¹⁴ Zusätzlich sind einige Kennzahlen angegeben, die Rückschlüsse in Bezug auf das mit dem Papier verbundene Sicherheitsniveau zulassen.

Unternehmen	Kurstief 1932– 1933	Rendite pro Aktie (in \$)	Rendite beim Kurstief (in %)	Verschuldung	Vielfaches, um das Vorzugsdividenden und Zinsausschüttungen 1927–1931 verdient wurden		Verhältnis des niedrigsten Marktwertes der Stammaktien zum kombinierten Wert von Vorzugsaktien und Anleihen
					Durchschnitt	Minimum	
<i>General Electric</i> (cum.)	10,625	0,60	5,6	ja	19,19	13,75	5,09
<i>Eastman Kodak</i> (Cum.)	104,75	6,00	5,7	nein	51,91	36,25	12,30
<i>Duqueene Light</i> (Cum.)	85	5,00	5,9	ja	3,67	3,19	*
<i>Public Service Electric & Gas</i> (Cum.)	83	5,00	6,0	ja	2,58	2,02	∅
<i>United States Tobacco</i> (Non-cum.)	115	7,00	6,1	nein	9,00	6,67	8,42
<i>Procter & Gamble</i> (Cum.)	81	5,00	6,2	ja	17,96‡	15,35‡	4,59
<i>Norfolk & Western R.R.</i> (Non-cum.)	65	4,00	6,2	ja	5,96	4,57	0,69
<i>G.W. Helme</i> (Non-cum.)	113,375	7,00	6,2	ja	8,12	7,67	2,61
<i>American Tobacco</i> (Cum.)	95,25	6,00	6,3	ja	10,48§	7,26§	3,87Δ

Ingersoll Rand (Cum.)	94	6,00	6,4	nein	39,50	(def.)	6,06
Standard Brands (Cum.)	110	7,00	6,4	nein	18,00√	15,86	9,90
Kansas City Power & Light (Cum.)	90,5	6,00	6,6	ja	2,92	1,99	**
Otis Elevator (Cum.)	90	6,00	6,7	nein	17,25	11,32	3,08
American Snuff (non- cum.)	90	6,00	6,7	nein	8,46	7,98	2,55
National Biscuit (Cum.)	101	7,00	6,9	nein	11,31	9,37	4,76
Consolidated Gas Co. of New York (Cum.)	72,5	5,00	6,9	ja	2,92	2,70	0,70
Liggett & Myers (Cum.)	100	7,00	7,0	ja	7,06	6,20	2,09
Brown Shoe (Cum.) (Sinking fund)	100	7,00	7,0	nein	5,63	5,04	1,65
Pacific Telephone & Telegraph (Cum.)	85.5	6,00	7,0	ja	1,96	1,61	0,72
Corn Products Refining (Cum.)	99,5	7,00	7,0	ja	6,90	5,73	2,18
Island Creek Coal (Par 1 \$) (Cum.)	85	6,00	7,06	nein	13,58	9,28	2,62

* Nicht berechnet. Alle Anteile gehörten der Philadelphia Company. Kein Markt.

∂ Nicht berechnet. Alle Anteile gehörten der Public Service Company of New Jersey.

‡ Das Geschäftsjahr endet am 30.6. Einschließlich des Geschäftsjahrs, das am 30.6.1932 endete, hätte der Durchschnitt 14,75 und das Minimum 6,34 betragen.

§ Die jährlich anfallenden Mietzahlungen von 2,5 Mio. Dollar an Tobacco Products Corporation (N.J.) wurden als operative Ausgabe verbucht. Wenn man sie als Fixkosten behandelt hätte, so hätte der Durchschnitt bei 6,33 und das Minimum bei

4,52 gelegen.

Δ 6,5 %-Anleihen der Tobacco Products Corporation (N.J.) mit der Fälligkeit 2022, besichert mit der Verpachtung von Marken an die American Tobacco Company, wurden bei der Verschuldung des letzteren Unternehmens nicht berücksichtigt. Bei deren Berücksichtigung hätte das Verhältnis Eigen- zu Fremdkapital bei 2,31 zu 1 gelegen.

√ Durchschnitt für die zwei Jahre und vier Monate seit Bestehen des Unternehmens.

** Nicht berechnet. Alle Anteile gehörten der Continental Gas and Electric Corporation.

Gelistete Vorzugsaktien, die 1932 und 1933 durchgängig ein zum Investment günstiges Kursniveau hatten

GEEIGNETE VORZUGSAKTIE SIND EINE AUSNAHME – Die Liste bildet nur 5 Prozent der 1932 an der *New York Stock Exchange* gelisteten Vorzugsaktien ab. Dieser kleine Anteil ist Ausdruck der hier vertretenen Auffassung, dass eine Eignung von Vorzugsaktien nicht unmöglich, aber der Ausnahmefall ist. Dieser Ausnahmecharakter kann nicht nur numerisch aufgezeigt, sondern auch theoretisch begründet werden. In praktisch jedem der aufgelisteten Fälle hätte die Finanzierung aus den Vorzugsaktien theoretisch in eine Anleihenfinanzierung umgewandelt werden können, ohne dabei die Kapitalstruktur des Unternehmens zu gefährden. Das bedeutet zum einen, dass das Unternehmen selbst keinen Vorteil aus der Ausgestaltung als Vorzugsaktie statt als Anleihe zieht, und zum anderen, dass es einem erheblichen Nachteil bei der Ertragsbesteuerung ausgesetzt ist, der sich noch durch die gesteigerten Eigenkapitalkosten erhöht.¹¹⁵

Anders ausgedrückt, müssen, damit sich eine Vorzugsaktie als geeignet erweist, die aus der Wahl dieser Finanzierungsform resultierenden zukünftigen Lasten für das Unternehmen so geringe Belastungen darstellen, dass diese auch in Form des Schuldendienstes für Anleihen hätten geleistet werden können. Daher steht es anheim, zu erkennen, dass Vorzugsaktien nicht nur eine Ausnahme darstellen, sondern in gewisser Hinsicht Anomalien oder Fehler sind, da diese Finanzierung nicht aus Vorzugsaktien, sondern aus Anleihen hätte vorgenommen werden sollen. Die *formelle* Ausgestaltung eines Finanzierungsvertrages über die Ausgabe von Vorzugsaktien weist demnach aus investitionstheoretischer Sicht keinen gemeinsamen Vorteil für beide beteiligte Gruppen, ausgebendes Unternehmen und Eigentümer, auf. Immer wenn das ausgebende Unternehmen einen realen Nutzen aus der Möglichkeit einer Aussetzung von Dividenden zieht, handelt es sich für den Anleger nicht mehr um eine Investition mit Festbetragsanspruch. Und andersherum betrachtet: Solange es sich um ein erstklassiges Investment handeln soll, kann das betreffende Unternehmen diesen Vorteil nicht nutzen.

ERSTKLASSIGE VORZUGSAKTIE HABEN GEWÖHNLICH EINE LANGE HISTORIE – Unterstützend zu den obigen Ausführungen sollte angemerkt werden, dass Vorzugsaktien meist erst den Status eines erstklassigen Investments einnehmen, wenn das Unternehmen über viele Jahre auch ein

erfolgreiches Wachstum *nach* der Ausgabe dieser Aktien verzeichnen konnte. Nur eine kleine Anzahl Unternehmen kann schon bei der *Erstausgabe* von Vorzugsaktien die für ein erstklassiges Investment nötigen Kriterien erfüllen. Wenn ein Unternehmen aber bereits einen so starken Eindruck wie diesen vermittelt, wird es in nahezu allen Fällen eine Finanzierung durch eine verhältnismäßig klein aufgelegte Anleihe mit niedrigem Zinssatz vorziehen und so die Steuerlast senken. Unternehmen aus dem öffentlichen Versorgungssektor stellen hier eine Ausnahme dar, da bei ihnen die Anleihenfinanzierung besonders reglementiert ist, auf diesen Umstand wurde bereits im Zuge der »legalen« Wertpapiere eingegangen. Diese Unternehmen neigen dazu, einen Großteil ihres langfristig benötigten Kapitals über Aktien zu finanzieren. (Daher wurden vier der fünf in der obigen Liste enthaltenen Vorzugsaktien von öffentlichen Unternehmen auch erst in der jüngsten Vergangenheit emittiert.) Die Vorzugsaktien von *Industrieunternehmen* zeigen jedoch ein ganz anderes Bild. Nur eine einzige der 15 Vorzugsaktien wurde innerhalb der letzten 20 Jahre erstmals am Markt platziert und bei dieser Ausnahme (*Procter and Gamble Company 5 % Preferred*) wurde dann auch nur eine schon ältere Finanzierung aus Vorzügen durch eine neue mit geringerer Dividendenrendite abgelöst. Bei den *General Electric Senior Shares* handelt es sich um das Ergebnis einer Ausgabe von Gratisaktien als Gewinnbeteiligung an die Aktionäre, alle anderen der 13 Papiere wurden schon vor langer Zeit emittiert und konnten während dieser Zeit ihren Investmentstatus behaupten.

FINANZIERUNGSAKTIVITÄTEN MIT VORZUGSAKTIE ZWISCHEN 1935 bis 1938 – Dem hier abgeleiteten Urteil, dass Vorzugsaktien einen vertragsinhärenten logischen Mangel in sich tragen, muss hinzugefügt werden, dass diese Ansicht nicht von Investmentbankern geteilt wird. Unter den Neuemissionen der letzten Jahre findet sich eine beachtliche Anzahl von Vorzugsaktien, die neu aufgelegt wurden. Viele von diesen wurden mit Wandlungsrechten usw. ausgestattet und fallen damit aus dem hier gezogenen Diskussionsrahmen. Aber es wurden auch reine Vorzugsaktien ausgegeben – zwischen 1935 bis 1938 wurden davon mindestens acht an der *New Yorker Stock Exchange* neu gelistet.¹¹⁶ Bis auf eines haben alle den hier vorgeschlagenen Tests zur Beurteilung der Sicherheit genügt, sodass man in Bezug auf diese Vorzugsaktien nicht einwenden kann, dass sie unsicher wären. Nach Auffassung der Autoren jedoch hätte man sie genauso gut oder besser als Anleihen herausgebracht.

GRÜNDE FÜR DIE POPULARITÄT VON VORZUGSAKTIE – Am Anfang der Diskussion wurde bereits auf die große Popularität hingewiesen, die Vorzugsaktien bei der Finanzierung amerikanischer Unternehmen zuteil wurde. Wenn die hier abgeleiteten Ergebnisse hinsichtlich der grundsätzlichen mit Vorzugsaktien verbundenen Nachteile jedoch korrekt sein sollten, könnte man zu der Frage gelangen, warum sich dies nicht längst in den Erfahrungen der

Anleger widergespiegelt hat. Die Antwort darauf ist, dass die Beliebtheit von Vorzugsaktien auf eine Periode von 15 Jahren zurückreicht, die eher zufällig die Positionen von typischen Vorzugsaktieninhabern besser abschneiden ließ als die von typischen Anleiheninhabern. Am Anfang dieser Periode, kurz vor dem Weltkrieg, stammten die meisten dieser Vorzugsaktien von Industrieunternehmen und stellten spekulative Investitionen dar mit Kursen, die mit einem substanziellen Abschlag unter pari notierten. Der enorme Aufschwung und das Wachstum der produzierenden Großunternehmen in den Vereinigten Staaten während des Krieges und in der Folgezeit nach 1922 führte zu einer Verbesserung des Status und zu einem Anstieg der Marktpreise von Vorzugsaktien der führenden Industrieunternehmen. Indes waren Eisenbahnanleihen, die den Großteil der öffentlich gelisteten Anleihen stellten, während dieser Zeit allgemein äußerst negativen Einflüssen ausgesetzt. Die Wahrnehmung der Anleger, dass typische Vorzugsaktien besser abgeschnitten hatten als typische Anleihen, führte zu dem naheliegenden, aber irrigen Rückschluss, dass Vorzugsaktien allgemein genauso solide sind wie Anleihen.

SCHWACHES ABSCHNEIDEN VON VORZUGSAKTEN BEI GENAUERER BETRACHTUNG – Eine detaillierte Untersuchung zeigt, dass die in Vorzugsaktien gesetzte Zuversicht nur auf eine verhältnismäßig *kleine Anzahl* von gut etablierten und bekannten Industriepapieren zurückgeführt werden kann. Am Ende der betreffenden Periode zeigte sich, dass die Mehrheit der neu begebenen und die allgemein herrschende Popularität von Vorzugsaktien ausnutzenden Papiere nicht mehr besonders gut abschnitten. Dazu wurde von der *Harvard School of Business Administration* eine Studie durchgeführt, die alle zwischen dem 1. Januar 1915 und 1. Januar 1920 neu emittierten Vorzugsaktien mit einem Emissionsvolumen von 100.000 Dollar bis 25.000.000 Dollar umfasst (607 Fälle insgesamt). Darin zeigt sich, dass von den Papieren, für die am 1. Januar 1923 Kurse verfügbar waren, 537 einen durchschnittlichen Kursverlust von 28,8 Prozent bezogen auf den ursprünglichen Emissionspreis erlitten hatten (von 99 auf 70,5), sodass Anleger, die diese Aktie gezeichnet hatten, einen Substanzverlust hinnehmen mussten, der größer war als die aggregierte Summe aller erhaltenen Einzahlungen aus dieser Aktie. Die Ergebnisse dieser Studie lassen Vorzugsaktien in einem viel schlechteren Licht erscheinen.¹¹⁷

EINE AKTUELLERE STUDIE – Der Autor einer aktuelleren Studie, herausgegeben vom *Bureau of Business Research* der Universität von Michigan, kommt zu einem anderen Ergebnis.¹¹⁸ In Bezug auf die von ihm untersuchten Vorzugsaktien, denen *noch Ansprüche aus Anleihen voranstehen* (sowohl Eisenbahn- als auch Industrieanleihen), veranlassen die angewandten »Tests« den Autor zu der Einschätzung, dass diese Aktien kein geeignetes Investitionsmedium darstellen. In Bezug auf Vorzugsaktien von Industrieunternehmen jedoch, denen *keine*

Ansprüche aus Anleihen vorstehen, zeigen die Tests das gegenteilige Ergebnis. Dazu die Einschätzung: »Es scheint, als könnten sie den exaktesten Investmenttests genügen«, und dass ein in solchen Werten diversifiziertes Portfolio »die Aussicht auf beides, Steigerung der Sicherheit des eingesetzten Kapitals und des laufend erzielten Einkommens, eher ermöglicht, als dies bei Eisenbahn- oder Industrieanleihen möglich gewesen wäre«.

Die Erkenntnis, dass der Kauf von Vorzugsaktien *ohne* vorrangige Anleihenansprüche vorteilhafter ist als der von Vorzugsaktien, deren Ansprüche erst nach denen von Gläubigern rangieren, ist zweifellos gerechtfertigt, da die Letzteren offensichtlich in einem größeren Ausmaß dem Risiko von nachteiligen Entwicklungen exponiert sind. Wir sind allerdings der Auffassung, dass einige Einwände gegen die verwendeten Methoden sprechen, was einen Großteil der Erklärungskraft vernichtet.¹¹⁹ Ein Ergebnis dieser Studie verdient jedoch noch weitere Aufmerksamkeit. Die detaillierte Darstellung zeigt in deutlicher Weise, dass die *Stabilität* nahezu jeder untersuchten Vorzugsaktie davon abhing, ob der Marktwert der Stammaktien *stieg*. Die Inhaber von Vorzugsaktien hatten dann ein zufriedenstellendes Investment, wenn sich der Kauf von Stammaktien als profitable Spekulation erwiesen hatte. Sobald der Kurs der Stammaktien unter ihren ursprünglichen Wert bei Emission gesunken war, zeigte sich das gleiche Bild auch bei den Vorzugsaktien.

Eine Investition zu solchen Bedingungen ist offensichtlich nicht ratsam. Das ist ein Fall von: »Kopf, der Stammaktionär gewinnt; Zahl, der Vorzugsaktionär verliert.« Eines der Grundprinzipien beim Investieren ist, dass die Sicherheit eines Wertpapiers, das nur begrenzte Partizipationsrechte verbrieft, nicht vorrangig von einem *Wachstum* der zukünftigen Gewinne abhängen darf. Ginge man von dieser Annahme aus, sollte der Anleger lieber in Stammaktien investieren und an den Gewinnsteigerungen partizipieren. Wenn man sich des zukünftigen Erfolgs, wie in den meisten Fällen wohl üblich, nicht so sicher sein kann, sollte der Anleger sein Kapital keinem Ausfallrisiko aussetzen (indem man Vorzugsaktien kauft), ohne dafür nicht mit der Aussicht auf Wertsteigerungen seines investierten Kapitals kompensiert zu werden.

KAPITEL 15

AUSWAHLTECHNIK BEI INVESTITIONEN IN VORZUGSAKTIE

Die vorstehende theoretische Betrachtung von Vorzugsaktien führt zu der praktischen Schlussfolgerung, dass bei Investitionen in Vorzugsaktien die Kriterien, die für gute Anleihen gelten, erfüllt werden müssen und dabei noch eine extra Kompensation für die vertragsbedingten Nachteile einer Vorzugsaktie feststellbar sind. Bei der Analyse eines infrage kommenden Wertpapiers sollten demnach auch die bereits in Bezug auf Anleihen beschriebenen Tests zur Anwendung kommen.

ERFORDERNIS STRENGERER KRITERIEN – Ein strengerer quantitativer Test kann durch die Formulierung höherer Mindestwerte für die Ertragsdeckung als die, die bei den verschiedenen Arten von Anleihen veranschlagt wurden, erreicht werden. Dazu werden hier die folgenden Werte vorgeschlagen:

Unternehmenstyp	Bei Investitionen in Anleihen	Bei Investitionen in Vorzugsaktien
Öffentliche Versorger	1,75-Faches der Zinslast	2-Faches der Zinslast plus die Vorzugsdividende
Eisenbahngesellschaften	2-Faches der Zinslast	2-Faches der Zinslast plus die Vorzugsdividende
Industrieunternehmen	3-Faches der Zinslast	3-Faches der Zinslast plus die Vorzugsdividende

Mindestwerte für die Ertragsdeckung

Diese Anpassung der Ertragsdeckung legt eine korrespondierende Erhöhung der Kriterien in Bezug auf die Kapitalstruktur nahe. Diesbezüglich könnte argumentiert werden, dass wegen des nachgeordneten Charakters dieses Tests eine Anpassung unnötig wäre. Ein konsistentes Vorgehen verlangt jedoch eine solche Erhöhung der Minimalanforderungen an die Kapitalstruktur und könnte wie in der nachfolgenden Tabelle umgesetzt werden.

Die hier vorgeschlagenen Mindestwerte übersteigen die bisher akzeptierten substanziell und gegen ihre Verwendung könnte eingewendet werden, dass sie unbegründet sind und prohibitiv hoch.

Unternehmenstyp	Mindestwerte für den Verschuldungsgrad	
	Bei Investitionen in Anleihen	Bei Investitionen in Vorzugsaktien
Öffentliche Versorger	2 \$ Fremdkapital pro \$ Eigenkapitalwert	1,5 \$ Fremdkapital und pro \$ Eigenkapitalwert
Eisenbahngesellschaften	1,5 \$ Fremdkapital pro \$ Eigenkapitalwert	1 \$ Fremdkapital und pro \$ Eigenkapitalwert
Industrieunternehmen	1 \$ Fremdkapital pro \$ Eigenkapitalwert	1 \$ Fremdkapital und pro 1,5 \$ Eigenkapitalwert

Zutreffend ist, dass solche Mindestanforderungen einen Großteil der vor 1931 in Vorzugsaktien getätigten Investitionen disqualifiziert hätten, was sich jedoch zum Vorteil der investierenden Öffentlichkeit ausgewirkt hätte. Eine allgemeine Stabilisierung der wirtschaftlichen Lage und der Finanzsituation könnte später eine weniger anspruchsvolle Erwartungshaltung an die Ertragsdeckung rechtfertigen. Bis diese Stabilisierung aber eingetreten und über eine hinlängliche Periode erkennbar ist, sollte die Einstellung der Anleger gegenüber Vorzugsaktien extrem kritisch und exakt sein.

In Bezug auf die Liste von Vorzugsaktien in der Tabelle auf Seite 211 wird darauf hingewiesen, dass für das Eigenkapital-Fremdkapital-Verhältnis der niedrigste Wert bei 1,6 zu 1 lag und die durchschnittliche Ertragsdeckung das 5,6-Fache betrug.¹²⁰

EXISTENZ VON VORRANGIGEN GLÄUBIGERANSPRÜCHEN ALLEIN REICHT NOCH NICHT AUS, VORZUGSAKTIE ALS INVESTMENT ZU DISQUALIFIZIEREN – Es ist durchaus angebracht, bei der Bestimmung des Investmentratings darauf zu achten, ob vor den Ansprüchen aus Vorzugsaktien noch Gläubigeransprüche aus vorstehenden Anleihen rangieren. Sollten keine vorrangigen Gläubigeransprüche existieren, so stellt dies zweifelsfrei einen Vorteil für die Vorzugsaktionäre dar; vergleichbar mit dem Vorteil, den eine erstrangige Hypothek auf Vermögensgegenstände gegenüber dem Inhaber einer zweitrangigen Hypothek verbrieft. Daher ist es auch nicht überraschend, dass die *Klasse* der Vorzugsaktien ohne vorrangige Gläubigeransprüche insgesamt besser abgeschnitten hat als die Vorzugsaktien, denen noch vorrangige Anleihen vorgeschaltet waren. Aber ebenso wenig, wie darauf rückgeschlossen werden darf, dass *alle* zweitrangigen Hypotheken von *allen* erstrangigen dominiert werden, darf daraus ebenfalls nicht geschlossen werden, dass *alle* Vorzugsaktien mit vorstehenden Anleihen schlechte Investments wären. Ein solches Prinzip hätte sonst zur Folge, dass alle Vorzugsaktien von öffentlichen Versorgern (nahezu alle weisen vorrangige Anleihen auf) als

Investment ausgeschlossen werden müssten, obwohl diese Gruppe insgesamt ein besseres Ansehen genießt als Vorzugsaktien von Industrieunternehmen ohne vorrangige Anleihen.

Zudem waren einem substanziellen Anteil der Vorzugsaktien, die sich während der extremen Verhältnisse von 1932 behaupten konnten, noch Anleihen vorgeordnet.¹²¹

Der Ausschluss eines so gut unterlegten Wertpapiers wie das *General Electric Preferred* von 1932, nur aus dem Grund, weil eine infinitesimale Anleihe vor den Ansprüchen daraus rangierte, würde ein Höchstmaß an Absurdität darstellen. Dieses Beispiel führt eindrucksvoll vor Augen, warum die Zugrundelegung strenger und einfach strukturierter *qualitativer* Kriterien bei der Auswahl von Investitionspapieren nicht zielführend ist. Hier wird die Auffassung vertreten, dass die Existenz von vorrangigen Anleihen einen Fakt darstellt, den ein potenzieller Käufer von Vorzugsaktien gewissenhaft beachten muss; falls die aus den Abschlussdaten ermittelten Kennzahlen jedoch zufriedenstellend sein sollten, stellt dies keinen Grund dar, nicht in solche Vorzugsaktien zu investieren.

EMPFOHLENES VORGEHEN BEI DER BERECHNUNG AUF GRUNDLAGE DER TOTAL DEDUCTIONS – Bei der Berechnung der Ertragsdeckung von Vorzugsaktien mit vorrangigen Gläubigeransprüchen aus Anleihen ist es unerlässlich, die Zinslast für die Anleihen *zusammen* mit den in Aussicht gestellten Vorzugsdividenden zu veranschlagen. Die wohl als gängig zu bezeichnende Praxis, eine separate Ertragsdeckung für die Vorzugsdividenden (in Dollar pro Aktie) anzugeben, entspricht einem Vorgehen wie bei der Bestimmung der Ertragsdeckung einer nachrangigen Anleihe mit der Prior-deductions-Methode und wirkt damit ähnlich irreführend. Wenn das Volumen der ausstehenden Vorzugsaktien im Vergleich zu den Anleihen hinreichend klein ist, weist der so ermittelte Ertrag pro Aktie einen Wert aus, der nahelegen würde, dass die Vorzugsdividenden eine höhere Ertragsdeckung aufwiesen als die Zinslast aus den Anleihen. Eine solche Aussage hat entweder überhaupt keine Erklärungskraft oder zeigt an, dass die Vorzugsdividende abgesichert wäre als der Zinsdienst für die vorrangigen Anleihen desselben Unternehmens – was völlig absurd ist.¹²² (Siehe die Beispiele unten.)

Bei der *West Penn Electric Company Class A Stock*-Aktie handelt es sich in Wirklichkeit um eine zweitrangige Vorzugsaktie. In diesem Fall führt das übliche Vorgehen zu dem Eindruck, dass die Vorzugsdividenden sicherer wären als die Zinsen für die vorrangigen Anleihen; und weil die Class A-Aktien ein so geringes Volumen haben, scheinen die Dividenden hierfür wiederum sicherer als die Zinsen und die Dividenden für den vorrangigen Vorzug. Korrekterweise müsste man zu dem Ergebnis gelangen, dass die *Class A*-Aktien eine 1,26-Fache Ertragsdeckung anstelle von 7,43 aufweisen – was einen enormen Unterschied bedeutet.

Beispiele für korrekte und inkorrekte Berechnungsmethoden der Ertragsdeckung bei

Vorzugsaktien

Colorado Fuel and Iron Company:			Zahlen für 1929
Ertrag, der für den Zinsdienst verwendet werden kann			3.978.000 \$
Zinslast			1.628.000 \$
Vorzugsdividenden			160.000
Saldo für Dividendenausschüttung an Stammaktien			2.190.000
Übliche, aber inkorrekte Berechnung		Korrekte Berechnung	
Zinsdeckung	2,4-fach	Zinsdeckung	2,4-fach
Deckung der Vorzugsdividenden	14,7-fach	Deckung der Vorzugsdividenden	2,2-fach
Ertrag pro Vorzugsaktie	\$ 117,50		
Beachte: Die alleinige Angabe des Ertrags pro Vorzugsaktie wie hier ist entweder wertlos oder gefährlich irreführend.			

Warner Bros. Pictures, Inc.:			Stichtag, 28. Aug. 1937
Ertrag, der für den Zinsdienst verwendet werden kann			10.760.000 \$
Zinslast			4.574.000
Vorzugsdividenden			397.000
Saldo für Dividendenausschüttung an Stammaktien			5.789.000
Übliche, aber inkorrekte Berechnung		Korrekte Berechnung	
Zinsdeckung	2,35-fach	Zinsdeckung	2,35-fach
Deckung der Vorzugsdividenden	14,8-fach	Deckung der Vorzugsdividenden	2,1-fach
Ertrag pro Vorzugsaktie	56,99 \$		
West Penn Electric Company:			Zahlen für 1937
Bruttoerlöse			40.261.000 \$
Nettoertrag			13.604.000
Zinslast (inklusive Vorzugsdividenden für Tochtergesellschaften)			8.113.000
Dividenden für die 7 %- und 6 %-Vorzüge			2.267.000

Dividenden für die <i>Class-A</i> -Aktien (nachrangig nach den 7 %- und 6 %-Vorzügen)			412.000
Saldo für Dividendenausschüttung an <i>Class-B</i> -und Stammaktien			2.812.000
Übliche, aber inkorrekte Berechnung		Korrekte Berechnung	
-fache Zinsen		Ertrag pro Aktie	-fach verdient
Zinsdeckung	1,68-fach		Zinsdeckung
			1,68-fach
(6 %- und 7 %-Vorzüge)	2,42-fach	16,11 \$	Deckung der Zinsen und Vorzugsdividenden
			1,31-fach
<i>Class-A</i> -Aktien	7,43-fach	54,79	Deckung der Zinsen, Vorzugsdividenden und <i>Class-A</i> -Dividenden
			1,26-fach

Die fehlerhafte Methode zur Berechnung der Ertragsdeckung der *Class-A*-Aktien ist wahrscheinlich dafür verantwortlich, dass diese Aktien 1937 einen sehr hohen Kurs (108) hatten. Dabei ist die Beobachtung sehr interessant, dass, obwohl der Kurs der *Class-A*-Aktien 1932 auf einen Wert von 25 gesunken war, sie später wiederholt bei Kursen notierten, die den Preis der 7-Prozent-Vorzüge übertrafen. Offensichtlich wurden einige Anleger dermaßen durch die Angabe der Erträge pro Aktie irregeführt, dass sie die zweitrangigen Vorzüge für sicherer erachteten als die erstrangigen Vorzüge.

AUFLÖSUNG EINES SCHEINBAREN WIDERSPRUCHS – Das vorgestellte Vorgehen zur Beurteilung der Ertragsdeckung bei Vorzugsaktien führt scheinbar zu einem Widerspruch; nämlich dass die Inhaber von Vorzugsaktien einen höheren Mindestwert für die Ertragsdeckung verlangen sollen als die Inhaber von Anleihen desselben Unternehmens, wobei es in der Natur der Sache liegt, dass für die Ertragsdeckung der Vorzüge ein geringerer Wert ausgewiesen wird. Es ist offensichtlich, dass bei jedem Unternehmen eine höhere Ertragsdeckung ausgewiesen wird, bezieht man sie ausschließlich auf die festen Zinszahlungen, als die Deckung, die man aus der Kombination von Zinsen und Vorzügen ermittelt. Dieser Umstand hat dazu geführt, dass sich bei einigen Anlegern (und Autoren) eine Ansicht durchgesetzt hat, nach der die Tests für eine geeignete Vorzugsaktie nicht so stringent zu sein bräuchten wie die für geeignete Anleihen.¹²³ Das ist aber nicht die ganze Wahrheit. Der springende Punkt ist, dass, wenn ein Unternehmen sowohl Anleihen ausstehen als auch Vorzugsaktien im Umlauf hat, die Vorzugsaktien nur dann sicher genug sein können, wenn die Anleihen *sicherer sind, als sie es sein müssten*. Was im Umkehrschluss bedeutet, dass, wenn die Anleihen eines Unternehmens als gerade ausreichend sicher eingestuft werden, sich die Vorzüge dieses Unternehmens nicht

für eine Investition eignen. Dies soll durch die beiden folgenden Beispiele illustriert werden:

Jahr	<i>Ligett & Myers Tobacco Co.</i>		<i>Commonwealth & Southern Corp.</i>	
	Ertragsdeckung der Zinsen	Ertragsdeckung der Zinsen und Vorzüge	Ertragsdeckung der fixen laufenden Verbindlichkeiten	Ertragsdeckung der fixen laufenden Verbindlichkeiten und Vorzüge
1930	15,2	7,87	1,84	1,48
1929	13,9	7,23	1,84	1,55
1928	12,3	6,42	1,71	1,44
1927	11,9	6,2	1,62	1,37
1926	11,2	5,85	1,52	1,31
1925	9,8	5,14	1,42	1,28

Die Ertragsdeckung der Vorzüge (inklusive natürlich der Zinszahlungen) von *Ligett and Myers* übertrifft substanziell den hier vorgeschlagenen Mindestwert von 4. Betrachtet man allein die Deckung der Zinszahlungen, ergibt sich dann auch ein Wert, der viel größer ist als der geforderte kleinere Mindestwert von 3. Daneben zeigt sich, dass die Deckung der festen Verbindlichkeiten von *Commonwealth and Southern* gerade so den vorgeschlagenen Mindestwert von 1,75 erreicht. Das bedeutet, dass, während sich die verschiedenen Anleihen dieses Unternehmens durchaus als geeignetes Investment qualifizieren könnten, die 6-Prozent-Vorzüge hiervon ausgeschlossen sind und ein Kauf dieser Aktien zu einem Über-pari-Kurs im Jahr 1930 ein offensichtlicher Fehler war.

IRREFÜHRENDE ANGABE VON »DOLLAR PRO AKTIE«-WERTEN – Falls ein Unternehmen neben seinen Vorzugsaktien keine vorrangigen Anleihen mehr ausstehen hat, ist es egal, ob die Ertragsdeckung der Vorzüge in soundso viel Dollar pro Aktie oder in Form des Ertrags als Vielfaches der aggregierten Vorzüge angegeben wird. Die zweite Form ist aus zwei Gründen vorzuziehen. Der mit der größeren Bedeutung ist, dass die Verwendung der »Dollar pro Aktie«-Variante in den Fällen ohne vorrangige Anleihen zur Verwendung auch in den Fällen verleitet, in denen solche Anleihen ausstehen. Wertpapieranalysten und intelligente Anleger sollten den Aufwand nicht scheuen, die Verwendung dieser Kennziffer zu vermeiden und von ihrer irreführenden Verwendung bei der Beurteilung der Ertragsdeckung für die Vorzüge abzuraten, was wohl am besten dadurch zu erreichen wäre, wenn sie vollständig aus den Berechnungen ausgeschlossen würde. Als weiterer Grund ist die Abhängigkeit der Dollar-pro-Aktie-Form vom Marktpreis der Vorzugsaktien zu benennen. Erträge von 20 Dollar pro Aktie machen einen viel besseren Eindruck für eine Vorzugsaktie, die bei einem Kurs von 80

steht, als wenn sie bei 125 stünde. Im einen Fall entsprechen die Erträge 25 Prozent des Marktpreises und im anderen sind es nur 16 Prozent.

Die Kennzahl Dollar pro Aktie büßt jede Vergleichbarkeit ein, wenn der Nennwert weniger als 100 Dollar beträgt oder es sich um nennwertlose Stückaktien mit kleiner Dividendenrendite handelt. Ein Ertrag von 18,60 Dollar pro Aktie *S. H. Kress and Company 6 Prozent Preferred* (Nennwert zehn Dollar) ist natürlich vorteilhafter als ein Ertrag von 20 Dollar pro Aktie bei irgendeiner 7-Prozent-Vorzugsaktie mit Nennwert 100 Dollar.

BESTIMMUNG DER KAPITALSTRUKTUR – Die Umsetzung dieses Tests in Bezug auf Vorzugsaktien gleicht der des Ertragsdeckungstests. Die Summe der Nominalwerte aus Anleihen, sofern vorhanden, und Vorzugsaktien wird ausschließlich zum Marktwert der Stammaktien ins Verhältnis gesetzt. Bei der Beurteilung von Anleihen allein zählen die Vorzugsaktien zum Eigenkapital; bei der Beurteilung der Sicherheit von Vorzugsaktien zählen nur die Stammaktien zum Eigenkapital. In Fällen, in denen erstrangige und zweitrangige Vorzüge existieren, zählen die Letzteren bei der Beurteilung der Sicherheit der erstrangigen zum Eigenkapital.

Wertpapier	Nominalwert	Kurstief 1932	Marktwert beim Kurstief 1932
Anleihen	\$ 10.500.000	-----	-----
8 %-Vorzüge (erstrangig)	2.250.000	140	\$ 3.150.000
5 %-Vorzüge (zweitrangig)	17.156.000	81	13.900.000
Stammaktien	6.140.000*	20	128.200.000

* Anzahl der Aktien

Beispiel für die Berechnung der Eigenkapitaldeckung von Vorzugsaktien der Procter and Gamble Company

- Eigenkapitaldeckung der Anleihen:

$$\frac{3.150.000 + 13.900.000 + 128.200.000}{10.500.000} = 13,8:1$$

- Eigenkapitaldeckung der erstrangigen Vorzüge:

$$\frac{13.900.000 + 128.200.000}{10.500.000 + 3.150.000} = 10,4:1$$

- Eigenkapitaldeckung der zweitrangigen Vorzüge:

$$\frac{128.200.000}{10.500.000 + 3.150.000 + 13.900.000} = 4,6:1$$

Sollte der Marktwert der Stammaktien mit dem *Nennwert* oder dem *Marktwert* der Vorzugsaktien verglichen werden? In der Mehrheit der Fälle macht es keinen großen Unterschied, welche Kennzahl verwendet wird. Es existiert aber eine wachsende Anzahl nennwertloser Vorzugsaktien (und ebenfalls solcher wie *Island Creek Coal Company Preferred and Remington Rand, Inc., Second Preferred*, deren wahrer Nominalwert vom angegebenen abweicht).¹²⁴

In diesen Fällen muss eine Äquivalenzbetrachtung über die Dividendenrenditen vorgenommen werden. Wegen solcher Umstände und ebenfalls wegen stark vom Nennwert abweichender Marktwerte (z. B. *Norfolk and Western Railway Company 4 % Preferred* im Jahr 1932 oder *Eastman Kodak 6 % Preferred* im Jahr 1939) erscheint es in der Regel besser, ausnahmslos die *Marktwerte* von Vorzugsaktien bei der Bestimmung der Kapitalstrukturen zu verwenden. Dabei sollte aber nicht außer Acht gelassen werden, dass in Bezug auf Anleihen stets die *Nominalwerte* und nicht die Marktwerte anzusetzen sind, da ihr Wert nicht den gleichen Einwänden in Bezug auf die Aussagekraft ausgesetzt ist wie bei Vorzugsaktien.

NICHTKUMULATIVE BETEILIGUNGEN – Der theoretische Nachteil einer nichtkumulativen Vorzugsaktie im Vergleich zu einer kumulativen mit Nachbezugsrecht von ausgefallenen Dividenden wegen zu geringer Bilanzsumme ähnelt der grundsätzlichen Unterlegenheit von Vorzugsaktien im Vergleich mit Anleihen. Die Nichteinhaltung einer Dividendenzusage aus Vorzugsaktien ist im Allgemeinen mit der Unfähigkeit verbunden, in der Zukunft die Ausschüttungen zu erwirtschaften, die in der Vergangenheit zurückgehalten wurden. Eine solche Perspektive zu akzeptieren ist so unvernünftig, dass bei nahezu allen neuen Wertpapieren von nahezu jedermann Vorbehalte gegenüber nichtkumulativen Papieren bestanden und Neuemissionen in nahezu allen Fällen als kumulative Beteiligungen mit Nachbezugsrecht ausgestaltet waren.¹²⁵ Nichtkumulative Beteiligungen sind als Ergebnis von Restrukturierungskonzepten entstanden, bei denen die alten Wertpapierinhaber die Ausgestaltung ihrer Folgebeteiligungen in der Form akzeptieren mussten, die ihnen angeboten wurde. Im Verlauf der letzten Jahre hat sich jedoch auch bei Restrukturierungen die Ausgestaltung als kumulative Beteiligung durchgesetzt, wenn auch teilweise mit der Einschränkung, dass dieses Merkmal erst nach Ablauf einer bestimmten Zeitspanne seine Wirkung entfaltet.

Austin Nichols and Company 5 Dollar Preferred wurde beispielsweise 1930 im Zuge eines Reorganisationsplanes aufgelegt und wurde 1934 kumulativ. *National Department*

Stores Preferred, aufgelegt 1935, wurde 1938 vollständig kumulativ.

HAUPT EINWAND GEGEN NICHTKUMULATIVE BETEILIGUNGEN – Einer der Haupteinwände gegen nichtkumulative Beteiligungen ist die Möglichkeit der Unternehmensführung, sogar in guten Jahren Ausschüttungen auszulassen, obwohl sie erwirtschaftet wurden, und so eine Reichtumsverschiebung zugunsten der Stammaktionäre und zulasten der Vorzugsaktionäre vorzunehmen. Die Erfahrung lehrt, dass nichtkumulative Vorzüge selten ausgeschüttet werden, wenn diese Ausschüttung nicht Voraussetzung dafür ist, Dividenden an Stammaktien ausschütten zu können; werden Dividenden für Stammaktien später ausgesetzt, so kommt es in aller Regel auch zur anschließenden Aussetzung von Vorzugsdividenden.¹²⁶

Beispiel: Die *St. Louis-San Francisco Railway Company* bietet ein typisches Beispiel. Für die bestehenden Vorzüge wurden zwischen 1916 und 1924 keine Dividenden ausgeschüttet, obwohl die Erträge in den einzelnen Jahren meist eine Vollausschüttung zugelassen hätten. Kurz bevor auch Dividenden auf Stammaktien ausgeschüttet wurden, wurden Vorzugsaktien ausgeschüttet und nicht mal ein Jahr, nachdem diese 1931 wieder ausgesetzt wurden, ebenfalls eingestellt.

Die Ungerechtigkeit eines solchen Arrangements veranlasste den Gerichtshof von New Jersey (im Fall *United States Cast Iron Pipe*)¹²⁷ zu der Entscheidung, dass, wenn die Dividenden für nichtkumulative Vorzugsaktien erwirtschaftet, aber nicht ausgeschüttet wurden, den Eigentümern dieser Vorzugsaktien ein Anspruch auf Erhalt dieser Dividenden zusteht, der vor jeder weiteren Ausschüttung für Stammaktien besteht. Das bedeutet, dass nichtkumulativen Vorzugsaktien in New Jersey ein kumulativer Anspruch zugebilligt wurde, wenn die Dividenden erwirtschaftet wurden. Der oberste Gerichtshof der Vereinigten Staaten kommt allerdings zu einem entgegengesetzten Urteil (im *Wabash Railway Fall*)¹²⁸, in dem zwar die Nachteile der nichtkumulativen Ausgestaltung anerkannt werden, jedoch auf die gegebene Akzeptanz dieser Regelungen bei Kauf des Wertpapiers abgestellt wird.

Diese Auffassung ist juristisch sauber, jedoch sollten die bei Vorzugsaktien inhärenten Nachteile (hauptsächlich wegen der dem Management gegebenen Möglichkeit zu opportunistischem Handeln) ausreichen, die einzelnen Staaten zu veranlassen, dem Beispiel von New Jersey zu folgen und nur noch solche nichtkumulativen Wertpapiere zuzulassen, die zumindest eingeschränkt auf den Fall, dass Dividenden erwirtschaftet wurden, ein Nachbezugsrecht enthalten. Diese Auffassung hat sich in vielen Einzelfällen durchgesetzt, indem die vertragliche Ausgestaltung nachträglich durch geeignete Regelungen ergänzt wurde.¹²⁹

EIGENSCHAFTEN DER GELISTETEN 21 VORZUGSAKTIE MIT INVESTMENTSTATUS – Von den 440 im Jahre 1932 an der *New York Stock Exchange* zum Handel zugelassenen Vorzugsaktien waren

nur 40 oder 9 Prozent als nichtkumulativ ausgestaltet. Darunter waren 29 Eisenbahn- oder Straßenbahngesellschaften und nur elf Industripapiere. Für den Leser mag es vielleicht überraschend sein, dass von den gerade mal 21 Vorzugsaktien, die 1932 unverändert auf Investment gestuft waren, nicht weniger als vier nichtkumulativen Charakters waren. Weitere Eigenarten sind in der folgenden Aufzählung zusammengefasst (siehe Tabelle auf S. 211):

- Beide Gruppen, Vorzugsaktien ohne kumulativen Dividendenanspruch und solche mit vorrangigen Anleihen, stellen einen größeren Anteil in der Liste der 21 »guten« Unternehmenspapiere als der, den sie unter allen an der Börse gehandelten stellen.
- Die am besten abschneidende Branche ist die *Schnupftabakindustrie* mit drei Unternehmen.
- Negativmerkmale:
 - Nur ein Unternehmen weist eine sinkende Kapitalbasis auf.
 - Nur bei einem Papier handelt es sich um einen zweitrangigen Vorzug (*Procter and Gamble*).
 - Nur bei einem Papier lautet der Nennwert auf \$1 (*Island Creek Coal*).
 - Nur ein Papier konnte zu Preisen gekauft werden, die nahe am Kurstief zwischen 1932–1933 waren (*General Electric*).

BESONDERHEITEN IN FORM, TITEL ODER HINSICHTLICH EHER IMMATERIELLER RECHTE – Die Autoren sind der Auffassung, dass aus einem solchen induktiven Vorgehen keine überzubewertenden Schlüsse gezogen werden dürfen, außer: (1) dass nichtkumulative Vorzugsaktien den kumulativen vorgezogen werden sollten, (2) dass Vorzugsaktien mit vorrangigen Anleihen denen ohne solche vorgezogen werden sollten oder (3) dass die Schnupftabakindustrie die sicherste Branche für eine Investition darstellt. Die wahre Bedeutung dieser doch überraschenden Ergebnisse zeigt sich erst in Bezug auf die hier vertretene grundsätzliche These, wonach formale Aspekte, besondere Bezeichnungen oder immaterielle Rechte eher nebensächliche Merkmale sind und es im Endeffekt hauptsächlich auf die individuelle Entwicklung eines Unternehmens ankommt. Wenn die Dividendenzahlungen auf eine Vorzugsaktie als sicher angenommen werden dürften, wird die Frage nach der Ausgestaltung als kumulativ oder nicht zur rein akademischen, wodurch auch die praktische Relevanz des vertraglichen Nachteils bei Ansprüchen aus Vorzugsaktien im Vergleich zu Ansprüchen aus Schuldverschreibungen verschwindet. Der nichtkumulative Nachteil der Inhaber von *United States Tobacco Company Preferred* entfaltete keine Wirkung, als das Unternehmen 1932 während der Depression die Dividende hierauf mehr als 16-fach erwirtschaftete – und darüber hinaus einen Großteil der ausstehenden Aktien zu

einem Stückpreis von 125 Dollar zurückkaufte. Dieses Beispiel muss natürlich als Ausnahme von der Regel betrachtet werden; und in Bezug auf die praktische Anwendung sollte nicht versäumt werden, auf die Regel hinzuweisen, wonach, ungeachtet der zukünftigen Aussichten eines Unternehmens, der Kauf eines nichtkumulativen Papiers besser durch den Kauf eines kumulativen Papiers ersetzt werden sollte, um im Falle von unerwarteten Entwicklungen eine besser geschützte Position innezuhaben.¹³⁰

DIE GRÖSSE UND NICHT DIE ALLEINIGE EXISTENZ VORSTEHENDER GLÄUBIGERANSPRÜCHE IST ENTSCHEIDEND – Die relativ große Anzahl von Vorzugsaktien mit vorrangigen Gläubigeransprüchen aus Anleihen in unserer Liste ist ebenfalls von Interesse, zeigt sie doch, dass nicht allein das *Vorhandensein* von vorrangigen Anleihen, sondern das *Volumen* des vorrangigen Fremdkapitals von entscheidender Bedeutung ist. In dreien der betrachteten Fälle steht den Vorzugsaktien tatsächlich nur ein geringer Fremdkapitalbestand vor, der auf die jeweils lange Unternehmensgeschichte zurückzuführen ist und ein Überbleibsel früherer Anleihenfinanzierung darstellt.¹³¹

Mehr als Zufall ist die Tatsache zu werten, dass alle drei Vorzugsaktien von Industrieunternehmen in der Liste aus der *Schnupftabakbranche* stammen. Dieses Ergebnis ist nicht nur insoweit interessant, als es diese Branche im Nachhinein als gute Investmententscheidung herausstellt, sondern es zeigt auch besonders deutlich auf, dass ein Anleger nicht aus seiner persönlichen Sichtweise auf eine bestimmte Branche auf die zukünftige Entwicklung eines Wertpapiers aus dieser Branche schließen sollte. Eine ausgezeichnete und anhand von Unternehmensdaten nachvollziehbare Entwicklung in der Vergangenheit sowie der Eindruck einer nachweisbaren inhärenten Stabilität des Unternehmens und die Abwesenheit jedweder konkreter Gründe, die auf eine substantielle Änderung dieser Einschätzungen für die Zukunft hindeuten, bilden die einzige vernünftige Grundlage für eine Investition, die aus dem Kalkül erfolgt, einen Festbetragsanspruch zu erwerben. Die verschiedenen (unter 3, weiter oben) aufgelisteten Merkmale zeigen ebenfalls, dass formelle Unterschiede oder graduelle Abweichungen in der Vertragsgestaltung keinen essenziellen Einfluss auf die Qualität eines Papiers haben.

KAPITEL 16

GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN UND MIT GARANTIEN AUSGESTATTETE WERTPAPIERE

GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN

Die vertragliche Stellung des Inhabers einer Gewinnschuldverschreibung ist eine Mischung aus den Positionen, die Anleiheninhaber und Inhaber von Vorzugsaktien bekleiden. Praktisch alle Gewinnschuldverschreibungen weisen ein Fälligkeitsdatum auf, sodass der Inhaber zu diesem Zeitpunkt einen Anspruch auf Rückzahlung des zur Verfügung gestellten Betrages hat. In dieser Hinsicht entspricht die Position einer Gewinnschuldverschreibung der einer Anleihe. Sinnvollerweise sollte dabei betont werden, dass Gewinnschuldverschreibungen in aller Regel mit sehr langen Laufzeiten ausgestattet sind und daher das Recht auf Rückzahlung in den meisten Fällen kaum praktische Relevanz bei der Einzelfallanalyse entfaltet. Tatsächlich ist den Autoren nur ein Fall bekannt, in dem Inhaber von Vorzugsaktien den zur Finanzierung zur Verfügung gestellten Betrag aus dem gewöhnlichen Ablauf der Fälligkeit vollständig zurückerhalten haben.¹³²

ERMESSENSSPIELRAUM BEIM KAPITALDIENST – In Bezug auf den Kapitaldienst gleichen einige Gewinnschuldverschreibungen einer Position, wie sie auch Besitzer von Vorzugsaktien innehaben, da der Unternehmensführung große Freiheiten bei der Bestimmung des für Zinszahlungen verwendbaren Betrages überlassen werden. In der Regel sehen die Vertragsbestimmungen vor, dass nur in dem Umfang Zinszahlungen vorgenommen werden, in dem sie durch entsprechend ausgewiesene Erträge gedeckt sind, wobei der Unternehmensleitung das Recht vorbehalten bleibt, davor Aufwendungen in beliebiger Höhe für bestimmte Zwecke zu passivieren und so den für Zinszahlungen zur Verfügung stehenden Saldo zu verringern.

Für das *Green Bay and Western Railroad Company Income Debentures »Series B«*

wurden zwischen 1922 und 1931 Ausschüttungen in einem Umfang vorgenommen, die zu einer Rendite von nur 6 Prozent auf das eingesetzte Kapital führten, obwohl die Ertragslage eine Rendite von nahezu 22 Prozent ermöglicht hätte. Heutzutage hat es sich durchgesetzt (z. B. *Colorado Fuel and Iron Company Income 5s*, fällig 1970), definitive Obergrenzen für den prozentualen Anteil von auf diese Art und Weise den Inhabern von Gewinnschuldverschreibungen vorenthaltenen Ausschüttungen festzuschreiben; wobei dennoch ein gewisser Ermessensspielraum bei der Unternehmensführung verbleibt. Man könnte demnach zu der Feststellung gelangen, dass Gewinnschuldverschreibungen bei individueller Betrachtung einzelner Papiere die ganze Bandbreite zwischen reinen Vorzugsaktien und reinen Anleihen ausfüllen können.

NIEDRIGES INVESTMENTRATING FÜR DIE ANLAGEKLASSE VON GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN – Weil die vertragliche Stellung eines Inhabers von Gewinnschuldverschreibungen immer mehr oder weniger besser ist als die eines Inhabers von Vorzugsaktien, könnte man zu der Erwartung gelangen, dass Gewinnschuldverschreibungen im Durchschnitt ein besseres Investmentrating aufweisen als Vorzugsaktien. Dies ist allerdings nicht der Fall. Tatsächlich ist den Autoren nur eine einzige Gewinnschuldverschreibung bekannt, die seit ihrer Existenz eine hervorragende Einstufung behaupten konnte, nämlich *Atchinson Topeka and Santa Fee Railway Company Adjustment 4s*, fällig 1995.¹³³ Hier zeigt sich ein Gegensatz zwischen Theorie und dem üblichen Verhalten an den Märkten, wonach Gewinnschuldverschreibungen normalerweise und nahezu ausschließlich Ergebnisse von Unternehmensreorganisationen waren und daher im Zusammenhang mit Unternehmen mit einer zweitklassigen Kreditgeschichte stehen.

Die tatsächlich gegebene Abhängigkeit der Zinszahlungen davon, dass sie durch Erträge im laufenden Jahr erwirtschaftet wurden, impliziert bereits die Wahrscheinlichkeit, dass die Erträge unzureichend ausfallen könnten. Dividenden auf Vorzugsaktien hängen in ähnlicher Weise von den ausgewiesenen Erträgen ab, jedoch wird bei diesen nicht auf die gleiche Implikation abgestellt. Die allgemeine Beurteilung von Gewinnschuldverschreibungen als Anlageklasse scheint demnach eher auf die Umstände der Entstehung dieses Wertpapiers als auf die vertragliche Position, die sie verbriefen, aufzubauen. Dazu folgende Analogie: Wenn es hier, wie in England, übliche Praxis wäre, Hypothekendarlehen so lange wie möglich bei der Finanzierung zu vermeiden und erst dann einzusetzen, wenn Zweifel an der Kreditwürdigkeit einen solchen Schutz der Gläubigerinteressen verlangen, dann würde man zu dem Ergebnis gelangen, dass Hypothekendarlehen ein von *Debenture*-Anleihen dominiertes Wertpapier darstellen.¹³⁴

MÖGLICHES WACHSTUM DES VOLUMENS VON GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN – Zukünftig ist

es durchaus vorstellbar, dass der Anteil von Gewinnschuldverschreibungen bei der Unternehmensfinanzierung über das Maß von Vorzugsaktien hinaus zunehmen wird. Die Vielzahl von Unternehmensreorganisationen aus den Depressionsjahren 1930 bis 1933 und die anhaltende Schwäche in der Ertragslage von Eisenbahngesellschaften führten zu einem sprunghaften Anstieg von neuen Gewinnschuldverschreibungen und einige dieser Unternehmen sind durchaus in der Lage, ihre Position so weit zu stabilisieren und zu festigen, dass ihre Gewinnschuldverschreibungen in die höchste Anlageklasse aufgenommen werden, wie im Fall *Atchinson, Topeka and Santa Fe* nach dem Restrukturierungs- und Reorganisationsprozess von 1895. Bisher wurde bei der Untersuchung noch gar nicht berücksichtigt, dass Gewinnschuldverschreibungen im Vergleich zu Vorzugsaktien einen erheblichen Steuervorteil bieten, ohne dass dieser positive Effekt durch einen gegenläufigen kompensiert würde. Einige finanzstarke Konzerne könnten in der nahen Zukunft dazu übergehen, ihre im Umlauf befindlichen Vorzugsaktien in Gewinnschuldverschreibungen umzuwandeln oder sich bei Neuemissionen dieser Form zu bedienen, um den resultierenden Steuervorteil, wie auch durch die Verwendung minimaler Nennwerte bei Aktien und die so gesparte Kapitaltransfersteuer, voll auszuschöpfen. Solche Entwicklungen könnten es in der Zukunft rechtfertigen, eine respektable Anzahl von Gewinnschuldverschreibungen zu den Investitionen mit Festbetragsanspruch zu zählen.¹³⁵

BERECHNUNG UND BEURTEILUNG DES SICHERHEITSNIVEAUS VON GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN – Das Vorgehen zur Berechnung des Sicherheitsniveaus bei Gewinnschuldverschreibungen entspricht dem bei Vorzugsaktien.

Berechnungen, bei denen die Erträge einzeln für die verschiedenen Papiere ausgewiesen werden, müssen natürlich, obwohl sie in dieser Form von den Statistikanbietern vorgenommen werden, rigoros vermieden werden. Die Autoren empfehlen, bei der Auswahl von Wertpapieren im Kalkül einen Festbetragsanspruch zu erwerben und die gleichen Mindestwerte wie bei Vorzugsaktien auch bei Gewinnschuldverschreibungen anzuwenden.

Beispiel: Die folgende Analyse der Ertrags- und Kapitaldienstrechnung von *Missouri-Kansas-Texas Railroad Company* aus dem Jahr 1930 illustriert den Umgang mit den verschiedenen Finanzierungspapieren eines Unternehmens. Daneben liefert es auch ein Beispiel für die beiden (im Kapitel 12 diskutierten) Methoden der Darstellung der Ertragslage von Eisenbahngesellschaften bei der Analyse von Gewinnschuldverschreibungen und Vorzugsaktien.

Missouri-Kansas-Texas Railroad Company, Bilanzjahr 1930 (alle \$-Angaben in 1.000)

Bruttoerlös	45.949
-------------	--------

Betriebsergebnis (nach Steuern)	13.353
Bruttoergebnis (inkl. sonstiger Erträge)	12.009
Feste Verbindlichkeiten (Zins- und anderer Kapitaldienst)	4.230
Saldo für variablen Zinsdienst	7.779
Variabler Zinsdienst	696
Saldo für Dividendenausschüttungen	7.083
Dividenden auf Vorzugsaktien	4.645
Saldo für Dividenden auf Stammaktien	2.438
Das Nachsteuerergebnis übersteigt das Bruttoergebnis. Also sollte der <i>Net Deduction</i> -Test angewendet werden.	
<i>Net Deduction</i> = Unterschied zwischen Nachsteuerergebnis und dem Saldo für den variablen Zinsdienst = 13.353 \$ – 7.779 \$.	

			Ertrag als Vielfaches ...
Net Deduction	= 5.574 \$	$\frac{13.353 \$}{5.574 \$}$	= 2,40
Net Deduction und variabler Zinsdienst	= 6.270 \$	$\frac{13.353 \$}{6.270 \$}$	= 2,14
Net Deduction, variabler Zinsdienst und Vorzugsdividende	= 10.915 \$	$\frac{13.353 \$}{10.915 \$}$	= 1,22

Dabei ist zu beachten, dass der variable Zinsdienst für zum Beispiel Gewinnschuldverschreibungen nicht in die Bestimmung der Zinsverbindlichkeiten zur Berechnung der Ertragsdeckung für *Festzinsanleihen* eingeht. In dieser Hinsicht entspricht die Position einer Gewinnschuldverschreibung exakt der einer Vorzugsaktie. Ebenfalls zu beachten ist dabei, dass die Angabe von Statistikanbiestern, auf das *M-K-T Adjustment 5s* wäre eine Rendite von 57,29 Prozent erzielt worden (gemeint als »die Zinsen hierfür wurden mehr als elffach erwirtschaftet«), entweder bedeutungslos oder irreführend ist.

SIGNIFIKANZ DIESES DATENMATERIALS FÜR ANLEGER ANFANG DES JAHRES 1931 – Die Ertragslage war 1930 etwas schlechter als im Zehnjahresdurchschnitt und hätte demnach guten Gewissens als normales Ertragspotenzial von *M-K-T* angesehen werden dürfen. Die Ertragsdeckung der Zahlungsansprüche aus den Vorzugsaktien war offensichtlich aus jedem nicht spekulativen Kalkül inadäquat. Die Ertragsdeckung für Schuldverschreibungen mit variablem Zinsdienst war auf Grundlage der konservativeren Methode (*Net- Deductions-Methode*) ebenfalls unterhalb des von den Autoren vorgeschlagenen Mindestwertes von 2,5,

sodass dieses Papier nicht für eine Investition infrage gekommen wäre. Die Ertragsdeckung für Festzinspapiere lag substanziell über dem Mindestwert und zeigte so ein zufriedenstellendes Sicherheitsniveau an.

In der Natur der Sache liegt, dass der gewaltige Ertragseinbruch von 1931 bis 1933 nicht vorhersehbar war oder vollständig abwendbar gewesen wäre. Die Kurse von Festzinsanleihen von *M-K-T* verzeichneten 1932 hohe Verluste; weil jedoch die Kapitalstruktur des Unternehmens relativ konservativ war, kam es nicht wie bei den meisten anderen Transportunternehmen zur Zahlungsunfähigkeit fälliger Verbindlichkeiten. Tatsächlich wurde 1932 bis 1934 sogar variabler Zinsdienst geleistet, also Ansprüche bedient, die keine (unbedingten) Verbindlichkeiten darstellten.

Die nachfolgende Entwicklung verdient wegen ihrer praktischen Relevanz für Investitionen in Anleihen weitere Beachtung. Dazu verschafft die folgende Tabelle einen Überblick:

Jahr	Saldo für Zinsdienst	Ertrag als Vielfaches der <i>Net Deductions</i>	Kursbandbreite im betreffenden Jahr für	
			4,5s, 1978	Adj. 5s
1930	11.999.000	2,40	92,5 – 101	86 – 108,5
1931	5.579.000	1,22	43,5 – 98	34 – 95
1932	4.268.000	1,01	36 – 70,75	13 – 60
1933	3.378.000	0,86	55 – 77,5	32,75 – 65
1934	2.093.000	0,65	63,125 – 83,75	29 – 62,5
1935	2.457.000	0,71	28,5 – 64	11,25 – 36,5
1936	4.773.000	1,09	52,5 – 83	30,75 – 74,75
1937	3.274.000	0,86	38 – 79,75	18,5 – 80
1938	1.120.000	0,48	25 – 45,75	10 – 24

Wie sich zeigt, stellte sich die Annahme, dass die Ertragslage von 1930 dem normalen Ertragspotential von *M-K-T* entspräche, als falsch heraus. Für einen solchen Erfahrungswert musste ein Anleger, der 1931 Festzinsanleihen gekauft hat, allerdings kein besonderes Lehrgeld bezahlen. Trotz der Ertragseinbrüche und Herabstufung des Investmentstatus boten sich ihm in den folgenden sechs Jahren mehrere Möglichkeiten, mit Gewinn aus diesem Papier auszusteigen. Wie später noch herausgestellt werden wird (Kapitel 21), hätte eine saubere Methode ohnehin zu einem solchen Verkauf geführt, da sich die

Unternehmensaussichten geändert hatten.

Nach 1934 wurden nur noch 1937 einmal variable Zinsen ausgezahlt. Die Kursbandbreiten sind in erster Linie ein Abbild der Kopflosigkeit im Handeln der Anleihenkäufer. Dabei ist zu beachten, dass im Kurshoch 1937 trotz der völlig inadäquaten Ertragsdeckung und trotz der Tatsache, dass der Kurs des vorrangigen Papiers 1932, 1934 und 1935 mehr als das Doppelte betrug, teilweise die gleichen Preise für das variabel verzinsliche 5s gezahlt wurden wie für das festverzinsliche 4,5s.

GEEIGNETE GEWINNSCHULDVERSCHREIBUNGEN – Es existieren einige Fälle, in denen Gewinnschuldverschreibungen gleichwertig zu Anleihen mit Festbetragsansprüchen sind. Das *Atchinson Adjustment 4s* ist das am meisten bekannte Beispiel für ein solches Papier, schließlich entfiel im Vergleich dazu auf das 4-Prozent-Festzins- *Debenture* mit einer kurzen Ausnahme im Jahr 1938 immer ein Kursabschlag. Das Gleiche gilt auch in Bezug auf *St. Louis Southwestern Railway Company Second Income 4s*.¹³⁶ Während die theoretische Bewertung solcher Anleihen eher verwirrend ist, folgt offensichtlich für die praktische Beurteilung eines Unternehmens als Ganzem, dass Zinszahlungen auf solche Schuldverschreibungen zu den *festen Verbindlichkeiten* gegen dieses Unternehmen gezahlt werden sollten.

GARANTIERTE PAPIERE

Aus der Verbriefung von Garantien an sich erfolgt keine besondere Qualität eines Investments. Unerfahrene Anleger könnten aus dem Wort »garantiert« eine positive Beeinflussung des Sicherheitsniveaus folgern; dabei ist es unnötig, hinzuzufügen, dass der Wert einer Garantie ausschließlich von der finanziellen Lage des Garantierenden abhängt.

Hat der Garant nichts, ist die Garantie wertlos. Im Gegensatz zur Einstellung von Neulingen weist die *Wall Street* die Tendenz auf, den Wert einer Garantie zu *unterschätzen*, wie anhand der oft feststellbaren Kursabschläge von Garantiepapieren im Vergleich zu *Debentures* oder sogar den Vorzugsaktien eines Unternehmens festgestellt werden kann. Dieser besondere Vertrauensverlust von Garantiepapieren geht auf den Fall *Kanawha and Hocking Coal and Coke Company* aus dem Jahr 1915 zurück, bei dem die garantierende Eisenbahngesellschaft versuchte, von der abgegebenen Verpflichtung zurückzutreten, indem darauf abgestellt wurde, dass die Garantieerklärung von 1901 die Unternehmensressourcen überstieg und daher unwirksam sei. Der Versuch einer solchen Aushebelung der ursprünglichen Vereinbarung, motiviert durch gegen Kartellbildung gerichtete Bestrebungen beim Bundesgerichtshof und der Rechtsprechung im Staate Ohio, war ein völliger Fehlschlag,

belastete aber die allgemeine Wahrnehmung des Wertes von Garantien derart, dass selbst nach 25 Jahren noch Auswirkungen feststellbar sind.¹³⁷ Den Autoren ist nicht ein Fall bekannt, in dem es einem solventen Unternehmen durch rechtliche Schritte möglich war, vormals abgegebene Garantie im Nachhinein als unwirksam erklären zu lassen.¹³⁸

STATUS VON GARANTIEPAPIEREN – Wenn ein Unternehmen als Garant für Zinszahlungen, Dividenden oder Tilgung eines Finanzierungspapiers auftritt, führt die Nichterfüllung einer solchen Zahlungsverpflichtung zur Insolvenz des Garanten. Die Ansprüche aus der Garantie gegen den Garanten bekleiden in der Rangfolge eine Stellung, die der eines ohne weitere Sicherheiten ausgestatteten Gläubigeranspruches gegen das garantierende Unternehmen entspricht. Damit verdienen Ansprüche aus Garantien das gleiche Rating wie *Debentures* und ein besseres Rating als Vorzugsaktien des Garanten.

Ein Garantiepapier kann auch mit einem Investmentrating versehen werden, wenn die eigene Ertragslage und Position dieses Wertpapiers eine solche Einordnung unabhängig vom Garanten rechtfertigt. In solchen Fällen kann eine zusätzliche Garantie verbrieft sein, ohne dass die Eignung beeinträchtigt würde, geriete das als Garant fungierende Unternehmen in finanzielle Schwierigkeiten.

Beispiele: Das *Brooklyn Union Elevated Railroad 5s* (siehe Seite 49) war mit einer Garantie durch die *Brooklyn Heights Railroad Company* ausgestattet, welche wiederum selbst 1919 in die Konkursverwaltung geriet; die Anleihe selbst überstand die Reorganisation der Unternehmensfinanzen jedoch unbeschadet, weil es im Rahmen des *Brooklyn Rapid Transit System* eine bevorzugte Stellung hatte. Ähnliches gilt in Bezug auf *U.S. Industrial Alcohol Company Preferred dividends*, die mit einer Garantie der *Distilling Company of America* ausgestattet waren; letzteres Unternehmen erklärte den Bankrott, aber die *Alcohol Company* war in der Lage, die Dividendenforderungen aus den eigenen Erträgen zu bedienen, und kaufte die Vorzugsaktien später zu einem Kurs von 125 zurück.

Mit Garantien ausgestattete Stamm- oder Vorzugsaktien haben in Bezug auf den Garanten den Status einer Anleihe. Stellt sich die Garantie als wertlos heraus, fällt man natürlich auf die Aktienposition zurück – was gewöhnlich eine schwächere Position bedeutet, aber wie im Falle der erwähnten *U.S. Industrial Alcohol Company Preferred* auch im Gegenteil eine starke Position bedeuten kann. Dasselbe gilt in Bezug auf mit Garantien fremder Unternehmen ausgestattete Gewinnschuldverschreibungen (z. B. *Chicago, Terre Haute, and Southeastern Railway Company Income 5s*,¹³⁹ garantiert durch *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company*).

Der Wert einer Garantie zeigt sich manchmal ganz deutlich, wenn Teilschuldverschreibungen eines Wertpapiers mit und andere ohne Garantien verbrieft sind.

Beispiel:

<i>Anacostia and Potomac River Railroad First 5s, fällig 1949</i>	
500.000 \$ Teilschuldverschreibung garantiert durch <i>Washington Ry. & Elec. Co</i>	Kurs 1939: 110
2.100.000 \$	Kurs 1939: 80

In diesem Fall war die Ertragsdeckungsquote der *Anacostia Company* inadäquat (1,36-fach in 1939), aber die des garantierenden Unternehmens war hoch (mehr als das 4-Fache in 1938 auf konsolidierter Basis und mehr als das 11-Fache, bezogen auf den Mutterkonzern, inklusive der Zinszahlungen, die lediglich für bedingte Ansprüche erfolgten).

DER EXAKTE WORTLAUT DER GARANTIE HAT EINE GROSSE BEDEUTUNG – Der exakte Wortlaut einer Garantie hat offensichtlich einen vitalen Einfluss auf ihren Wert. Eine Garantie, die sich nur auf die laufenden Zinszahlungen bezieht, ist wahrscheinlich viel weniger wert als eine, die auch die Tilgung miteinschließt.

Beispiele: Für das *Philippine Railway Company First 4s*, fällig 1937, waren nur die Zinszahlungen durch die philippinische Regierung garantiert. Die Erträge der Eisenbahngesellschaft selbst waren miserabel. Die Zinszahlungen wurden bis zur Fälligkeit pünktlich geleistet, aber die Tilgung erfolgte nicht. Diese Situation spiegelte sich im Kurs der Anleihe wider, der seit 1929 nicht mehr über 39 stieg.¹⁴⁰

Minneapolis, St. Paul and Saulte Saint Marie Railroad First Consolidated 4s and 5s, fällig 1938: Für die gesamte 4-Prozent-Anleihe und die Hälfte der 5-Prozent-Anleihe lag ausschließlich eine Zinsgarantie der *Canadian Pacific Railway* vor. Die Tilgung fiel bei Fälligkeit aus und *Canadian Pacific* stellte die Zinszahlungen ein, was den Kurs der Anleihen auf 6 sinken ließ.¹⁴¹

Andererseits erfolgten alle Zinszahlungen für das *First and Refunding 5,5s Series B*, fällig 1978 – eine nachrangige Schuldverschreibung vom gleichen Unternehmen, deren laufende Zinsen ebenfalls von *Canadian Pacific* garantiert waren –, wegen dieser Garantie termingerecht, obwohl die Zinszahlungen für das Papier mit dem vorrangigen Eigentumsanspruch bereits notleidend waren. Diese Anleihe hatte 1939 einen Kurs von 64, wohingegen der Kurs der vorrangigen Papiere auf 6 gesunken war. Beachtenswert ist ferner, dass ihr Kurs 1931 nur 35 betrug, während das *1st Consolidated Guaranteed 5s*, fällig 1938, zu einem Preis von 45 gehandelt wurde und das *Canadian Pacific (unsecured) Debenture Stock* bei 56,87 notierte. Daraus ist ersichtlich, dass der langfristige Wert der Garantie von *Canadian Pacific* 1931 nicht vollständig in den Kursen eingepreist war. Der entsprechende Nachteil kommt auch bei zeitlich befristeten Garantien für Dividendenausschüttungen zum

Tragen.

Beispiele: Die aktuelle Variante einer solchen Situation findet sich im Fall der Stammaktien der *American Telegraph and Cable Company*, auf die eine auf 50 Jahre begrenzte 5-Prozent-Dividende (nur) durch die *Western Union Telegraph Company* ab 1882 garantiert war, die 1932 erlosch.

Aufgrund der Länge des Zeitraums konstanter Dividendenausschüttungen betrachteten die Anleger die Dividende schließlich als sichere Einzahlung und der Aktienkurs lag bis 1922 bei 70. Mittlerweile war der strategische Marktwert der innerhalb des Konzerns bereitgestellten und vermieteten Anlagen aber derart gesunken, sodass der bei Liquidation erzielbare Fundamentalwert des Eigenkapitals sehr gering war. 1930 erfolgte eine Abfindung, bei der die *American Telegraph and Cable*-Aktionäre Finanztitel im Wert von 20 Dollar von *Western Union* erhielten.¹⁴²

Ein eher ungewöhnliches Beispiel für die Bedeutung des exakten Wortlauts einer Garantieerklärung liefert *Pratt and Whitney Preferred* (erloschen 1928). Entsprechend den vertraglichen Vereinbarungen dieses Wertpapiers waren die Dividenden für dieses Papier vom Mutterkonzern *Niles-Bement-Pond* »garantiert«. Tatsächlich lag aber nur eine Garantie für Dividendenausschüttungen auf die *Pratt and Whitney Preferred* in der Höhe vor, die auch durch Erträge von *Niles-Bement-Pond* in dieser Periode nach Ausschüttung der eigenen Vorzugsdividenden gedeckt war. Jedenfalls wurden an die Aktionäre von *Pratt and Whitney* zwischen November 1924 und Juni 1926 keine Dividenden ausgeschüttet, ohne dass gegen *Niles-Bement-Pond* irgendein Anspruch hätte geltend gemacht werden können. In Anbetracht solch spezieller Regelungen kommt der genauen und vollständigen Ausformulierung der Garantieerklärung besondere Bedeutung bei, bevor in ein Wertpapier investiert wird.

EINZEL- ODER GEMEINBÜRGSCHAFTEN – Garantieerklärungen für die Zahlungen auf ein bestimmtes Wertpapier können von einem oder mehreren Unternehmen gleichzeitig bestehen, wobei jedes als Garant auftretende Unternehmen nicht nur für die Erfüllung des eigenen Anteils bürgt, sondern ebenfalls für die Ausfälle anderer zahlungsunfähiger Mitgaranten eintreten muss. Mit anderen Worten bürgt jeder Garant potenziell für die gesamten Verbindlichkeiten aus einem Garantiepapier. Da zwei oder mehr Bürgen besser sind als ein einzelner, tragen Anleihen mit mehreren Einzel- oder einer Gemeinbürgschaft einen speziellen Vorteil.

Beispiel: Die am besten bekannte Wertpapierklasse mit solchen verbrieften Ausfallbürgschaften sind die Anleihen der *Union Railroad Stations*. Ein besonderes Beispiel von diesen bietet das *Kansas City Terminal Railway Company First 4s*, fällig 1960, welches mit Einzel- und Gemeinbürgschaften von nicht weniger als zwölf Unternehmen, welche alle die bereitgestellten Gebäude und Infrastruktur nutzten, ausgestattet war.

Als die zwölf Garanten fungierten: *Atchinson, Alton, Burlington, St. Paul, Great Western, Rock Island, Kansas City Southern, M-K-T, Missouri Pacific, 'Frisco, Union Pacific* und *Wabash*.

Der Wert jeder einzelnen Garantie variierte stark im Ablauf der Zeit und von Eisenbahngesellschaft zu Eisenbahngesellschaft, mindestens drei der Gesellschaften wiesen jedoch eine konsistente zufriedenstellende Finanzstärke auf, sodass Anleger bei einem vorübergehenden Investment in diese Anleihen sicher in der Annahme sein konnten, dass alle fälligen Zinsverpflichtungen problemlos bedient werden würden. Den Anlegern scheint der überlegene Wert einer Kombination von zwölf Bürgschaften gegenüber den jeweils einzeln stehenden nicht vollständig bewusst gewesen zu sein. Die Kursverläufe zeigen, dass das *Kansas City Terminal Railway Company First 4s* zwischenzeitlich nicht über denjenigen der entsprechenden Papiere der jeweils als Garant auftretenden Unternehmen notierte, die später Zweifel an ihrer Eignung aufkommen ließen, während die Sicherheit der garantierten Anleihe über die gesamte Laufzeit ungefährdet blieb.¹⁴³

Daraus leitet sich die Empfehlung für Anleger ab, Anleihen, die von *mehreren* Unternehmen garantiert sind, gegenüber solchen zu bevorzugen, für die nur ein einzelnes Unternehmen bürgt.

FEDERAL LAND BANK BONDS – Bei *Federal Land Bank Bonds*, die durch Hypotheken auf Farmen abgesichert sind, existiert eine wichtige Besonderheit in Bezug auf die Frage nach Einzel- oder Gemeinbürgschaften. Die Anleihen jeder der zwölf Landesbanken sind durch die verbleibenden elf garantiert, sodass jeder *Federal Land Bank Bond* tatsächlich eine Verpflichtung des Gesamtverbands der Landesbanken verbrieft. Als dieser Bankenverband entstand, wurden in Konkurrenz dazu eine Gruppe *Joint Stock Land Banks* gegründet, die ebenfalls Anleihen emittierten, wobei die Anleihen einer *Joint Stock Land Bank* nicht durch die anderen *Joint Stock Land Banks* garantiert waren.¹⁴⁴ Beide Formen des Zusammenschlusses von Landesbanken waren behördlicher Aufsicht unterstellt und Anleihen von beiden waren von Landessteuern ausgenommen. Im Prinzip wurde das gesamte Eigenkapital der *Federal Land Banks* ursprünglich von der Regierung der Vereinigten Staaten (die selbst wiederum nicht für die Verpflichtungen aus Anleihen jener bürgte) gestellt; die Eigenkapitalgeber der *Joint Stock Land Banks* waren Privatinvestoren.

Alle Banken in diesem dualen System wurden von Bundesbehörden beaufsichtigt und waren steuerbegünstigt, was die Anleger dazu verleitete, von einer virtuellen Garantie der *Joint Stock Land Bank Bonds* auszugehen, und bereit waren, diese zu Preisen zu kaufen, die gerade 0,5 Prozent mehr Rendite versprachen als die *Federal Land Bank Bonds*. Beim Vergleich der nicht garantierten *Joint Stock Bonds* mit den wechselseitig garantierten *Federal Bonds* hätte man die folgenden Schlüsse ziehen müssen:

- Ginge man von einem kompletten Erfolg des Systems einer globalen Absicherung mit Farmhypotheken aus, wäre die Garantie überflüssig, da jede einzelne Anleihe ausreichend abgesichert wäre.
- Ginge man von einem völligen Versagen dieses Systems aus, müsste sich die Garantie als wertlos erweisen, da jede einzelne Bank einem äquivalenten Insolvenzrisiko ausgesetzt wäre.
- Jede Annahme, die von einem Standpunkt zwischen diesen beiden Extremfällen ausgeht, führt dazu, den Einzel- und Gemeinbürgschaften einen großen Wert beizumessen. Dies zeigt sich im Einzelnen besonders bei Anleihen einzelner Hypothekenbezirke, die aus ihrem regionalen Charakter folgend einem extremen Risiko *lokaler* Einflussfaktoren ausgesetzt sind.

In Anbetracht der Tatsache, dass das System einer Globalabsicherung mit Farmhypotheken neu und unerprobt war, hätten die Anleger ein Höchstmaß an Sicherheit beanspruchen müssen. All jene, die der Verlockung auf zusätzlich 0,5 Prozent erlagen und auf die wechselseitigen Garantien verzichteten, hatten einen folgenschweren Irrtum begangen.¹⁴⁵

KAPITEL 17

MIT GARANTIEN AUSGESTATTETE WERTPAPIERE (FORTSETZUNG)

GARANTIERTE IMMOBILIENHYPOTHEKEN UND HYPOTHEKENANLEIHEN

Im Bereich der Immobilienfinanzierung mit Hypotheken ist die Verwendung von Garantierklärungen am weitesten verbreitet. Dabei handelt es sich um Bürgschaften zweier unterschiedlicher Ausprägungen, die erste ist eine von den Unternehmen, die am Vertrieb der Hypotheken beteiligt sind; die zweite und häufiger anzutreffende ist die eines unabhängigen Bürgschaftsinstituts, welches gegen die Zahlung einer Gebühr unter bestimmten Voraussetzungen für die Zahlungsverbindlichkeiten einsteht.

Die Idee hinter garantierten Immobilienhypotheken ist nachweislich die einer Versicherung. Es liegt im Interesse des Hypothekeneinhabers, sich auf Kosten einer geringeren Rendite gegen das Risiko einer negativen Entwicklung des speziell seiner Hypothek zugrunde liegenden Objekts zu versichern (wie zum Beispiel bei einer nachteiligen Veränderung des Charakters der Umgebung). In der Natur der Sache eines ordentlichen Versicherungsgeschäfts geschieht diese Risikoübernahme gegen die Zahlung einer Risikoprämie, vorausgesetzt, die Grundsätze einer ordentlichen Geschäftsführung werden eingehalten. Ein solches Arrangement wird unter den folgenden Voraussetzungen die besten Erfolgchancen haben:

- Die anfängliche Hypothekenvergabe erfolgt konservativ.
- Der Garant oder das Bürgschaftsinstitut ist groß genug, gut geführt, nicht am Vertrieb der Hypotheken beteiligt und gut über immobilienfremde Branchen diversifiziert.
- Die allgemeinen wirtschaftlichen Bedingungen weisen keine abnormalen Ausschläge auf.

Der Kollaps von Immobilienwerten nach 1929 ist auf eine Verletzung der dritten Bedingung zurückzuführen. Dementsprechend bietet das Abschneiden von garantierten Immobilienhypotheken während dieser Periode keine verlässliche Basis für die Beurteilung ihres zukünftigen Wertes. Nichtsdestoweniger haben sich einige Besonderheiten gezeigt, die eines weiteren Kommentars bedürfen.

EIN EINSTIMALS KONSERVATIV GEFÜHRTER GESCHÄFTSZWEIG – Zunächst ist ein erheblicher Unterschied im Umgang mit Garantien für Immobilienhypotheken in der Zeit vor 1924 und der leichtfertigen Vergabepraxis danach feststellbar, wobei die letztere Periode den Zeitraum beschreibt, in dem diese Finanztitel ihre größte Bedeutung erreicht hatten.

Legt man die Geschäftspolitik der führenden New Yorker Institute für Garantien von Immobilienhypotheken (nämlich *Bond and Mortgage Guarantee Company*, *Lawyers Mortgage Company*) zugrunde, kommt ein faires Urteil zu dem Schluss, dass das Geschäft konservativ geführt wurde. Die Vergabe von Hypotheken war auf 60 Prozent des Objektwerts beschränkt und eine vernünftige regionale Streuung der Objekte gewährte eine faire Risikostreuung. Wahr ist, dass die Garanten nicht unabhängig vom Vertrieb der Wertpapiere waren und auch keine andersartigen Bürgschaftsdienstleistungen erbrachten. Darüber hinaus ist zutreffend, dass man mit der allgemeinen Vergabe von Bürgschaften für äußerst kurzfristige Hypotheken von nur drei bis fünf Jahren Gesamtlaufzeit Gefahr lief, eine Situation, die sich später auch so einstellte, herbeizuführen, in der die Tilgung einer Flut von Papieren gleichzeitig in einem ungünstigen Zeitpunkt fällig wurde. Trotzdem hat eine vorsichtige wie umsichtige Geschäftsführung es diesen Unternehmen ermöglicht, auch die folgenschwersten Immobilienkrisen von 1908 und 1921 zu überwinden.

NEUE UND WENIGER KONSERVATIVE GESCHÄFTSGEBAREN – Der Boom in der Bauindustrie während der »*New Era*« wurde von einem enormen Wachstum des Geschäfts mit Immobilienhypotheken und dem mit der Bürgschaftsstellung für Obligationen dieses Typs begleitet. Neue Akteure, frisches Kapital und neue Methoden tauchten auf. Verschiedene kleine, früher regional beschränkt agierende Unternehmen verwandelten sich zu äußerst aggressiven Organisationen mit einem gigantischen landesweiten Geschäft. Die Öffentlichkeit ließ sich vom Nachweis einer langjährigen erfolgreichen Unternehmensgeschichte beeindrucken – ohne zu bemerken, dass sich Unternehmensgröße, die Vergabepraxis und das Personal derart verändert hatten, dass man es im Prinzip mit einem völlig neuen Unternehmen zu tun hatte. In einem der vorangegangenen Abschnitte wurde bereits auf die völlig unzureichende Finanzierungspraxis neu errichteter Gebäude während dieser Zeit hingewiesen. Die Schwächen der zu dieser Zeit vergebenen Hypotheken spiegelten sich in den regelmäßig hinzugefügten Bürgschaften wider. Die Bürgschaftsinstitute waren im Grunde

Tochterunternehmen der die Hypotheken vertreibenden Gesellschaften. Als der Markt zusammenbrach, kollabierten folgerichtig die Werte der einzelnen Objekte, die Vertriebsgesellschaften für Immobilienanleihen und die als Garanten auftretenden Gesellschaften gleichzeitig.

WETTBEWERBSENTWICKLUNGEN MIT FATALEN EFFEKTEN – Das Aufkommen und die Verbreitung der neuen und aggressiver auftretenden Immobilienanleiheninstitute wirkten sich auch nachteilig auf die Geschäftspolitik der alten Konzerne aus. Durch den harten Wettbewerb waren sie gezwungen, auch ihre Vergabep Praxis zu lockern. Neue Hypotheken wurden auf äußerst liberaler Basis vergeben und alte auslaufende wurden regelmäßig mit größerem Volumen wiederaufgelegt. Darüber hinaus stieg der Nominalwert der Hypotheken, die mit Garantien abgesichert waren, auf ein Vielfaches der Unternehmenswerte der bürgenden Unternehmen an, sodass es hätte offensichtlich sein müssen, dass diese Garantien im Falle einer allgemeinen Marktschwäche nur eine sehr geringe Schutzwirkung entfalten würden.

Als 1931 der Markt für Immobilienwerte zusammenbrach, erfolgte zunächst ein nahezu vollständiger Kollaps aller neueren Hypothekenanleihengesellschaften und ihrer bürgenden Tochterunternehmen. Mit dem Anhalten der Depression folgten ihnen die alten angesehenen Institute bald nach. Die Inhaber solcher Bürgschaften (allein die einschlägigen New Yorker Gesellschaften bürgten für Hypotheken mit einem Volumen von 3.000.000.000 Dollar) mussten feststellen, dass sich die Garantieerklärungen als wertloses Papier erwiesen und dass ihre Ansprüche nur vom Wert der als Sicherheiten dienenden Objekte abhing. In den meisten Fällen zeigte sich dann, dass die Hypotheken viel zu großzügig bemessen waren, als dies eine umsichtige Geschäftspraxis erlaubt hätte. Von den 1932 ausstehenden Hypotheken war nur ein sehr kleiner Anteil unter den konservativen Bedingungen und Prinzipien vereinbart worden, die, sagen wir noch vor acht Jahren, früher üblich waren.

GARANTIE VON UNABHÄNGIGEN BÜRGSCHAFTSINSTITUTEN – Während der Zeit zwischen 1924 und 1930 weiteten viele der Bürgschafts- und Treuhandinstitute ihre Aktivitäten auf die Vergabe von Garantien für Immobilienwerte aus, um an den Gebühren und Prämien zu verdienen. Theoretisch hätte dies eine effiziente Methode der Verbriefung und Streuung von Immobilienrisiken sein können. Neben der Finanzkraft und langjährigen Erfahrung von Bürgschaftsinstituten war ihre Unabhängigkeit von großer Bedeutung für die Annahme, dass sie die von ihnen garantierten Papiere einer besonders gründlichen Prüfung unterzogen hätten. Dieser theoretische Vorteil wurde aber von dem Fakt mehr als überkompensiert, dass die Bürgschaftsinstitute dazu übergingen, die Garantieerklärungen erst kurz vor dem Debakel eines Wertpapiers abzugeben, um dann – und diese Annahme war zu optimistisch – über Verfahrensfehler eine Nichtigkeitserklärung zu erreichen. In den meisten Fällen überstiegen

die zu tragenden Verluste die Fähigkeiten des Garanten; einige Unternehmen gerieten selbst in die Insolvenz (sogar *National Surety Company*) und die Anleiheninhaber mit solchen Garantien verloren diesen Schutzmechanismus.¹⁴⁶

***LEASEHOLD OBLIGATIONS* (PACHT) ALS ÄQUIVALENT ZU GARANTIEN**

Vermögensgegenstände eines Unternehmens werden gegen die Zahlung eines jährlichen Entgeltes oft an ein anderes Unternehmen zur Nutzung verpachtet, wobei diese Pacht dafür verwendet wird, die Zinsen und Dividenden auf diejenigen Kapitalbestandteile des verpachtenden Unternehmens zu zahlen, die den verpachteten Vermögensgegenständen zugrunde liegen. Regelmäßig liegen für solche Zinsen und Dividenden bei dieser Form der Überlassung von Vermögensgegenständen spezifische Garantien vor und tatsächlich sind die meisten garantierten Unternehmenspapiere einmal auf diese Art und Weise entstanden.¹⁴⁷ Aber auch wenn keine explizite Garantieerklärung vorliegt, ist jeder Leasing- oder andere Vertrag, der eine jährliche Fixzahlung vorsieht, äquivalent zu einer Garantie für die Wertpapiere des verpachtenden Unternehmens.

Beispiele: Ein exzellentes Beispiel für den Wert eines solchen Vertrages liefert *Westvaco Chlorine Products Corporation 5,5s*, emittiert 1927 und fällig 1937. Die *Westvaco Company* verpflichtete sich, einen festen Teil ihrer jährlichen Produktion an ein Tochterunternehmen von *Union Carbide and Carbon Corporation* zu liefern, und letzteres Unternehmen gewährte im Gegenzug eine Garantie für eine monatliche Zahlung an einen Treuhänder, welche die fälligen Zinszahlungen wie die Tilgung der 5,5-Prozent-Anleihen sicherstellte. Damit war dieses Arrangement im Endeffekt eine Garantie für Zinsdienst und Tilgung des *Westvaco*-Papiers durch *Union Carbide and Carbon*, ein äußerst finanzstarkes Unternehmen. Wegen dieses Schutzmechanismus und der kontinuierlichen Rückkäufe, die wie eine vorzeitige Tilgung wirkten, hielt der Kurs der Anleihen zwischen 1929 und 1933 ein Niveau von 99 oder höher. Dies steht im Widerspruch zum Kurs der Stammaktien von *Westvaco*, deren Kurs von 116,5 im Jahr 1929 auf 3 im Jahr 1932 sank. (Die Anleihe wurde im September 1935 zu einem Preis von 100,5 vollständig zurückgekauft.)

Ein weiteres interessantes Beispiel bietet *Tobacco Products Corporation of New Jersey 6,5s*, fällig 2022. Eigentumswerte dieses Unternehmens waren über einen 99-jährigen Vertrag an *American Tobacco Company* verpachtet, der also ebenfalls 2022 auslief und der eine jährliche Zahlung von 2.500.000 Dollar mit dem Vorrecht für den Pächter vorsah, diese jährliche Verpflichtung durch Einmalzahlung einer Summe abzulösen, die dem aktuellen

Barwert der zukünftigen Zahlungen, diskontiert mit 7 Prozent, entsprach. Die Kalkulation der jährlichen Zahlungen stellte somit eine rechtzeitige Tilgung der 6,5-Prozent-Anleihe unter Berücksichtigung der bis dahin allfälligen Zinszahlungen. Die *Tobacco Products 6,5s* waren damit äquivalent zu einer festverzinslichen Schuldverschreibung von *American Tobacco Company*. Entsprechend rangierten die Ansprüche daraus vor den *American Tobacco Preferred*, deren Dividenden natürlich keinen Festbetragsanspruch darstellten. Als die Anleihen 1931 emittiert wurden, hatte der Markt entweder Zweifel an der Werthaltigkeit der verpachteten Vermögensgegenstände oder – wahrscheinlicher – man war die Bewertung einer solchen Konstellation nicht gewohnt, da *American Tobacco Preferred* zu einem viel höheren relativen Kurs gehandelt wurde als die *Tobacco Products*-Anleihen. Beim Kurstief von 73 im Jahr 1932 erzielten die Anleihen eine Rendite von 8,90 Prozent, während die *American Tobacco Preferred* bei 95 notierten und damit eine Rendite von 6,32 Prozent in Aussicht stellten. Im Januar 1935 fand ein Vermögensübertrag durch Zahlung einer Ablösesumme statt, der zu einer vorzeitigen Rückzahlung der *Tobacco Products 6,5s* zum Nominalwert führte.

WICHTIGE SPEZIELLE LEASINGVEREINBAHRUNGEN – *Beispiele*: Wie im Fall der garantierten Wertpapiere haben auch bei Pacht- und Leasingverträgen die individuellen Vertragsregelungen einen vitalen Einfluss auf den Wert der darauf lautenden Wertpapiere. Einige der dazu zählenden Eigenheiten werden durch die nachfolgenden Beispiele illustriert:

Georgia Midland Railway First 3s, fällig 1946. Selbst nicht garantiert, es existierte aber ein Pachtvertrag mit *Southern Railway* bis 1995, der jährliche Zahlungen in einer Höhe vorsah, die den Zinszahlungen für die Anleihe entsprach (Kurs von 35 im Januar 1939).

In diesem Fall wirkt der Pachtvertrag genauso wie eine Garantie äquivalent zu den gesamten *Zinszahlungen* bis Fälligkeit und weit darüber hinaus. Der Wert der Garantie selbst hängt wiederum von der Zahlungsfähigkeit von *Southern Railway* ab. Der Status der Anleihen bei Fälligkeit 1946 wird indes von einer Anzahl von Faktoren beeinflusst, *nämlich*:

Der Marktwert einer langfristigen Schuldverschreibung von *Southern Railway*. Wenn das allgemeine Zinsniveau niedrig genug und die Kreditwürdigkeit von *Southern Railway* hoch genug sein sollten, könnte für die gleichen 3 Prozent eine Anschlussfinanzierung durch Emission neuer langläufiger Anleihen möglich sein. (Dies schien 1939 undenkbar.)

Der Wert der Trassen von *Georgia Midland*. Wenn mit diesem Streckennetz jährlich größere Einzahlungen generiert werden können als die hierfür jährlich zu entrichtende Pacht, könnte man erwarten, dass es im Interesse von *Southern Railway* läge, die Anleihen bei Fälligkeit zu tilgen, da andernfalls die Gefahr drohen würde, die Kontrolle über die Trassen zu verlieren. Dazu zählt auch die Bereitschaft, eine höhere Pacht (und damit Zins) zu zahlen, die eine Verlängerung oder Neuemission ermöglichen würde. (Aus Privataufzeichnungen war 1939 indes bekannt, dass diese Streckenabschnitte keinen besonders werthaltigen Teil des

Southern Railway-Systems darstellten.)

Möglichkeit, dass eine Zahlung im eigenen Interesse liegt. Wenn *Southern Railway* im Jahr 1946 erfolgreich wirtschaftet, könnte eine fristgerechte Bedienung bei Fälligkeit im eigenen Interesse liegen, um die Zahlungsunfähigkeit von Teilen des Konzerns zu verhindern. Darüber hinaus könnte man im Hinblick auf die Entwicklung des Gesamtkonzerns sowie der Hypothekenbelastung (für eine termingerechte Tilgung der *Georgia Midland 3s*-Anleihe waren die nötigen Zahlungsmittel bereits aus anderen Anleihenemissionen reserviert) einen Anreiz ableiten, die Tilgung der Anleihen bei Fälligkeit 1946 sicherzustellen. (Wie auch in Bezug auf die anderen beiden Absätze sollten die Anleger 1939 sich ihrer Position nicht zu sicher gefühlt haben.)

Die vorstehende Diskussion hat den niedrigen Kurs der *Georgia Midland 3s*-Anleihe Anfang 1939 vielleicht adäquat erklären können. Interessanterweise war die Schlüsselinformation für die Bewertung dieses Papiers – nämlich der unprofitable Charakter der zugrunde liegenden Trassenabschnitte – nicht aus den veröffentlichten und allgemein zugänglichen Unternehmensdaten erkennbar, sondern hierfür bedurfte es zusätzlicher und ergänzender Quellen.

GARANTIERTE PAPIERE REGELMÄSSIG UNTERBEWERTET – Das *Tobacco Products*-Beispiel illustriert die latente Unterbewertung von garantierten oder quasigarantierten Wertpapieren im Vergleich zu anderen Wertpapieren des garantierenden Unternehmens. Ein weithin bekanntes Beispiel ist *San Antonio and Aransas Pass Railway Company First 4s*, fällig 1943, dessen Zins- und Tilgungszahlungen durch *Southern Pacific Company* garantiert waren. Obwohl dieses Papier durch Hypotheken besichert war und zudem noch eine Garantieerklärung umfasste, notierte der Kurs regelmäßig so niedrig, dass eine Rendite folgte, welche die der unbesicherten Schuldverschreibungen von *Southern Pacific* überstieg.¹⁴⁸

Beispiele: Eine noch deutlichere Abweichung von den relativen Wertpapierpreisen der Garantin, namentlich den eigenen Vorzugsaktien ohne Festbetragsanspruch, bieten die *Barnhart Bros. and Spindler Company First and Second Preferred* (für beide bestand eine Zins- und Tilgungsgarantie von *American Type Founders Company*).

Wertpapier	Datum	Preis	Rendite in %
<i>San Antonio & Aransas Pass 1st 4s/ 1943 (GTD)</i>	2. Januar 1920	56,25	8,30
<i>Southern Pacific Co. Debenture 4s/ 1929</i>	2. Januar 1920	81	6,86
<i>Barnhart Bros. & Spindler 7 % 1st Pfd. (GTD)</i>	Kurstief 1923	90	7,78
<i>Barnhart Bros. & Spindler 7 % 2st Pfd. (GTD)</i>	Kurstief 1923	80	8,75
<i>American Type Founders 7 % Pfd.</i>	Kurstief 1923	95	7,37
<i>Huyler's of Delaware 7 % Pfd. (GTD)</i>	11. April 1928	102,5	6,83
<i>Schulte Retail Stores 8 % Pfd.</i>	11. April 1928	129	6,20
<i>Armour of Delaware 7 % Pfd. (GTD)</i>	13. Februar 1925	95,125	7,36
<i>Armour of Illinois 7 % Pfd.</i>	13. Februar 1925	92,875	7,54

Komparative preise und Rendite von garantierten Wertpapieren und Wertpapieren der Garantin*

* Derjenige Leser, der sich die Mühe macht, die zwischenzeitliche Entwicklung der dargestellten Wertpapiere nachzuvollziehen, wird dabei auf verschiedene Szenarien treffen, dazu zählen Schuldübernahme durch Unternehmensübernahme (*San Antonio and Aransas Pass Railroad*), Tilgung (*Barnhart Bros. and Spindler*) und Zahlungsausfall (*Huyler's of Delaware, Inc.*). Die systematische relative Unterbewertung wurde jedoch in allen Fällen gemeinsam beibehalten.

Weitere Beispiele für dieses Phänomen bieten die Preise von *Huyler's of Delaware Inc., Preferred*, garantiert von *Schulte Retail Stores Corporation*, im Vergleich zu den eigenen Vorzugsaktien von Schulte, sowie der Preis von *Armour and Company of Delaware guaranteed Preferred* im Vergleich zu den Vorzugsaktien der Garantin, *Armour and Company of Illinois*.

Offensichtlich kann in Fällen wie diesen ein Vorteil erzielt werden, indem man vom Wertpapier mit der niedrigeren zum Wertpapier mit der höheren Rendite wechselt, ohne dass dabei das Sicherheitsniveau beeinträchtigt werden würde; oder indem man zum viel besser abgesicherten Wertpapier wechselt und dabei nur geringe Renditeverluste in Kauf nehmen muss und manchmal noch ein aktueller Gewinn realisiert werden kann.¹⁴⁹

BERÜCKSICHTIGUNG VON GARANTIEN UND PACHTZAHLUNGEN BEI DER BESTIMMUNG DER FESTEN VERBINDLICHKEITEN

Alle Zahlungsverpflichtungen, die einen zu Anleihen äquivalenten Charakter aufweisen, sollten bei der Bestimmung der festen Verbindlichkeiten eines Unternehmens zur Berechnung der Ertragsdeckung berücksichtigt werden. Diese Auffassung wurde bereits mit einigen detaillierten Ausführungen im Zusammenhang mit der Bestimmung der festen Verbindlichkeiten von Eisenbahngesellschaften und im Zusammenhang mit einer kurzen Diskussion der Anleihen von öffentlichen Versorgern erläutert. In Bezug auf bestimmte Typen von Industrieunternehmen könnte die Berücksichtigung von Garantien und Pachtzahlungen jedoch wegen verschiedener Methoden leicht zu Verwirrungen führen. Dies trifft insbesondere auf Handelsunternehmen, Schauspielhäuser etc. zu, bei denen Pachtverbindlichkeiten und andere Zahlungsverbindlichkeiten aus der Überlassung von Gebäuden ein wichtiges Element des gesamten Wertschöpfungsprozesses darstellen. Wenn ein solches Gebäude im Eigentum des Unternehmens ist und zum Beispiel über die Emission einer Anleihe finanziert wurde, taucht diese Verbindlichkeit sowohl in der Bilanz als auch in der Gewinn- und Verlustrechnung auf. Sollte das benutzte Gebäude allerdings im Eigentum eines anderen Unternehmens sein und über einen langfristigen Pachtvertrag zur Nutzung überlassen worden sein, wird dieser spezifische Posten weder in der Gewinn- und Verlustrechnung noch in der Bilanz ausgewiesen.

Die Lage des zweiten Unternehmens mag besser *erscheinen* als die des ersten, was aber nur daran liegt, dass dessen Verbindlichkeiten unverdeckt offenliegen; im Grunde sind beide Unternehmen einer ähnlichen finanziellen Belastung ausgesetzt. Im Gegenteil bietet die Bewirtschaftung im eigenen Eigentum befindlicher Objekte nebst Grundstücken einen eindeutigen Vorteil (speziell bei Finanzierung durch Vorzugsaktien) gegenüber langfristiger Pachtung, obwohl er aus der Rechnungslegung nicht ersichtlich ist.

Beispiele: Der Vergleich von *Interstate Department Stores Preferred* mit *The Outlet Company Preferred* im Jahr 1929 zeigt ähnliche zukünftige Aussichten für beide Unternehmen; die durchschnittliche Ertragsdeckung war ungefähr die gleiche und keines der beiden Unternehmen hatte irgendwelche Anleihen- oder Hypothekenverbindlichkeiten. Die Position von *Outlet* war tatsächlich aber die viel bessere, da sich die Grundstücke und Gebäude im eigenen Eigentum befanden, während die von *Interstate* (mit einer kleinen Ausnahme) von einem anderen Unternehmen gepachtet waren. Dies spiegelt sich in der Auswirkung wider, dass vor den *Interstate Department Stores Preferred* noch eine substanzielle fixe Verbindlichkeit rangierte, die bei *Outlet* nicht existierte. Dies trifft auch auf Handelsketten zu, wie der Vergleich von *J. C. Penney Preferred* mit *S. H. Kress Preferred* im Jahr 1932 zeigt, wobei sich über die Hälfte der bewirtschafteten Ladenlokale des letzteren Unternehmens im eigenen Eigentum befanden, während nahezu alle *Penney*-Läden gepachtet waren.

PACHTVERBINDLICHKEITEN WERDEN IM ALLGEMEINEN OFT ÜBERSEHEN – Das Problem langfristiger Verbindlichkeiten aus gepachteten Vermögenswerten wurde lange Zeit von der Finanzwelt kaum beachtet, bis es, ausgelöst durch das im Vorfeld angeheizte hohe Mietniveau aus der Boomphase, 1931 und 1932 schlagartig in Erinnerung gerufen wurde, weil für viele Handelsunternehmen Verbindlichkeiten resultierten, die sie unmöglich weiter imstande waren zu leisten.

Beispiel: Der Einfluss dieses Merkmals bei Investitionen in Wertpapiere eines Unternehmens tritt besonders deutlich im Fall *United Cigar Stores Preferred* zutage. Dieses sowie das durch dieses abgelöste Wertpapier waren lange Jahre Inbegriff für Stabilität und der Kurs notierte entsprechend durchgängig auf hohem Niveau. Für 1928 berichtete das Unternehmen »kein verbrieftes Fremdkapital« und die Erträge waren ungefähr siebenmal so hoch wie die vorgesehenen Vorzugsdividenden. Dann stiegen die Belastungen aus den langfristigen Pachtverträgen (um die für die Tochtergesellschaften notwendigen Flächen bewirtschaften zu können) derart an, dass 1932 das Konkursverfahren eingeleitet werden musste und den Vorzugsaktien die Löschung drohte.

BESONDERHEITEN BEI DER ANALYSE SOLCHER VERBINDLICHKEITEN – Zugegebenermaßen wird die Analyse von Anleihen und Vorzugsaktien von Unternehmen, bei denen solche Verbindlichkeiten eine wichtige Rolle spielen, durch diese Besonderheit ungemein komplizierter. Glücklicherweise stehen den Anlegern dabei insofern einige Daten zur Verfügung, als solche Verbindlichkeiten mittlerweile bei der Registrierung an der SEC angegeben werden müssen, wie auch die jährlichen Zahlungen aus diesen Verbindlichkeiten offengelegt werden müssen (Formblatt 10 K).¹⁵⁰ Jedoch besteht weiterhin das Problem, ob diese Verbindlichkeiten zur Bestimmung der gegen ein Unternehmen gerichteten Festbetragsansprüche in ihrer vollen Höhe oder nur teilweise angesetzt werden sollten. In gewisser Hinsicht weisen solche laufenden Verbindlichkeiten eher den Charakter von »Gemeinkosten« – wie z. B. Abschreibungsaufwand, Steuern, Verwaltungsaufwand – auf, welche nicht zusammen mit den Zinsverbindlichkeiten zur Bestimmung des Sicherheitsniveaus von Wertpapieren verwendet werden sollten. Eine Lösungsmöglichkeit ist offensichtlich: Wenn die Ertragsdeckung eines Unternehmens sogar bei Berücksichtigung der Pachtzahlungen neben den Zinsen ausreichend ist, geben diese besonderen laufenden Verbindlichkeiten keinen Anlass zur Sorge.

Beispiel:

Swift and Company 3,75s, fällig 1950

Durchschnittswerte für 1934–1938

Saldo für Dividenden	8.630.000 \$
Zinsverbindlichkeiten	2.107.000
Pachtverbindlichkeiten	996.000
Ertrag als Vielfaches der Zinsen	5,1-fach
Ertrag als Vielfaches der Zinsen und Pacht	3,8-fach

Nun ist es aber weder nötig noch praktisch, bei jedem Unternehmen einen so strengen Test anzulegen. Folgendes Vorgehen sollte einen guten Kompromiss darstellen: (1) ein Drittel der jährlichen Pachtverbindlichkeiten (für zur Bewirtschaftung überlassene Immobilien) zu den Zinsverbindlichkeiten (und Vorzugsdividenden) bei der Bestimmung der Ertragsdeckung hinzurechnen. (2) Im Fall von Handelsunternehmen (Ladenketten, Warenhäuser) sollte der erforderliche Mindestwert für die Deckung der Zinsen plus ein Drittel der Pachtzahlungen von drei auf zwei reduziert werden. Mit dieser Reduktion wird der relativen Stabilität dieser Branche Rechnung getragen, nachdem die besonderen Belastungen aus langfristigen Pachtverträgen mitberücksichtigt wurden. Korrespondierend dazu kann der Mindestwert für die Ertragsdeckung bei Vorzugsaktien von Handelsunternehmen von 4 auf 2,5 reduziert werden.

Beispiele:

Anleihe eines handelsfremden Unternehmens <i>Loew's, Inc.</i>, 3,5s, fällig 1946	
August 1934 – August 1938 Saldo für Dividenden	
Durchschnittswerte	10.097.000 \$
Zinszahlungen (inklusive gezahlte Vorzüge von Töchtern)	2.614.000
Drittel der Pachtzahlungen	1.107.000
Ertrag als Vielfaches des geleisteten Kapitalsdienstes	4,86-fach
Ertrag als Vielfaches von Kapitalsdienst und einem Drittel der Pacht	3,71-fach

Vorzugsaktie eines Handelsunternehmens		
	Durchschnittswerte für 1934–1938	
	<i>McCrary Stores Corp. 6 % Preferred</i>	<i>McLellan Stores Co. 6 % Preferred</i>
Auf Stammaktien	1.682.000 \$	1.148.000 \$

Zinsen aus Anleihen	ca. 200.000	
Drittel der Pacht	770.000*	434.000
Vorzugsdividenden	300.000	180.000
Ertrag als Vielfaches von Zinsen und Vorzügen	4,36-fach	7,38fach
Ertrag als Vielfaches von Zinsen, Vorzügen und einem Drittel Pacht	2,33-fach	2,87-fach

* 1935–1938 Durchschnitt.

Schlussfolgerungen: *Loew's 3,5s* genügt dem vorgeschlagenen Test für Anleihen von Unternehmen, die nicht der Handelsbranche zugerechnet werden können. *McLellan Preferred* genügt ebenfalls, aber *McCrary Preferred* nicht dem für Vorzugsaktien von Handelsunternehmen vorgeschlagenen Test.

Die vier vorangegangenen Beispiele zeigen ein vereinfachtes Vorgehen zur Bestimmung der Ertragsdeckung. Anstatt zunächst den Betrag zu bestimmen, der zur Bedienung der Verbindlichkeiten zur Verfügung steht, wird hier der *nach* Abzug der Verbindlichkeiten verbleibende Ertrag durch die Abzüge (inklusive Vorzüge) dividiert und dieser Quotient dann um eins erhöht. Der Leser sei an dieser Stelle gewarnt, dass das vorgeschlagene Vorgehen wie die vorgeschlagenen Mindestwerte nicht ganz unbedenklich ist. Sie stellen einen neuen methodischen Ansatz dar; die nötigen Daten für Pachtzahlungen sind nur mit zusätzlichem Aufwand zu beschaffen. Und am kritischsten: Die mathematischen Standards sind zunächst willkürlich gewählt und vielleicht durch besser geeignete zu ersetzen. Darüber hinaus sollte betont werden, dass dieser neue Test unter Umständen zu unerwarteten Ergebnissen führen kann. Beachte, dass *McLellan Preferred* (1939) zu einem niedrigeren Kurs als *McCrary Preferred* notierte – was durch weitere Einflussfaktoren bedingt sein könnte. Ebenfalls beachtenswert ist, dass, wenn die obige Berechnung auf *W. T. Grant 5 % Preferred* – ein Wertpapier mit sehr hohen Kurswerten, dessen Vorzugsdividenden zwischen 1934 und 1938 nahezu zehnfach durch die Erträge gedeckt war – angewendet wird, die Deckung der Zinsverbindlichkeiten zuzüglich einem Drittel der Verbindlichkeiten aus langfristigen Pachtverträgen nur noch das 2,5-Fache beträgt.¹⁵¹

STATUS VON GARANTierten OBLIGATIONEN – Einige weitere Bemerkungen sollten in Bezug auf die Berechnung der Ertragsdeckung bei Vorlage von garantierten Obligationen noch erfolgen. Typischerweise sind die Vermögensbestandteile, auf die sich die Garantie bezieht, Teil des Gesamtsystems. Und daher tauchen beide diesem Vermögensbestandteil zuzuordnenden Zahlungen, die damit erzielten Einzahlungsüberschüsse und die Pachtzahlungen in einer

Gewinn- und Verlustrechnung auf.

Beispiel: Neisner Realty Corporation 6s, fällig 1948, wurde garantiert von *Neisner Brothers, Inc.*, wobei die Tochter vollständig im Rechnungsabschluss der Mutter konsolidiert wurde. Daher reichte es in Bezug auf das angesprochene Wertpapier aus, wenn einer der drei nachfolgenden Tests erfüllt werden konnte: (1) Ertragslage der Emittentin, unabhängig von der Garantin, oder (2) kombinierte Erträge und Verbindlichkeiten der Emittentin und Garantin oder (3) Erträge der Garantin im Verhältnis zu den eigenen Verbindlichkeiten und Garantien.

Beispiele: (a) Für Indiana Harbor Belt Railway General 4s und 4,5s, fällig 1957, waren Zins und Tilgung von *New York Central Railroad* und einer wichtigen Tochtergesellschaft garantiert. Der *Standard Statistics Bond Guide* gab für die Ertragsdeckung der Zinsverbindlichkeiten die der Garantin, *New York Central System*, an. Dabei waren die Zahlen des Unternehmens selbst viel besser, nämlich:

Ertrag als Vielfaches der Verbindlichkeiten		
	<i>New York Central System</i>	<i>Indiana Harbor Belt</i>
1938	0,59-fach	2,98-fach
1937	1,12-fach	3,81-fach

(b) Dieses ist der typische Fall für eine auf Grundlage einer konsolidierten Bilanz berechnete Ertragsdeckung, in der sich sowohl die Zahlen der (garantierenden) Muttergesellschaft als auch die der garantierten Tochterunternehmen niederschlagen.

(c) Für *Minneapolis, St. Paul and Sault Sainte Marie 5,5s*, fällig 1978, besteht eine Zinsgarantie von *Canadian Pacific Railway*. Die von der »Soo line« erzielten Erträge stellten nur einen Bruchteil der Zinsverbindlichkeiten dar. Für diesen Fall sollte die Ertragsdeckung am besten berechnet werden, indem man die gesamten Erträge von *Canadian Pacific Railway* durch die Gesamtsumme der eigenen Zinsverbindlichkeiten zuzüglich der garantierten Zinsverbindlichkeiten von Tochtergesellschaften teilt.

ANLEIHEN VON TOCHTERUNTERNEHMEN

Anleihen einer Tochtergesellschaft einer finanzstarken Muttergesellschaft werden im Allgemeinen als gut gesichert angenommen, dahinter steht die theoretische Überlegung, die Muttergesellschaft würde sich um die Verbindlichkeiten aller zugehörigen Unternehmensteile kümmern. Dieser Standpunkt wird gestützt durch gängige Praxis eines konsolidierten

Abschlusses der Muttergesellschaft, in dem die Zinsverbindlichkeiten aller Tochterunternehmen vor den Vorzugs- und Stammaktien der Mutter rangieren. Wenn jedoch keine vertragliche Verpflichtung des Mutterkonzerns durch Garantien oder Pachtverträge (oder eine direkte Schuldannahme) besteht, ist diese Form der Darstellung irreführend. Falls sich ein bestimmtes Tochterunternehmen als unprofitabel herausstellt, ist es durchaus denkbar, dass der Mutterkonzern nicht für die Defizite des Tochterunternehmens einsteht und dabei bereitwillig in Kauf nimmt, die vorher selbst getätigten Investitionen in dieses Tochterunternehmen an die Anleihengläubiger desselben zu verlieren. Solch ein Verhalten wäre zwar unüblich, aber nicht unmöglich, wie beispielsweise anhand der Ereignisse 1932 und 1933 in Bezug auf *United Drug Company 5s*, fällig 1953, veranschaulicht werden kann.

Beispiele: *United Drug* war ein wichtiges Tochterunternehmen von *Drug Inc.*, welches mit der Herstellung patentgeschützter Medikamente regelmäßig hohe Erträge erwirtschaftete und hohe Dividenden ausschüttete. Für das erste Halbjahr 1932 wurden in der konsolidierten Bilanz Erträge ausgewiesen, die zehnmal so groß waren wie die Zinsverpflichtungen für *United Drug 5s*, und im Vorjahr war dieser Wert noch höher. Obwohl dieses Wertpapier weder durch Garantie noch Schuldübernahmeerklärung von *Drug Inc.* abgesichert war, erzeugte die gemeinsame Veranlagung beider Unternehmen bei den Anlegern die Empfindung einer zweifelsfreien Sicherheit von *United Drug 5s*. Im Portfolio von *United Drug* befanden sich aber wiederum die Stammaktien der *Louis K. Ligett Company*, die eine große Anzahl von Drogerien/Apotheken unterhielt und ähnlich wie *United Cigar Stores* vor dem Problem immens hoher Mietzahlungen hierfür stand.

Im September 1932 informierte *Ligett* seine Vermieter, dass, solange keine Reduktion der Mieten vereinbart würde, das Unternehmen gezwungen sei, Insolvenz anzumelden.

Diese Ankündigung rief den Anlegern nachdrücklich in Erinnerung, dass die unverändert gut laufende *Drug Inc.* keine Anstalten machen würde, die Verbindlichkeiten der (indirekten) Tochter *Ligett* zu übernehmen; damit wurde ihnen plötzlich ebenfalls bewusst, dass *Drug Inc.* auch keineswegs für die Zinszahlungen von *United Drug 5s* verantwortlich zeichnete. Die dieser Erkenntnis nachfolgenden Verkäufe der Anleihen ließen den Kurs von anfänglich 93 im gleichen Jahr auf 42 sinken. Gemessen an diesem letzteren Kurs, bedeutete dies, dass der Marktwert der Anleihe, die einen Nominalwert von 40.000.000 Dollar hatte, auf 17.000.000 Dollar gesunken war, obwohl der Marktwert des Eigenkapitals des Mutterkonzerns mehr als 100.000.000 Dollar betrug (3.500.000 Aktien bei ca. 30 Dollar pro Stück). Im darauffolgenden Jahr kam es zu einer freiwilligen Entflechtung des *Drug, Inc., System*, nach der die einzelnen Teilunternehmen wirtschaftlich selbstständig weiteragierten – ein unüblicher Vorgang – und auch *United Drug Co.* nun als eigenständiges Unternehmen weitergeführt wurde. (Die ungenügende Ertragsdeckung für die 5-Prozent-Anleihen hat sich seitdem nicht verbessert.)

Bei *Consolidated Traction Company of New Jersey First 5s* handelte es sich um Obligationen einer großen, aber unprofitablen Tochtergesellschaft von *Public Service Corporation of New Jersey*. Die Anleihen waren nicht durch den Mutterkonzern garantiert. Als 1933 die Fälligkeit der Anleihen eintrat, akzeptierten viele der Gläubiger ein Angebot von 65 Dollar pro Anleihe von der Muttergesellschaft.

Saltex Looms, Inc., 1st 6s, fällig 1954, war eine Schuldverschreibung einer Tochtergesellschaft von *Sidney Blumenthal & Co., Inc.*, aber in keinerlei Hinsicht von der Muttergesellschaft garantiert. Im konsolidierten Abschluss von *Blumenthal* minderten die Zinszahlungen für die *Saltex*-Anleihen regelmäßig den für die eigenen Vorzugsaktien ausschüttungsfähigen Ertrag. Im Jahr 1939 wurden die Zinszahlungen notleidend und im Jahr 1940 sank der Kurs der Anleihen auf 7, während jener der Vorzugsaktien über 70 notierte.

NOTWENDIGKEIT EINER SEPARATEN ANALYSE DER ZINSDECKUNG VON TOCHTERUNTERNEHMEN – Diese Beispiele legen nahe, dass Anleger genau umgekehrt zur Unterbewertung von Garantien finanzstarker Unternehmen manchmal verleitet sind, die Tatsache, dass ein Unternehmen durch ein anderes kontrolliert wird, überzubewerten. Aus der Perspektive, Investitionen mit Festbetragsanspruch zu analysieren, sollte nichts Relevantes für selbstverständlich gehalten werden. In Anleihen von Tochterunternehmen sollte daher so lange nicht auf Grundlage der Unternehmensdaten des Mutterkonzerns investiert werden, wie Letzterer nicht die direkte Verantwortung für die fragliche Anleihe übernommen hat.

Andernfalls können nur die Daten für das Tochterunternehmen selbst eine Investition in seine Anleihen rechtfertigen.¹⁵²

Vergleicht man die obige Diskussion mit der auf Seite 199, wird man zu dem Ergebnis gelangen, dass Anleger, die in Anleihen eines *Holdingunternehmens* investieren wollen, auf einer Präsentation der Unternehmensdaten in einer konsolidierten Form bestehen müssen, in welcher der Zinsdienst der Tochtergesellschaften – unerheblich davon, ob garantiert oder nicht – als vorrangige Verbindlichkeit erfasst wird, Anleger aber, die in nicht garantierte Anleihen von *Tochterunternehmen* investieren wollen, sich bei der Bestimmung des Sicherheitsniveaus nicht mit dieser Form zufriedengeben dürfen, sondern auf Einzelabschlussdaten bestehen müssen. Auch wenn, wie im Fall von *United Drug 5s*, solche Einzelabschlussdaten schwer zu beschaffen sind, gibt es hierzu keine Alternative.

KAPITEL 18

SCHUTZBESTIMMUNGEN UND RECHTSMITTEL VORRANGIGER WERTPAPIERE

In diesem und den beiden folgenden Kapiteln erfolgt eine nähere Betrachtung der Regelungen, die gewöhnlich getroffen werden, um die Rechte der Inhaber von Anleihen und Vorzugsaktien gegen Verwässerung und die verschiedenen Folgen bei Zahlungsausfall zu schützen. Das damit verfolgte Ziel ist wie im gesamten Buch nicht die Bereitstellung von Informationen, auf die in einzelnen Anwendungsfällen zurückgegriffen werden kann, sondern eher bestimmte bestehende Praktiken einer kritischen Hinterfragung auszusetzen, um daraus hilfreiche und allgemeine Verbesserungsvorschläge zum Nutzen aller Wertpapierhalter abzuleiten. In dieser Verbindung erscheint ebenfalls eine kurze Einführung in die bisherige Entwicklung auf dem Feld der Unternehmensreorganisation nützlich.

VERTRAGLICHE UND GESETZLICHE REGELUNGEN ZUM SCHUTZ DER INHABER VORRANGIGER WERTPAPIERE – Der Vertrag zwischen einem Unternehmen und seinen Anleihengläubigern ist in einem Dokument verbrieft, welches als *Indenture* oder *Deed of Trust* bezeichnet wird. Die korrespondierenden Vereinbarungen bezüglich der Rechte von Vorzugsaktionären sind in der Unternehmenssatzung geregelt. Diese Instrumente umfassen Regelungen, die darauf abzielen, die Inhaber von vorrangigen Wertpapieren eines Unternehmens vor nachteiligen Handlungen der Unternehmensführung zu schützen und Rechtsmittel für den Fall der Fälle bereitzustellen. Dazu zählen die folgenden Ereignisse:

1. Für die Inhaber von Anleihen:
 - a) Zahlungsausfall von Zinsen oder Tilgung oder Kapitalherabsetzungen
 - b) Ausfall anderer Verbindlichkeiten oder Insolvenzverwaltung
 - c) Emission neuer, mit Sicherheiten ausgestatteter Wertpapiere
 - d) Verwässerung von Wandlungsrechten

2. Für die Inhaber von Vorzugsaktien:

- a) Zahlungsausfall von Zinsen oder Tilgung oder Herabsetzung des Nominalwertes
- b) Ausfall anderer Verbindlichkeiten oder Insolvenzverwaltung
- c) Emission neuer, mit Sicherheiten ausgestatteter Wertpapiere
- d) Verwässerung von Wandlungsrechten

Eine häufige, aber nicht allgemeine Regelung sieht für Industrieunternehmen vor, dass das Nettoumlaufvermögen einen bestimmten Prozentsatz des in Anleihen verbrieften Kapitals betragen muss. (Bei Anleihen von Investmenttrusts oder Holdingunternehmen bezieht sich dieser Mindestwert auf den Marktwert aller Vermögensbestandteile.)

Die Rechtsmittel für Anleihengläubiger bei Elementen aus 1a und 1b der obigen Aufstellung sind weitestgehend standardisiert. Jedes dieser Ereignisse wird als *Event of Default* gewertet, um dem zuständigen Treuhänder die vorzeitige Fälligkeit zu erklären und die sofortige Tilgung zu veranlassen. Bei der Verbriefung werden die entsprechenden Regelungen als *Acceleration Clauses* bezeichnet. Damit wird das Ziel verfolgt, die Anleihengläubiger im Wettbewerb mit den anderen Kreditoren des Unternehmens in die Lage zu versetzen, ihre vollen Ansprüche gegen das Unternehmen vorzutragen.

GEGENLÄUFIGE ASPEKTE VON GLÄUBIGERRECHTEN – Bestandteil einer kritischen Hinterfragung dieser Regelungen müssen aber auch die den Interessen der Anleihengläubiger entgegengesetzten Aspekte sein. Konkursverwaltung¹⁵³ ist ein an der Wall Street gefürchtetes Wort; ihr Vorhandensein ist normalerweise gleichbedeutend mit einem drastischen Kursrutsch aller Wertpapiere, inklusive der Anleihen, worin sich das, was als »Nutzen« einer Konkurserklärung bezeichnet wird, widerspiegelt. Wie bereits in einem der vorangegangenen Kapitel ausgeführt wurde, ist die Marktbewertung einer notleidenden Anleihe in der Regel nicht höher oder sogar geringer als die einer Vorzugsaktie eines zahlungsfähigen Unternehmens, auf die keine Dividenden ausgeschüttet werden.

Man könnte sich die Frage stellen, ob die Anleihengläubiger nicht besser gestellt wären, wenn ihnen bei *Unmöglichkeit sofortiger Auszahlungen des Schuldnerunternehmens* keine weiteren Rechtsmittel zur Durchsetzung ihrer Ansprüche zur Verfügung stehen würden. Die bisherige Rechtslage scheint vor allem dazu geführt zu haben, Unternehmen betreiben zu können, ohne dabei die Anleiheninhaber zu bedienen.

Solange Zins oder Tilgung nicht geleistet werden kann, könnte es doch durchaus im eigenen Interesse der Fremdkapitalgeber liegen, das Unternehmen aus Gerichtsprozessen herauszuhalten.

ZAHLUNGSUNFÄHIGKEIT UND UNTERNEHMENSREORGANISATIONEN – Diese Frage betrifft das große Gebiet von Unternehmensinsolvenzen und -reorganisationen. Dies erfolgt in der gebotenen Kürze mit den Zielstellungen, erstens die üblichen Verfahren vor der Neureglung 1933 zu beschreiben, zweitens die Veränderungen zur heute gültigen Rechtslage zusammenzufassen und drittens die daraus folgende Position von Anleihengläubigern zu bewerten. (Letzteres ist dabei das schwierigste Unterfangen, da den neuen Regelungen bisher kaum genug Zeit gegeben war, ihre Vor- und Nachteile unter Beweis zu stellen.)

Nach den alten Regelungen liefen Unternehmensreorganisationen nach folgendem Muster ab: Auf die Unfähigkeit, Zins oder Tilgungszahlungen für Gläubigeransprüche zu zahlen, folgte in der Regel die Selbstanzeige der Zahlungsunfähigkeit mit der Folge, dass ein Konkursverwalter eingesetzt wurde.¹⁵⁴ Üblicherweise wurde ein »wohlwollendes« Gericht angerufen; zum Verwalter wurde generell der Präsident des Unternehmens berufen; die Interessen der Anleihengläubiger wurden durch eine Interessenvertretung wahrgenommen, welche personell normalerweise durch die Konsortialbanken gestellt wurde, welche die Emission der Wertpapiere begleitet hatten. Es wurde ein Reorganisationsplan erstellt, dem die Interessenvertretungen zustimmten und der von den Gerichten genehmigt wurde. Diese Pläne stellten meistens Kompromisse zwischen den verschiedenen Interessengruppen von Wertpapierinhabern mit Ansprüchen gegen das Unternehmen dar, wobei, ganz allgemein gesprochen, jede *in gewissem Umfang* Ansprüche gegen das neue Unternehmen erhielt und jede dafür Opfer bringen musste. (In einigen Fällen wurden mit effektiven Sicherheiten ausgestattete Papiere an der Spitze der Anspruchsrangliste mit kleinem Volumen auch vollständig zurückgezahlt oder sie kamen unbeschadet durch den Reorganisationsprozess; in hoffnungslosen Situationen dagegen kam es manchmal auch dazu, dass Eigenkapitaltitel vollständig gelöscht wurden.) Dieses System der Unternehmensreorganisation entspricht dem von Zwangsversteigerungen. Die als Sicherheiten eingetragenen Vermögensbestandteile wurden im Namen der sich einigenden Wertpapierinhaber veräußert; Gläubiger, die sich diesem Zusammenschluss verweigerten, wurden durch eine anteilige Barauszahlung des erzielten Verkaufspreises abgefunden, sofern einer erzielt werden konnte. Dieser Preis war gewöhnlich so niedrig, dass sich jeder dadurch besser stellte, sich an der Einigung zu beteiligen und die neuen Wertpapiere zu akzeptieren, als die Zahlungsalternative zu wählen.

Zwischen 1933 und 1939 wurde dieses Verfahren durch eine Reihe von Gesetzeserlassen verändert, der wichtigste davon war der *Chandler Act*. Vor allem zwei zutage tretende Fehlanreize bedingten die Neuregelung: Einerseits hatte die Notlage von einigen Investoren, die darauf angewiesen waren, Barzahlungen zu beanspruchen und sich nicht am neuen Unternehmen zu beteiligen, in ein Dilemma geführt; wegen unzulässiger niedriger »überraschender« Erlöse aus dem Unternehmensverkauf während der Reorganisationsphase wurde die Ermittlung des Preises den Gerichten unterstellt, wodurch oft das schier unlösbare

Problem entstand, Käufer mit ausreichender Liquidität zu finden, die bereit waren, den als fair ermittelten Preis zu zahlen. Viel schwerwiegender war aber der Umstand, dass die alten Verfahren dazu tendierten, den alten Führungskräften weiterhin die Kontrolle über die Unternehmen zu belassen, obwohl sie sich als ineffizient oder zumindest unzuverlässig herausgestellt hatten und im Rahmen der Reorganisation sicherlich Sonderinteressen verfolgten.

Im Jahre 1933 erfolgte zunächst eine Neuregelung, die vorsah, dass, wenn zwei Drittel der Fremdkapitalgeber und die Mehrheit der Eigenkapitalgeber (sofern noch »Eigenkapital« vorhanden war) einen vom Gericht genehmigten Plan akzeptierten, dieser Plan für alle Wertpapierinhaber maßgeblich und bindend war. Dies verhinderte die schwerfälligen und aus weiteren Gründen nachteiligen Konkursverkäufe. Ergänzt durch den *Chandler Act* und den *Trust Indenture Act* von 1939, weisen die neuen Regelungen für alle Unternehmen mit Ausnahme von Eisenbahngesellschaften folgende weitere wichtige Punkte auf:¹⁵⁵

(1) Das Unternehmen muss von wenigstens einem unabhängigen Treuhänder ohne eigene Interessen am Unternehmen geführt werden. Dieser Treuhänder entscheidet, ob irgendwelche Ansprüche gegen die alte Unternehmensführung angemeldet werden und ob der Wertschöpfungsprozess weitergeführt werden sollte.

(2) Am Zustandekommen eines wirksamen Reorganisationsplanes sind drei unabhängige Parteien ohne Eigeninteresse am Unternehmen beteiligt: (a) der Treuhänder, der den Plan in erster Instanz ausarbeitet; (b) die SEC (wenn die Verschuldung 3.000.000 Dollar übersteigt), die aufsichtsrechtliche Eingaben vornehmen kann; (c) die Gerichte, welche die Pläne offiziell genehmigen müssen.

Obleich den Wertpapierinhabern in Form ihrer Interessenvertretung ein Mitspracherecht zusteht, ist ihre Zustimmung bis zum Abschluss des Verfahrens zwischen den drei obigen Gruppen unerheblich. Darüber hinaus sind die Gerichte mit weitreichenden Kompetenzen ausgestattet, eine Zustimmung auch in solchen Wertpapierklassen durchzusetzen, welche die nötige Mehrheit anfänglich nicht aufweisen konnten; wobei das exakte Ausmaß dieser Einflussnahmemöglichkeit noch nicht abschließend bestimmt werden kann.

(3) Der Reorganisationsplan muss einigen festgelegten Standards für Fairness genügen, dazu zählen Vorschriften, die Stimmrechte und Publizitätspflichten usw. betreffen. Speziell das neue Management muss ebenfalls durch die Gerichte genehmigt werden.

(4) Die Aktivitäten der Interessenvertretung der Wertpapierinhaber sind einer strengen Aufsicht durch die Gerichte unterworfen. Die Kosten von Reorganisationen, vor allem Beratungshonorare usw., bedürfen einer Zustimmung des zuständigen Gerichts.

(5) Neben den Regelungen für einen ordentlichen Ablauf der Reorganisationsphase sind im *Trust Indenture Act* Anforderungen an treuhänderische Unternehmensverwalter geregelt.

Damit werden die beiden Zielsetzungen verfolgt, Interessenkonflikte, die in der Vergangenheit zu Problemen geführt haben, zu vermeiden und dem Treuhänder Anreize zu setzen, die Interessen der Anleihengläubiger aktiver zu vertreten.

Nach der hier vertretenen Auffassung besteht alles in allem kein Zweifel daran, dass sich die heutigen Vorschriften¹⁵⁶ beim typischen Anwendungsfall als äußerst nützlich erweisen werden. Sie sollten dafür sorgen, dass einige missbräuchliche Elemente, die bisher mit Reorganisationen und Konkursverwaltung einhergingen, verhindert werden. Daneben sollten sie zu einer Beschleunigung des Verfahrens an sich beitragen können. Dies trifft insbesondere dann zu, wenn weitere definitive Fairnessstandards für Reorganisationspläne etabliert sein werden, da dann weniger Raum für Konflikte zwischen den einzelnen Gruppen von Wertpapierinhabern verbleibt.

ALTERNATIVE MASSNAHMEN ZUR ABHILFE – Trotz der zweifelsfrei wirksamen Reform der Reorganisationsabläufe sind wir an dieser Stelle kühn genug, zu behaupten, dass eine ideale Schutzwirkung für die Anleiheninhaber in vielen Fällen in anderen, einfacheren Handlungsalternativen gefunden werden kann. Hier wird die Auffassung vertreten, dass – bei einer hinreichend unkomplizierten Gläubigerstruktur – die beste Gegenmaßnahme für Gläubiger aus notleidenden Anleihen darin besteht, schnellstmöglich die Stimmrechtskontrolle über das Unternehmen zu erreichen und eine effiziente Ausübung dieser sicherzustellen. In vielen Fällen wird es dann möglich sein, die Unternehmenserträge und -ressourcen so zu verwenden, dass sie die Positionen der Anleihengläubiger bestmöglich schützen und langwierige, kostenintensive Gerichtsprozesse vermieden werden.

Diese Empfehlung besteht aus zwei Bestandteilen. Erstens sollte der Übergang der Stimmrechte auf die Anleihengläubiger durch entsprechende Vereinbarungen in der Verbriefung der Wertpapiere sofort dann einschlägig sein, wenn das Unternehmen seinen Verbindlichkeiten gegenüber den Gläubigern nicht nachkommt, dazu zählen Zahlungsausfälle bei Zinsen und Tilgung. Während einer solchen Phase würden nicht erfolgte Zins- und Tilgungszahlungen mit einem vorübergehenden Zahlungsaufschub betrachtet werden. Die von den Gläubigern beauftragten Direktoren hätten aber dessen ungeachtet jederzeit das Recht, das Unternehmen mit der Einsetzung eines Treuhänders in ein Konkursverfahren gemäß dem *Chandler Act* zu überstellen, wenn sie zu der Überzeugung gelangen, dass eine weitreichende Reorganisation besser ist als der auf unbestimmte Zeit erteilte Zahlungsaufschub und die Unternehmenskontrolle. Zweitens sollte die Übertragung der Stimmrechte am besten unter Zusammenarbeit mit dem *Indenture Trustee* (Verwahrstelle für Wertpapiere) vorgenommen werden – eine große und in Finanzierungsfragen erfahrene Institution, welche die nötigen Kompetenzen zur Vertretung allgemeiner Gläubigerinteressen aufweist und passende Kandidaten empfehlen kann, die als Direktoren von den Gläubigern entsendet werden können.

Die Interessenvertretung der Eigenkapitalgeber sollten künftig im Führungsgremium durch eine Minderheit von Direktorenposten sichergestellt werden.

Dieses Arrangement bewirkt für die Zeit, in der die Fremdkapitalgeber das Unternehmen kontrollieren, im Prinzip eine Umwandlung der Anleihen mit Festbetragsansprüchen in Gewinnschuldverschreibungen des Unternehmens und den Aufschub fälliger Tilgungszahlungen bis zu einer freiwilligen Prolongation des Fremdkapitals oder bis eine Refinanzierung durchführbar ist oder Liquidation oder Verkauf vorteilhaft erscheinen.

Darüber hinaus erscheint es angebracht, die Möglichkeit des Nachschusses von Kapital in der Unternehmenssatzung (bis dato nur für das Eigenkapital vorgesehen) auch auf Anleihen auszuweiten, falls dies im Interesse der Anleihengläubiger liegen sollte, denen sonst nur die Alternative verbleibt, die Kontrolle über das Unternehmen aufrechtzuerhalten und abzuwarten.

Offensichtlich ungeeignet ist eine Übertragung der Kontrolle auf die Gläubiger, wenn es unter ihnen verschiedene Gruppen mit abweichenden Interessen gibt. In solchen Fällen erscheint ein Vorgehen gemäß dem *Chandler Act* notwendig, um den Gordischen Knoten zu lösen. Aber wenigstens theoretisch erscheint ein Stimmrechtsübergang auch bei Vorhandensein eines einfachen nachrangigen und eines einfachen vorrangigen Gläubigertitels als machbar. Fallen nur die Zahlungen für das nachrangige Papier aus, geht die Stimmrechtskontrolle an dieses über. Wird das vorrangige notleidend gestellt, geht sie an alle Gläubiger über.

Ogleich diese Ausführungen wegen ihrer Neuheit Zweifel geradezu herausfordern, sollte beachtet werden, dass die Idee eines Übergangs von Stimmrechten auf die Anleihengläubiger sowohl alt ist als auch sich einer wachsenden Beliebtheit erfreut. Obwohl ein solches Arrangement in der Vergangenheit eher die Ausnahme darstellte, weisen immer mehr Reorganisationspläne, die eine Ausgabe von Gewinnschuldverschreibungen vorsehen, Stimmrechte für diese Wertpapiere auf, solange sie nicht (nahezu) vollständig getilgt sind oder die Zinsverpflichtungen nicht vollständig bedient wurden.¹⁵⁷ Weiterhin wurden bei vielen Festzinsanleihen nachträglich Regelungen für den Übergang der Stimmrechtsmehrheit an die Anleihengläubiger in die Verbriefung aufgenommen.¹⁵⁸ In Kanada ist es derweil durchaus üblich, dass Gläubigerversammlungen vertragliche Änderungen in der Verbriefung von Wertpapieren vornehmen können, dazu zählen auch der Aufschub oder die Änderung von Zins- und Tilgungszahlungen.¹⁵⁹ Solche Versammlungen können vom Treuhänder, einem Mindestanteil der Anleihengläubiger oder durch das Unternehmen selbst einberufen werden.

Nun könnte eingewendet werden, dass die besprochenen Arrangements die Anleihengläubiger nicht besser stellen würden als gewöhnliche Vorzugsaktionäre und sie daher auf die nicht zufriedenstellende Position abgewertet würden, lediglich begrenzte

Gewinnmöglichkeiten in Kombination mit einem nicht durchsetzbaren Anspruch zu besitzen. Die Antwort darauf muss sein, dass, wenn der Stimmrechtsübergang sinnvoll gehandhabt wird, er ein für beide Gruppen, Vorzugsaktionäre und Anleihengläubiger, vorteilhaftes Ergebnis sicherstellen müsste. In diesem Fall verschwindet der grundsätzliche vertragliche Vorteil von Anleihen gegenüber Vorzugsaktien bis auf den Umstand, dass bei Anleihen ein festes Datum für die Tilgung des einst zur Verfügung gestellten Kapitals besteht. Wie bereits bei den Ausführungen zu Vorzugsaktien betont wurde (S. 215), liegt der vertragliche Nachteil von Vorzugsaktien im Grunde weniger in der geringeren Ausstattung mit Rechtsmitteln, sondern vielmehr in der gängigen Unternehmenspraxis und den Unzulänglichkeiten der Anleger selbst.

TENDENZ ZUR UNTERBEWERTUNG VON WERTPAPIEREN INSOLVENTER UNTERNEHMEN – Einige andere Aspekte von Unternehmensreorganisationen verdienen weitere Beachtung. Zunächst ist da die Marktbewertung von Wertpapieren insolventer Unternehmen. In der Vergangenheit haben Insolvenzverfahren vor allem dazu geführt, dass die Erwartungen der Marktteilnehmer durch eine ungeheure und beständige Unsicherheit geprägt waren, was vor allem auf die Aktionäre zutraf, aber auch die Anleiheninhaber nicht ausschloss. Ein Ergebnis davon war, dass die Wertpapiere von Unternehmen in Insolvenzverwaltung im Durchschnitt unter ihrem wahren Wert notierten; daneben konnte auch die Tendenz zu irrationalen Beziehungen zwischen den Preisen von notleidenden Anleihen und jungen Aktien beobachtet werden.

Beispiele: Der *Fisk Rubber Company*-Fall ist ein exzellentes Beispiel für den ersten Punkt; die Situation der *Studebaker Corporation* 1938 illustriert den zweiten.

Marktwert der Wertpapiere von *Fisk Rubber* im April 1932

7.600.000 \$ <i>First 8s</i> à 16	1.200.000 \$
8.200.000 <i>Debenture 5,5s</i> à 11	900.000
Aktien	Nominal
Gesamter Marktwert des Unternehmens	2.100.000 \$

Bilanz, 30. Juni 1932

Kasse	7.687.000 \$
Forderungen (abzgl. einer Reserve von 1.425.000 \$)	4.838.000
Warenbestand (als Wiederbeschaffungs- oder Marktwert)	3.216.000
	15.741.000
Verpflichtungen aus Lieferung und Leistung	363.000

Betriebsvermögen	15.378.000 \$
Anlagevermögen (abzgl. Abschreibungen von 8.400.000 \$)	23.350.000

Die Wertpapiere des Unternehmens zusammengenommen waren billiger als allein ein Drittel des Kassenbestandes des Unternehmens. Und ihr Marktwert entsprach nur einem Siebtel des Betriebsvermögens, wenn man den Wert des Anlagevermögens mit null angesetzt hatte.¹⁶⁰

Wertpapier	Nominalwert (in Dollar)	Marktpreis	Marktwert (in Dollar)
10-jährige 6 %-Kupons und andere Ansprüche	22.000.000	40	8.800.000 \$
Vorzugsaktien	5.800.000	27	1.500.000
Stammaktien (2.464.000 Stück)	-----	6	14.700.000
Gesamter Marktwert des Eigenkapitals	-----	--	16.200.000

Studebaker Corporation, September 1933

Das in einem Verhältnis von 40 Cent pro Dollar Nominalwert gehandelte Fremdkapital des Unternehmens war so gestellt, dass es erst vollständig getilgt sein musste, bevor überhaupt etwas an die Aktionäre ausgeschüttet werden konnte. Trotzdem bewertete der Markt das Eigenkapital viel höher als das vorrangige Eigenkapital.

FREIWILLIGE SANIERUNGSMASSNAHMEN – Die unausweichlich eintretenden Nachteile eines Konkursverfahrens haben Anleihengläubiger häufig dazu verleitet, auf Empfehlung der eigenen Unternehmensführung Sanierungsmaßnahmen und mithin eine freiwillige Reduktion ihrer Ansprüche zu akzeptieren.

Solche Arrangements variierten zwischen dem althergebrachten Typ eines »Vergleichs« (bei welchem die Ansprüche der Gläubiger ausgeweitet oder sogar eingeschränkt wurden, während die Position der Aktionäre intakt blieb) und Fällen, in denen den Anleiheninhabern ein substantieller Anteil am Eigenkapital übertragen wurde.

Beispiele: Ende 1931 befand sich *Radio-Keith-Orpheum Corporation*, welche dringend eine Refinanzierung von zur Tilgung anstehender Schuldverschreibungen benötigte, in einer Lage, in der es unmöglich schien, jene auf einem gewöhnlichen Weg zu erreichen. Die Aktionäre genehmigten daraufhin ein Vorgehen, bei dem sie effektiv 75 Prozent ihrer Eigenkapitalansprüche als Bonus für diejenigen preisgaben, welche die Emission von 11.600.000 Dollar in *Debenture-Papieren* zeichneten. (Eine anhaltende Phase großer Verluste zwangen das Unternehmen ein Jahr später ins Insolvenzverfahren.)

Die *Fox Film Corporation* führte nach dem gleichen allgemeinen Muster eine Kapitalerhöhung im Jahr 1933 durch. Die Eigenkapitalgeber verzichteten auf 80 Prozent ihrer Ansprüche und für die so neu geschaffenen Aktien erhielt man im Tausch etwa 40.000.000 Dollar für fünf Jahre und Bankkredite.

Das Sanierungskonzept der *Kansas City Public Service Company*, ebenfalls aus dem Jahr 1933, sah die Lösung für ein einfacheres Problem vor, die vorübergehende Reduktion der laufenden Zinsbelastung während einer als temporär eingeschätzten Phase abnormaler Ertragslage. Es sah zunächst eine Absenkung der Kuponrate der *6-Prozent-First-Mortgage*-Anleihen für die vier Jahre zwischen 1933 und 1936 auf 3 Prozent vor, die anschließend zwischen 1937 und 1938 wieder auf 6 Prozent angehoben werden sollte und schließlich von 1939 bis 1951 sogar bis auf 7 Prozent, um den Verlust von 12 Prozent in den früheren Jahren auszugleichen. Die Ankündigung regelmäßiger Rückkäufe zur laufenden teilweisen Tilgung in Abhängigkeit von der Ertragssituation verbesserte die Marktposition des Papiers.

Es war offensichtlich, dass die Anleihengläubiger besser darin beraten waren, die vorübergehende Reduktion auf zahlbare 3 Prozent zu akzeptieren, als auf den nicht zu leistenden 6 Prozent zu bestehen und dadurch ein Insolvenzverfahren mittragen zu müssen. (Das vorangegangene Insolvenzverfahren, eingeleitet 1926, dauerte sechs Jahre.) In diesem Fall mussten die Aktionäre keinen Anteil an ihren Residualansprüchen für die erbrachten Zugeständnisse an die Anleiheninhaber abgeben. Während theoretisch einige Opfer in Form von Übertragungen hätten erbracht werden können, hätte dies kaum praktische Relevanz entfaltet, da alle an die Anleiheninhaber übertragbaren Rechte einen sehr geringen Marktwert besaßen.¹⁶¹

Dabei sollte als allgemeines Prinzip erkannt werden, dass Anleihengläubigern, die auf ein wichtiges ihrer Rechte verzichten, eine Gegenleistung der Eigenkapitalgeber zusteht – was entweder über eine Kapitalerhöhung mit Mittelzufluss durch die Eigenkapitalgeber oder über eine Übertragung von zukünftigen Residualgewinnansprüchen an die Anleiheninhaber zu bewerkstelligen ist.¹⁶²

1939 wurden vorübergehend weitere Gesetze zur Erleichterung der Durchsetzung »freiwilliger Reorganisationsvorhaben« bei Eisenbahngesellschaften erlassen, indem solchen Maßnahmen ein für alle Wertpapierinhaber bindender Charakter zugeordnet wurde.¹⁶³ Dieser Erlass sollte die Umsetzung der zuvor angekündigten freiwilligen Reorganisation von *Baltimore and Ohio and Lehigh Valley Roads* erleichtern. Damit wurde das Ziel verfolgt, die festen Zinsansprüche gegen das Unternehmen zu reduzieren und eine Verlängerung naher Fälligkeitstermine zu erreichen. Die Position der Eigenkapitalgeber wurde hiervon nicht beeinflusst.

Wie bereits ausgeführt wurde, sind freiwillige Sanierungsmaßnahmen an sich sinnvoll,

jedoch sollte *zuvor* die Stimmrechtskontrolle an die Anleihengläubiger übergehen und sie somit in die Lage versetzen, zwischen verschiedenen alternativen Szenarien zu wählen.

STATUSVERÄNDERUNGEN VON TREUHANDVERWALTERN – Auch der *Trust Indenture Act of 1939* gehört zu den wichtigen Veränderungen der Gesetzeslage seit 1933. Dieser wurde angestoßen wegen einer Reihe von Fällen mit Fehlverhalten und Missbrauch im Amt eines Anleihentreuhänders.

Im Grunde wird am Verhalten vieler Treuhänder in der Vergangenheit kritisiert, dass sie sich nicht wie Treuhänder, sondern im Grunde wie Makler der Anleihengläubiger verhalten haben. Damit soll ausgedrückt werden, dass sie im Allgemeinen keine Handlungen aus eigener Initiative vorgenommen haben, sondern immer nur auf äußere Veranlassung hin aktiv wurden und durch ein entsprechendes Votum eines bestimmten Anteils der Anleiheninhaber vollständig entlastet werden konnten.¹⁶⁴ In der Verbriefung der Wertpapiere findet praktisch keine Klärung der Pflichten eines Treuhänders statt, dafür sind die ihm zuteilwerdende Immunität sowie seine Entlastung ausführlich geregelt.

Die 1939 erfolgten Änderungen zielen mit der nachfolgenden Regelung genau auf diese nicht zufriedenstellende Situation ab (aus *Section 315*):

Pflichten des Treuhänders von notleidenden Anleihen.

(c) Bei verbrieften Wertpapieren sollte die Verbriefung Anweisungen für den Treuhänder für den Fall beinhalten, dass Anleihen notleidend werden (sowie eine Definition, auf welche Ereignisse diese Bezeichnung zutrifft), sowie die in einem solchen Falle auf ihn übergehenden Rechte benennen. Das Handeln der Treuhänders soll nach Treu und Glauben an dem eines umsichtigen Geschäftsmannes, der seine privaten Angelegenheiten regelt, ausgerichtet sein.

Weitere Vorschriften grenzen die Verwendung sogenannter exkulpatorischer Klauseln ein, die es in der Vergangenheit verhindert haben, Treuhänder in Haftung zu nehmen, außer es handelte sich nachweisbar um Betrug oder Fahrlässigkeit.

Als weiterer Kritikpunkt wird die Tatsache angeführt, dass der Treuhänder regelmäßig selbst ein einzelner Gläubiger des betreffenden Schuldners war (häufig handelte es sich dabei um eine *Trust Company*, die im Besitz von Inhaberschuldverschreibungen des Unternehmens war) oder zumindest dieselben Interessen vertrat. Solche Situationen haben Zielkonflikte provoziert und die Bereitschaft für unparteiisches und energisches Handeln gesenkt, was in der Regel zu Nachteilen für die Anleiheninhaber geführt hat. Der *Trust Indenture Act* von 1939 beinhaltet auch stringente Vorschriften, die derlei Missbrauch verhindern sollen.¹⁶⁵

PROBLEME BEI DER INTERESSENVERTRETUNG DER GLÄUBIGER – Eine Reform des

Treuhandwesens sollte auch die irritierenden Probleme der Interessenvertretung der Gläubiger angehen.

Seit 1929 war der allgemeine Status der Vertretung der Gläubigerinteressen unsicher und nicht zufriedenstellend. Vorher ging man davon aus, dass die eine Emission begleitenden Konsortialbanken im Fall von notleidenden Anleihen die Interessenvertretung der Gläubiger organisieren. In den vergangenen Jahren kamen jedoch berechtigte Zweifel an der Verlässlichkeit und Anständigkeit solchen Vorgehens auf. Gründe hierfür könnten mangelndes Vertrauen der Anleihengläubiger in das Handeln der Konsortialbanken, Zweifel an ihrer Unbefangenheit wegen eigener Interessen oder sogar die Auffassung sein, dass die damals verantwortlich Zeichnenden für die erlittenen Verluste zu haften hätten. Die Argumente für eine *kompetente* Interessenvertretung durch einen *anderen* als den bereits involvierten Intermediär sind schlicht überzeugend. Die Schwierigkeit besteht dabei in dem Detail, eine kompetente Vertretung zu finden. Nachdem man die einstigen Konsortialbanken ausgeschlossen hat, können nach Belieben Zusammenschlüsse von Gläubigern gegründet und ausgerufen werden, was mit der Aufforderung verbunden ist, die erforderlichen Einlagen vorzunehmen. Das gesamte Verfahren war nicht standardisiert und bot reichlich Gelegenheit für Missbrauch. Häufig kam es zur Bildung mehrerer konkurrierender Vereinigungen mit unwürdigen Schachereien um die Einlagen; Personen mit fraglicher Reputation und zweifelhaften Motiven war es leicht möglich, in das Geschehen einzugreifen.

Die neuen Regelungen für Konkursverfahren von 1938 erreichten eine kleine Verbesserung der Zustände, indem sie die Aktivitäten und die Entlohnung von Gläubigervertretungen unter gerichtliche Aufsicht stellten. (Im Fall von Eisenbahngesellschaften konnten sich nur solche Vereinigungen an Verfahren beteiligen, die vorher von der *I.C.C.* zugelassen worden waren.) Eine weitere Verbesserung wird sicherlich dadurch erreicht werden können, dass neben der Regelung der Aktivitäten auch eine detaillierte Regelung des Zustandekommens der Gläubigervertretungen vorgenommen wird.

EINE ÜBERFÄLLIGE REFORM – Das gesamte Verfahren sollte gestrafft und standardisiert werden, nachdem nun angenommen werden kann, dass der die Emission begleitende Treuhänder eine *aktive* Schutzfunktion für die Wertpapierinhaber ausüben wird. Die großen Häuser, die solche Aufgaben übernehmen, verfügen über die Infrastruktur, die Erfahrung und die Reputation, die eine erfolgreiche Ausführung dieser Funktion verlangt. Es scheint im Grunde nichts dagegenzusprechen, dass der Treuhänder selbst die Organisation der Interessenvertretung der Anleihengläubiger übernimmt und einen seiner Vorstände als Vorsitzenden beruft und die restlichen Posten aus dem Kreis der größeren Gläubiger oder ihrer Abgeordneten zusammensetzt. Die Möglichkeit für Interessenkonflikte zwischen dem Treuhänder, der im Namen aller Anleihengläubiger handelt, und dem Gremium ihrer

Interessenvertretung, die nur diejenigen repräsentieren, die sich mit der erforderlichen Einlage beteiligt haben, ergibt sich vornehmlich aus rein theoretischen Analysen mit geringer tatsächlicher Bedeutung. Sollten solche Konflikte auftreten, können sie durch die Anrufung eines Gerichts in dieser Frage gelöst werden. Eine angemessene Entlohnung des Treuhänders und der berufenen Mitarbeiter für ihren Arbeitseinsatz ist unproblematisch.

Ein solches Arrangement ermöglicht eine wirksame Kooperation zwischen dem Treuhänder und der Gruppe von Anleiheninhabern, die nach Auffassung des Treuhänders in der Lage sind, die gesamten Interessen zu repräsentieren. Im Idealfall sollte diese Gruppe von Anleiheninhabern bereits bei Emission des Wertpapiers formiert sein und damit nicht erst abgewartet werden, bis ein Ereignis eintritt, das die Anleihe notleidend werden lässt. Damit könnte man erreichen, dass bereits von Anfang an bestimmte verantwortliche und interessierte Häuser das Unternehmen aus der Perspektive der Anleihengläubiger beobachten und sich nötigenfalls gegen bestimmte Geschäftspolitiken wenden, wenn sie die Sicherheit des Wertpapiers gefährdet sehen. Die für diese Dienstleistung anfallenden Kosten sollten vom Unternehmen getragen werden. Dann entspräche das skizzierte Szenario in gewissen Teilen der Vertretung der Gläubiger im Aufsichtsrat. Sollten Ereignisse eintreten, die dazu führen, dass diese Gruppe als offizieller Zusammenschluss der Gläubigerinteressen zu handeln beginnt, würde es sich auszahlen, dass sie bereits mit den Angelegenheiten des Unternehmens vertraut sind.

KAPITEL 19

SCHUTZBESTIMMUNGEN (FORTSETZUNG)

VERBOT (NACHTRÄGLICH) VORRANGIGER PFANDRECHTE – Es scheint geboten, auch diejenigen Bestimmungen mit Schutzwirkung kurz zu diskutieren, die nicht zu den gewöhnlich erst bei notleidenden Anleihen greifenden zählen. (Das Thema Bezugsrechte und andere Beteiligungsrechte gegen Verwässerungen der ursprünglichen Position wird in den Kapiteln zu spekulativen Wertpapierkäufen problematisiert.) Wendet man sich zunächst Hypothekenschuldverschreibungen zu, kann man in nahezu allen Fällen davon ausgehen, dass in der Verbriefung festgelegt wurde, dass die verpfändeten Vermögensgegenstände nachträglich mit keinen neuen Erstpfindrechten belegt werden dürfen. Ausnahmen hiervon gibt es manchmal bei Anleihenemissionen während Reorganisationsphasen, wenn man zu der Einsicht gelangt ist, dass die Gewährung solcher Rechte zwingend notwendig für die weitere Aufnahme frischen Kapitals ist.

Beispiel: Im Jahr 1926 emittierte die *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company* eine *Series A Mortgage 5 %-Anleihe* mit einem Volumen von 107.000.000 Dollar und hierzu nachrangig die Wandelschuldverschreibung *Convertible Adjustment Mortgage 5s* mit einem Volumen von 185.000.000 Dollar als Ausgleich für die Wertpapiere der bankrotten *Chicago, Milwaukee, St. Paul Railway Company*. Die Verbriefung dieser Wertpapiere erlaubte eine in der Höhe unbestimmte spätere Emission von *First and Refunding Mortgage Bonds*, deren Ansprüche vorrangig zu denen aus der *Series A Mortgage 5 %-Anleihe* gestellt wurden.¹⁶⁶

GLEICHBEHANDLUNG INNERHALB DER WERTPAPIERKLASSEN – Ist eine Anleihe unbesichert, ist nahezu immer festgelegt, dass sie bei etwaiger späterer Emission von mit Pfandrechten ausgestatteten Schuldverschreibungen mit diesen gleichgewichtet wird.

Beispiel: Die *New York, New Haven and Hartford Railroad Company* emittierte zwischen 1897 und 1908 eine Anzahl von *Debenture*-Papieren. Diese Anleihen waren ursprünglich unbesichert, aber ihre Verbriefung sah für den Fall einer nachträglichen Emission von mit Pfandrechten ausgestatteten Schuldverschreibungen vor, dass die

ursprünglichen Gläubiger im gleichen Verhältnis an diesen Hypotheken beteiligt würden. Im Jahr 1920 wurde eine solche vorrangige *First and Refunding Mortgage* von den Aktionären genehmigt; konsequenterweise sind die älteren Wertpapiere seitdem gleichermaßen besichert wie die jüngeren. Sie tragen zwar immer noch den Titel *Debenture*, dabei handelt es sich nunmehr aber um eine Fehlbezeichnung. Daneben ist allerdings noch ein 4-Prozent-*Debenture*, fällig 1957, im Umlauf, welches ohne eine entsprechende Regelung verbrieft und daher unbesichert ist. Im Jahr 1936 notierte der Kurs für das (unbesicherte) *Debenture 4s*, fällig 1957, bei einem Drittel des Preises für das (besicherte) *Debenture 4s*, fällig 1956, nämlich 6 zu 16.¹⁶⁷

HYPOTHEKEN AUF NEU ERWORBENE VERMÖGENSGEGENSTÄNDE – Üblicherweise ist die Verbriefung von Hypotheken auf neu erworbene Vermögensgegenstände (*Purchase-Money Mortgages*) ohne Einschränkung erlaubt. Dabei bezieht sich das Pfandrecht auf zwischenzeitlich angeschaffte Vermögensgegenstände, wobei diese Übertragung als unerheblich für die Position der anderen Anleiheninhaber betrachtet wird. Wobei letztere Annahme zwingend zutreffen muss, da es durchaus möglich ist, dass durch eine solche Maßnahme die Kapitalstruktur als Verhältnis aus Fremd- zu Eigenkapital dermaßen verschoben wird, dass die Position der existierenden Anleiheninhaber zu einem Glücksspiel degeneriert.

NACHRANGIGKEIT VON ANLEIHENANSPRÜCHEN GEGENÜBER Bankkrediten bei Reorganisationen – In Bezug auf Anleihen oder Schuldscheine, die während einer Reorganisationsphase begeben wurden, findet man teilweise Vereinbarungen, welche die Nachrangigkeit dieser Ansprüche nach den Ansprüchen aus aktuell oder zukünftig in Anspruch genommen Bankkrediten bestimmen. Dies geschieht, um die Möglichkeit der Bankfinanzierung zu stützen, wofür sonst die Verpfändung von bestehenden Forderungen oder Warenbeständen nötig wäre. Ein Beispiel für ein solches Arrangement sind die *Aeolian Company Five-Year Secured 6 % Notes*, fällig 1937, die im Zuge einer Sanierung der Unternehmensfinanzen im teilweisen Austausch gegen die *Guaranteed 7 % Preferred Stock* (Vorzugsaktien) des Unternehmens emittiert wurden. Diese Schuldscheine waren später aufgenommenen Bankkrediten im Umfang von 400.000 Dollar nachgeordnet.

ABSICHERUNG GEGEN DIE NACHTRÄGLICHE AUSWEITUNG BESTEHENDER WERTPAPIERE – Nahezu alle Anleihen oder Vorzugsaktien sind hinreichend gegen eine nachträgliche Ausweitung geschützt. Üblicherweise existieren dazu Vereinbarungen, die eine substantielle Überschreitung der Zinsdeckung über den Mindestwert verlangen, bevor weitere Papiere der gleichen Charge begeben werden dürfen.

Zum Beispiel dürfen, abgesehen von Refinanzierungsmaßnahmen, keine weiteren *New York Edison Company First Lien and Refunding Mortgage Bonds* mehr emittiert werden, solange die konsolidierten Nettoerträge des Konzerns im zurückliegenden Zwölfmonatszeitraum nicht wenigstens 1,75-mal so groß sind wie der Zinsdienst für das gesamte in Anleihen verbrieft Fremdkapital des Unternehmens, inklusive des zur Emission anstehenden. Bei den *Wheeling Steel Corporation First Mortgage Bonds* beträgt das nötige Verhältnis 2.¹⁶⁸

Regelungen wie diese, die auf die Ertragsdeckung abstellen, existieren bei Eisenbahngesellschaften praktisch nicht. Bei Eisenbahnanleihen, die mit einer Gesamthypothek abgesichert sind, ist eine weitere Ausgabe solcher Papiere dadurch beschränkt, dass der aggregierte Nominalwert aller im Umlauf befindlichen Fremdkapitaltitel ein bestimmtes Verhältnis zum gezeichneten Kapital nicht übersteigen darf und ebenfalls vorgeschrieben ist, dass – gemessen an den *Beschaffungskosten* oder *dem wahren Wert* von neu angeschafften Vermögensbestandteilen – nur ein bestimmter Anteil dieser Neuerwerbungen über Anleihen fremdfinanziert sein darf. (Siehe hierzu zum Beispiel die *Baltimore and Ohio Railroad Company Refunding and General Mortgage Bonds* sowie die *Northern Pacific Railway Company Refunding and Improvement Bonds*.) Bei älteren Anleihen war es üblich, eine Hypothek auf einen bestimmten, relativ niedrigen Betrag zu begrenzen und dadurch bei weiteren Anleihenfinanzierungen die Ausgabe nachrangiger Papiere zu erzwingen. Diese Regelung führte dann zur Ausgabe von *Underlying Bonds*, die bereits in Kapitel 6 besprochen wurden.

Typischerweise sollte eine Ausweitung von Hypothekenanleihen gegen Verpfändung neu angeschaffter Vermögensbestandteile dann durchgeführt werden, wenn ihr Wert größer ist als der so realisierte Anstieg der Unternehmensschulden. (Siehe zum Beispiel: *Youngstown Sheet and Tube Company First Mortgage* mit der Regelung, dass 75 Prozent der Investitionen in Ersatz oder Erhaltung der verpfändeten Vermögensgegenstände durch zusätzliche Fremdfinanzierung aufgebracht werden konnten; *Pierre Marquette Railway Company First-Mortgage Bonds*, welche bis zu einer Höhe von 80 Prozent der mit Anschaffungs- oder Herstellkosten bewerteten Neuanschaffungen, einschlägig war der geringere Wert, ausgeweitet werden konnten.)

Diese Absicherungsmechanismen sind logisch fundiert und werden in aller Regel peinlich genau beachtet. Ihre praktische Bedeutung ist aber geringer, als man denken mag, weil die geforderten Kriterien normalerweise ohnehin Voraussetzungen für die Anwerbung frischen Kapitals sind.

BESTIMMUNGEN IN BEZUG AUF DAS UMLAUFVERMÖGEN – Bestimmungen, die darauf abzielen, dass das Umlaufvermögen einen bestimmten Prozentsatz des in Anleihen verbrieften

Fremdkapitals nicht unterschreitet und dass das Betriebsvermögen ein bestimmtes Verhältnis zu den laufenden Verbindlichkeiten wahrt, sind keineswegs als standardisiert zu betrachten. Solche Regelungen tauchen nur im Zusammenhang mit der Verbriefung von Industrieanleihen auf.¹⁶⁹

Die erforderlichen Verhältnisse variieren dabei genauso wie die Strafen bei Nichtbeachtung. In den meisten Fällen ergeben sich nur dahingehend Auswirkungen, dass so lange keine Dividenden ausgeschüttet werden können, wie das erforderliche Umlaufvermögen nicht wieder erreicht ist. In einigen wenigen Fällen ist auch vorgesehen, dass eine vorzeitige Fälligkeit der Anleihen erklärt werden kann.

Beispiel 1: Einzelstrafe, Ausschluss von Dividenden. *B. F. Goodrich First 4,5s*, fällig 1956, und *Wilson and Company First 4s*, fällig 1955, verlangen beide, dass das Betriebsvermögen mindestens so groß ist wie die Unternehmensschulden. Die Regelungen für das *West Virginia Pulp and Paper First 4,5s*, fällig 1952, sehen vor, dass Vorzugsaktien von Tochtergesellschaften zu den Unternehmensschulden gerechnet werden.

Beim *Fairbanks, Morse and Company Debenture 4s*, fällig 1956, ist vorgesehen, dass das Betriebsvermögen (a) 110 Prozent der gesamten Verbindlichkeiten und (b) 200 Prozent der laufenden Verbindlichkeiten beträgt. Beim *Wheeling Steel First 4,5s*, fällig 1966, und *Republic Steel General 4,5s*, fällig 1956, muss das Betriebsvermögen 300 Prozent der laufenden Verbindlichkeiten betragen und das Nettobetriebsvermögen 50 Prozent der gesamten Unternehmensschulden.

Beispiel 2: Verfehlung der Mindestanforderungen führt zum Verzug. *Skelly Oil Debenture 4s*, fällig 1951, und fortlaufende Schuldscheine mit Fälligkeit zwischen 1937 und 1941. Im Zusammenhang mit diesen Wertpapieren verpflichtete sich das Unternehmen dazu, dass der Wert des Betriebsvermögens nicht weniger als 200 Prozent der laufenden Verbindlichkeiten betragen durfte.

Im Fall von *Continental Steel 4,5s*, fällig 1946, betrug dieses Verhältnis 115 Prozent.

Neben den bereits angesprochenen Beispielen kann auch auf *American Machine and Foundry 6s*, fällig 1939, mit einer zweifachen Regelung verwiesen werden. Danach waren erstens so lange keine Dividendenausschüttungen möglich, wie das Betriebsvermögen nicht 150 Prozent des Volumens aller ausstehenden Anleihen betrug, und zweitens war in der Verbriefung vorgesehen, dass das Nettobetriebsvermögen nicht unter den aggregierten Nominalwert der ausstehenden Anleihen sinken durfte.

Im Fall der *United States Radiator Corporation 5s*, fällig 1938, garantierte das Unternehmen jederzeit, dass das Verhältnis aus Nettoumlaufvermögen und ausstehenden Schulden mindestens 150 Prozent beträgt.

Bei Industrieanleihen bieten sich Schutzbestimmungen bezogen auf das Umlaufvermögen

als theoretisch fundiert an. Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass ein adäquates Verhältnis zwischen dem Nettoumlaufvermögen und dem in Anleihen verbrieften Kapital ein spezifisches Kriterium bei der Auswahl von Industrieanleihen ist. Gewöhnlich wird es auch direkt bei der Verbriefung von Anleihen festgeschrieben, sodass die Anleiheninhaber davon ausgehen können, dass dieses Kriterium über die gesamte Laufzeit der Anleihe *aufrechterhalten* bleibt oder ihnen geeignete Mittel zur Verfügung stehen, falls der Zielwert im Zeitablauf unterschritten wird.

Die Verhinderung von Dividendenausschüttungen unter solchen Bedingungen ist ebenfalls fundiert und angebracht. Die strengere Folge eines ungenügenden Umlaufvermögens jedoch, wonach dadurch sogar ein Verzugstatbestand ausgelöst wird, ist wahrscheinlich nicht besonders effektiv und vorteilhaft für Anleiheninhaber. Bedenken, nach denen Insolvenzverfahren den Anleihengläubigern eher schaden als nützen, sind in diesem Zusammenhang besonders einschlägig. Bezug nehmend auf das weiter oben eingeführte *United States Radiator 5s*, kommt man zu dem Ergebnis, dass das 150-Prozent-Kriterium für das Umlaufvermögen in der Bilanz vom 31. Januar 1933 nicht erfüllt ist. (Das Nettobetriebsvermögen betrug nur 2.735.000 Dollar oder 109 Prozent des mit 2.518.000 Dollar in Anleihen verbrieften Fremdkapitals.) Trotzdem wurden weder vom Treuhänder noch von der nötigen Mehrheit der Anleiheninhaber die nötigen Schritte ergriffen, die Fälligkeit der Tilgung zu veranlassen. Unter allen Umständen sollte ein aus diesem Grund veranlasstes Insolvenzverfahren vermieden werden, da es die Position der Anleiheninhaber geschwächt hätte. Aus dieser Situationsbewertung müsste man dann aber schlussfolgern, dass die betreffende Regelung gar nicht erst hätte in die Verbriefung aufgenommen werden sollen.¹⁷⁰

STIMMRECHTSÜBERGANG ALS SCHUTZMECHANISMUS – Die Möglichkeit der Anleihengläubiger, im Verzugsfalle anstelle der Einsetzung eines Treuhänders die *Kontrolle über die Stimmrechte* eines Unternehmens zu verlangen, wurde bereits angesprochen und diskutiert.

Wie auch immer der Leser diese Alternative in Bezug auf in Verzug geratene Zins- oder Tilgungszahlungen bewerten möge, zumindest in Bezug auf »zweitrangige« Leistungsstörungen wie ein zu niedriges als das vereinbarte Umlaufvermögen oder nicht erfolgte, aber vereinbarte Rückkäufe, sollte klar sein, dass die angesprochene Alternative besser ist, als ein übereiltes Insolvenzverfahren oder gar nichts zu unternehmen.

SCHUTZMECHANISMEN BEI INVESTMENTGESELLSCHAFTEN – Die Autoren vertreten hier die Auffassung, dass Anleihen von Investmentgesellschaften eine spezielle Anlageklasse darstellen, weil ihre Eigenschaften die Anwendung stringenter Schutzmechanismen fördern. Solche Anleihen sind im Grunde das Gleiche wie von Banken gegen die Verpfändung von

marktgängigen Wertpapieren vergebene (Lombard-)Kredite. Solche Bankkredite sind dadurch abgesichert, dass der Wert der als Sicherheit hinterlegten Wertpapiere einen bestimmten Prozentsatz über dem als Kredit zur Verfügung gestellten Betrag liegen muss. Dementsprechend sollten die Gläubiger einer Investmentgesellschaft verlangen, dass der Marktwert des Portfolios dieses Hauses ununterbrochen und in ausreichendem Maße über dem aufgenommenen Fremdkapital liegt, zum Beispiel 25 Prozent. Sinkt der Marktwert unter diese Grenze, sollte die Investmentgesellschaft wie jeder andere Schuldner, der gegen Einlage von Wertpapieren Geld leiht, dazu gezwungen sein, entweder die eigene Kapitalbasis zu stärken (indem eine Eigenkapitalerhöhung durchführt wird) oder Wertpapiere zu verkaufen und mit den Einzahlungen daraus den Fremdkapitalbestand so weit zu tilgen, dass das vorgeschriebene Verhältnis wieder gegeben ist.

Die bei Investitionen in Anleihen allgemein auftretenden und inhärenten Nachteile rechtfertigen das Bestreben von Anleihenkäufern, sich aller möglichen Schutzmechanismen zu bedienen. Bei Anleihen von Investmentgesellschaften bieten Vereinbarungen, die dazu verpflichten, den Portfoliowert in bestimmtem Ausmaß über den Unternehmensschulden zu belassen, einen effektiven Schutzmechanismus.¹⁷¹ Daher sollten Anleger mit Anleihen von Investmentgesellschaften großen Wert auf die Existenz und vor allem auf die strikte Einhaltung solcher Verpflichtungen legen. Obwohl dieser Standpunkt bei fallenden Marktwerten zu Konflikten mit den Aktionären führt, ist dies nichts anderes als ein Bestandteil der ursprünglichen Übereinkunft zwischen Eigen- und Fremdkapitalgebern, nach der die Aktionäre den größten Teil des Risikos tragen und im Gegenzug eine Steigerung ihres Residualgewinns erwarten können.

Bei einer Überprüfung der individuellen Regelungen verschiedener Anleihen von Investmentgesellschaften zeigt sich, dass diese Schutzbestimmung bei Weitem nicht als standardmäßig gegeben betrachtet werden darf. Bei den meisten Wertpapieren ist ein bestimmter Überschuss des Unternehmensvermögens über die Unternehmensschulden lediglich in Bezug auf die Zulässigkeit weiterer Anleihenemissionen festgeschrieben. Das dabei geforderte Verhältnis zwischen Nettoanlagevermögen und Schulden variiert zwischen 120 Prozent (zum Beispiel *General American Investors*) und 250 Prozent (bei *Niagara Shares Corporation*). Am gebräuchlichsten sind dabei Werte von 125 Prozent oder 150 Prozent. Ähnliche Restriktionen existieren für die Ausschüttung von Dividenden. Hierfür variiert das Verhältnis zwischen 125 Prozent (z. B. *Domestic and Foreign Investors*) und 175 Prozent (welches für Dividendenausschüttungen auf *Central States Electric Corporation Common* festgeschrieben ist). Der Modalwert des nötigen Verhältnisses liegt bei 140 Prozent oder 150 Prozent.

Bei der Mehrheit der Wertpapiere ist allerdings nicht vereinbart, dass der Überschuss des Anlagevermögens über das in Anleihen verbriefte Fremdkapital jederzeit und unbedingt

erhalten bleiben muss. Beispiele für entsprechende Nebenvereinbarungen liefern: *General Public Service Corporation Convertible Debenture 5s*, fällig 1953; *American European Securities Company Collateral 5s*, fällig 1958, und *Affiliated Fund, Inc., Secured Convertible Debenture 4,5s and 4s*, fällig 1949, die allesamt ein Verhältnis zwischen Anlagevermögen und Schulden von 125 Prozent verlangen. Im Fall von *Affiliated Fund* existiert eine Vereinbarung, nach der es dem Treuhänder im Bedarfsfall gestattet ist, verpfändete Wertpapiere unverzüglich zu verkaufen und mit den daraus erzielten Einzahlungen Anleihen in einem Umfang zurückzukaufen, der das erforderliche Verhältnis wiederherstellt. In den anderen Fällen ist ein aufwendigeres Verfahren vorgesehen, welches mit dem Ziel durchgeführt wird, dass die gesamte Anleihe fällig gestellt wird. Hier wird die Auffassung vertreten, dass solche Nebenvereinbarungen – vorzugsweise jene mit einfacher Umsetzbarkeit – als Standardelement bei der Verbriefung von Anleihen von Investmentgesellschaften berücksichtigt werden sollten.¹⁷²

LAUFENDE TILGUNG

In der modernen Form wird mit laufender Tilgung (*Sinking Funds*) eine Vereinbarung bezeichnet, nach der sich die Emittentin einer Anleihe verpflichtet, regelmäßig einen bestimmten Anteil der gesamten Anleihe zurückzukaufen. Der Rückkauf kann dabei über Kaufoptionen, die Abgabe eines geschlossenen Kaufangebots oder über Offenmarktgeschäfte durch einen Treuhänder oder das Unternehmen selbst abgewickelt werden. Grundprinzip ist immer die teilweise Tilgung durch Auszahlung von Bargeld an die verkaufenden Anleiheninhaber. Normalerweise kommt es im Verlaufe eines Jahres zu ein oder zwei solcher Maßnahmen, aber auch vierteljährliche oder sogar monatliche Rückkäufe sind nicht unüblich. Oftmals werden die zurückgekauften Anleihen im Anschluss nicht gelöscht, dann sind sie weiter zinsberechtig. Und die auf sie entfallenden Zinsen werden ebenfalls für Rückkäufe verwendet, sodass die wertmäßigen Rückkäufe im Zeitablauf ansteigen.

Beispiel: Ein bedeutendes Beispiel für ein solches Arrangement liefern die beiden Wertpapierchargen unter der Bezeichnung *United States Steel Sinking Fund 5s* mit einem ursprünglichen Emissionsvolumen von 504.000.000 Dollar. Anleihen aus der nachrangigen Charge waren an der *New York Stock Exchange* gelistet und dort unter der Bezeichnung *Steel Sinkers* bekannt. Durch die auf die im eigenen Portfolio befindlichen Wertpapiere entfallenden Zinsen wuchs der jährlich für Rückkäufe zur Verfügung stehende Betrag von 3.040.000 Dollar im Jahr 1902 auf 11.616.000 Dollar im Jahr 1928 an. (Im darauffolgenden Jahr wurden alle restlichen noch ausstehenden Anleihen zurückgekauft und abschließend aus dem Verkehr gezogen.)

NUTZEN – Der Nutzen einer solchen laufenden Tilgung umfasst zwei Aspekte. Eine laufende Reduktion des ausstehenden Volumens einer Anleihe erhöht die Sicherheit und erleichtert die Rückzahlung bei Fälligkeit. Daneben wird der Marktwert der Anleihe durch die regelmäßige Nachfrage gestützt. Bei nahezu allen Industriefinanzierungen ist eine laufende Tilgung durch regelmäßige Rückkäufe vorgesehen; bei öffentlichen Versorgern ist der Anteil von Papieren mit und ohne solche Vereinbarungen in etwa gleich; bei Eisenbahngesellschaften stellen sie eine Ausnahme dar. In den letzten Jahren aber wird diesem Merkmal immer mehr Bedeutung beigemessen und nur wenige Emissionen von langfristigen Wertpapieren, gleich welchen Typs, finden mittlerweile ohne solche Vereinbarungen statt.¹⁷³

IN EINIGEN FÄLLEN UNVERZICHTBAR – In einigen Fällen ist die laufende Tilgung durch Rückkäufe für die Sicherheit einer Anleihe absolut notwendig. Dies trifft im Allgemeinen auf solche Anleihen zu, die durch Vermögensgegenstände abgesichert sind, die einer laufenden Abnutzung oder dem Werteverzehr ausgesetzt sind. Anleihen von Bergwerksgesellschaften weisen einheitlich entsprechende Vereinbarungen auf, die gewöhnlich einen substanziellen Umfang haben und von der abgebauten Menge abhängen. Laufende Tilgungsleistungen durch Rückkäufe sind ebenfalls, aber in kleinerem Umfang, bei Immobilienanleihen üblich. All diesen Fällen liegt die theoretische Basis zugrunde, dass in dem Maße, wie jährliche Wertminderungen stattfinden und Abschreibungen vorgenommen werden, auch die Tilgung des ausstehenden Fremdkapitals geleistet werden soll.

Beispiele: Das mit sehr großem Volumen aufgelegte *Interborough Rapid Transit Company First and Refunding 5 %*, fällig 1966, liefert ein Beispiel von spezieller Bedeutung. Die Absicherung der Ansprüche aus diesem Papier erfolgte vornehmlich aus der Verpachtung von Vermögensgegenständen, die sich im Eigentum der Stadt New York befanden. Offensichtlich war eine Vereinbarung zur laufenden Tilgung durch regelmäßige Rückkäufe des Papiers essenzielle Voraussetzung für eine spätere erfolgreiche Tilgung der restlichen Anleihe bei Fälligkeit, welche mit dem Auslaufen des Pachtvertrages im Jahr 1967 zusammenfällt, da das Unternehmen hierdurch einen Großteil seines Ertragspotenzials einbüßen wird. Ganz ähnlich verhält es sich auch mit *Tobacco Products 6,5s*, fällig 2022, deren Werthaltigkeit maßgeblich von der jährlichen Zahlung in Höhe von 2.500.000 Dollar von *American Tobacco Company* aus einem bis 2022 laufenden Pachtvertrag abhing.

Werden bei solchen Ausgangssituationen keine Vereinbarungen getroffen, die zu einer laufenden Tilgung der ausstehenden Anleihe führen, wird dies unausweichlich zu späteren Problemen führen.

Beispiele: *Federal Mining and Smelting Company* lieferte das ungewöhnliche Beispiel für ein Bergbauunternehmen mit einer großen Charge von Vorzugsaktien (12.000.000 Dollar), wobei für diese keine laufenden Rückkäufe/Tilgungen vorgesehen waren. Die Ankündigung

einer 10-Dollar-Dividende auf die Stammaktien im Jahr 1926 gab schließlich den Anlass zur Anrufung der Gerichte, da die Inhaber der Vorzugsaktien die Aushöhlung ihrer Position durch nahezu ausgebeutete Minen und große Barausschüttungen an die Stammaktionäre befürchteten. Ein Ergebnis des Schlichtspruchs war der Verzicht auf weitere ordentliche Dividendenausschüttungen bis zum Jahr 1937 und die Verwendung der so frei werdenden Mittel für Rückkäufe von Vorzugsaktien, bis das Papier schließlich 1939 gelöscht wurde.

Beim *Iron Steamboat Company General Mortgage 4s*, fällig 1932, war keine laufende Tilgung vorgesehen, obwohl die mit Hypotheken belegten Schiffe offensichtlich einer konstanten Wertminderung ausgesetzt waren. Unter dieser Bezeichnung wurden 1902 Anleihen im Wert von 500.000 Dollar emittiert, die in der Rangfolge der Ansprüche gegen das Unternehmen allerdings erst nach einer vorrangigen 100.000 Dollar-Hypothekenanleihe folgten, wobei beide Wertpapiere durch Verpfändung des gesamten Unternehmensvermögens (vornehmlich bestehend aus sieben kleinen Dampfschiffen, die zwischen New York und Coney Island verkehrten) besichert waren. Zwischen 1909 und 1925 schüttete das Unternehmen eine aggregierte Dividende von über 700.000 Dollar aus und im Jahr 1922 wurden die letzten Anleihen mit vorrangiger Hypothek nach immer wieder erfolgten Rückkäufen schließlich gelöscht. Ab diesem Zeitpunkt waren die 4s-Papiere mit Fälligkeit 1932 durch eine erstrangige Hypothek auf das Unternehmensvermögen ausgestattet. Als das Unternehmen 1932 ins Konkursverfahren geriet, war die gesamte Anleihe noch ausstehend. Das verpfändete Eigentum wurde im Februar 1933 per Auktion versteigert und erzielte einen Erlös von 15.050 Dollar, der dazu führte, dass pro Dollar Nominalwert der Anleihen nicht mal 1 Cent zurückgezahlt wurde. Eine adäquate Regelung laufender Tilgungsrückkäufe hätte dafür gesorgt, dass das Papier mit den nun an die Aktionäre ausgeschütteten Mitteln schrittweise zurückgezahlt worden wäre.

Wenn man uneingeschränkt von der Fortführung eines Unternehmens ausgehen kann, führt die Abwesenheit laufender Tilgungsrückkäufe nicht zwangsläufig zu einem Ausschluss des Papiers. Dies trifft nicht nur für die meisten der erstklassigen Eisenbahnanleihen und viele erstklassige Anleihen von öffentlichen Versorgern zu, sondern ebenfalls für die meisten der zu der Gruppe der älteren Vorzugsaktien aus der Industrie zählenden Papiere, die ein Investmentrating behaupten konnten, wie zum Beispiel *National Biscuit Preferred*, bei dem keine laufende Tilgung vorgesehen war. Ganz allgemein könnte man die Zusicherung laufender Tilgungsleistungen demnach als uneingeschränkt vorteilhaft und manchmal, aber nicht immer, ersetzbar charakterisieren.

GESTAFFELTE FÄLLIGKEITEN ALS ALTERNATIVE – Das grundsätzlich mit laufenden Rückkäufen verfolgte Ziel kann alternativ auch durch eine zeitliche Staffelung der Fälligkeit einzelner Teilschuldverschreibungen erreicht werden. Die Löschung einzelner Wertpapierchargen

wegen jährlicher Fälligkeitstermine bewirkt ebenso eine Senkung der Unternehmensverschuldung wie die Vereinbarung, regelmäßig Rückkäufe vorzunehmen. Gestaffelte Fälligkeiten sind relativ selten und sie werden sehr unterschiedlich bewertet. Auf dem Gebiet der Finanzierung von Ausrüstungsgegenständen stellen sie allerdings eine allgemeine Regel dar. Diese Ausnahme kann mit den speziellen Erfordernissen der Versicherungs- und Finanzdienstleistungsbranche erklärt werden, aus denen die Käufer dieser Anleihen hauptsächlich kommen, da gestaffelte Fälligkeitstermine hier sehr nützlich wirken. Auch bei Staats- und Kommunalanleihen findet man regelmäßig eine Staffelung der Fälligkeit.

DURCHSETZUNGSPROBLEME – Bei der Durchsetzung von Vereinbarungen, die regelmäßige Tilgungen durch Rückkäufe von Teilen der gesamten Anleihe vorsehen, ergeben sich die gleichen Probleme wie bei Vereinbarungen, die Mindesthöhen für das Umlaufvermögen zum Gegenstand haben. Das Verfehlen solcher Zahlungen ist bei der Verbriefung regelmäßig als Verzugstatbestand gekennzeichnet, der es dem Treuhänder erlaubt, die Fälligkeit der gesamten Anleihe zu erklären und dadurch ein Insolvenzverfahren auszulösen. Die Einwände, die gegen das Ergreifen solcher Maßnahmen sprechen, sind offensichtlich. Und den Autoren ist nicht ein einziger Fall bekannt, in dem das Verfehlen von laufenden Rückkaufvereinbarungen ohne gleichzeitigen Zinsausfall dazu geführt hat, dass die Anleihengläubiger ihre verbrieften Rechte durchgesetzt haben. Wenn ein Unternehmen weiterhin Zinsen zahlt, aber erklärt, die Tilgungsrückkäufe nicht leisten zu können, ist es nicht unüblich, dass Treuhänder und Gläubiger passiv bleiben und das Auflaufen von Rückkaufvereinbarungen erlauben. Dabei ist es üblich, dass das Unternehmen eine offizielle Anfrage bezüglich eines Aufschubs der Tilgungsrückkäufe an die Anleihengläubiger versendet. Solche Anfragen werden in der Regel von einer großen Mehrheit der Anleihengläubiger akzeptiert, da die alternative Ablehnung immer zur Insolvenz des Unternehmens führen würde. Dies war ebenfalls im Fall *Interborough Rapid Transit 5s* zutreffend, für das – wie bereits ausgeführt wurde – die Vereinbarung laufender Tilgungsleistungen ein essenzielles Absicherungselement darstellte.¹⁷⁴

Der in Bezug auf die Einhaltung der getroffenen Regelungen für das Umlaufvermögen eingebrachte Vorschlag, nämlich der Übergang der Stimmrechtskontrolle an die Anleihengläubiger bei Verfehlung, ist gleichermaßen auch auf Regelungen für zwischenzeitliche Tilgungsleistungen anwendbar. Hier wird die Ansicht vertreten, dass es tatsächlich sogar vorteilhaft wäre, die aktuellen Arrangements, nach denen den Gläubigern im Fall der Fälle zu ihrem Schutz nur die Auswahl unter den beiden Alternativen, nichts zu tun oder der drastische und folgenschwere Schritt der Bankrotterklärung, bleibt, entsprechend anzupassen.

Die besondere Betonung der diskutierten Schutzbestimmungen bei Industrianleihen sollte

den Leser nicht dazu verleiten, hernach bei diesen von besonders abgesicherten Papieren auszugehen. Das wäre weit gefehlt. Der Erfolg, der mit einer Investition in Wertpapiere verbunden ist, hängt in erster Linie vom Erfolg des emittierenden Unternehmens ab und die Form der Verbriefung ist nur von zweitrangiger Bedeutung.

Dies spiegelt auch das scheinbare Paradox wider, wonach Wertpapiere, die Depressionszeiten am besten überstanden hatten, oftmals nicht zufriedenstellende Verbriefungsformen und -merkmale aufweisen. Eine Erklärung hierfür ist, dass solche Wertpapiere am besten abgeschnitten hatten, die aus der Klasse der älteren Wertpapiere stammten und damit in einer Zeit aufgelegt wurden, als den verbrieften Schutzmechanismen weniger Beachtung als heute beigemessen wurde.

Im Anhang in Anmerkung 34 erfolgt die Darstellung zweier gegenteiliger Beispiele (*Willys-Overland Company First 6,5s*, fällig 1933, und *Berkey and Gay Furniture Company First 6s*, fällig 1941), bei denen auch die Kombination aus sehr guten Vergangenheitsdaten mit all den standardisierten Schutzmechanismen die Käufer der Anleihen nicht vor großen Verlusten schützen konnte. Auch wenn von den besprochenen Schutzmechanismen keine *Garantie* für die Sicherheit einer Investition erwartet werden darf, so *tragen* sie doch zumindest zu ihrer Sicherheit bei und sind es deshalb wert, darauf zu bestehen.

KAPITEL 20

SCHUTZMECHANISMEN BEI VORZUGSAKTIE – SUBSTANZERHALTUNG NACHRANGIGER FINANZIERUNGSPAPIERE

Bei Vorzugsaktien existieren in den meisten Fällen Schutzvereinbarungen gegen die nachträgliche Emission vorrangiger Wertpapiere. Gewöhnlich sind ohne die Zustimmung von zwei Drittel oder drei Viertel der Vorzugsaktionäre weder Kapitalerhöhungen durch Vorzugsaktien noch die Emission von mit Hypotheken besicherten Anleihen gestattet. Die Regelungen sehen meist kein absolutes Verbot vor, da durchaus Umstände existieren können, bei denen es im Interesse der Vorzugsaktionäre liegt, dass weitere vorrangige Wertpapiere emittiert werden. Denkbar ist zum Beispiel die Aufnahme frischen Kapitals zur Vermeidung eines Insolvenzverfahrens. Ein Beispiel hierfür liefert die *Eittington-Schild Company* aus dem Jahr 1932. Entsprechend den Regelungen, die den 6,5 % *First Preferred Stock* zugrunde lagen, war es nicht erlaubt, Vermögenswerte des Unternehmens mit Hypotheken, Pfandrechten oder anderen Verbindlichkeiten zu belasten, außer Lieferantenkredite, die Ausdehnung bestehender Hypotheken und die Verpfändung liquider Wertpapiere im eigenen Portfolio im Zuge der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit. Wegen der prekären Finanzlage des Unternehmens im Jahr 1932 wurden bestimmte Neuordnungen durch die Vorzugsaktionäre autorisiert. Dazu zählt die Emission eines *5-Prozent-Debenture* mit einem Volumen von 5.500.000 Dollar zusammen mit einigen Verbriefungsmerkmalen, die letztlich einen bestimmten Anspruch gegen festgelegte Vermögensbestandteile darstellten.

ABSICHERUNG GEGEN DIE AUFLAGE UNBESICHERTER FREMDKAPITALTITEL ERWÄGENSWERT – Gewöhnlich verfügen die Vorzugsaktionäre über keine Handhabe gegen die Emission *unbesicherter Fremdkapitaltitel*. Dieser Punkt kann anhand von *American Metal Company* nachvollzogen werden, die 1930 *Debenture*-Papiere im Umfang von 20.000.000 Dollar emittierte, ohne dass hierfür die Zustimmung der Vorzugsaktionäre nötig gewesen wäre, und im Jahr 1933 aber die Zustimmung der Vorzugsaktionäre für die Verpfändung von

Sicherheiten benötigte, um das Papier bei Fälligkeit refinanzieren zu können. Eine solche Unterscheidung muss unangebracht erscheinen, da unbesicherte Fremdkapitaltitel in gleichem Ausmaß die Position der Vorzugsaktionäre bedrohen wie mit Hypotheken unterlegte Obligationen.

Die Widersprüchlichkeit schlägt sich darin nieder, dass es gewöhnlich den Vorzugsaktionären möglich ist, per Votum die weitere Emission von äquivalenten oder vorrangigen Vorzugsaktien sowie jedweden mit Sicherheiten ausgestatteten Fremdkapitaltiteln zu unterbinden, ihnen allerdings in Bezug auf die Auflage unbesicherter *Debentures*, ungeachtet der Größe, kein Mitspracherecht eingeräumt wird.

Wahrscheinlich entstammen solche Ausnahmeregelungen der Notwendigkeit, im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit Bankkredite in Anspruch zu nehmen, doch dieser Punkt könnte besser geregelt werden, wenn die bestehenden Regelungen so erweitert würden, dass nur die »Finanzierungsmaßnahmen im Rahmen der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit« ohne die Zustimmung der Vorzugsaktionäre erfolgen könnten.¹⁷⁵

Ebenfalls zustimmungsbedürftig durch entsprechendes Votum der Vorzugsaktionäre ist die Emission von gleichberechtigten und sogar vorrangigen Wertpapieren, welche die bisherigen Vorzugsaktien im Rahmen einer Sanierungsmaßnahme ersetzen sollen, wobei das damit verfolgte Ziel darin besteht, aufgelaufene und akkumulierte Dividenden aus der Welt zu schaffen. Durch die Gleichstellung oder sogar Vorrangigkeit des neu aufgelegten Wertpapiers erreicht man auch die Zustimmung der Vorzugsaktionäre, die sie sonst verweigert hätten.

Beispiele: Im Jahr 1930 hatte *Austin Nichols and Company* 7-Prozent-Vorzugsaktien im Umlauf, für die mittlerweile Dividenden im Wert von 21 Dollar pro Aktie aufgelaufen waren. Das Unternehmen unterbreitete zu diesem Zeitpunkt das Angebot für den Umtausch einer solchen Vorzugsaktie in eine 5 *Dollar Cumulative Prior A*-Aktie plus 1,2 Stammaktien. Außerdem stimmten die Vorzugsaktionäre der Vorrangigkeit des neu geschaffenen Papiers über das alte zu. Im Ergebnis entschieden sich fast 99 Prozent der Aktionäre für einen Umtausch. *International Paper and Fisk Rubber* führten ähnliche Maßnahmen zur Umwandlung aufgelaufener Vorzugsdividenden in den Jahren 1917 und 1925 durch. In diesen Fällen kam es zur Emission von Vorzugsaktien, die gleichrangig mit den alten waren.¹⁷⁶

REGELUNG LAUFENDER RÜCKKÄUFE VON Vorzugsaktien – Nur für sehr wenige Vorzugsaktien von Eisenbahngesellschaften oder öffentlichen Versorgern existieren Regelungen, die einen laufenden Rückkauf der Papiere vorsehen. Bei den Vorzugsaktien von Industrieunternehmen stellen solche Vereinbarungen mittlerweile den Regelfall dar. Die Vorteile, die für Anleihen aus diesen Vereinbarungen folgen, treffen gleichermaßen auch auf Vorzugsaktien zu. Darüber hinaus führt der bereits mehrmals angesprochene vertragliche Nachteil der Position eines Vorzugsaktionärs dazu, dass Käufer in diesem Falle umso mehr auf die Verbriefung

entsprechender Schutzmechanismen dieser Art achten sollten. Obwohl sie ein höchst begrüßenswertes Merkmal eines Wertpapiers darstellen, ist ihr Vorhandensein weder eine Versicherung noch kann aus ihrem Fehlen die Ablehnung eines adäquaten Sicherheitsniveaus gefolgert werden. Die Liste von 21 Vorzugsaktien (in Kapitel 14), die zwischen 1932 und 1933 ihren Investmentstatus behaupten konnten, beinhaltet lediglich ein Papier, welches Regelungen für laufende Rückkäufe vorsah. Wie bereits angeführt, liegt die Erklärung für dieses Paradox in dem Umstand, dass nahezu alle stabilen Industrievorzüge zu den älteren etablierten Wertpapieren gehören und Regelungen zu laufenden Rückkäufen eine relativ neue Entwicklung darstellen.

Der für solche Rückkäufe aufgewendete Betrag ist gewöhnlich nach oben begrenzt und orientiert sich am gesamten Nennwert der zu einem beliebigen Zeitpunkt ausstehenden Aktien, wobei 3 Prozent hierfür vielleicht das geläufigste Maß darstellen. Seltener wird eine Koppelung an die ausgewiesenen Gewinne verwendet. Dabei existiert jedoch eine große Bandbreite von technischen Details und Variationen deskriptiver Natur, die hier nicht weiter vertieft werden sollen. In den meisten Fällen besteht die Verpflichtung für Rückkäufe zur laufenden Tilgung, wenn (1) die Vorzugsdividenden in voller Höhe gezahlt wurden oder die entsprechenden Mittel dafür »bereitgestellt wurden« und (2) Bilanzgewinne in entsprechender Höhe ausgewiesen wurden.

Nur bei einer kleinen Anzahl von Vorzugsaktien finden sich Vereinbarungen, die auf den Wert des Umlaufvermögens abstellen, wobei gewöhnlich verlangt wird, dass es 100 Prozent des Nennwertes der Vorzugsaktien nicht unterschreitet oder 100 Prozent aus Nennwert der Vorzugsaktien plus Nominalwert der Anleihen nicht unterschritten werden dürfen. In einigen Fällen besteht die Folge einer Nichteinhaltung in der Unzulässigkeit von Dividendenausschüttungen auf die Stammaktien (zum Beispiel *Sidney Blumenthal and Company*), während in anderen Fällen die Stimmrechtskontrolle auf die Vorzugsaktionäre übergeht (zum Beispiel *A. G. Spalding and Brothers 7 % First Preferred*, bei dem vereinbart war, dass das Umlaufvermögen mindestens 125 Prozent des Nennwertes der Vorzugsaktien betragen muss).¹⁷⁷

STIMMRECHTSKONTROLLE BEI NICHTAUSSCHÜTTUNG VON DIVIDENDEN – Der zweite allgemeine Typ von Schutzmechanismen für Vorzugsaktien wird durch den Übergang der Stimmrechtskontrolle für den Fall der Nichtzahlung von Dividenden dargestellt. Soweit den Autoren bekannt, existieren solche Regelungen nur für kumulative Vorzugsaktien. Dabei variiert die Ausgestaltung hinsichtlich der Fragen, wann und in welchem Ausmaß die effektive Ausübung übergeht. In einigen wenigen Fällen (zum Beispiel *Kaufmann Department Stores 7 % Preferred* und *Royal Baking Powder Company 6 % Preferred*) geht die Stimmrechtskontrolle bereits nach dem Ausbleiben einer einzigen Dividende über. Das

andere Extrem ist der Übergang der Kontrolle erst nach dem Ausbleiben von acht Quartalsdividenden (zum Beispiel *Brunswick-Balke-Collender Company*). Am weitesten verbreitet ist der Übergang der Stimmrechtskontrolle nach einer Periode von einem Jahr ohne Dividendenzahlungen. Die übertragenen Rechte können dabei sein: (1) das ausschließliche Wahlrecht für die Vorstandsposten, (2) das Wahlrecht für die Mehrheit der Vorstandsposten, (3) das Wahlrecht für eine Minderheit der Vorstandsposten, (4) eine Gleichgewichtung mit den Stimmen der Stammaktionäre.

Beispiel für (1): Das alleinige Wahlrecht der Vorstandsposten ging auf die Inhaber der *McKesson and Robbins, Inc., Preferred Stock* im Dezember 1932 über, nachdem die vierte Quartalsdividende nicht ausgeschüttet wurde.

Beispiel für (2): Im Jahr 1933 ging das Wahlrecht für die Mehrheit der Vorstandsposten auf die Inhaber der *Hahn Department Stores Preferred* über, nachdem vier Quartalsdividenden nicht ausgeschüttet wurden.

Beispiel für (3): Die Inhaber der *Universal Pictures First Preferred* haben das Recht, zwei Vorstandsposten zu wählen, wenn sechs Quartalsdividenden nicht ausgeschüttet wurden. Die Inhaber von *Brooklyn and Queens Transit Corporation Preferred* können ein Drittel der Vorstandsposten neu besetzen, wenn innerhalb eines Jahres nach Ausbleiben einer Quartalsausschüttung aufgelaufene Dividenden nicht ausgezahlt wurden.

Beispiel für (4): Die *City Ice and Fuel Preferred* stimmen gleichberechtigt mit den Stammaktien, wenn vier Quartalsdividenden nicht ausgeschüttet wurden.¹⁷⁸

Bei der letzten Ausgestaltungsform hängt die Vorteilhaftigkeit davon ab, ob die Vorzugsaktien insgesamt einen größeren Nennwert haben als die Stammaktien. Wenn er tatsächlich größer ist, bietet die Regelung eine effektive Kontrolle; in den meisten Fällen jedoch wird der Wert der Vorzüge kleiner sein und dann wird sich diese Stimmrechtsregelung als ineffektiv erweisen.

MISCHFORMEN DER STIMMRECHTSKONTROLLE – Bei *West Penn Power 4,5 % Preferred* und *Wisconsin Gas and Electric 4,5 % Preferred*, beide im Jahr 1939 emittiert, liegt die folgende Regelung für die Stimmrechtskontrolle vor: (1) gleichgewichtete Stimmrechte mit den Stammaktien, solange nicht (2) eine Jahresdividende im Rückstand ist, in diesem Fall haben die Vorzugsaktionäre das Recht, zwei zusätzliche Vorstände zu entsenden; (3) falls drei Jahresdividenden nicht ausgeschüttet wurden, erhalten die Vorzugsaktionäre das Recht, die Mehrheit der Vorstandsposten zu besetzen. Den Inhabern von *North American Company 6 % Preferred Stock* steht jederzeit das Recht zu, ein Viertel der Vorstandsposten zu besetzen. Wenn drei Jahre keine Dividenden ausgeschüttet wurden, dürfen sie die Mehrheit der Vorstandspositionen besetzen.

NICHTKUMULATIVE PAPIERE BENÖTIGEN EINEN STÄRKEREN SCHUTZ – Die oben skizzierten Regelungen verdienen jedoch auch noch von einem allgemeinen Standpunkt aus Kritik. Zunächst erscheint es unlogisch, dass diese speziellen Regelungen des Stimmrechtsübergangs ausschließlich für kumulative Vorzugsaktien bestehen und nichtkumulative davon ausgeschlossen sind. Inhaber nichtkumulativer Papiere sollten offensichtlich ein größeres Interesse an der Vertretung ihrer Position im Fall einer Nichtausschüttung haben, da ihnen in der Zukunft keine Möglichkeit bleibt, nicht ausgeschüttete Dividenden nachträglich zu beziehen. Die Autoren vertreten daher die Auffassung, dass prinzipiell für *alle* Vorzugsaktien gelten sollte, falls Dividenden nicht in der vollen Höhe ausgeschüttet würden, die Vorzugsaktionäre durch separate Besetzung einiger Vorstandsposten an der Unternehmensführung zu beteiligen.

Andererseits wird hier die Meinung vertreten, dass der vollständige Ausschluss der Stammaktionäre von der Stimmrechtskontrolle im Falle der Nichtzahlung der Vorzugsdividenden nicht das beste Verfahren darstellt. Die völlige Beherrschung der Unternehmensführung durch die Vorzugsaktionäre kann zu unverhältnismäßigen Maßnahmen gegenüber den Stammaktionären verleiten, zum Beispiel künstliche Verlängerung der Stimmrechtskontrolle durch die Vorzugsaktionäre, indem Dividenden teilweise unnötig weiter zurückgehalten werden. Die Berücksichtigung der Interessen der Stammaktionäre durch eine Minderheit von Vorstandspositionen, und damit ohne hinreichenden Einfluss auf die effektive Unternehmensführung, sollte ausreichend dafür sein, vor unfairen Maßnahmen zu schützen.

GRUNDSÄTZLICHE ANMERKUNGEN ZUR STIMMRECHTSKONTROLLE – Aus der vorstehenden Diskussion ergibt sich die Notwendigkeit einer grundsätzlichen Betrachtung der Stimmrechtskontrolle. Standardmäßig sollten sowohl Stamm- als auch Vorzugsaktien das Recht beinhalten, *einige Vorstandspositionen unter allen Umständen* bestimmen zu können.¹⁷⁹

Es wäre logisch, wenn die Stammaktionäre so lange die Mehrheit der Vorstandsposten besetzen dürften, wie die Vorzugsdividenden regelmäßig ausgeschüttet werden, und im Einklang damit, dass, sobald die Vorzugsdividenden, unerheblich, ob kumulativ oder nicht, nicht vollständig ausgeschüttet würden, das Recht zur Besetzung der Mehrheit der Vorstandspositionen auf die Vorzugsaktionäre überginge.¹⁸⁰

Ein adäquater Schutz der Positionen in Vorzugsaktien müsste vorsehen, dass Stimmrechte nicht nur für den Fall nicht ausgeschütteter Dividenden auf Vorzugsaktien übergehen, sondern auch in den Fällen, in denen vereinbarte laufende Tilgungsrückkäufe nicht erfolgt sind oder die vereinbarte Mindesthöhe für das Umlaufvermögen nicht eingehalten wurde. In einigen wenigen Verbriefungen wird eine solch dreifach ausgerichtete Absicherung vorgenommen, zum Beispiel bei *Bayuk Cigars* und *A. G. Spalding*. Nach Auffassung der Autoren sollte dies

den Standard- statt Ausnahmefall darstellen.

FRAGLICHER WERT DER STIMMRECHTSKONTROLLE DURCH VORZUGSAKTIONÄRE – Bei realistischer Betrachtung sollte erkannt werden, dass sich der Übergang der Stimmrechtskontrolle auf die Vorzugsaktionäre nicht zwangsläufig vorteilhaft auswirken muss. In einigen Fällen kann die Kontrolle vielleicht nicht effektiv ausgeübt werden; in anderen sind die Inhaber unter Umständen zu träge – oder zu schlecht beraten –, um ihre Interessen durchzusetzen, obwohl sie die Macht dazu hätten. Solche Umsetzungsschwierigkeiten können anhand des folgenden Fallbeispiels der *Maytag Company* (Hersteller von Waschmaschinen) illustriert werden.

Im Jahr 1928 fand eine Sanierung der Unternehmensfinanzen und im Zuge dieser die Emission folgender Wertpapiere statt:

- 100.000 Stück 6 Dollar *Cumulative First Preferred*
- 320.000 Stück 3 Dollar *Cumulative Preferred (Second Preferred)*
- 1.600.000 Stück Stammaktien

Ungefähr 80 Prozent dieser Aktien entfielen auf die *Maytag*-Familie. Ihre Anteile an den *First* und *Second Preferred* wurden dann über Investmentbanken an die Öffentlichkeit verkauft. Diese Transaktionen erbrachten den Familienmitgliedern (nicht dem Unternehmen) eine Einzahlung von ca. 20.000.000 Dollar. Dabei behielten sie mit den Stammaktien die Kontrolle über das Unternehmen. Bei der Verbriefung wurde festgelegt, dass die jeweiligen Vorzugsaktionäre so lange kein Stimmrecht ausüben durften, wie nicht mindestens vier Quartalsdividenden für die betreffende Charge ausblieben. In diesem Fall konnten die Vorzugsaktionäre beider Chargen gemeinsam über die Mehrheit der Vorstandspositionen bestimmen. 1932 wurden die Dividendenausschüttungen für beide Chargen eingestellt. Konsequenterweise ging die Stimmrechtskontrolle daraufhin Anfang 1933 an die Vorzugsaktionäre über.

Seltsamerweise fand zwischen 1932 und 1933 nur eine personelle Veränderung in der Unternehmensführung statt. Und diese betraf auch noch die *Rücktrittserklärung* desjenigen Mitgliedes, das – als Partner eines der Emissionshäuser – bereits die Interessen der Vorzugsaktionäre vertreten hatte. Alle fünf verbleibenden Mitglieder des Vorstandes waren mit operativen Aufgaben betraut und wurden als dem Stammkapital nahestehend betrachtet. Mittlerweile war der Kurs der beiden Vorzugsaktien verglichen mit den ursprünglichen Emissionspreisen von 101 und 50 auf 15 und 3,125 gesunken.

Zusammengefasst stellt sich die Situation dar als der Verkauf eines vorrangigen Anspruchs auf die zukünftigen Gewinne eines Unternehmens, welches sich im Privatbesitz

befindet, gegen die Zahlung eines hohen Betrages, der privat vereinnahmt wurde. Um den öffentlich gehaltenen Anteil am Unternehmen zu schützen, war für den Fall wiederholt nicht ausgeschütteter Dividenden vorgesehen, dass die Stimmrechtskontrolle auf die Vorzugsaktionäre übergehen sollte. Dieser Fall trat zusammen mit einem drastischen Verfall der Kurse der beiden Papiere ein. Die neu erworbene Stimmrechtskontrolle wurde jedoch nicht ausgeübt und die Unternehmensführung blieb – sogar in stärkerem Ausmaß als zuvor – dominiert durch die Interessen der Stammaktionäre.

Die herrschende Meinung hielt das bestehende Management für redlich und kompetent, sodass ein Wechsel im Direktorium unnötig und sogar unvorteilhaft erschien. Hier wird dagegen die Auffassung vertreten, dass diese Sichtweise den entscheidenden Punkt vernachlässigt. Zweifelsohne sollte das *operative Management* unverändert bleiben; möglicherweise – allerdings nicht sicher – würden von den Vorzugsaktionären beauftragte Mitglieder der Unternehmensführung sogar die gleichen Entscheidungen treffen wie die von den Stammaktionären entsandten. Der springende Punkt bei der Sache ist allerdings, dass diese Entscheidungen von solchen Vorständen getroffen werden sollten, deren Mehrheit tatsächlich durch die Vorzugsaktionäre in Ausübung ihrer Rechte bestimmt wurde.

Unabhängig von der Tatsache, ob sich ein Wechsel im Führungsgremium auch in einer veränderten Geschäftsführung niederschlagen würde, sollte die Unternehmensführung nach den in der Verbriefung vorgesehenen Regelungen bestimmt werden. Andernfalls ist der vorgesehene Übergang der Stimmrechte bedeutungslos. Entsprechende Vereinbarungen verkämen dann zu leeren Phrasen, deren einziger Zweck in der Illusion eines Sicherheitsmerkmals für die Käufer von Vorzugsaktien bestünde, das faktisch nicht existierte.¹⁸¹

HANDLUNGSEMPFEHLUNG FÜR SOLCHE FÄLLE – Aus Sicht der Autoren ist das empfohlene Vorgehen in Fällen wie der für *Maytag* beschriebenen Situation eindeutig. Die individuellen Inhaber von Vorzugsaktien verfügen nicht über ausreichenden Einblick und die nötigen Kompetenzen für die Nominierung und Wahl der Vorstandsposten, die ihre Interessen vertreten sollen. Diese Leistung gehört zu den Pflichten der Emissionshäuser und diese sollten sie gewissenhaft ausführen. Sie sollten: (1) die Inhaber von Vorzugsaktien laufend erfassen, (2) sie über das auf sie übergegangene Stimmrecht informieren und (3) ihnen eine Reihe von infrage kommenden Kandidaten vorschlagen und die Übertragung von Wahlvollmachten anbieten. Die vorgeschlagenen Kandidaten sollten natürlich sowohl entsprechend qualifiziert als auch verfügbar für diese Aufgabe sein. Ferner muss ihre hinreichende Unabhängigkeit von den Interessen des Stammkapitals gewährleistet sein, das Gleiche gilt, wenn sie selbst substanziell an den Vorzugsaktien beteiligt sind. (Für den Fall von Vorzugsaktien, die im Laufe einer Sanierung der Unternehmensfinanzen als Entschädigung

für andere Wertpapiere ausgegeben wurden, ist es möglich, dass kein Emissionshaus an der Transaktion beteiligt war. In diesem Fall sollten die ehemals an der Reorganisation beteiligten und die Interessen der Wertpapierinhaber vertretenden Beteiligten auch hier wieder aktiv werden.)

Dabei ist es durchaus möglich, dass die von den Vorzugsaktionären entsandten Vorstände inkompetent oder aus anderen Gründen nicht in der Lage sind, die Interessen in geeigneter Weise zu vertreten. Dies ist jedoch kein hinreichender Grund gegen den Übergang und die Ausübung der Stimmrechtskontrolle durch die Vorzugsaktionäre. Der gleiche Einwand wäre sonst auch in Bezug auf die Stimmrechtsausübung durch die Stammaktionäre einschlägig. Eine Verbesserung der Lage wird nicht durch den Entzug der Stimmrechte, sondern durch Aufklärung erreicht. Wie bereits betont wurde, stellt die Kombination aus adäquater Stimmrechtskontrolle und ihrer unverzüglichen und effektiven Ausübung eine geeignete Möglichkeit dar, die inhärenten Nachteile aus dem Umstand, dass Vorzugsaktionäre über keinen durchsetzbaren Anspruch auf Ausschüttung der Dividenden verfügen, mehr als auszugleichen. Solange aber nicht *beide* Bedingungen gleichermaßen erfüllt sind, muss an dieser Stelle auf die bereits betonte praktische Überlegenheit der *Form* einer Anleihe über die einer Vorzugsaktie erneut hingewiesen werden.

VORHANDENSEIN NACHRANGIGER KAPITALBETEILIGUNGEN IN ADÄQUATEM AUSMASS – Abschließend soll auf ein Schutzmerkmal sowohl für Anleihen- als auch Vorzugsaktieninhaber abgestellt werden, welches eine große technische Bedeutung hat, jedoch regelmäßig nicht in die Verbriefung oder Vorschriften miteinbezogen wird. Gemeint ist die Existenz eines betragsmäßig hinreichend großen Bestands an nachrangigem Unternehmenskapital. Es wurde bereits auf das grundsätzliche Prinzip für jeden als Investition mit Festbetragsanspruch bezeichneten Wertpapierkauf hingewiesen, nach dem genügend nachrangiges Kapital existieren muss. Es wäre nicht mit den Grundsätzen einer ordentlichen Geschäftsführung vereinbar, Kredite für 3 oder 4 Prozent Verzinsung zu vergeben, wenn das gesamte Unternehmen nicht viel mehr wert ist als der zur Verfügung gestellte Kreditbetrag. Diese Erkenntnis ist elementar und allseits anerkannt. Was allerdings nicht allgemein erkannt wird, ist, dass die Gesetzeslage einen *Abzug* von Kapital in großem Umfang zulässt, *nachdem* das Fremdkapital aufgenommen wurde. Dies ist über den Weg von legalen Kapitalherabsetzungen auf den Nominalwert der Papiere und die Ausschüttung der Mittel an die Aktionäre möglich. Solchen Maßnahmen stehen die Gläubiger machtlos gegenüber, solange nicht spezielle Vereinbarungen in die Verbriefung aufgenommen wurden.

GEFAHR BEI REDUKTION DES GEZEICHNETEN KAPITALS – Dieser Punkt soll durch das nachfolgende hypothetische Beispiel nähergebracht werden. Angenommen, ein Unternehmen

betreibt auf eigene Rechnung die Vergabe von Krediten. Zum Betrachtungszeitpunkt verfügt dieses Unternehmen inklusive der thesaurierten Gewinne über ein Kapital von 2.100.000 Dollar. Wegen einer geplanten Expansion im Kreditgeschäft nimmt das Unternehmen Fremdkapital im Umfang von 2.000.000 Dollar durch die Emission von unbesicherten 5-Prozent-*Debenture*-Anleihen mit 20-jähriger Laufzeit auf. Sowohl die Ertragslage als auch die Eigenkapitalausstattung scheinen ausreichende Sicherheit für die Anleihe zu gewährleisten. Unerwartet bricht daraufhin das Kreditgeschäft ein und das Unternehmen verfügt nun über liquide Mittel, für die es zunächst keine Verwendung hat. Die Aktionäre stimmen dann einer Kapitalherabsetzung auf 100.000 Dollar zu (theoretisch hätte man es auch auf einen Dollar reduzieren können) und erhalten eine Barausschüttung von 2.000.000 Dollar.

Im Ergebnis haben die Aktionäre ihr eingesetztes Kapital aus den Mitteln zurückerhalten, die von den Fremdkapitalgebern geliehen wurden, sie sind aber weiterhin Eigentümer mit der Kontrolle über das Unternehmen und alle Gewinne über 5 Prozent entfallen auf sie. Die Anleihengläubiger dagegen bekleiden eine Position, in der sie das gesamte verwendete Kapital aufgebracht haben und damit das gesamte Ausfallrisiko tragen, jedoch in keiner Weise an den Gewinnen über der gewöhnlichen Verzinsung partizipieren. Eine solche Entwicklung wäre höchst unfair, aber tatsächlich ist die geschilderte Durchführung legal, solange bei der Verbriefung der Anleihen nicht entsprechende Vereinbarungen zur Verhinderung von Kapitalherabsetzungen unter einen festgelegten Mindestwert getroffen wurden.

Die unmittelbare Barausschüttung von aufgenommenem Fremdkapital – wie im hypothetischen Beispiel – ist selten, vielleicht sogar beispiellos. Aber eine korrespondierende Situation tritt auf, wenn nach Perioden operativer Verluste Kapitalherabsetzungen vorgenommen werden, um das resultierende Bilanzdefizit zu senken.

Beispiele: In Kapitel 38 wird der Bezug zu einem außergewöhnlichen Beispiel dieser Art hergestellt, nämlich dem *Interborough-Metropolitan*-Fall. Hier wurde durch die Aktionäre eine Kapitalherabsetzung vorgenommen, um ein beträchtliches Defizit in der Gewinn- und Verlustrechnung auszugleichen. Mithilfe dieser Maßnahme wurden Erträge, die einen merklich temporären Charakter aufwiesen, über Dividenden an die Aktionäre ausgeschüttet, anstatt sie in Form eines Verlustpuffers zum Nutzen der Fremdkapitalgeber, die später enorme Verluste hinnehmen mussten, im Unternehmen zu thesaurieren. Für die gesetzeskonforme Durchführung dieser Kapitalherabsetzung wurde eine Pro-forma-»Fusion« mit einem für diese Zwecke gegründeten Unternehmen vorgenommen. Das gleiche Verfahren wurde seitdem mehrmals in Verbindung mit Sanierungsmaßnahmen eingesetzt, zum Beispiel *Central Leather Company* im Jahr 1926 und *Kelly-Springfield Tire Company* im Jahr 1932.

Als Folge der während der Depression in den 1930er-Jahren erlittenen Verluste wurden bei einer Vielzahl von Unternehmen Kapitalherabsetzungen durch die Aktionäre autorisiert.

Dazu bedurfte es nicht einer Einbeziehung der Gläubiger. Die meisten dieser Maßnahmen wurden über die Umwandlung von nennwertlosen Aktien in Aktien mit einem sehr niedrigen Nennwert durchgeführt. Ergänzend dazu kam es regelmäßig zur Abschreibung von immateriellen Vermögensgegenständen und Wertminderung von Bestandteilen des Anlagevermögens. Eine solche Bilanzverkürzung durch Verminderung des Wertes von Vermögensgegenständen auf der Aktivseite und Herabsetzung von Eigenkapitalbestandteilen auf der anderen Seite ist so lange unerheblich für die Gläubiger, wie der dadurch ermöglichte Ansatz besonders geringer Abschreibungsaufwendungen nicht für übertrieben freizügige Dividendenausschüttungen genutzt wird. In den meisten dieser Fälle wurden jedoch auch substantielle Beträge aus dem gezeichneten Kapital in die Gewinnrücklagen eingestellt, die dort weiterhin als Puffer für zukünftige Verluste dienen, jedoch auch die Wiederaufnahme von Dividendenzahlungen ermöglichen, ohne dass die zuvor erlittenen Verluste wieder aufgeholt wurden.

Bei *Remington Rand, Inc.*, zum Beispiel wurden die nennwertlosen Stammaktien in Aktien mit einem Nennwert von einem Dollar umgeschrieben. Zusammen mit der Löschung von Aktien, die sich im Besitz des Unternehmens selbst befanden, fand eine Herabsetzung des gezeichneten Kapitals von 17.133.000 Dollar auf 1.291.000 Dollar statt.

Der so verkürzten Passivseite wurden Wertberichtigungen im Umfang von 7.800.000 Dollar bei den immateriellen Vermögensgegenständen und 2.300.000 Dollar bei einer Kraftwerksbeteiligung sowie 400.000 Dollar bei verschiedenen anderen Positionen auf der Aktivseite gegenübergestellt. In diesem Umfang fand eine Bilanzverkürzung statt, die verbleibenden 5.350.000 Dollar wurden aus dem gezeichneten Kapital in die Rücklagen eingestellt. In der gleichen Art und Weise wurde 1935 der Nennwert der *Lexington Utilities 6 Dollar Preferred Stock* von 100 Dollar auf 25 Dollar pro Stück reduziert, ohne dass dabei eine Veränderung der Dividende oder anderer Rechte vorgenommen wurde. Diese Maßnahme diente einzig dem Zweck, ein Kapitaldefizit zu bereinigen und die Ausschüttung der Vorzugsdividenden fortsetzen zu können. Mit der Durchführung verschwanden auch ungefähr drei Viertel des Eigenkapitalpuffers, der insofern den Gläubigern nützte, als Dividendenausschüttungen erst wieder möglich gewesen wären, wenn dieser Puffer wieder durch Gewinnthesaurierungen hinreichend angewachsen wäre. In den darauffolgenden Jahren wurden große Summen in Form von Vorzugsdividenden ausgeschüttet, die sonst hätten reinvestiert oder gehalten werden müssen, um den Verlustpuffer für das Fremdkapital aufzufüllen.

Zu ähnlichen Kapitalherabsetzungen kam es bei *New York Shipbuilding Corporation*; *Servel, Inc.*, *Warner Brothers Picture, Inc.*, *H. F. Wilcox Oil and Gas Company*, *Thermoid Company*. *National Acme Company* senkte den Nennwert der Stammaktien sogar zweimal, von 50 Dollar auf 10 Dollar 1924 und von 10 Dollar auf 1 Dollar 1933. Das Ergebnis war

eine Verminderung des gezeichneten Kapitals von 25.000.000 Dollar auf 500.000 Dollar. Im Fall *Capital Administration Company* wurde nicht nur der Nennwert der Stammaktien reduziert, sondern auch der Nennwert der kumulativen 3-Dollar-Vorzugsaktien wurde auf den fiktiven Wert von 10 Dollar umgeschrieben.

VORKEHRUNGEN GEGEN DIESE GEFAHR – Glücklicherweise enthielten einige Anleihenverbriefungen Vereinbarungen, die Dividenden und andere Ausschüttungen an die Aktionäre so lange verboten, wie das Eigenkapital die Unternehmensschulden nicht um einen bestimmten Mindestwert überstieg. Beim *Remington Rand Debenture 5,5s* resultierte aus der Verbriefung der Schuldverschreibung eine dreifache Absicherung, nämlich:

1. Bardividenden können nur aus erwirtschafteten Erträgen ausgeschüttet werden.
2. Bardividenden können nur in einem Umfang ausgeschüttet werden, der den Wert des Nettoanlagevermögens nicht unter 175 Prozent der Unternehmensschulden sinken lässt.
3. Es dürfen keine Aktien über einem Wert von 3.500.000 Dollar gelöscht werden, ohne dass nicht gleichzeitig und in kompensierender Höhe frisches Eigenkapital zufließt oder in die Kapitalrücklagen eingestellt wird.

Die letzte Regelung bezieht sich auf die Reduktion von nachrangigen Kapitalbestandteilen durch den Kauf eigener Vorzugs- oder Stammaktien.

Es wäre besser gewesen, wenn das Verbot bereits auf den *Kauf* (und nicht erst die *Löschung*) eigener Aktien abgestellt hätte.

Schutzbestimmungen wie diese tauchen in vielen, aber längst nicht allen Anleihenverbriefungen auf. (Nicht vorhanden sind sie beispielsweise bei *Lexington Utilities*, *New York Shipbuilding* und *Serval Bonds*, um drei zu nennen, bei denen Unternehmen das gezeichnete Kapital durch Abstimmung der Aktionäre gesenkt haben.) Aus der vorstehenden Diskussion sollte deutlich werden, dass entsprechende vertragliche Regelungen essenziell für eine ordentliche Absicherung einer Anleihe sind. Gewissenhafte Emissionshäuser und intelligente Anleger sollten immer auf deren Aufnahme in die Verbriefung bestehen.¹⁸²

UNGEWÖHNLICHE STELLUNG DER VORZUGSAKTIONÄRE IN DIESEM ZUSAMMENHANG – Die von Vorzugsaktionären in diesem Zusammenhang eingenommene Position ist etwas eigenartig. Wie die Anleiheninhaber haben sie ein Interesse daran, dass genügend nachrangiges Kapital existiert. Aber der Ausweis von Bilanzverlusten verhindert nicht nur die Ausschüttung von Dividenden auf die Stammaktien, sondern auch die auf Vorzugsaktien. Daher stehen die Vorzugsaktionäre einer Herabsetzung des gezeichneten Kapitals zur Beseitigung eines Bilanzdefizits und Weiterführung von Dividendenausschüttungen auch auf ihre Anteile

wahrscheinlich aufgeschlossen gegenüber. In diesem Fall wird ihr Interesse an nachrangigem Kapital in hinreichender Höhe durch ihr Interesse, laufende Dividendenzahlungen sicherzustellen, überkompensiert. (Zum Beispiel waren bis Ende 1921 bei *Montgomery Ward* Bilanzverluste in Höhe von 7.700.000 Dollar aufgelaufen, die eine Aussetzung der Vorzugsdividenden nach sich zogen. Dementsprechend stimmten die Inhaber dieses Papiers einer Herabsetzung des aggregierten Nennwertes der Stammaktien von 28.300.000 Dollar auf 11.400.000 zu, womit das aufgelaufene Bilanzdefizit beseitigt und die Wiederaufnahme der Dividendenzahlungen nebst Begleichung der akkumulierten Dividenden ermöglicht wurde.)

Diese Situation wurde von den Stammaktionären sogar ausgenutzt, indem den Vorzugsaktionären im Zusammenhang mit einem Bilanzdefizit große Zugeständnisse abgerungen werden konnten. Ein offenkundiges Beispiel hierfür bietet das Sanierungskonzept von *Central Leather*, welches die Fortführung des Geschäfts durch das neu gegründete Unternehmen *United States Leather* vorsah. Als Preis für ihre Zustimmung zur Kapitalherabsetzung forderten die Stammaktionäre von den Vorzugsaktionären, dass die bisher aufgelaufenen Dividenden gelöscht wurden und sich das kumulative Recht nur noch auf zukünftige Dividende beziehen sollte.¹⁸³

VORZUGSAKTIE BENÖTIGEN FÜR EINE HINREICHENDE ABSICHERUNG BEIDES, SPEZIFISCHE SCHUTZBESTIMMUNGEN UND STIMMRECHTE – Diese Bedenken bestätigen die bereits zum Ausdruck gebrachte grundsätzliche Kritik in Bezug auf Investitionen in *Form* von Vorzugsaktien. Im Einzelnen wäre es jedoch nicht weiter schwierig, diese Papiere vor *Herabsetzungen* des nachrangigen Kapitals zu schützen; dies wird regelmäßig vorgenommen, sollte aber immer der Fall sein.¹⁸⁴ Das aus Sicht der Vorzugsaktionäre korrekte Vorgehen unter Bedingungen, die zu Bilanzdefiziten geführt haben, ist eine schwierige Angelegenheit. Zunächst und vor allem anderen verlangt es die vollständige Kontrolle der Unternehmensführung durch Vorstandsmitglieder, welche die Interessen der Vorzugsaktionäre vertreten. Wodurch die Bedeutung der Erlangung einer adäquaten Stimmrechtskontrolle durch die Vorzugsaktionäre im Fall ausbleibender Dividenden noch unterstrichen wird.

KAPITEL 21

LAUFENDE ÜBERPRÜFUNG DES PORTFOLIOS

TRADITIONELLES KONZEPT »PERMANENTER INVESTITIONEN« – Vor einer Anlegergeneration war das Konzept einer »permanenten Investition« einer der Grundpfeiler der Finanzwelt. Dem typischen konservativen Anleger wurden mit dem Kauf von Wertpapieren drei grundlegende voneinander abgrenzbare Motive unterstellt: (1) das Papier mit unendlichem Planungshorizont zu halten; (2) die Erzielung eines jährlichen Einkommens zu erreichen, ungeachtet der Schwankungen des Marktwertes des Papiers; und (3) die Freiheit, sich nicht um die zukünftigen Entwicklungen des Unternehmens zu kümmern. Eine gute Investition war per Definition ein Papier, welches man ruhigen Gewissens nach dem Kauf wegschließen und bis auf die Zins- und Dividendentermine vergessen konnte.

Diese traditionelle Sichtweise auf erstklassige Investments wurde das erste Mal ernsthaft durch die missliebigen Erfahrungen während der Depression von 1920 bis 1922 infrage gestellt. Auch Wertpapiere, deren Inhaber zweifelsfrei überzeugt waren, keine weiteren Beobachtungen unternehmen zu müssen, wurden von großen Verlusten gebeutelt. Die nachfolgenden sieben Jahre, obwohl von allgemeinem Aufschwung geprägt, verliefen für die verschiedenen Wertpapierklassen so unterschiedlich, dass das Konzept eines idealen Wertpapiers – was mit der Bezeichnung »*Gilt-edged Security*« ausgedrückt wurde – unwiederbringlich verworfen werden musste. Schon vor dem Marktzusammenbruch von 1929 wurden die Gefahr, die von einer Vernachlässigung kürzlich durchgeführter Investitionen ausging, und die Notwendigkeit einer laufenden Beobachtung des gesamten Wertpapierportfolios erkannt. Dieses im Widerspruch zur bisherigen Praxis stehende Prinzip wird auch zusammengefasst zu: *There are no permanent Investments.*

LAUFENDE PRÜFUNG DES WERTPAPIERPORTFOLIOS NOTWENDIG, ABER AUFWENDIG – Dass die neuere Sichtweise durch die Realitäten untermauert wird, kann nicht ernsthaft in Zweifel gezogen werden. Es muss aber gleichzeitig anerkannt werden, dass die beschriebene Notwendigkeit einer laufenden Prüfung des gehaltenen Wertpapierportfolios auch eine ernsthafte Anklage des gesamten Konzepts von Investitionen mit Festbetragsansprüchen impliziert. Hat ein Wertpapier, dessen Verlustrisiko nur mit laufendem Prüfaufwand,

zusätzlich zum einmaligen Analyseaufwand vor dem Kauf, minimiert werden kann, nicht bereits mehr Umstände als nötig bereitet?

Es soll einmal angenommen werden, dass ein typischer Anleger, der den hier anheimgestellten Prinzipien einer konservativen Anlagestrategie folgt, aus einem diversifizierten Wertpapierportfolio eine durchschnittliche Rendite von 3,5 Prozent erzielen kann. Diese 3,5-Prozent-Rendite scheint substanziell über den 2,5 Prozent liegen, die mit langlaufenden amerikanischen Staatsanleihen erzielbar sind, und ebenfalls über den 2 bis 2,5 Prozent auf Guthaben bei Geschäftsbanken. Trotzdem ergeben sich aus der Berücksichtigung des Aufwands für eine gewissenhafte erste Auswahlentscheidung (hinzu kommt der Aufwand für eine laufende Prüfung) und des dennoch verbleibenden Restrisikos einer Abwertung oder eines Totalverlustes berechtigte Zweifel, inwiefern man tatsächlich von Investitionen mit Festbetragsansprüchen sprechen kann. Die überkommene Auffassung von permanenten und problemlosen Investitionen basierte auf der nicht unlogischen Einstellung, dass, falls eine Investition mit begrenzten Gewinnmöglichkeiten nicht als unproblematisch angesehen werden konnte, sie überhaupt nicht infrage kam.

ÜBERLEGENHEIT VON SPARANLEIHEN (UNITED STATES SAVING BONDS) – Bei nüchterner Betrachtung legen die Erfahrungen aus der vergangenen Dekade eine Differenzierung des Konzepts von Investitionen mit Festbetragsanspruch in mehrere Richtungen nahe: (1) amerikanische Staatsanleihen oder Guthaben bei Geschäftsbanken; (2) bewusst spekulative Engagements mit der Absicht, durch moderaten Aufwand Risiken reduzieren und Gewinne erzielen zu können; (3) die Suche nach der außergewöhnlichen Kombination aus gegebener Sicherheit des eingesetzten Kapitals und der Chance auf einen substanziellen Gewinn. Sparanleihen der amerikanischen Staatsregierung stellen zweifelsfrei das Investitionsmedium dar, das der Erzielung eines Festbetragsanspruchs am nächsten kommt. Gemessen an den 1940 gebotenen Zinsaussichten ist man sogar zu der kategorischen Einschränkung gezwungen, dass *einzig* diese Wertpapiere für eine Investition dieses Typs infrage kommen. Der Grund dafür ist die Unmöglichkeit, anderweitig einen substanziell höheren Ertrag zu erzielen, ohne dabei nicht auch das investierte Kapital einem höheren (als dem bis auf sehr wenige und abwegige Ausnahmen nicht vorhandenen) Ausfallrisiko auszusetzen, was einen Vergleich unzulässig werden lässt. Hinzu kommt das wertvolle Recht dieser Anleihen, die Rückzahlung des gesamten investierten Kapitals vor Fälligkeit in Anspruch zu nehmen. Die Autoren sind überzeugt, dass, wenn nur die gesamte Klasse der Kleinanleger den verlockenden und als »sicher« angepriesenen Renditezielen von 4 bis 6 Prozent aus den verschiedenen angebotenen »Sparplänen« entsagen würde und sich stattdessen lieber mit den 2,90 Prozent aus amerikanischen Sparanleihen zufriedengeben könnte, dadurch eine Menge Geld, Ärger und Herzeleid vermieden würde.

Aber auch wenn die gewöhnlichen Investitionsprobleme der meisten Anleger auf diese Art gelöst werden könnten, bliebe doch noch eine Vielzahl von Investoren übrig, die den Erwerb von Festbetragsansprüchen auf anderem Wege bewerkstelligen müssen. Dazu zählen: (1) verschiedene institutionelle Investoren wie Banken, Versicherungsunternehmen, Bildungseinrichtungen und Stiftungen; (2) andere Großinvestoren wie Unternehmen oder vermögende Einzelpersonen; (3) jene Individuen, die ein moderates Einkommen einzig aus ihrem Kapitalvermögen erzielen, da das maximale aus amerikanischen Sparanleihen erzielbare Einkommen auf jährlich 2500 Dollar beschränkt ist.¹⁸⁵ Dazu kommt auch noch aus diesen oder jenen Gründen die Präferenz vieler Kleinanleger, einen Teil ihres Vermögens in anderen Typen von Investitionen mit Festbetragsanspruch anzulegen.

Die zweite Alternative, nämlich Spekulation anstelle von Investition, ist für den typischen Anleger, der mit Sparen und Geschäftsgewinnen ein Vermögen aufbauen möchte, völlig ungeeignet, da mit zu vielen Gefahren verbunden. Zusammengefasst überwiegen die Nachteile aus der Ignoranz menschlicher Profitgier, Herdenverhalten, Transaktionskosten, Antizipation von Insiderhandel und Manipulationen¹⁸⁶ gänzlich den rein theoretisch bestehenden Vorteil von Spekulation: das bewusste Eingehen von Risiken, um den erwarteten Ertrag steigern zu können. In diesem Buch wurde wiederholt darauf hingewiesen, dass, solange kein Ausfallrisiko in Bezug auf das investierte Kapital akzeptiert werden sollte, nicht gleichermaßen Substanzgewinne eintreten können. Damit sollte jedoch keineswegs zum Ausdruck gebracht werden, dass Spekulationen dem Kalkül, welches mit Investitionen bezeichnet wurde, überlegen wären, sondern einzig, dass intelligente Spekulationen besser sind als unüberlegte und schlecht beratene Formen von Investitionen. Die Autoren sind davon überzeugt, dass die Öffentlichkeit viel bessere Resultate mit der Durchführung von Investitionen mit Festbetragsansprüchen erreichen wird, wenn dabei die gebotene Sorgfalt beachtet wird, als aus spekulativen Transaktionen, obwohl diese bei hinreichenden Kenntnissen der Finanzwelt als zusätzliches Element miteinfließen können. Es kann passieren, dass man vom Ergebnis getätigter Investitionen enttäuscht ist; wenn dies aber der Fall ist, wäre das Ergebnis der korrespondierenden Spekulation verheerend ausgefallen.

Die dritte Alternative – die Suche nach einem hinreichende Sicherheit bietenden Investmentpapier in Kombination mit Gewinnmöglichkeiten – stellt nach unserer Auffassung das richtige Spielfeld für talentierte Wertpapieranalysten dar. Für ungeübte Anleger erwächst aus der Verfolgung dieses Kalküls allerdings erhebliche Gefahr, da man dazu neigt, Sicherheit anzunehmen, wenn sie nur versprochen ist, oder umgekehrt, aus attraktiven Vergangenheitswerten allein einen Kauf zu rechtfertigen.

Aus der Diskussion der drei alternativen Strategien für Anleger mit Kapitalvermögen ist ersichtlich, dass die traditionelle Sichtweise auf Investitionen mit Festbetragsansprüchen in Form von erstklassigen Anleihen und Vorzugsaktien für viele individuelle Anleger sowie

Institutionen das notwendige und anzustrebende Kalkül darstellt. Weiterhin sollte klar geworden sein, dass eine regelmäßige Prüfung des gehaltenen Wertpapierportfolios zur Reduktion des Verlustrisikos notwendig ist. Welche Prinzipien und praktische Methoden sollten diesem Prüfprozess zugrunde gelegt werden?

PRINZIPIEN UND PROBLEME EINER SYSTEMATISCHEN LAUFENDEN ÜBERPRÜFUNG; AUSTAUSCH – Es ist allgemein akzeptiert, dass Anleger ihre Portfolios in regelmäßigen Intervallen daraufhin überprüfen sollten, ob alle gehaltenen Wertpapiere immer noch als sicher erachtet werden dürfen oder nicht und die Papiere, auf die diese Einschätzung nicht zutrifft, durch bessere ersetzen sollten. Bei diesem »Austausch« muss der Anleger darauf vorbereitet sein, dass er beim abgestoßenen Wertpapier einen moderaten Verlust hinnehmen muss, der mit dem gesamten aus dem Portfolio erzielten Einkommen verrechnet werden muss.

In den frühen Jahren eines solchen systematischen Vorgehens hat sich diese Methode sehr gut bewährt. Eine Weile tendierten die Kurse erstklassig eingestufte Wertpapiere dazu, an ihrem einmal etablierten Niveau zu kleben, und regelmäßig schlug sich eine zunehmende Verschlechterung ihres intrinsischen Wertes erst verzögert in den Marktpreisen nieder, nämlich nachdem diese Abwertung auch analytisch feststellbar war. Daher war es aufmerksamen Investoren möglich, solche Wertpapiere mit kleinen Abschlägen an unüberlegt und naiv handelnde Anleger zu verkaufen, die sich von der Reputation des Papiers und dem Umstand beeindrucken ließen, dass es im Vergleich zu anderen Wertpapieren dieser Anlageklasse ein wenig günstiger zu erwerben war. Der unpersönliche Charakter des Wertpapiermarktes entzog solchen Transaktionen alle ethischen und moralischen Bedenken und im Grunde wertete man das Ergebnis allseits als Prämie für umsichtiges Handeln und verdiente Strafe für unterlassene Sorgfalt.

ERHÖHTE SENSITIVITÄT DER WERTPAPIERPREISE – In den zurückliegenden Jahren ging diese als »Preisrigidität« bezeichnete Eigenschaft allerdings verloren und mittlerweile schlägt sich jede nachteilige materielle Entwicklung unverzüglich in sinkenden Wertpapierkursen nieder.

Aus diesem Umstand resultieren große Probleme für ein effektives Austauschen von Wertpapieren zur Aufrechterhaltung der Portfolioqualität. Im gleichen Zeitpunkt, in dem sich eine reale Verschlechterung bei einem Wertpapier manifestiert, könnte der Preis nicht nur bis auf ein spekulatives Niveau gefallen sein, sondern sogar noch tiefer, als die unterstellte Senkung der Unternehmenserträge gerechtfertigt hätte.¹⁸⁷ (Ein Grund für solch exzessive Kursverläufe ist ein aktuell feststellbarer *Trend*, nachdem die Kursverläufe weit stärkeren Schwankungen ausgesetzt sind als die absoluten Ertragszahlen.) Das natürliche Widerstreben der Anleger, große Verluste zu realisieren, wird noch verstärkt durch den nachvollziehbaren Eindruck, zu einem ungerechtfertigt niedrigen Preis verkaufen zu müssen – mit der Gefahr,

dass sich die Situation für den Anleger unausweichlich zu einer spekulativen Position in Bezug auf dieses Wertpapier entwickelt.

AUSSERGEWÖHNLICH HOHE SICHERHEITSSPANNEN ALS VERSICHERUNG GEGEN ZWEIFEL – Die einzige effektive Möglichkeit, mit der man diesen Schwierigkeiten begegnen kann, liegt in der nachfolgend beschriebenen Perfektionierung bei der Durchführung der originalen Investitionsentscheidung. Das dem Wertpapier aufgrund von statistischen Werten zugeordnete Sicherheitsniveau sollte *so weit über* den minimalen Standardwerten liegen, dass eine große Reduktion verkraftet werden könnte, bevor die Position fraglich würde. Verfolgt man eine solche Anlagepolitik, sollte dies den Anteil des Portfolios, über den sich ein Anleger zwischenzeitlich Sorgen machen müsste, klein halten können. Sie erlaubt dem Anleger, auch Auswechslungen von Wertpapieren zu einem Zeitpunkt vorzunehmen, wenn das Papier immer noch relativ gut abschneidet und sich aus diesem Grund der Marktpreis noch behaupten kann.

BEISPIEL UND SCHLUSSFOLGERUNG – Als konkretes Beispiel soll einmal angenommen werden, dass ein Anleger ein Wertpapier wie das *Liggett and Myers Tobacco Company Debenture 5s*, fällig 1951, erworben hat, bei dem die durchschnittlichen Unternehmenserträge zwischen 1934 und 1938 nahezu 20-mal so groß waren wie die Zinsverbindlichkeiten und für den einschlägigen Mindeststandard das Dreifache ausreichend gewesen wäre. Wenn ein Ertragseinbruch die Deckung auf das Vierfache hat sinken lassen, könnte der Anleger dies zum Anlass nehmen, das betreffende Wertpapier (falls möglich) durch ein anderes auszutauschen, welches eine acht- bis zehnfache Ertragsdeckung aufweist. Unter diesen Annahmen hatte der Anleger eine faire Chance, den vollen Preis für das *Liggett and Myers*-Papier zu erzielen, da es immer noch ein beeindruckendes Bild bot.

Wenn der Abwärtstrend der Erträge sich dann mit großen Abschlügen im Wertpapierkurs bemerkbar machen sollte, könnte der Anleger schließlich sogar entscheiden, das Wertpapier zurückzukaufen, anstatt die aufgetretenen Verluste tragen zu müssen. Ein solches Handeln hat den großen Vorteil, dass der einzige Irrtum sich hernach dadurch bemerkbar machen würde, dass die Sicherheit der Investition doch noch nicht real gefährdet war.

Eine solche Anlagepolitik, die sehr hohe Sicherheitsmargen verlangt, wird sich, wenig überraschend, vor allem in Perioden akuter Depressionsphasen und struktureller Veränderungen auszahlen. Sie eignet sich aber nicht als Standardverfahren für alle Investoren, weil das Angebot an diesbezüglich bestens geeigneten Wertpapieren begrenzt ist und weil es darüber hinaus der menschlichen Natur widerstrebt, *extreme* Absicherungen gegen zukünftige Einbrüche zu treffen, wenn die aktuellen Bedingungen Anlass für Optimismus bieten.¹⁸⁸

ANLAGEPOLITIK IN DEPRESSIONSPHASEN – Angenommen, ein Anleger hat die Auswahl seiner

Investitionen zur Erzielung von Festbetragsansprüchen mit der gebotenen Sorgfalt durchgeführt. Wie sollte er sich dann in einer Depressionsphase verhalten und welche Strategie sollte er dann verfolgen? Sollte es sich um einen moderaten Abschwung handeln, dürfte der Marktwert seiner Positionen hiervon nur geringfügig betroffen sein und ihr intrinsischer Wert noch weniger. Wenn die Bedingungen Auswüchse wie die zwischen 1930 und 1933 annehmen sollten, bräuchte er sich keiner Illusion hinzugeben, einer drastischen Reduktion des Marktwertes seines Portfolios entgehen zu können und berechnete Zweifel an der Sicherheit vermeiden zu können. Aber jede überhaupt fundierte Theorie für Investitionen mit Festbetragsanspruch muss von der Annahme ausgehen, dass die Verwerfungen zwischen 1930 und 1933 als einmalig einzuordnen sind und gegen solche keine speziellen Absicherungen für die Zukunft getroffen werden müssen. Fasst man stattdessen die Entwicklungen zwischen 1921 und 1922 sowie 1937 und 1938 als typische Ergebnisse »periodisch auftretender schwerer Depressionen« auf, sollte ein umsichtig zusammengestelltes Portfolio begründeten Anlass dazu geben, solche Perioden relativ gut überstehen zu können. Anleger sollten in solchen Situationen nicht gezwungen sein, Wertpapiere mit guten historischen Daten nur wegen eines zwischenzeitlichen Ertragseinbruchs abzustoßen. Man sollte stattdessen der Frage, inwiefern das Portfolio durch Austausch von Wertpapieren verbessert werden kann, mehr Aufmerksamkeit als sonst schenken, da es in vielen Fällen möglich sein wird, aus solchen Transaktionen einen Vorteil zu erzielen.

Die »Rezession« zwischen 1937 und 1938 untermauert die Ergebnisse der vorstehenden Analyse. Praktisch alle Wertpapiere, die den hier postulierten Kriterien Ende 1936 genügt hätten, haben den nachfolgenden Abschwung ohne ernsthafte Einbußen ihrer Marktwerte überstanden. Anleihen jedoch, die trotz unzureichender Gesamtzinsdeckung auf hohem Kursniveau notierten – im Einzelnen eine große Anzahl von Eisenbahnpapieren –, erlebten eine enorme Abwertung. (Siehe hierzu die Diskussion in Kapitel 7 und ebenfalls die Anmerkungen 11 und 13 im Anhang.)

DIENTLEISTER BEI DER WERTPAPIERÜBERWACHUNG – Bei der Überwachung von Wertpapieren ist neben der Frage, wie diese durchzuführen ist, ebenso zu klären, von wem diese durchgeführt werden kann. Anleger haben die Wahl, verschiedene Träger mit dieser Aufgabe zu betrauen, von denen die wichtigsten nachfolgend aufgelistet sind:

- Der Anleger selbst
- Seine Geschäftsbank
- Eine Investmentbank oder ein Emissionshaus
- Händler an der *New York Stock Exchange*

- Beratungsabteilungen von großen Fondsunternehmen
- Unabhängige Investmentberatungen

Die beiden Letztgenannten erheben Gebühren für ihre Dienstleistungen, während die drei vorangehenden Informationen und Auskünfte kostenlos zur Verfügung stellen.¹⁸⁹

BERATUNG DURCH GESCHÄFTSBANKEN – Anleger sollten so lange nicht allein vorgehen, wie sie nicht durch Training und Erfahrung so weit qualifiziert sind, dass sie auch andere professionell beraten könnten. In den meisten Fällen sollten Anleger ihre Einschätzung wenigstens durch Besprechungen mit anderen abstimmen. Das Rücksprachehalten mit der eigenen Hausbank ist weit verbreitet und zweifelsfrei von großem Nutzen, speziell für Kleinanleger. Bei konsistenter Anwendung bietet dieses Vorgehen den besten Schutz gegen die »das Blaue vom Himmel« versprechenden Avancen der aggressiven Aktienhändler.¹⁹⁰ Allerdings darf bezweifelt werden, inwieweit Bankangestellte die beste Beratungsadresse für einen durchschnittlichen Anleger darstellen.

Obwohl das Urteilsvermögen gewöhnlich als solide betrachtet werden kann, sind die Kenntnisse von Bankangestellten in Bezug auf einzelne Wertpapiere sicherlich eher oberflächlich und man kann nicht erwarten, dass sie die nötige Zeit für eine fundierte Analyse der Portfolios und Probleme aller ihrer Klienten tatsächlich aufwenden.

BERATUNG DURCH INVESTMENTBANKEN – In Bezug auf die Beratung durch Investmentbanken sind andere Einwände vorzubringen. Eine Institution, die selbst Wertpapiere auflegt, um sie zu verkaufen, kann nur schwerlich als völlig unabhängig und neutral eingeschätzt werden. Welche ethischen Grundsätze auch immer vorgegeben werden, die Eigeninteressen entfalten dessen ungeachtet immer ihre Wirkung. Dies trifft besonders auf die Fälle zu, in denen Wertpapiere von Vermittlern angeboten werden, die ihren Lebensunterhalt dadurch finanzieren, dass Anleger davon überzeugt werden, diejenigen Wertpapiere zu kaufen, die gerade »auf Lager sind«. Natürlich ist es zutreffend, dass die großen renommierten Emissionshäuser sich selbst in einer gewissen treuhänderischen Verantwortung für die Belange ihrer Kunden sehen. Das Bemühen, gute Beratungsdienstleistungen zu erbringen und den Kunden passende Wertpapiere anzudienen, entstammt nicht nur dem Gebot ordentlicher Geschäftsführung, sondern auch den selbst auferlegten ethischen Grundsätzen eines professionellen Unternehmensleitbildes.

Trotzdem ist der Handel von Wertpapieren kein freier akademischer Beruf, sondern ein Geschäft, welches notwendigerweise auch wie eines ausgeführt wird. Obwohl es in der typischen Situation vorteilhaft für den Verkäufer ist, den Käufer nicht übers Ohr zu hauen und zufriedenzustellen, könnten Bedingungen eintreten, die zu Interessenkonflikten führen. Daher

ist es unangebracht und in gewisser Hinsicht auch ungerechtfertigt, von Investmentbanken verlangen zu wollen, dass sie als unabhängige Berater für Wertpapierkäufer fungieren; und allgemeiner ausgedrückt ist es nicht ratsam für Anleger, ausschließlich auf den Rat der Verkäufer von Wertpapieren zu hören.

BERATUNG VON BÖRSENHÄNDLERN AN DER NEW YORK STOCK EXCHANGE – Die Investmentabteilungen der großen Handelshäuser an der Börse geben einen etwas anderen Eindruck ab. Obwohl sie ebenfalls ein pekuniäres Interesse an den Transaktionen ihrer Kunden haben, ist zu erwarten, dass ihr Urteil als gewissenhaft und wirklich unabhängig gelten kann. Diese Handelshäuser halten normalerweise keine Wertpapiere, um sie zu verkaufen. Obwohl sie manchmal an Verkaufsoperationen partizipieren, bei denen größere Freibeträge als die marktüblichen Kommissionen vereinnahmt werden können, ist ihr Interesse an einem tatsächlichen Verkauf deutlich geringer als bei den Emissionshäusern, in deren Eigentum sich die Wertpapiere noch befinden. Im Grunde sind Investmentgeschäft oder Anleihenabteilung von Handelshäusern an der Börse vielleicht wichtiger in ihrer Funktion als Seriosität stiftende Elemente als in Form des Überschusses, den sie erwirtschaften. Angriffs, sie wären ein Hort der Spekulation, könnte man mit der Erklärung begegnen, dass sie einen notwendigen Beitrag zur Marktstabilität leisten, indem sie die Aktivitäten konservativer Anleger ergänzen.

In der Folge dürfte ein Anleger, der bei einem der großen Handelshäuser bezüglich eines kleinen Anleihenengagements um Rat sucht, damit rechnen, Zeit und Aufmerksamkeit zu erhalten, die in keiner Relation zu der einschlägigen Kommission steht. Freilich wird sich dieses Vorgehen am Ende sogar auszahlen, da sich regelmäßig ein bestimmter Anteil der Anleihen Anleger später zu aktiven Aktienhändlern entwickeln wird. Zur Verteidigung der Handelshäuser muss allerdings eingeräumt werden, dass diese keine aktive Anstrengung unternehmen, ihre Anleihenkunden zu Aktienspekulationen zu überreden, aber allein die Atmosphäre eines Brokerbüros strahlt vielleicht die nötige Verlockung aus.

UNABHÄNGIGE INVESTMENTBERATUNG – Obwohl die Idee, Investmentberatung gegen Gebühren anzubieten, nicht neu ist, hat sie sich erst in den vergangenen Jahren zu einem bedeutenden Bestandteil des Finanzwesens entwickelt. Diese Dienstleistung wird mittlerweile durch spezielle Abteilungen von großen Fondsgesellschaften, von Statistikanbietern und von Privatfirmen, die sich selbst als Investmentberater bezeichnen, angeboten. Der Vorteil solcher Anbieter ist, dass man sie als völlig unabhängig ohne eigenes Interesse daran erachten darf, welche Wertpapiere von ihren Kunden gekauft werden, da sie nicht an den Kommissionen beteiligt sind. Ihr Nachteil schlägt sich in der Gebühr für die Beratung nieder, die normalerweise etwa 0,5 Prozent des gesamten investierten Betrages entspricht. Bezogen auf

Investmentfonds belaufen sich die Gebühren auf etwa 0,14 bis 0,12 Prozent des jährlich erzielten Einkommens, was einer nicht zu vernachlässigenden Renditesenkung entspricht.

Um diese Gebühren weniger unangenehm erscheinen zu lassen, nehmen einige der privaten Investmentberater Vorhersagen für den gesamten Anleihenmarkt vor, um für ihre Kunden daraus Empfehlungen abzuleiten, wann sie kaufen und wann sie verkaufen sollten. Dabei ist zu bezweifeln, ob Anleihen Anleger eine Handelsstrategie erfolgreich umsetzen können, die darauf abzielt, Konjunkturumschwünge auszunutzen. Wenn die Entwicklung des Anleihenmarktes vorhersagbar wäre, müsste dies auch für den Aktienmarkt zutreffen und auf diesem existieren zweifelsfrei technische Vorteile beim Handel mit Aktien gegenüber dem Anleihenhandel. Die Autoren hegen grundsätzliche Zweifel an der Fähigkeit privater Berater, die Entwicklungen auf Aktien- und Anleihenmärkten verlässlich vorhersagen zu können. Darüber hinaus sind die Autoren davon überzeugt, dass der kombinierte Ansatz, bestehend aus Auswahl einzelner erstklassiger Anleihen und dem Einbezug der Anleihen *kurse*, grundsätzlich unlogisch und widersprüchlich ist.

Die Erfahrung lehrt: Je intensiver ein Anleger versucht, zum richtigen Zeitpunkt zu kaufen und zu verkaufen, wenn die Kurse fallen, desto weniger erfolgreich wird er darin sein. Durch die zusätzliche Berücksichtigung des Handelsmotivs in der Anlagestrategie stört er den Einkommensrückfluss seines Portfolios und driftet unweigerlich in die spekulative Richtung.

Wegen ihrer vergleichsweise geringen jährlichen Rückflüsse ist bisher nicht geklärt, inwiefern sich Beratungsdienstleistungen gegen Honorar auf dem Gebiet von erstklassigen Standardinvestments als nützlich erweisen werden. Auf dem Gebiet der reinen Spekulationen lautet der Einwand gegen die Bezahlung von Beratungsdienstleistungen, dass, wenn der Berater *gewusst hätte*, wovon er sprach, er dieses Wissen nicht in Form von Beratungsdienstleistungen hätte verwerten brauchen. Es könnte sein, dass die Daseinsberechtigung für Wertpapierberater eher im Grenzbereich beheimatet ist, wo es um Probleme mit abwertenden Wertpapieren geht und hilfreicher Rat gefragt ist, welche Papiere vorteilhaft ausgewechselt werden sollten, und Empfehlungen für unterbewertete Papiere benötigt werden.

TEIL III

VORRANGIGE WERTPAPIERE MIT SPEKULATIVEN EIGENSCHAFTEN

KAPITEL 22

BEVORRECHTIGTE EMISSIONEN

Wir kommen nun zur zweiten großen Kategorie unserer überarbeiteten Klassifizierung von Wertpapieren: Anleihen und Vorzugsaktien, bei denen der Käufer von einer erheblichen Kursveränderung ausgeht. In unserer einführenden Erörterung (siehe Kapitel 5) haben wir diese Gruppe in Rubriken unterteilt: (1) spekulative Wertpapiere aufgrund unzureichender Sicherheit und (2) spekulative Wertpapiere, die ein Umtauschrecht oder ähnliches Privileg besitzen, wodurch ihre Kurse erheblich schwanken können.¹⁹¹

VORRANGIGE WERTPAPIERE MIT SPEKULATIVEN VORZUGSRECHTEN

Neben dem Vorteil eines vorrangigen Anspruchs auf einen festen Betrag an Kapital und Erträgen kann eine Anleihe oder Vorzugsaktie auch Rechte besitzen, die den Vorzügen von Stammaktien ähneln. Diese Rechte können in drei Arten eingeteilt werden:

1. Wandelrechte – sie verleihen das Recht, das vorrangige Wertpapier zu festgelegten Bedingungen in Stammaktien zu wandeln.
2. Gewinnbeteiligungsrechte – durch sie kann der Besitzer vorrangiger Wertpapiere ein zusätzliches Einkommen erlangen, gewöhnlich in Abhängigkeit vom Betrag der ausgewiesenen Stammaktiendividenden.
3. Bezugsrechte – hiermit können Inhaber von Anleihen oder Vorzugsaktien zu festgelegten Kursen und Mengen sowie innerhalb festgelegter Zeiträume Stammaktien erwerben.¹⁹²

Da das Umtauschrecht das bekannteste dieser drei Rechte darstellt, verwenden wir für bevorrechtigte Wertpapiere allgemein häufig die Bezeichnung »wandelbare Wertpapiere«.

DIE ATTRAKTIVITÄT IHRER Ausgestaltung – Mithilfe jeder dieser drei Regelungen kann ein

vorrangiges Wertpapier mit nahezu den gleichen Gewinnmöglichkeiten ausgestattet werden wie die Stammaktie des Unternehmens. Solche Wertpapiere müssen hinsichtlich ihrer *Ausgestaltung* als die attraktivsten von allen angesehen werden, da sie maximale Sicherheit mit der Möglichkeit eines unbegrenzten Wertanstiegs verbinden. Eine Anleihe, die alle Anforderungen an eine seriöse Anlage erfüllt und zusätzlich ein interessantes Wandlungsrecht besitzt, wäre fraglos ein höchst begehrenswerter Kauf.

GRÜNDE FÜR IHR WENIG BENEIDENSWERTES Anlageergebnis – Trotz dieses eindrucksvollen Arguments zugunsten von bevorrechtigten Wertpapieren als Anlageform müssen wir erkennen, dass die tatsächliche Erfahrung mit dieser Kategorie im Allgemeinen nicht zufriedenstellend war. Für diesen Unterschied zwischen Verheißung und Performance können zwei unterschiedliche Gründe angeführt werden.

Zunächst hat nur eine geringe Anzahl bevorrechtigter Wertpapiere tatsächlich die rigorosen Anforderungen seriöser Anlagen erfüllt. Das Wandlungsrecht wurde größtenteils angeboten, um die Nachteile vorrangiger Wertpapiere auszugleichen.¹⁹³ Diese Schwäche zeigte sich sehr deutlich in der Periode größter Popularität von Wandelmissionen, das heißt in den Jahren 1926 bis 1929.¹⁹⁴ In diesen Jahren nahmen die fest etablierten Industrieunternehmen weitgehend Kapital durch den Verkauf von Stammaktien auf, wohingegen die schwächeren – oder schlechter finanzierten – Unternehmen auf bevorrechtigte Wertpapiere zurückgriffen.

Der zweite Grund betrifft die Bedingungen, unter denen sich der Gewinn aus dem Wandlungsrecht ergibt. Obwohl es zugegebenermaßen keine Obergrenze für den Kurs gibt, den eine Wandelanleihe erreichen kann, gibt es eine deutliche Grenze für den Gewinnbetrag, den der Besitzer realisieren kann, während er weiterhin seine *Anlageposition* behält. Nachdem ein bevorrechtigtes Wertpapier mit der Stammaktie gestiegen ist, wird dessen Kurs bald *in beide Richtungen* von den Kursveränderungen der Aktie abhängig und in diesem Maße wird das weitere Halten des vorrangigen Wertpapiers eine *spekulative* Angelegenheit. Zur Verdeutlichung führen wir ein Beispiel an:

Angenommen, wir kaufen eine hochgradige 3,5-Prozent-Anleihe zum Nennwert, wandelbar in zwei Stammaktien für jede 100-Dollar-Anleihe (das heißt wandelbar in eine Stammaktie zu 50 Dollar). Die Stammaktie notiert zum Kaufzeitpunkt der Anleihe bei 45 Dollar.

Erste Stufe: (1) Falls die Aktie auf 35 Dollar fällt, kann sich die Anleihe nahe am Nennwert bewegen. Dies zeigt den ausgeprägten technischen Vorteil einer Wandelanleihe gegenüber der Stammaktie. (2) Falls die Aktie auf 55 Dollar steigt, erhöht sich der Kurs der Anleihe wahrscheinlich auf 115 Dollar oder höher. (Ihr »unmittelbarer Wandlungswert« wäre 110 Dollar, doch aufgrund ihres Vorteils gegenüber der Stammaktie wäre ein Aufschlag

gerechtfertigt.) Dies zeigt die unzweifelhaft spekulativen Möglichkeiten einer derartigen Wandelanleihe.

Zweite Stufe: Die Aktie steigt weiter auf 65 Dollar. Der Wandlungswert der Anleihe beträgt nun 130 Dollar und sie wird zu diesem oder einem leicht höheren Wert notieren. An diesem Punkt steht der ursprüngliche Käufer vor einem Problem. Innerhalb weitreichender Grenzen hängt der zukünftige Kurs seiner Anleihe vollständig vom Kursverlauf der Stammaktie ab. Für einen höheren Gewinn riskiert er den existierenden, der in der Tat einen wesentlichen Teil des gegenwärtigen Marktwertes seines Wertpapiers darstellt. (Ein Kursverfall der Stammaktie könnte leicht zu einem Absinken der Anleihe von 130 Dollar auf 110 Dollar führen.) Falls er sich entscheidet, das Wertpapier zu halten, bringt er sich selbst in einem beträchtlichen Maße in die Lage eines Aktionärs und diese Ähnlichkeit steigt schnell mit einem weiteren Kursanstieg. Falls er die Anleihe auf einem Kursniveau von 180 Dollar weiterhin hält (90 Dollar für die Aktie), hat er aus allen praktischen Gründen den Status und die Risiken eines Aktionärs angenommen.

EIN UNBEGRENZTER GEWINN BEI DERARTIGEN WERTPAPIEREN GLEICHT DER POSITION EINES AKTIONÄRS – Die unbegrenzten Gewinnmöglichkeiten einer bevorrechtigten Emission sind daher in einem bedeutsamen Sinn illusorisch. Sie dürfen nicht mit dem Besitz einer Anleihe oder Vorzugsaktie verglichen werden, sondern mit der Einnahme der Position eines Stammaktionärs – die jeder Besitzer eines nicht konvertierbaren Wertpapiers durch den Austausch seiner Anleihe gegen eine Aktie herbeiführen kann. Praktisch gesehen ist die Gewinnbandbreite für ein wandelbares Wertpapier, *wenngleich es weiterhin den Vorteil eines Wertpapiers mit Anlagebonität behält*, gewöhnlich auf etwa 25 bis 30 Prozent seines Nennwertes begrenzt. Aus diesem Grund erzielen die ursprünglichen Käufer von bevorrechtigten Wertpapieren gewöhnlich nur einen geringen Anteil des maximalen Marktgewinns, der von den erfolgreichsten Wertpapieren erreicht wird, und demzufolge realisieren sie diese sehr hohen möglichen Gewinne nicht. Daher kann es sein, dass die mitgenommenen Gewinne nicht die Verluste ausgleichen, die durch unsolide Engagements in diesem Bereich auftreten.

BEISPIELE ATTRAKTIVER EMISSIONEN – Die beiden erörterten Bedenken müssen unseren Enthusiasmus für bevorrechtigte Emissionen als Anlagekategorie erheblich mindern, doch vernichten sie keineswegs die ihnen innewohnenden Vorteile oder die Möglichkeiten, sie mit angemessenem Erfolg auszubeuten. Obwohl die meisten neuen Emissionen wandelbarer Wertpapiere unangemessen besichert waren¹⁹⁵, gibt es ziemlich häufig Ausnahmen zu dieser Regel, die für den wachsamten Anleger von zentralem Interesse sein sollten. Wir fügen drei führende Beispiele an:

1. Die 3,5-Prozent-Wandelobligationen der *Commonwealth Edison Company*, Fälligkeit 1958. – Diese Anleihen wurden den Aktionären im Juni und September 1938 zum Nennwert angeboten. Die statistischen Aufzeichnungen des Unternehmens versprachen deutlich, dass die Obligationen zu diesem Preis ein seriöses Engagement darstellten. Sie konnten bis zur Fälligkeit oder frühzeitigen Ablösung in 40 Stammaktien umgetauscht werden.

Im September 1938 konnten die Obligationen an der New York Stock Exchange zum Nennwert gekauft werden, während die Aktie bei 24,5 Dollar notierte. Zu diesen Kursen notierten Anleihe und Aktie nahe dem Nennwert und ein leichter Kursanstieg der Aktie hätte dem Inhaber der Obligation ermöglicht, mit Gewinn zu verkaufen. Weniger als ein Jahr später (im Juli 1939) waren die Aktie auf 31,37 Dollar und die Obligationen auf 124,75 Dollar gestiegen.

2. Die 5-Prozent-Wandelanleihen der *Chesapeake and Ohio Railway Company*, Fälligkeit 1946. – Die Anleihen wurden den Aktionären ursprünglich im Jahr 1916 angeboten. Sie konnten zu folgenden Kursen und in folgenden Zeiträumen in Stammaktien gewandelt werden: zu 75 Dollar bis 1. April 1920, zu 80 Dollar bis 1. April 1923, zu 90 Dollar bis 1. April 1926, und zu 100 Dollar bis 1. April 1936.

Ende des Jahres 1924 konnten sie auf Nennwertbasis (das heißt ohne die Zahlung eines Aufschlages für das Wandlungsrecht) zu Kursen nahe dem Nennwert gekauft werden. Am 28. November 1924 standen sie genau bei 101 Dollar und die Aktie stand bei 91 Dollar. In dieser Zeit zeigten die Gewinne des Unternehmens eine kontinuierliche Verbesserung und deuteten an, dass die Anleihen ausreichend besichert waren. (Im Jahr 1924 betrug die Deckungsrate der festen Belastungen das Zweifache.) Der Wert des Wandlungsrechts zeigte sich in dem Umstand, dass die Aktie im nächsten Jahr bei 131 Dollar stand, wodurch der Wert der Anleihen auf 145 Dollar stieg.

3. Die 5,5-Prozent-Wandelanleihen von *Rand Kardex Bureau, Inc.*, Fälligkeit 1931. – Diese Anleihen wurden ursprünglich im Dezember 1925 zu 99,5 Dollar angeboten. Sie besaßen Aktienoptionen (abtrennbar nach dem 1. Januar 1927), die den Inhaber berechtigten, 22,5 Klasse-A-Stammaktien innerhalb der folgenden Jahre zu folgenden Kursen zu erwerben: 1926 zu je 40 Dollar, 1927 zu je 42,5 Dollar, 1928 zu je 45 Dollar, 1929 zu je 47,5 Dollar und 1930 zu je 50 Dollar. (Die Klasse-A-Aktien waren in Wirklichkeit partizipierende Vorzugsaktien.) Als Zahlung für die mit den Optionen erworbenen Aktien konnten die Anleihen zum Nennwert eingereicht werden. Durch diese Regelung waren die Anleihen faktisch in Aktien wandelbar.

Die Anleihen schienen angemessen besichert. Die vorherigen Aufzeichnungen (basierend auf den Gewinnen des Vorgängerunternehmens) zeigten die folgenden Zinsdeckungsraten der neuen Anleihenemission:

Jahr	Zinsdeckungsrate
1921 (Depressionsjahr)	1,7
1922 (Depressionsjahr)	2,3
1923	6,7
1924	7,2
1925 (9 Monate)	12,2

Das Nettoumlaufvermögen überstieg den Nennwert der Anleihenemission um das Doppelte. Als die Anleihen der Öffentlichkeit angeboten wurden, notierte die Klasse-A-Aktie bei etwa 42 Dollar, das heißt, die Aktienoptionen besaßen einen unmittelbaren Wert. Im folgenden Jahr stieg die Aktie auf 53 Dollar und die Anleihen stiegen auf 130,5 Dollar. Als *Rand Kardex* im Jahr 1927 mit *Remington Typewriter* fusionierte, stieg die Aktie auf 76 Dollar und die Anleihe auf 190 Dollar.

EIN BEISPIEL EINER UNATTRAKTIVEN EMISSION – Als Gegensatz zu diesen Beispielen liefern wir die Darstellung einer oberflächlich attraktiven, doch prinzipiell unseriösen Wandelemission, die für den Zeitraum 1928 bis 1929 charakteristisch ist.

DIE 6-PROZENT-WANDELANLEIHE VON NATIONAL TRADE *JOURNALS, INC.*, FÄLLIGKEIT 1938 – Das Unternehmen wurde im Februar 1928 gegründet, um etwa ein Dutzend Fachzeitschriften zu erwerben und zu veröffentlichen. Im November 1928 bot das Unternehmen 2.800.000 Dollar der vorangehenden Anleihen zu 97,5 Dollar an. Die Anleihen konnten in den folgenden Zeiträumen zu folgenden Kursen in Stammaktien gewandelt werden: anfänglich in 27 Stammaktien (zu 37,03 Dollar je Aktie) bis 1. November 1930, in 25 Aktien (zu je 40 Dollar) bis 1. November 1932 und zu Kursen, die während der letzten beiden Jahre der Laufzeit der Anleihen stufenweise auf 52,63 Dollar je Aktie anstiegen.

Diese Anleihen konnten zum Zeitpunkt ihrer Emission sowie einige Monate danach zu Kursen erworben werden, die nur leicht über ihrem Nennwert lagen im Vergleich zum Marktwert der entsprechenden Aktie. Insbesondere konnten sie am 30. November zu 97,5 Dollar gekauft werden, als die Aktie bei 34,12 Dollar stand, was bedeutete, dass die Aktie

nur zwei Punkte steigen musste, um die Wandlung rentabel zu machen.

Die Anleihen schienen jedoch trotz der attraktiven Darstellung im Börsenprospekt zu keinem Zeitpunkt entsprechend besichert. Darin wurden »geschätzte« Gewinne des Vorgängerunternehmens auf Basis der dreieinhalb vorangehenden Jahre dargestellt, die im Durchschnitt das 4,16-Fache der Belastungen der Anleihenemission betrugen. Doch nahezu die Hälfte dieser geschätzten Gewinne sollte aus Einsparungen stammen, die aus der Konsolidierung in Form von reduzierten Gehältern und dergleichen erwartet wurden. Der konservative Anleger dürfte diese »Gewinne« nicht für selbstverständlich halten, besonders bei einem derartig riskanten und konkurrenzbetonten Unternehmen, das relativ geringe materielle Vermögenswerte besaß.

Bei einer Eliminierung dieser »geschätzten« Gewinne sähe die Aufstellung zum Zeitpunkt der Emission und danach wie folgt aus:

Jahr	Kursspanne der Anleihen (in \$)	Kursspanne der Aktien (in \$)	Vorherrschender Wandlungspreis m(in \$)	Zinsdeckungsrate	Gewinn je Stammaktie (in \$)
1925	----	----	----	1,73*	0,78
1926	----	----	----	2,25*	0,78
1926	----	----	----	2,25*	0,78
1926	----	----	----	2,25*	1,84
1927	----	----	----	2,80*	2,20
1928	100–97,5	35,875–30	37,03	1,69‡	1,95
1929	90–50	34,625–5	37,03	1,86‡	1,04
1930	42–10	6,375–0,5	37,03–40	0,09‡	-1,68
1931	10,5–5	1	40	Insolvenz	----

* Vorgängerunternehmen. Zahlen je Aktie nach Schätzung der Bundessteuern.

‡ Tatsächliche Gewinne für die letzten zehn Monate des Jahres 1928 und nachfolgende Kalenderjahre.

Die Konkursverwaltung wurde im Juni 1931 bestellt. Die Vermögenswerte wurden im August des gleichen Jahres veräußert und die Anleiheninhaber erhielten später 8,5 Cent je Dollar.

DIE ABLEITUNG VON RICHTLINIEN – Aus diesen gegensätzlichen Beispielen können Anlagerichtlinien entwickelt werden, die eine wertvolle Orientierungshilfe für die Auswahl von bevorrechtigten Wertpapieren darstellen sollten. Die Richtlinie lautet wie folgt: Ein

bevorrechtigtes Wertpapier, das nahe oder über dem Nennwert notiert, muss entweder die Anforderungen einer reinen festverzinslichen Anlage oder einer reinen Stammaktienspekulation erfüllen und es muss eindeutig mit Blick auf die eine oder andere Eignung erworben werden.

Die angegebene Alternative liefert zwei unterschiedliche Ansätze für den Kauf eines bevorrechtigten Wertpapiers. Es kann als seriöse Anlage mit einer *gelegentlichen* Gewinnchance durch eine Kurssteigerung gekauft werden oder es kann *in erster Linie* als attraktive Form einer Stammaktienspekulation erworben werden. Allgemein gesagt sollte es keinen Mittelweg geben. Der *Anleger*, der an Kapitalsicherheit interessiert ist, sollte seine Anforderungen nicht für ein Wandlungsrecht herabsetzen; der *Spekulant* sollte sich nicht von einem Unternehmen mit mittelmäßigen Aussichten durch die Pseudosicherheit locken lassen, die eine Anleihe vertraglich zusichert.

Unsere Abneigung gegen jeglichen Kompromiss zwischen einer reinen Anlage und einer spekulativen Einstellung basiert in erster Linie auf subjektiven Gründen. Die Einnahme eines mittleren Standpunktes führt gewöhnlich zu Verwirrung, konfusem Denken und Selbsttäuschung. Der Anleger, der seine Sicherheitsanforderungen lockert, um eine Gewinnbeteiligung zu erhalten, ist oft – finanziell und mental – nicht auf den unausweichlichen Verlust vorbereitet, wenn sich das Glück bei seiner Spekulation gegen ihn wendet. Der Spekulant, der sein Risiko durch wandelbare Wertpapiere reduzieren möchte, sieht seine anfängliche Beteiligung zwischen dem Unternehmen selbst und den Bedingungen des Wandlungsrechts geteilt und er wird sich fragen müssen, ob er im Grunde genommen Aktionär oder Anleiheninhaber ist. (Bevorrechtigte Wertpapiere, die mit einem *erheblichen Abschlag vom Nennwert gehandelt* werden, unterliegen üblicherweise nicht diesem Prinzip, da sie in die zweite Kategorie spekulativer vorrangiger Wertpapiere gehören, mit denen wir uns später beschäftigen.)

Bei der Rückkehr zu unseren Beispielen zeigt sich sofort, dass die 3,5-Prozent-Wandelobligationen von *Commonwealth Edison* als richtige Anlage ohne Rücksicht auf die Wandlungseigenschaften erworben werden konnten. Die hohe Wahrscheinlichkeit, dass dieses Recht einen Wert haben würde, machte die Anleihe zum Zeitpunkt ihrer Emission besonders attraktiv. Ähnliche Aussagen konnten hinsichtlich der Anleihen von *Chesapeake and Ohio* und *Rand Kardex* gemacht werden. Jedes dieser drei Wertpapiere hätte auch für einen Spekulanten attraktiv sein können, der von einem Kursanstieg der entsprechenden Stammaktie überzeugt war.

Dagegen hätten die Anleihen von *National Trade Journals* strenge qualitative und quantitative Sicherheitstests nicht bestanden. Demzufolge wären sie nur für Käufer interessant gewesen, die vom zukünftigen Wert der Aktie überzeugt gewesen wären. Jedoch ist kaum glaubhaft, dass die meisten Käufe dieser Emission von dem Wunsch motiviert waren, die

Stammaktien von *National Trade Journals* als Anlage oder Spekulation zu erwerben, sondern sie basierten vielmehr auf den attraktiven Konditionen des Wandlungsrechts und auf der Annahme, dass das Wertpapier als Anleiheninvestition ziemlich »sicher« sei. Es ist eben dieser Mittelweg zwischen echter Anlage und echter Spekulation, den wir missbilligen, hauptsächlich weil der Käufer keine eindeutige Vorstellung von der Zielsetzung seines Engagements oder von dem eingegangenen Risiko hat.

RICHTLINIEN HINSICHTLICH DES HALTENS ODER DES VERKAUFS – Nachdem wir eine Grundregel für die Auswahl von bevorrechtigten Wertpapieren aufgestellt haben, fragen wir nun, welche Richtlinien hinsichtlich ihres anschließenden Haltens oder ihres Verkaufs gelten können. Wandelanleihen, die in erster Linie als Engagements in Stammaktien gekauft werden, könnten, wenn sie gehalten werden, einen höheren Gewinn erzielen als solche, die als Anlage erworben werden. Falls eine Anleihe ersterer Art von 100 Dollar auf 150 Dollar steigt, muss dieser hohe Gewinn an sich kein maßgeblicher Grund für einen Verkauf sein; der Inhaber muss sich eher von seiner Ansicht leiten lassen, ob die Stammaktie genug gestiegen ist, um eine Gewinnmitnahme zu rechtfertigen. Doch wenn der Kauf vor allem als sichere Anleiheninvestition erfolgt, kommt die Begrenzung des Gewinnbetrages, der aus konservativer Sicht erwartet werden kann, direkt ins Spiel. Aus den oben detailliert erläuterten Gründen wird der konservative Anleger in bevorrechtigte Wertpapiere diese gewöhnlich nicht über einen 25- bis 30-prozentigen Anstieg hinaus halten. Dies bedeutet, dass ein wirklich erfolgreiches Engagement in Wandelanleihen keine langen Zeiträume abdeckt. Daher sollten solche Wertpapiere mit der Möglichkeit eines langfristigen Besitzes erworben werden, jedoch in der Hoffnung, dass der mögliche Gewinn ziemlich schnell realisiert werden kann.

Die vorangehende Erörterung führt zur Aufstellung einer weiteren Anlagerichtlinie:

Im typischen Fall sollte eine Wandelanleihe nicht vom Anleger gewandelt werden. Sie sollte entweder gehalten oder verkauft werden.

Es stimmt, dass eine derartige Wandlung, wenn sie vorteilhaft erscheint, Ziel des Wandlungsrechts ist. Falls der Kurs der Anleihe beträchtlich steigt, sinkt ihre aktuelle Rendite auf einen unattraktiven Wert und gewöhnlich kann durch den Austausch in die Aktie ein erheblicher Wertzuwachs erzielt werden. Wenn der Anleger seine Anleihe trotzdem in Aktien wandelt, gibt er die Priorität und den uneingeschränkten Anspruch auf Kapital und Zinsen auf, weswegen er die Anleihe ursprünglich erworben hat. Falls sich die Dinge nach der Wandlung schlecht entwickeln, können seine Aktien im Wert weit unter die anfänglichen Kosten der Anleihe sinken und er verliert nicht nur den Gewinn, sondern auch einen Teil seines Kapitals.

Darüber hinaus geht er das Risiko ein, sich – allgemein sowie im speziellen Fall – von einem Anleiheninvestor in einen Aktienspekulanten zu verwandeln. Es muss erkannt werden,

dass selbst eine gute Wandelanleihe etwas Hinterlistiges hat; für den Unachtsamen kann sie sich leicht als Fallstrick erweisen. Der Anleger muss, um dieser Gefahr aus dem Weg zu gehen, resolut an einem konservativen Standpunkt festhalten. Wenn sich der Kurs seiner Anleihe aus dem Bereich einer Anlage herausbewegt hat, muss er sie verkaufen. Und am allerwichtigsten ist, dass er nicht an seiner Beurteilung zweifeln darf, falls die Anleihe danach auf ein noch höheres Niveau steigt. Das Marktverhalten des Wertpapiers ist nach einem Vordringen in den spekulativen Bereich ebenso wenig mehr Sache des Anlegers wie die Kursbewegungen irgendeiner spekulativen Aktie, über die er nichts weiß.

Falls die hier empfohlene Vorgehensweise von Anlegern allgemein befolgt wird, würde die Wandlung von Anleihen nur durch Personen erfolgen, welche die Anleihe für diesen spezifischen Zweck gekauft und unabhängig beschlossen haben, die Aktien entweder als Spekulation oder als vermeintliche Anlage zu kaufen.¹⁹⁶ Die Argumente gegen eine Wandlung von wandelbaren Wertpapieren durch den Anleger gelten in gleicher Weise für die Ausübung von Aktienoptionen von Anleihen, die als Anlage erworben wurden.

Eine kontinuierliche Anlagestrategie für bevorrechtigte Wertpapiere würde unter günstigen Bedingungen vielmehr häufige Gewinnmitnahmen und einen Austausch in neue Wertpapiere, die nicht mit einem erheblichen Aufschlag gehandelt werden, erfordern. Um es genauer zu sagen, würde eine Anleihe mit dem Kaufpreis von 100 Dollar bei 125 Dollar verkauft und durch eine neue gute Wandelanleihe zum Nennwert ersetzt werden. Es ist unwahrscheinlich, dass derartig zufriedenstellende Gelegenheiten ständig verfügbar sind beziehungsweise dass der Anleger in der Lage wäre, alle vorhandenen Gelegenheiten ausfindig zu machen. Doch der Trend von Unternehmensfinanzierungen in den vergangenen Jahren lässt hoffen, dass es eine nicht unerhebliche Anzahl von wirklich attraktiven Wandelanleihen geben wird. Im Anschluss an die Jahre 1926 bis 1929, die durch eine Flut bevorrechtigter Wertpapiere von allgemein schlechter Qualität gekennzeichnet waren, und an den Zeitraum 1930 bis 1934, in dem die Betonung auf Sicherheit zum faktischen Verschwinden von Wandlungsrechten aus neuen Anleihenemissionen führte, gab es eine eindeutige Rückbewegung in Richtung eines Mittelpunktes, wo zuweilen partizipierende Eigenschaften verwendet wurden, um den Verkauf von seriösen Anleihenemissionen zu erleichtern.¹⁹⁷ Die meisten der in den Jahren 1934 bis 1939 gehandelten Anleihen hatten entweder sehr niedrige Zinsen oder wurden sofort mit einem unerschwinglichen Aufschlag gehandelt. Doch wir neigen zu der Ansicht, dass der kritische und vorsichtige Anleger wahrscheinlich eine große Anzahl von attraktiven Gelegenheiten in diesem Bereich finden wird.

KAPITEL 23

TECHNISCHE EIGENSCHAFTEN VON BEVORRECHTIGTEN WERTPAPIEREN

Im vorangehenden Kapitel wurden bevorrechtigte Wertpapiere hinsichtlich der breiteren Grundlagen von Anlage und Spekulation betrachtet. Um bei dieser Kategorie von Wertpapieren ausreichendes Wissen über ihre praktischen Seiten zu erlangen, muss eine intensivere Betrachtung ihrer Eigenschaften erfolgen. Eine derartige Untersuchung kann in geeigneter Weise von den drei nachfolgenden Standpunkten aus durchgeführt werden: (1) Erwägungen, die allen drei Arten von Rechten gemein sind – Wandlung, Gewinnbeteiligung und Bezug (das heißt »Option«); (2) die jeweiligen Vorzüge jeder Art im Vergleich zueinander; (3) die technischen Aspekte jeder Art, jeweils für sich betrachtet.¹⁹⁸

ALLGEMEIN AUF BEVORRECHTIGTE WERTPAPIERE ANWENDBARE ERWÄGUNGEN

Die Attraktivität einer Gewinnbeteiligung hängt von zwei hauptsächlichen Faktoren ab, die in keinem Zusammenhang stehen: (1) den *Konditionen* der Vereinbarung und (2) den *Aussichten* auf zu verteilende Gewinne. Nachfolgend ein einfaches Beispiel:

Unternehmen A	Unternehmen B
3-Prozent-Anleihe mit einem Kurs von 100 Dollar Wandelbar in Aktien bei 50 Dollar (das heißt zwei Aktien für eine 100-Dollar-Anleihe) Die Aktie notiert bei 30 Dollar.	4-Prozent-Anleihe mit einem Kurs von 100 Dollar Wandelbar in Aktien bei 33,33 Dollar (das heißt drei Aktien für eine 100-Dollar-Anleihe) Die Aktie notiert bei 30 Dollar.

KONDITIONEN DES RECHTS VERSUS AUSSICHTEN FÜR DAS UNTERNEHMEN – Die Konditionen des Wandlungsrechts sind bei Anleihe B offensichtlich attraktiver; die Aktie muss nur um etwas mehr als drei Punkte steigen, um einen Gewinn zu erzielen, wohingegen Aktie A um mehr als

20 Punkte steigen muss, um die Wandlung rentabel zu machen. Trotzdem ist es möglich, dass sich Anleihe A als vorteilhafterer Kauf erweist. Denn es ist denkbar, dass Aktie B überhaupt nicht steigt, während Aktie A sich verdoppelt oder verdreifacht.

Für die beiden Faktoren trifft fraglos zu, dass es rentabler ist, das richtige *Unternehmen* auszuwählen als das Wertpapier mit den erstrebenswertesten *Konditionen*. Es gibt sicherlich keine mathematische Grundlage, auf der die Attraktivität des Unternehmens gegen die Konditionen des Rechts ausgeglichen beziehungsweise ein Mittelweg zwischen diesen beiden vollkommen getrennten Wertelementen gefunden werden kann. Doch bei einer Analyse von bevorrechtigten Wertpapieren mit Anlagebonität muss den *Konditionen* des Rechts eine größere Aufmerksamkeit zukommen, nicht weil sie wichtiger sind, sondern weil sie eindeutiger bestimmt werden können. Es scheint vergleichsweise leicht bestimmbar zu sein, dass ein Unternehmen aussichtsreicher ist als ein anderes. Doch ist es keinesfalls einfach, festzustellen, dass eine Stammaktie zu einem bestimmten Kurs einer anderen zu ihrem gegenwärtigen Kurs deutlich vorzuziehen ist.

Falls es, um zu unserem Beispiel zurückzukehren, ziemlich sicher oder halbwegs wahrscheinlich wäre, dass Aktie A eher auf 50 Dollar steigt als Aktie B auf 33 Dollar, stünden nicht beide Aktien bei 30 Dollar. Der Kurs von Aktie A wäre selbstverständlich höher. Damit möchten wir sagen, dass der Kurs im Allgemeinen *bereits* jede Überlegenheit *widerspiegelt*, die ein Unternehmen gegenüber einem anderen gezeigt hat. Der Anleger, der Anleihe A bevorzugt, da er von der entsprechenden Aktie einen schnelleren Anstieg erwartet als von Aktie B, übt eine unabhängige Beurteilung in einem Bereich aus, in dem es keine Gewissheit gibt und notwendigerweise oft Fehler auftreten. Aus diesem Grund bezweifeln wir, dass eine erfolgreiche Strategie des Kaufs von bevorrechtigten Wertpapieren *aus Anlagesicht* primär auf der Ansicht des Käufers hinsichtlich der zukünftigen Gewinnsteigerungen des Unternehmens basieren kann. (Durch die Darlegung dieser Ansicht wiederholen wir nur ein Prinzip, das zuvor im Bereich von festverzinslichen Anlagen dargelegt wurde.)

Wenn der spekulative Ansatz verfolgt wird, das heißt, wenn das Wertpapier in erster Linie zum Erwerb der Stammaktie gekauft wird, wäre es gewiss logisch, der Beurteilung des Käufers hinsichtlich der Zukunft des Unternehmens vorrangige Bedeutung zukommen zu lassen.

DER UMFANG DES RECHTS – Bei Untersuchung der Konditionen eines Gewinnbeteiligungsrechts treten die folgenden drei zusammengesetzten Elemente in Erscheinung:

- Die *Höhe* des Gewinn- oder Spekulationsanteils je Dollar Investition

- Die *Nähe* des Rechts zu einem realisierbaren Gewinn zum Kaufzeitpunkt
- Die *Laufzeit* des Rechts

Die Höhe des spekulativen Anteils eines wandelbaren oder mit einer Option ausgestatteten vorrangigen Wertpapiers entspricht dem gegenwärtigen Marktwert der Anzahl der Aktien, die das Recht umfasst. Unter sonst gleichen Bedingungen ist das Recht umso attraktiver, je größer der Betrag des spekulativen Anteils je Dollar Investition ist.

Beispiele: Die zuvor beschriebenen 5,5-Prozent-Wandelanleihen von *Rand Kardex* besaßen Optionen, 22,5 Klasse-A-Aktien zu anfänglich 40 Dollar zu kaufen (gegenwärtiger Kurs 42 Dollar). Der spekulative Anteil belief sich auf $22,5 \times 42$ Dollar beziehungsweise 945 Dollar je 1000-Dollar-Anleihe.

Die 6-Prozent-Anleihen der *Reliable Stores Corporation*, emittiert im Jahr 1927, besaßen Optionen zum Kauf von nur fünf Stammaktien zu anfänglich 10 Dollar (gegenwärtiger Kurs 12 Dollar). Somit belief sich der »spekulative Anteil« auf 5 mal 12 Dollar beziehungsweise 60 Dollar je 1000-Dollar-Anleihe.

Die 7-Prozent-Anleihen von *Intercontinental Rubber Products Co.* boten ein außergewöhnliches Beispiel eines hohen spekulativen Anteils einer Anleihe. Als Ergebnis von sonderbaren Bestimmungen im Zusammenhang mit ihrer Emission 1922 war jede 1000-Dollar-Anleihe in 100 Aktien wandelbar und verlieh gleichfalls das Recht, 400 zusätzliche Aktien zu 10 Dollar zu erwerben. Als die Aktie 1925 bei 10 Dollar stand, belief sich der spekulative Anteil je 1000-Dollar-Anleihe auf 500 mal 10 Dollar beziehungsweise 5000 Dollar. Falls die Anleihen dann bei 120 Dollar notierten, entspräche der spekulative Anteil 417 Prozent der Anleiheninvestition – beziehungsweise dem *70-Fachen* der Emission von *Reliable Stores*. Die praktische Bedeutung der Höhe des spekulativen Anteils kann durch den folgenden Vergleich verdeutlicht werden, der die drei oben genannten Beispiele einschließt.

Position	6 %-Anleihen von <i>Reliable Stores</i>	5,5 %-Wandelanleihen von <i>Rand Kardex</i>	7 %-Anleihen von <i>Intercontinental Rubber</i>
Anzahl der durch eine 1000- \$- Anleihe gedeckten Aktien	5	22,5	500
Basiskurs	10,00	40,00	10,00
Werterhöhung der Anleihe bei Anstieg des Aktienkurses:			
25 % über Basiskurs	12,50	225,00	1.250,00
50 % über Basiskurs	25,00	450,00	2.500,00

Bei Wandelanleihen beläuft sich der spekulative Anteil stets auf 100 Prozent der Anleihe zum Nennwert, wenn die Aktie zum Wandlungspreis notiert. Demzufolge drücken unser erstes und zweites Teilelement bei diesen Emissionen die gleiche Tatsache aus. Falls eine zum Nennwert notierende Anleihe bei 50 Dollar in eine Aktie gewandelt werden kann und diese Aktie bei 30 Dollar steht, beläuft sich der spekulative Anteil auf 60 Prozent des Engagements, das heißt, der aktuelle Kurs der Aktie beträgt 60 Prozent des Kurses, der für eine rentable Wandlung benötigt wird. Wertpapiere mit Aktienoptionen offenbaren kein derartig feststehendes Verhältnis zwischen der Höhe des spekulativen Anteils und der Nähe dieses Anteils zu einem realisierbaren Gewinn. Bei den 6-Prozent-Anleihen von *Reliable Stores* war der spekulative Anteil sehr gering, doch er zeigte zum Zeitpunkt der Ausgabe einen tatsächlichen Gewinn, da die Aktie *über* dem Bezugskurs notierte.

DIE BEDEUTUNG VON KAUFOPTIONEN AUF EINE GROSSE ANZAHL VON AKTIEN ZU NIEDRIGEN KURSEN – Es kann beiläufig behauptet werden, dass ein spekulativer Anteil an einer großen Anzahl von Aktien, die zu einem niedrigen Kurs notieren, technisch attraktiver ist als ein Anteil an einer kleineren Anzahl zu höheren Kursen. Dies ist der Fall, da niedrig notierende Aktien dazu neigen, *prozentmäßig* über eine breitere Spanne zu schwanken als höher notierende Aktien. Demzufolge besitzt eine Anleihe, sofern sie gut besichert und in viele Aktien zu niedrigen Kursen wandelbar ist, ausgezeichnete Gewinnmöglichkeiten, ohne dem Risiko eines größeren Verlusts aufgrund eines spekulativen Falls des Aktienkurses zu unterliegen.

So hatten beispielsweise hinsichtlich der *Ausgestaltung* des Rechts die 7-Prozent-Wandelanleihen der *Ohio Copper Company*, Fälligkeit 1931, wandelbar in 1000 Aktien zum Kurs von einem Dollar, bessere Möglichkeiten als die 4,5-Prozent-Wandelanleihen von *Atchison, Topeka and Santa Fe*, Fälligkeit 1948, wandelbar in sechs Stammaktien zum Kurs von 166,66 Dollar, obwohl der spekulative Anteil in beiden Fällen 1000 Dollar je Anleihe betrug. Im Ergebnis stieg die Aktie von *Ohio Copper* von weniger als einem Dollar je Aktie 1928 auf 47,87 Dollar im Jahr 1929, was den Wert der Anleihe auf nahezu 500 Prozent des Nennwertes erhöhte. Für die gleiche Rendite auf die 4,5-Prozent-Wandelanleihen hätte die Aktie von *Atchison* von 166 Dollar auf 800 Dollar steigen müssen, ihr Höchstkurs 1929 betrug jedoch knapp 300 Dollar. Bei *partizipierenden Wertpapieren* würde die Höhe des Gewinnanteils gewöhnlich in Form der Höhe des zusätzlichen Gewinns, der möglicherweise aus dem Recht erzielt werden kann, betrachtet werden. Eine begrenzte zusätzliche Zahlung (zum Beispiel *Bayuk Cigars, Inc., 7 % Preferred*, die nicht mehr als 1 Prozent zusätzlich erhalten kann) ist selbstverständlich unattraktiver als eine unbegrenzte Gewinnbeteiligung

(zum Beispiel die *White Rock Mineral Springs Company 5 % Second Preferred*, die 1930 insgesamt 26,25 Prozent erhielten).

DIE NÄHE UND LAUFZEIT DES RECHTS – Die Auswirkungen des zweiten und dritten Faktors bei der Bewertung eines Rechts sind leicht ersichtlich. Ein Recht mit langer Laufzeit ist begehrenswerter als ein Recht mit kurzer Laufzeit. Je näher der gegenwärtige Aktienkurs an der Gewinnschwelle des Wandlungs- oder Bezugsrechts liegt, desto attraktiver wird das Recht. Im Fall einer Gewinnbeteiligung ist es gleichermaßen wünschenswert, dass die laufenden Dividenden oder Gewinne der Stammaktien nahe dem Wert liegen sollten, ab dem zusätzliche Ausschüttungen für die vorrangige Emission vorgenommen werden.

Als »Wandlungspreis« bezeichnen wir den Kurs der Stammaktie, der einem Kurs von 100 Dollar für das wandelbare Wertpapier entspricht. Falls eine Vorzugsaktie in 1,66 Stammaktien wandelbar ist, beträgt der Wandlungspreis der Stammaktie daher 60 Dollar. Die Bezeichnung »Wandlungsverhältnis« beziehungsweise »Wandlungsstufe« kann verwendet werden, um den Kurs der Stammaktie zu kennzeichnen, der einer gegebenen Notierung für das wandelbare Wertpapier entspricht oder *umgekehrt*. Er kann durch die Multiplikation des Kurses des wandelbaren Wertpapiers mit dem Wandlungskurs der Stammaktie ermittelt werden. Falls unsere Vorzugsaktie bei 90 Dollar steht, entspricht das Wandlungsverhältnis der Stammaktie 60 mal 90 Prozent = 54. Für den Käufer der Vorzugsaktie zu 90 Dollar bedeutet ein Anstieg der Stammaktie über 54 Dollar einen realisierbaren Gewinn. Umgekehrt kann, falls die Stammaktie bei 66 Dollar notiert, gesagt werden, dass das Wandlungsverhältnis der Vorzugsaktie 110 ist. Die »Nähe« des Rechts kann arithmetisch als Verhältnis zwischen dem Kurs und dem Wandlungsverhältnis der Stammaktie bezeichnet werden. Falls im vorangehenden Beispiel die Stammaktie bei 54 Dollar und die Vorzugsaktie bei 110 Dollar notiert (gleich 66 Dollar für die Stammaktie), beläuft sich der »Näheindex« auf 54/66 beziehungsweise 0,82.

VERHÄLTNISSMÄSSIGE VORZÜGE DER DREI ARTEN VON RECHTEN

Aus theoretischer Sicht stellt ein partizipierender Bestandteil, der zeitlich und seiner Höhe nach unbegrenzt ist, den begehrenswertesten Typ eines Gewinnbeteiligungsrechts dar. Diese Ausgestaltung ermöglicht es dem Anleger, den besonderen Vorteil einer Gewinnbeteiligung (das heißt ein erhöhtes Einkommen) zu erlangen, ohne seine ursprüngliche Position als Inhaber eines vorrangigen Wertpapiers zu ändern. Diese Vorzüge können über einen langen Zeitraum empfangen werden. Im Gegensatz dazu kann ein Wandlungsrecht nur durch die

tatsächliche Wandlung in die Aktie und die daraus folgende Aufgabe der vorrangigen Position zu einem höheren Einkommen führen. Der wirkliche Vorteil besteht daher nur in der Möglichkeit, einen Gewinn durch den Verkauf des wandelbaren Wertpapiers zum richtigen Zeitpunkt zu erzielen. Gleichmaßen können die Vorzüge aus einem Bezugsrecht vorsichtigerweise nur durch den Verkauf der Optionen erzielt werden (oder durch den Bezug und sofortigen Verkauf der Aktie). Falls die Stammaktie erworben und zum Zwecke eines permanenten Einkommens gehalten wird, riskiert man mit dieser Transaktion zusätzliches Kapital auf einer Basis, die sich vollständig vom ursprünglichen Kauf der vorrangigen Anleihe unterscheidet.

EIN BEISPIEL FÜR DIE VORTEILHAFTIGKEIT EINES UNBEGRENZTEN GEWINNBETEILIGUNGSRECHTS – Ein ausgezeichnetes Praxisbeispiel für die theoretischen Vorteile eines fest etablierten partizipierenden Wertpapiers liefert die Vorzugsaktie der *Westinghouse Electric and Manufacturing Company*. Dieses Wertpapier berechnete zu kumulativen vorrangigen Dividenden in Höhe von 3,5 Dollar p.a. (7 Prozent auf 50 Dollar Nennwert) und zusätzlich – in gleicher Weise wie die Stammaktien – zu allen auf die Stammaktien gezahlten Dividenden über dem Betrag von 3,5 Dollar. Bereits im Jahr 1917 konnten die Vorzugsaktien von *Westinghouse* zu 52,5 Dollar gekauft werden und stellten aufgrund ihrer partizipierenden Bestandteile eine attraktive reine Anlage mit zusätzlichen Möglichkeiten dar. In den nachfolgenden 15 Jahren bis 1932 wurden insgesamt etwa 7 Dollar je Aktie an zusätzlichen Dividenden über dem Basisdividendensatz von 7 Prozent ausgezahlt. Zwischenzeitlich ergab sich die Gelegenheit, mit einem hohen Gewinn zu verkaufen (der Höchststand 1929 betrug 284 Dollar), der den Möglichkeiten von wandelbaren oder mit Bezugsrechten ausgestatteten Wertpapieren entsprach. Falls die Aktie nicht veräußert wurde, ging der Gewinn natürlich durch den anschließenden Marktrückgang verloren. Doch die ursprüngliche Position des Anlegers blieb unbeeinträchtigt, da die Emission auf dem Tiefstand 1932 weiterhin eine Dividende von 7 Prozent ausschüttete und bei 52,5 Dollar notierte – obwohl die Stammaktie die Dividende ausgesetzt hatte und auf 15,625 Dollar gefallen war.

In diesem Beispiel war der Anleger in der Lage, an den Überschussgewinnen der Stammaktie in guten Jahren zu partizipieren und gleichzeitig seine Vorzugsaktie zu behalten, sodass er in den schlechten Jahren nur seinen provisorischen Gewinn verlor. Wäre die Emission anstatt einer Gewinnbeteiligung wandelbar gewesen, hätte der Anleger die höheren Dividenden nur durch eine Wandlung erhalten können und später festgestellt, dass die Dividende auf die Stammaktien ausgesetzt und ihr Wert weit unter seine ursprüngliche Investition gefallen war.

PARTIZIPIERENDE WERTPAPIERE SIND MARKTMÄSSIG IM NACHTEIL – Obwohl partizipierende

Wertpapiere aus Sicht einer langfristigen Anlage theoretisch am begehrtesten sind, können sie sich in einem Marktaufschwung weniger zufriedenstellend verhalten als wandelbare oder mit Bezugsrechten ausgestattete Wertpapiere. Während eines solchen Zeitraumes kann ein vorrangiges partizipierendes Wertpapier regelmäßig unter seinem vergleichbaren Kurs notieren. So war beispielsweise der Kurs der Vorzugsaktien von *Westinghouse* 1929 gewöhnlich 5 bis 10 Punkte niedriger als der Kurs der Stammaktien, obwohl ihr innerer Wert je Aktie nicht unter dem der nachrangigen Aktien liegen konnte.¹⁹⁹

Der Grund für dieses Phänomen ist folgender: Der Kurs der Stammaktie wird größtenteils von Spekulanten bestimmt, die hauptsächlich an schnellen Gewinnen interessiert sind, wofür sie einen aktiven Markt benötigen. Die Vorzugsaktie, die gehalten wird, ist relativ inaktiv. Dementsprechend sind Spekulanten bereit, einige Punkte mehr für die minderwertige Stammaktie zu bezahlen, weil sie leichter ge- und verkauft werden kann und andere Spekulanten eher bereit sind, mehr für sie zu bezahlen.

Die gleiche Besonderheit entsteht im Fall von lange gehaltenen Stammaktien mit Stimmrechtsbefugnis, verglichen mit einer aktiveren, nicht stimmberechtigten Emission desselben Unternehmens. Die Klasse-B-Aktien von *American Tobacco* und *Liggett and Myers Tobacco* (beide nicht stimmberechtigt) notierten über Jahre höher als die stimmberechtigten Aktien. Eine ähnliche Situation bestand zuvor bei den beiden Stammaktien von *Bethlehem Steel*, *Pan American Petroleum* und weiteren.²⁰⁰ Dieser paradoxe Grundsatz, dass *bei Fehlen einer besonderen Nachfrage* die jeweilige Knappheit eher zu einem niedrigeren als höheren Kurs führt, gilt weiterhin für den Wertpapiermarkt generell.

In Fällen wie *Westinghouse* und *American Tobacco* wäre es die richtige Unternehmensstrategie, dem Inhaber der an sich wertvolleren Emission das Recht zu gewähren, sie gegen die aktivere, an sich jedoch unterlegene Emission zu tauschen. Diesen Schritt unternahm die *White Rock Company*. Obwohl die Inhaber der partizipierenden Vorzugsaktie mit der Annahme eines solchen Angebotes einen Fehler begehen könnten, können sie dem Angebot an sich nicht widersprechen und die Stammaktionäre können durch die Annahme nur hinzugewinnen, jedoch nichts verlieren.

DAS RELATIVE KURSVERHALTEN VON WANDELBAREN UND MIT BEZUGSRECHTEN AUSGESTATTETEN WERTPAPIEREN – Mit Blick auf das Kursverhalten unter günstigen Marktbedingungen werden die besten Resultate durch Inhaber von vorrangigen Wertpapieren mit separaten Aktienoptionen erzielt.

Zur Verdeutlichung dieses Punktes vergleichen wir bestimmte Kursverhältnisse des Jahres 1929 von vier bevorrechtigten Emissionen und den entsprechenden Stammaktien:

1. Die nachrangigen 7-Prozent-Vorzugsaktien der *Mohawk Hudson Power Corporation*

mit Optionen, zwei Stammaktien zu je 50 Dollar für jede Vorzugsaktie zu erwerben

2. Die 6-Prozent-Gewinnobligationen der *White Sewing Machine Corporation*, Fälligkeit 1936, mit Optionen, 2,5 Stammaktien für jede 100-Dollar-Anleihe zu erwerben
3. Die 6-Prozent-Vorzugsaktien der *Central States Electric Corporation*, wandelbar in Stammaktien zu 118 Dollar je Aktie
4. Die 6-Prozent-Obligationen der *Independent Oil and Gas Company*, Fälligkeit 1939, wandelbar in Stammaktien zu 32 Dollar je Aktie

Vorrangiges Wertpapier	Kurs der Stammaktie (in \$)	Wandlungsoder Bezugspreis der Stammaktie (in \$)	Kurs des vorrangigen Wertpapiers (in \$)	Realisierbarer Wert des vorrangigen Wertpapiers auf Basis des Rechts (Wandlungs- oder Bezugsverhältnis) (in \$)	Betrag, zu dem das vorrangige Wertpapier über Parität notierte (»Aufschlag«), in Punkten
<i>Mohawk Hudson</i> nachrangige Vorzugsaktie	52,5	50	163*	105	58
<i>White Sewing Machine</i> 6 %-Gewinnobligation	39	40	123,5 [‡]	97,5	26
<i>Central States Electric</i> Vorzugsaktie	116	118	97	98	-1
<i>Independent Oil & Gas</i> 6 %-Obligation	31	32	105	97	8

* Bestehend aus 107 Dollar für die Vorzugsaktie (ohne Bezugsrechte) zzgl. 56 Dollar für die Bezugsrechte.

‡ Bestehend aus 98,5 Dollar für die Anleihen (ohne Bezugsrechte) zzgl. 25 Dollar für die Bezugsrechte.

Die obige Tabelle zeigt in auffallender Weise, dass mit Kaufoptionen ausgestattete Wertpapiere in spekulativen Märkten eine Tendenz aufweisen, im Verhältnis zum Kurs der Stammaktie mit hohen Aufschlägen gehandelt zu werden, und dass diese Aufschläge wesentlich höher sind als bei ähnlich situierten wandelbaren Wertpapieren.

DER VORTEIL DER ABTRENNBARKEIT DES SPEKULATIVEN BESTANDTEILS – Dieser Vorteil von Aktienbezugsrechten besteht größtenteils aufgrund des Umstandes, dass ihr spekulativer Bestandteil (das Bezugsrecht) vollständig von ihrem Anlagebestandteil (die Anleihe oder

Vorzugsaktie ohne Bezugsrechte) abgetrennt werden kann. Spekulanten halten stets nach der Möglichkeit Ausschau, mit einem geringen Kapitaleinsatz hohe Gewinne zu erzielen. Dies ist ein unterscheidendes Merkmal von Aktienoptionen, wie sich im Einzelnen in einer späteren Erörterung dieser Instrumente zeigen wird. In einem steigenden Markt fragen Spekulanten daher die Optionen dieser bevorrechtigten Wertpapiere nach und daher notieren sie separat zu einem beträchtlichen Preis, selbst wenn sie keinen sofortigen Ausübungswert haben. Diese Spekulanten ziehen den Kauf einer Option dem Kauf einer entsprechenden Wandelanleihe deutlich vor, da Letztere einen wesentlich höheren Kapitaleinsatz je Stammaktie erfordert.²⁰¹ Daher können die einzelnen Marktwerte der Anleihen und der Optionen (die zusammen den Kurs der Anleihe »mit Optionen« ausmachen) die Einzelnotierung für ein ähnliches wandelbares Wertpapier erheblich übersteigen.

DER ZWEITE VORTEIL VON MIT OPTIONEN AUSGESTATTETEN WERTPAPIEREN – Wertpapiere mit Bezugsrechten besitzen hinsichtlich ihrer Kündigungsregelungen eine weitere Überlegenheit. Das durch das Unternehmen vorbehaltene Recht, eine Emission vor Fälligkeit abzulösen, muss im Allgemeinen als Nachteil für den Inhaber angesehen werden; denn vermutlich wird es nur ausgeübt, wenn es für den Emittenten vorteilhaft ist, das heißt, dass das Wertpapier andernfalls über dem Ausübungskurs notieren würde.²⁰² Eine Kündigungsregelung, außer zu einem sehr hohen Aufschlag, könnte den Wert eines Gewinnbeteiligungsrechts vollständig beeinträchtigen. Denn mit solch einer Regelung bestünde die Gefahr der Ablösung, sobald das Unternehmen genug Gewinn erzielt, um für diese Emission zusätzliche Ausschüttungen vorzunehmen.²⁰³ In einigen Fällen sind kündbare Emissionen auch wandelbar, um ihnen die Möglichkeit zu bieten, von einem erheblichen Kursanstieg der Stammaktie zu profitieren, der bis zum Zeitpunkt der Kündigung stattgefunden haben kann. (Für Beispiele siehe: die wandelbaren partizipierenden 2,5-Dollar-Vorzugsaktien mit Dividendengarantie der *National Distillers Products Corporation*²⁰⁴; die wandelbaren partizipierenden 1,5-Dollar-Klasse-A-Aktien der *Kelsey-Hayes Wheel Company*.) Partizipierende Anleihen sind generell in ihrem Recht beschränkt, an den Überschussgewinnen zu partizipieren, und für gewöhnlich kündbar. (Siehe die 6-Prozent-Gewinnobligationen der *White Sewing Machine Corporation*, Fälligkeit 1940; die 6,5-Prozent-Anleihen der *United Steel Works Corporation*, Serie A, Fälligkeit 1947; beide nicht wandelbar.) Zuweilen sind partizipierende Wertpapiere gegen einen Verlust ihres Rechts durch Ablösung abgesichert, indem der Ausübungspreis sehr hoch angesetzt wird. Eine derartige Ausgestaltung wurde offensichtlich bei den 7-Prozent-Gewinnobligationen von *San Francisco Toll-Bridge Company*, Fälligkeit 1942, angestrebt, die bis einschließlich 1. November 1933 zu 120 Dollar sowie danach zu niedrigeren Kursen gekündigt werden konnten. Die partizipierenden nachrangigen Vorzugsaktien der *Celluloid Corporation* sind zu 150 Dollar kündbar, wohingegen die partizipierenden vorrangigen

Vorzugsaktien der *Celanese Corporation* nicht kündbar sind.

Ein weiteres Instrument, um das Gewinnbeteiligungsrecht vor einer Beeinträchtigung durch Ablösung zu schützen, besteht darin, die Emission zu einem Kurs kündbar zu machen, der direkt vom Wert des Gewinnbeteiligungsrechts abhängt. Beispielsweise sind die Gewinnobligationen von *Siemens und Halske*, Fälligkeit 2930, nach dem 1. April 1942 kündbar *zum durchschnittlichen Kurs der Emission während der sechs Monate, die der Ankündigung der Ablösung vorausgehen, jedoch nicht zu einem Kurs unter dem ursprünglichen Ausgabepreis* (der mehr als 230 Prozent des Nennwertes betrug). Die 5-Prozent-Gewinnobligationen von *Kreuger and Toll* hatten ähnliche Regelungen.

Selbst im Fall einer *wandelbaren* Emission ist eine kündbare Eigenschaft technisch ein ernsthafter Nachteil, da sie eine Reduzierung der Laufzeit bewirken kann. Denkbar ist, dass eine Wandelanleihe genau dann gekündigt wird, wenn das Recht anfängt, einen wirklichen Wert anzunehmen.²⁰⁵

Doch bei mit Aktienoptionen ausgestatteten Wertpapieren läuft das Bezugsrecht ausnahmslos über die gesamte Zeit, selbst wenn die vorrangige Emission an sich vor der Fälligkeit gekündigt werden kann. Falls die Option abtrennbar ist, läuft sie weiterhin separat bis zu ihrem Verfallsdatum. Häufig ist das Bezugsrecht jedoch »nicht abtrennbar«, das heißt, es kann nur bei Vorlage des vorrangigen Wertpapiers ausgeübt werden. Doch selbst wenn die Emission vor Ablauf des Zeitraums der Kaufoption abgelöst werden sollte, ist es üblich, dem Inhaber eine separate Option auszuhändigen, die für die restliche, ursprünglich angebotene Zeit läuft.

Beispiel: Vor dem 1. Januar 1934 hatte die *United Aircraft and Transport Corporation* 150.000 ausstehende 6-Prozent-Vorzugsaktien mit Dividendengarantie. Diese Aktien besaßen nicht abtrennbare Optionen über eine Stammaktie zu je 30 Dollar für je zwei gehaltene Vorzugsaktien. Das Bezugsrecht sollte bis zum 1. November 1938 laufen und war durch die Regelung der Ausgabe einer separaten Option geschützt, die das gleiche Recht je Aktie bescheinigte, falls die Vorzugsaktie vor dem 1. November 1938 abgelöst würde. Ein Teil der Vorzugsaktien wurde am 1. Januar 1933 abgelöst und den Inhabern wurden dementsprechend separate Optionen ausgehändigt. (Ein Jahr später wurde der Rest dieser Emission gekündigt und es wurden zusätzliche Optionen ausgegeben).

DER DRITTE VORTEIL VON MIT OPTIONEN AUSGESTATTETEN WERTPAPIEREN – Mit Optionen ausgestattete Wertpapiere besitzen gegenüber anderen bevorrechtigten Wertpapieren einen dritten Vorteil, der in praktischer Hinsicht vermutlich der wichtigste ist. Betrachten wir, welche Vorgehensweisen den Inhabern jedes Typs offenstehen im Fall einer günstigen Unternehmensentwicklung, der Zahlung einer hohen Stammdividende und eines hohen Kurses der Stammaktie.

- Inhaber eines partizipierenden Wertpapiers:
 1. Veräußerung mit Gewinn
 2. Halten und Erhalt einer Gewinnbeteiligung

- Inhaber eines wandelbaren Wertpapiers:
 1. Veräußerung mit Gewinn
 2. Halten, jedoch ohne Erhalt des Vorteils einer hohen Stammdividende
 3. Wandlung, um ein höheres Einkommen zu sichern, jedoch unter Aufgabe der vorrangigen Position

- Inhaber eines mit Optionen ausgestatteten Wertpapiers:
 1. Veräußerung mit Gewinn
 2. Halten, jedoch ohne Erhalt des Vorteils einer hohen Stammdividende
 3. Zeichnung der Stammaktie, um eine hohe Dividende zu erhalten. Eventuell Investition neuen Kapitals oder Veräußerung oder Verwendung seines Wertpapiers ohne Bezugsrechte, um Kapital zur Bezahlung der Stammaktien bereitzustellen. In beiden Fällen geht er das Risiko eines normalen Stammaktionärs ein, um das hohe Dividendeneinkommen zu erhalten.
 4. Abstoßen der Optionen mit Gewinn und Beibehaltung des ursprünglichen Wertpapiers ohne Bezugsrechte. (Die Option kann direkt veräußert werden oder er kann die Stammaktie zeichnen und sofort zum gegenwärtigen Gewinn veräußern.)

Die letzte oben aufgelistete Möglichkeit ist eine Eigenart eines Wertpapiers mit Bezugsrechten und findet kein Gegenstück bei Wandel- oder Gewinnobligationen. Sie berechtigt den Inhaber, seinen Gewinn aus dem spekulativen Element der Emission zu realisieren und weiterhin seine ursprüngliche *Anlageposition* zu behalten. Da der typische Käufer eines bevorrechtigten Wertpapiers in erster Linie an einer seriösen Anlage interessiert sein sollte – und der zusätzlichen Möglichkeit, von diesem Recht zu profitieren –, kann sich diese Vorgehensweise als großer Nutzen erweisen. Für ihn besteht nicht die Notwendigkeit, das gesamte Engagement zu verkaufen, wie sie für den Besitzer einer Wandelobligation besteht, der dann eine neue Anlage für das freigesetzte Kapital finden müsste. Die Abneigung, eine gute Sache zu verkaufen und eine andere zu kaufen, die den typischen Anleger charakterisiert, ist einer der Gründe, weshalb Inhaber von hoch notierenden Wandelobligationen dazu neigen, sie eher zu wandeln als abzustößen. Ebenso kann der Inhaber eines partizipierenden Wertpapiers seinen *Kapital*-Gewinn nur sichern, indem er verkauft und dadurch ein Wiederanlageproblem schafft.

Beispiel: Der theoretische und praktische Vorteil von mit Optionen ausgestatteten Wertpapieren kann in dieser Hinsicht durch die 6,5-Prozent-Vorzugsaktien von *Commercial Investment Trust* verdeutlicht werden. Sie wurden 1925 ausgegeben und besaßen Optionen über den Kauf von Stammaktien zu einem anfänglichen Kurs von je 80 Dollar. Im Jahr 1929 notierten die Optionen bei 69,50 Dollar je Vorzugsaktie. Der Inhaber dieses Wertpapiers war somit in der Lage, den spekulativen Bestandteil zu einem hohen Preis zu veräußern und sein ursprüngliches Engagement der Vorzugsaktie zu behalten, die während der gesamten Depression weiterhin Anlagebonität besaß, bis sie schließlich am 1. April 1933 zu 110 Dollar abgelöst wurde. Zum Zeitpunkt der Ablösung notierte die Stammaktie zu einem Gegenwert von 50 Dollar je alte Aktie. Falls die Vorzugsaktie statt einer Ausstattung mit Optionen wandelbar gewesen wäre, wären viele Inhaber unzweifelhaft dazu verleitet worden, zu wandeln und die Stammaktien zu behalten. Anstatt eines hohen Gewinns hätten sie einen beträchtlichen Verlust erlitten.

ZUSAMMENFASSUNG – Zur Zusammenfassung dieses Abschnitts kann gesagt werden, dass ein solides partizipierendes Wertpapier für eine langfristige Anlage die beste Form eines Gewinnbeteiligungsrechts darstellt. Unter dem Aspekt eines maximalen Kursanstiegs unter günstigen Marktbedingungen erbringt ein vorrangiges Wertpapier mit abtrennbaren Aktienoptionen wahrscheinlich die besten Ergebnisse. Darüber hinaus haben mit Optionen ausgestattete Wertpapiere als Kategorie den eindeutigen Vorteil, dass das Recht gewöhnlich nicht der Beeinträchtigung durch eine vorzeitige Ablösung des Wertpapiers unterliegt, und sie erlauben die Realisierung eines spekulativen Gewinns unter Beibehaltung der ursprünglichen Anlageposition.

KAPITEL 24

TECHNISCHE ASPEKTE VON WANDELBAREN WERTPAPIEREN

Die dritte Unterteilung des Themas bevorrechtigte Wertpapiere betrifft die technischen Aspekte jedes Typs, separat betrachtet. Hierzu untersuchen wir zuerst wandelbare Wertpapiere.

Die tatsächlichen Konditionen eines Wandlungsrechts unterliegen während der Laufzeit der Emission häufig folgenden Veränderungen: (1) einer Verringerung des Wandlungspreises, um den Inhaber gegen »Verwässerung« zu schützen, und (2) einem Anstieg des Wandlungspreises (gewöhnlich in Form einer »gleitenden Skala«) zum Vorteil des Unternehmens.

VERWÄSSERUNG UND VERWÄSSERUNGSSCHUTZKLAUSELN – Der Wert einer Stammaktie wird verwässert, sofern die Anzahl der Aktien ohne entsprechende Anhebung der Vermögenswerte und der Ertragskraft erhöht wird. Verwässerungen können durch Aktiensplits, Aktiendividenden, Bezugsrechte zu niedrigen Kursen und die Ausgabe von Aktien für Vermögenswerte oder Dienstleistungen zu einer niedrigen Bewertung je Aktie entstehen. Die gebräuchlichen Verwässerungsschutzregelungen eines wandelbaren Wertpapiers versuchen, den Wandlungspreis im Verhältnis zu jeder Verminderung des Wertes je Aktie, der aus irgendeiner Art von Verwässerung entsteht, zu reduzieren. Diese Vorgehensweise kann mithilfe der folgenden Formel ausgedrückt werden:

$$C' \text{ (neuer Wandlungspreis)} = \frac{CO + NP}{O + N}$$

mit C: Wandlungspreis (conversion price), O: Anzahl der gegenwärtig ausstehenden Aktien (number of shares now outstanding), N: Anzahl der neuen auszugebenden Aktien (number of new shares to be issued), P: Ausgabepreis der neuen Aktien (price at which they are to be issued).

Die Anwendung dieser Formel auf die besicherten 5-Prozent-Wandelobligationen der *Chesapeake Corporation*, Fälligkeit 1947, findet sich im Anhang, Anmerkung 36. Ein einfacheres Beispiel einer Anpassung zum Verwässerungsschutz liefert die auf Seite 339 erwähnte 6-Prozent-Wandelvorzugsaktie der *Central States Electric Corporation*. Nach ihrer Ausgabe im Jahr 1928 erhielt die Stammaktie aufeinanderfolgende Aktiendividenden von 100 und 200 Prozent. Der Wandlungspreis wurde entsprechend zunächst halbiert (von 118 Dollar auf 59 Dollar je Aktie) und anschließend wiederum um zwei Drittel reduziert (auf 19,66 Dollar je Aktie).

Eine weitaus seltenere Regelung reduziert den Wandlungspreis nur auf irgendeinen niedrigeren Wert, zu dem die neuen Aktien ausgegeben werden können. Dies ist für Inhaber des wandelbaren Wertpapiers natürlich günstiger.²⁰⁶

DER SCHUTZ GEGEN EINE VERWÄSSERUNG IST NICHT UMFASSEND – Obwohl praktisch alle Wandelobligationen heutzutage Regelungen zum Verwässerungsschutz haben, gab es Ausnahmen.²⁰⁷ Selbstverständlich sollte ein Käufer sicherstellen, dass für das erwogene Wertpapier ein Verwässerungsschutz besteht.

Es sollte berücksichtigt werden, dass der Effekt solcher Regelungen darin besteht, nur das Kapital oder den Nennwert des bevorrechtigten Wertpapiers gegen Verwässerung zu schützen. Falls eine Wandelobligation deutlich über dem Nennwert notiert, unterliegt der *Aufschlag* weiterhin Verminderungen durch zusätzliche Aktienemissionen oder besondere Dividenden. Zur Verdeutlichung führen wir ein einfaches Beispiel an.

Eine Anleihe ist eins zu eins zum Nennwert in Aktien wandelbar. Die üblichen Verwässerungsschutzklauseln liegen vor. Anleihe und Aktie stehen beide bei 200 Dollar.

Die Aktionäre erhalten das Recht, neue Aktien zum Nennwert (100 Dollar) Anteil für Anteil zu erwerben. Diese Rechte haben einen Wert von 50 Dollar je Anteil und die neuen Aktien (beziehungsweise die alten Aktien ohne Bezugsrechte) haben einen Wert von 150 Dollar. Das Wandlungsverhältnis wird nicht verändert, da die neuen Aktien nicht unter dem alten Wandlungspreis emittiert werden. Das Angebot dieser Rechte muss jedoch eine sofortige Wandlung der Anleihen erzwingen, da sie sonst 25 Prozent ihres Wertes verlieren würden. Da die Aktien ohne Bezugsrechte statt 200 Dollar nur 150 Dollar wert sind, würde der Wert der ungewandelten Anleihen anteilig fallen.

Die vorangehende Erörterung verdeutlicht, dass die Situation empfindlich für plötzliche Veränderungen ist, wenn ein hoher Aufschlag oder Gewinn für eine bevorrechtigte Emission geschaffen wird. Obwohl eine sofortige Reaktion stets den Verlust durch solche Veränderungen vermeidet, besteht ihre Wirkung immer darin, die effektive Laufzeit der bevorrechtigten Emission zu beenden.²⁰⁸ Das gleiche Ergebnis folgt natürlich aus der

Kündigung einer bevorrechtigten Emission zu einem Preis unter ihrem Wandlungswert.

Wenn die Anzahl der Aktien durch eine Kapitalherabsetzung *reduziert* wird, ist es üblich, den Wandlungspreis anteilig zu *erhöhen*. Derartige Kapitalherabsetzungsmaßnahmen beinhalten eine Erhöhung des Nennwertes, »umgekehrte Aktiensplits« (zum Beispiel die Ausgabe von einer Aktie ohne Nennwert anstelle von fünf alten Aktien) sowie den Austausch alter Aktien für eine geringere Zahl neuer Aktien durch Fusion mit einem anderen Unternehmen.²⁰⁹

GLEITENDE SKALEN ZUR BESCHLEUNIGUNG DER WANDLUNG – Die eben erörterten Regelungen sollen das ursprüngliche Wandlungsverhältnis im Fall von nachträglichen Kapitaländerungen aufrechterhalten. Dagegen soll die Ausgestaltung einer »gleitenden Skala« eindeutig dazu dienen, den Wert des Rechts im Zeitablauf zu reduzieren. Der zugrunde liegende Zweck ist, die Wandlung zu beschleunigen – oder anders gesagt: die effektive Laufzeit und somit den wahren Wert der Option zu beschneiden. Offensichtlich muss jede Wertminderung für die Rechtempfänger dementsprechend den Rechtgebern, das heißt den Stammaktionären des Unternehmens, zugutekommen.

Bei der gebräuchlicheren Form einer gleitenden Skala wird der Wandlungspreis in aufeinanderfolgenden Zeiträumen erhöht. Eine Variation neueren Datums lässt den Wandlungspreis ansteigen, sobald ein bestimmter Teil der Emission gewandelt wurde.

Beispiele: Die zehnjährigen 4,5-Prozent-Wandelobligationen der *American Telephone and Telegraph Company*, Fälligkeit 1939, Ausgabe 1929, konnten während des Jahres 1930 in Stammaktien zu je 180 Dollar gewandelt werden, 1931 und 1932 zu je 190 Dollar und 1933 bis einschließlich 1937 zu je 200 Dollar. Diese Kurse wurden später in Übereinstimmung mit den maßgeblichen Verwässerungsschutzregelungen durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien zu 100 Dollar reduziert.

Die 7-Prozent-Wandelobligationen der *Anaconda Copper Mining Company*, Fälligkeit 1938, wurden zu insgesamt 50.000.000 Dollar ausgegeben. Davon waren die ersten 10.000.000 Dollar in Stammaktien zu je 53 Dollar wandelbar; die nächsten 10.000.000 Dollar waren zu 56 Dollar wandelbar, die dritten 10.000.000 Dollar zu je 59 Dollar, die vierten 10.000.000 Dollar zu je 62 Dollar und die letzte Charge zu je 65 Dollar. Eine Emission von 4,5-Prozent-Wandelobligation über 8.000.000 Dollar von *Hiram Walker-Goderham and Worts*, Fälligkeit 1945, war wie folgt wandelbar: der erste Block von Anleihen über 2.000.000 Dollar zu 40 Dollar, der nächste Block von 2.000.000 Dollar zu je 45 Dollar, der dritte Block zu 55 Dollar und der letzte Block zu je 60 Dollar.

AUF ZEITINTERVALLEN BASIERENDE GLEITENDE SKALEN – Der vorherige Typ einer gleitenden Skala, die auf Zeitintervallen basierte, stellt eine leicht verständliche Methode dar, die

Großzügigkeit eines Wandlungsrechts zu verringern. Die Wirkung kann am Beispiel der 6-Prozent-Wandelobligationen der *Porto-Rican American Tobacco Company*, Fälligkeit 1942, gezeigt werden. Diese Obligationen konnten bis zum 2. Januar 1929 in verpfändete Aktien der *Congress Cigar Company, Inc.*, zu 80 Dollar je Anteil gewandelt werden, innerhalb der nächsten drei Jahre zu 85 Dollar und danach zu 90 Dollar. Der Höchstkurs von *Congress Cigar* innerhalb des Jahres 1928, der nur einen moderaten Aufschlag auf den Wandlungspreis darstellte, betrug 87,25 Dollar. Dennoch wurden zahlreiche Inhaber veranlasst, aufgrund des bevorstehenden Anstiegs des Wandlungsverhältnisses vor Jahresende zu wandeln. Diese Wandlungen erwiesen sich als äußerst unklug, da der Kurs der Stammaktie 1929 auf 43 Dollar fiel, gegenüber einem Tiefstand der Anleihen von 89 Dollar. In diesem Fall bedeutete die nachteilige Veränderung des Wandlungsverhältnisses nicht nur einen geringeren potenziellen Gewinn für jene, welche die Wandlung erst nach 1928 vornahmen, sondern beinhaltete auch das Risiko eines beträchtlichen Verlustes durch Herbeiführung der Wandlung zum falschen Zeitpunkt.

AUF DER AUSÜBUNGSHÖHE BASIERENDE GLEITENDE SKALEN – Die zweite Methode, die auf dem Umfang der Wandlung basiert, ist in ihrer Auswirkung nicht so einfach. Da sie der ersten Charge von gewandelten Anleihen einen Vorteil gegenüber der nächsten gibt, stellt sie offensichtlich einen *konkurrierenden* Anreiz zur frühzeitigen Wandlung dar. Dadurch entsteht bei den Inhabern ein Konflikt zwischen dem Wunsch, ihre vorrangige Position zu behalten, und der Angst, das günstigere Wandlungsverhältnis durch frühzeitiges Handeln anderer Anleiheninhaber zu verlieren. Diese Angst, dass andere einem zuvorkommen könnten, führt gewöhnlich zu groß angelegten Wandlungen, sobald die Aktie leicht über den anfänglichen Wandlungspreis steigt, das heißt sobald die Anleihe mehr wert ist als die ursprünglichen Kosten. Dementsprechend würde der Kurs der vorrangigen Emission über eine relativ geringe Bandbreite schwanken, während die Stammaktie steigt und nachfolgende Chargen von Anleihen gewandelt werden.

Beispiel: Die Abfolge der normalerweise erwarteten Ereignisse zeigt sich gut am Marktverlauf der auf Seite 332 beschriebenen 4,25-Prozent-Wandelobligationen von *Hiram Walker-Goderham and Worts*. Die 1936 zum Nennwert ausgegebenen Anleihen hatten während der Jahre 1936 bis 1939 eine Kursspanne von 100 bis 111,25 Dollar. Im gleichen Zeitraum bewegte sich die Aktie zwischen 26,125 und 54 Dollar. Falls der anfängliche Wandlungspreis von 40 Dollar für die Aktie während dieses Zeitraums überwogen hätte, hätten die Anleihen bei einem Aktienkurs von 54 Dollar mindestens bei 135 Dollar notieren sollen. Doch inzwischen wurden, während der Aktienkurs stieg, nachfolgende Chargen von Anleihen gewandelt (teilweise aufgrund des Impulses der anschließenden teilweisen Ablösung der Emission), wodurch der Wandlungspreis stieg, bis schließlich 1937 die Spanne

von 55 Dollar erreicht wurde. Demzufolge werteten die Anleihen nicht gleichwertig mit dem Kursanstieg der Aktie auf.²¹⁰

Wenn bei einer derartigen gleitenden Skala die letzte Charge erreicht wird, verschwindet das *konkurrierende* Element und die Anleihe oder Vorzugsaktie nimmt dann die Form eines gewöhnlichen wandelbaren Wertpapiers an, das mit der Aktie unbegrenzt ansteigen kann.

Es sollte deutlich gemacht werden, dass Wertpapiere mit der Regelung einer gleitenden Skala nicht immer diesen theoretischen Verhaltensmustern folgen. So notierten beispielsweise die 7-Prozent-Wandelobligationen der *Anaconda Copper Company* im Jahr 1928 mit einem hohen Aufschlag (30 Prozent), bevor die erste Charge erschöpft war. Dieses Beispiel scheint eines der ungewöhnlichen Ereignisse der höchst spekulativen Atmosphäre zu dieser Zeit zu sein.²¹¹ Aus Sicht einer kritischen Analyse muss eine derartige Wandelobligation äußerst begrenzte Wachstumsmöglichkeiten besitzen, bis die Stammaktie den endgültigen und höchsten Wandlungspreis erreicht.²¹²

Die Ausgestaltung einer gleitenden Skala auf Chargenbasis gehört zu der abzulehnenden Kategorie von Instrumenten, die den Inhaber von Wertpapieren hinsichtlich der wahren Natur und des wahren Wertes seiner Beteiligung häufig irreführen. Der Wettbewerbsdruck, von einer begrenzten Gelegenheit zu profitieren, macht die Ausübung des Wandlungsrechts gewissermaßen zu einem Zwang, der dem eigentlichen Vorzug eines derartigen Rechts, das heißt der Wahlfreiheit über einen angemessenen Zeitraum, direkt entgegensteht. Es scheint keinen Grund dafür zu geben, dass Investmentbanken einer Wertpapieremission eine derart verwirrende und widersprüchliche Eigenschaft hinzufügen. Eine ordnungsgemäße Vorgehensweise würde die vollständige Abschaffung beziehungsweise eine Meidung solcher Emissionen durch intelligente Investoren vorschreiben.

IN VORZUGSAKTIEN WANDELBARE WERTPAPIERE – Viele Anleihenemissionen waren früher in Vorzugsaktien wandelbar. Gewöhnlich wurde ein höheres Einkommen angeboten, um die Regelung attraktiv erscheinen zu lassen. (Für Beispiele siehe die 5-Prozent-Gewinnschuldverschreibungen der *Missouri-Kansas-Texas Railroad Company*, Fälligkeit 1967, die bis 1. Januar 1932 in 7-Dollar-Vorzugsaktien wandelbar waren; die 5-Prozent-Wandelobligationen der *Central States Electric Corporation*, Fälligkeit 1948, wandelbar in 6-Dollar-Vorzugsaktien; die besicherten 7,5-Prozent-Gewinnobligationen der *G. R. Kinney Company*, Fälligkeit 1936, wandelbar in 8-Dollar-Vorzugsaktien; die 6-Prozent-Gewinnobligationen der *American Electric Power Corporation*, Fälligkeit 1957, wandelbar in 7-Dollar-Vorzugsaktien.)

Es gab Fälle, in denen durch ein derartiges Wandlungsrecht ein ziemlich hoher Gewinn erzielt wurde, doch die Obergrenze des Marktwertes einer gewöhnlichen Vorzugsaktie macht

es wahrscheinlich, dass die maximalen Vorzüge eines derartigen Rechts auf einen moderaten Wert gedrückt werden. Da Vorzugsaktien aufgrund der Entwicklungen in den letzten Jahren im Allgemeinen deutlich weniger gefragt sind, stellt darüber hinaus beispielsweise das Recht, eine 4-Prozent-Anleihe in eine 5-Prozent-Vorzugsaktie zu wandeln, ein größeres Risiko für den unvorsichtigen Anleger dar als einen Anreiz für den aufmerksamen Anleger. Falls Letzterer nach Wandelobligationen sucht, sollte er den Markt gründlich analysieren und versuchen, ein geeignetes besichertes, in Stammaktien wandelbares Wertpapier zu finden. In den wenigen Fällen, wo Anleihen in Vorzugsaktien gewandelt werden können, sind Letztere im Gegenzug in Stammaktien wandelbar oder partizipieren daran. Diese doppelte Ausgestaltung kann der Wandelbarkeit von Anleihen in Stammaktien entsprechen. So sind beispielsweise die 6-Prozent-Wandelobligationen von *International Hydro-Electric System*, Fälligkeit 1944, in Klasse-A-Aktien wandelbar, die in Wirklichkeit partizipierende nachrangige Vorzugsaktien darstellen.

Darüber hinaus gibt es Anleihenemissionen, die entweder in Vorzugs- oder Stammaktien oder eine Kombination einer bestimmten Anzahl von beiden Aktien gewandelt werden können.²¹³ Obwohl sich eine einzelne Emission dieser Art gut entwickeln kann, sollten derartige umständliche Regelungen generell gemieden werden (sowohl von emittierenden Unternehmen als auch von Wertpapierkäufern), da sie häufig Verwirrung stiften.

NACH ERMESSEN DES UNTERNEHMENS WANDELBARE ANLEIHEN – Die unendliche Flut von unterschiedlichen Wandelbedingungen und anderen Rechten, die sich während der 1920er-Jahre entwickelt haben, hat es für den ungeübten Anleger schwierig gemacht, zwischen attraktiven, harmlosen und möglicherweise schädlichen Wertpapieren zu unterscheiden. Damit stellt er ein leichtes Opfer unseriöser Finanzierungspraktiken dar, die in früheren Zeiten aufgrund ihres Abweichens vom Standard als fragwürdig aufgefallen wären. Als Beispiel dieser Art führen wir die verschiedenen »Wandelobligationen« der *Associated Electric and Gas Company* an, die ihren Konditionen nach in Vorzugsaktien oder Klasse-A-Aktien nach Ermessen des Unternehmens wandelbar waren. Ein derartiges Vehikel stellt nichts anderes als eine Anleihe in Verkleidung einer Vorzugsaktie dar. Falls die Käufer in voller Kenntnis dieses Umstandes bereit gewesen wären, die Vorzugsaktien zu kaufen, hätten sie vermutlich keinen Grund zur Beschwerde gehabt. Doch es versteht sich von selbst, dass sich ein Kunstgriff dieser Art allzu leicht für Verschleierungen und mögliche Falschdarstellungen eignet.²¹⁴

IN ANDERE ANLEIHEN WANDELBARE ANLEIHEN – Einige Anleihen sind in andere Anleihen wandelbar. Im üblichen Fall wird dem Inhaber einer kurzfristigen Anleihe das Recht gewährt, diese in eine langfristige Anleihe desselben Unternehmens zu wandeln. Häufig wird die

langfristige Anleihe als Sicherheit für die Anleihe hinterlegt. (Beispielsweise waren die 7-Prozent-Anleihen der *Interborough Rapid Transit Company*, Fälligkeit 1932, für jede 1000-Dollar-Anleihe durch eine Hinterlegung der vorrangigen 5-Prozent-Umtauschschuldverschreibungen, Fälligkeit 1966, desselben Unternehmens in Höhe von 1736 Dollar gesichert und gleichfalls in die hinterlegte Sicherheit wandelbar, mit einer Abschlussrate von 1000 Dollar der 5-Prozent-Umtauschschuldverschreibungen für 900 Dollar der 7-Prozent-Anleihen.) Der Inhaber hatte somit die Option, die Rückzahlung zu einem früheren Zeitpunkt zu fordern oder ein langfristiges Engagement in das Unternehmen einzugehen. In Wirklichkeit bedeutet dies nur eine moderate Gewinnchance zur oder vor Fälligkeit, sofern sich das Unternehmen gut entwickelt oder die Zinssätze fallen oder beides eintritt.

Im Gegensatz zu einer in Vorzugsaktien wandelbaren Anleihe erfolgt normalerweise eine *Herabsetzung* des Zinssatzes, wenn eine kurzfristige Anleihe in eine langfristige gewandelt wird. Der Grund ist, dass kurzfristige Anleihen gewöhnlich emittiert werden, wenn die Zinssätze entweder allgemein oder für ein bestimmtes Unternehmen als abnormal hoch angesehen werden und das Unternehmen nicht bereit ist, für eine langfristige Anleihe einen so überhöhten Zinssatz einzugehen. Daher wird erwartet, dass bei einer Rückkehr zu normalen Bedingungen langfristige Anleihen zu einer weitaus niedrigeren Rate ausgegeben werden können; somit kann sich das Recht, die Anleihe gegen eine langfristige umzutauschen, selbst auf der Basis eines verminderten Einkommens als wertvoll erweisen.²¹⁵

WANDELANLEIHEN MIT EINEM URSPRÜNGLICHEN MARKTWERT ÜBER DEM NENNWERT – Eine der außergewöhnlichen Entwicklungen der sprunghaften Auf- und Abbewegungen der Jahre 1928 bis 1929 war die Ausgabe von Wandelemissionen mit einem deutlich über dem ursprünglichen Marktwert liegenden Nennwert. Dies wird durch die 4,5-Prozent-Wandelanleihen der *Atchison, Topeka and Santa Fe Fairway Company*, Fälligkeit 1948, und durch die 4,5-Prozent-Wandelanleihen der *American Telephone and Telegraph Company*, Fälligkeit 1939, verdeutlicht. Die anfängliche Notierung der ersteren Emission am New York Curb Market (auf der Basis »bei Ausgabe«) im November 1928 lag bei etwa 125 Dollar, bei Letzterer an der New York Stock Exchange (ebenfalls auf der Basis »bei Ausgabe«) am 1. Mai 1929 lag sie bei 142 Dollar. Offensichtlich stellte eine Anlage in diese Anleihen auf diesen Niveaus in erster Linie ein Engagement in die Stammaktie dar, da sie unmittelbar die Gefahr eines erheblichen Kapitalverlustes beinhalteten, falls die Aktie sank. Darüber hinaus war die Rendite dieser Anleihen viel zu gering, um sie nach unserer Definition als Anlage bezeichnen zu können. Obwohl angenommen werden kann, dass die Aktionäre durch die Ausübung ihres Bezugsrechts, die Emission zum Nennwert zu kaufen, eine normale Anlage tätigten, war der wesentliche Charakter ihres Engagements durch den anfänglichen Marktwert

des Wertpapiers bestimmt, das sie gezeichnet hatten. Daher halten wir derartige Finanzierungsmethoden für verurteilungswürdig, da sie in der Verkleidung einer attraktiven Anlage eine grundsätzlich spekulative Form von Wertpapier schaffen.

EIN TECHNISCHES MERKMAL EINIGER WANDELANLEIHEN – Ein technisches Merkmal der Wandelanleihen von *American Telephone and Telegraph* verdient Erwähnung. Die Anleihen waren zu einem Kurs von 180 Dollar wandelbar, doch anstatt 180 Dollar in Anleihen vorzulegen, um eine Aktie zu erhalten, konnte der Inhaber 100 Dollar in Anleihen und 80 Dollar in bar vorlegen. Der Effekt einer derartigen Wahlmöglichkeit besteht darin, den Wert der Anleihe zu erhöhen, wenn die Aktie über 180 Dollar notiert (das heißt, wenn der Wandlungswert der Anleihe 100 Dollar übersteigt). Dies kann wie folgt verdeutlicht werden:

Wenn die Aktie bei 360 Dollar steht, beträgt der Wert der Anleihe bei einem glatten Wandlungsverhältnis 200 Dollar. Doch durch die Regelung, 80 Dollar in bar zu akzeptieren, beläuft sich der Wert der Anleihe auf $360 \text{ Dollar} - 80 \text{ Dollar} = 280 \text{ Dollar}$.

Diese Ausgestaltung kann als Kombination aus einem Wandlungsrecht zu 180 Dollar und einem Recht auf Aktienkauf zu 100 Dollar charakterisiert werden.

VERZÖGERTES WANDLUNGSRECHT – Das Wandlungsrecht tritt zuweilen nicht unverzüglich bei Ausgabe der Obligation in Kraft.

Beispiele: Dies traf für die 5,5-Prozent-Wandelanleihen der *Brooklyn Union Gas Company* zu (siehe Anmerkung 38 im Anhang). Obwohl sie im Dezember 1925 ausgegeben wurden, trat das Wandlungsrecht erst nach dem 1. Januar 1929 in Kraft. Gleichmaßen waren die 6-Prozent-Wandelobligationen der *New York, New Haven and Hartford Railroad Company*, Fälligkeit 1948, erst nach dem 15. Januar 1923 wandelbar, obwohl sie 1907 ausgegeben wurden. Die 5-Prozent-Wandelanleihen der *Chesapeake Corporation*, Fälligkeit 1947, wurden 1927 ausgegeben, waren jedoch nicht vor dem 15. Mai 1932 wandelbar.

Gewöhnlich läuft die Aussetzung des Wandlungsrechts nicht so lange wie in diesen Beispielen, doch schafft diese Vorgehensweise in jedem Fall einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor und verringert tendenziell den Wert des Rechts. Diese Eigenschaft kann teilweise die Spanne erklären (siehe Anmerkung 38), die während der Jahre 1926, 1927 und Anfang 1928 zwischen den 5,5-Prozent-Anleihen und den entsprechenden Stammaktien der *Brooklyn Union Gas Company* bestand.

KAPITEL 25

VORRANGIGE WERTPAPIERE MIT OPTIONEN. PARTIZIPIERENDE WERTPAPIERE. WECHSEL UND KURSABSICHERUNG

Nahezu alle Variationen von wandelbaren Wertpapieren finden ihr Gegenstück bei Bezugsrechten. Der Kaufkurs einer Aktie unterliegt gewöhnlich Auf- und Abwärtsbewegungen, entsprechend den Standardregelungen zur Anpassung eines Wandlungspreises.

Beispiel: Die 5,5-Prozent-Obligationen der *White Eagle and Refining Company*, Fälligkeit 1937, wurden im März 1927 emittiert und besaßen Optionen, die dem Inhaber bis einschließlich 1. März 1932 die Zeichnung von zehn Anteilen des Aktienkapitals des Unternehmens zu folgenden Kursen gewährten:

32 Dollar je Anteil bis einschließlich 15. März 1928, danach zu
34 Dollar je Anteil bis einschließlich 15. März 1929, danach zu
36 Dollar je Anteil bis einschließlich 15. März 1930, danach zu
38 Dollar je Anteil bis einschließlich 15. März 1931, danach zu
40 Dollar je Anteil bis einschließlich 15. März 1932.

Am 27. Januar 1930 übernahm die *Standard Oil Company of New York* die *White Eagle Company* sowie deren Verbindlichkeiten und tauschte 8,5 Aktien von *Standard Oil of New York* gegen je 10 Aktien von *White Eagle*. In Übereinstimmung mit den Vertragsbedingungen zum Schutz der Optionen gegen Verwässerung sowie zur vorgesehenen Neuanpassung des Bezugspreises im Fall einer Veräußerung der Vermögenswerte oder der Fusion des Unternehmens berechtigten die Optionen den Inhaber danach zur Zeichnung von 8,5 Aktien von *Standard Oil of New York* (jetzt *Socony-Vacuum Corporation*) zu 42,35 Dollar je Anteil

bis einschließlich 15. März 1930, zu 44,71 Dollar für das nächste Jahr und zu 47,06 Dollar für das darauffolgende Jahr.

GLEITENDE SKALEN FÜR BEIDE ARTEN – Ausgestaltungen von gleitenden Skalen beider Arten finden sich auch bei mit Optionen ausgestatteten Wertpapieren.

Beispiele: Die 7-Prozent-Vorzugsaktien von *Interstate Department Stores, Inc.*, Ausgabe 1928, besaßen nicht abtrennbare Optionen, die den Inhaber zum Kauf der Stammaktie (als Aktientausch) zu folgenden Kursen berechtigten:

37 Dollar je Anteil bis 31. Januar 1929

42 Dollar je Anteil bis 31. Januar 1931

47 Dollar je Anteil bis 31. Januar 1933

Die 5,5-Prozent-Optionsanleihen der *Central States Electric Corporation*, Fälligkeit 1954, besaßen abtrennbare Optionen, die den Inhaber berechtigten, bis einschließlich 15. September 1934 zehn Stammaktien für jede 1000-Dollar-Anleihe zu den folgenden Kursen zu erwerben:

89 Dollar je Anteil für die ersten 25 Prozent der ausgeübten Optionen

94 Dollar je Anteil für die nächsten 25 Prozent der ausgeübten Optionen

99 Dollar je Anteil für die nächsten 25 Prozent der ausgeübten Optionen

104 Dollar je Anteil für die letzten 25 Prozent der ausgeübten Optionen

Wie auch bei Wandelanleihen beeinträchtigt eine auf dem Chargenprinzip basierende gleitende Skala den Wert des Wandlungsrechts erheblich – bis die letzte Charge, das heißt, bis der höchste Preis erreicht ist, zu welchem Zeitpunkt es eine gewöhnliche Kaufoption wird.

ZAHLUNGSMETHODEN – Aktienoptionen als Teil von Anleihen oder Vorzugsaktien gestatten es häufig, dass die Bezahlung der Stammaktien entweder in bar oder durch Einreichung des vorrangigen Wertpapiers zum Nennwert vorgenommen wird. Eine derartige Ausgestaltung kann von gleichem Wert sein wie ein Wandlungsrecht. So wurden beispielsweise alle nachrangigen Vorzugsaktien von *American and Foreign Power* mit Optionen emittiert, die zu vier Stammaktien zu je 25 Dollar berechtigten. Anstatt einer Barzahlung kann der Inhaber Vorzugsaktien zu einem Wert von je 100 Dollar vorlegen. Bei diesem Vorgehen wandelt er seine mit Optionen ausgestatteten Vorzugsaktien tatsächlich in Stammaktien.

Gleichermaßen konnten die in Kapitel 22 beschriebenen 5,5-Prozent-Wandelanleihen von *Rand Kardex* bei Ausübung der Optionen zum Nennwert anstelle von Bargeld eingereicht werden. Da die einer 1000-Dollar-Anleihe zugehörigen Optionen die Zahlung von 900 Dollar erforderten (22,5 Aktien zu 40 Dollar), blieb dem Inhaber einer 1000-Dollar-Anleihe, der die Zahlung auf diese Weise vornahm, eine 100-Dollar-Anleihe übrig. Diese Regelungen entsprachen somit einer Wandelbarkeit von 90 Prozent jeder Anleihe in Stammaktien.

Aktuellere Beispiele dieser Ausgestaltung sind die 6-Prozent-Anleihen mit Optionen von *Scullin Steel* und die 4-Prozent-Gewinnobligationen mit Optionen von *Commercial Mackay*.

DER VORTEIL DER BARZAHLUNGSOPTION – Die Barzahlungsoption anstelle der Einreichung des vorrangigen Wertpapiers muss gegenüber einem reinen Wandlungsrecht als Vorteil angesehen werden – erstens, weil der Wert einer Anleihe oder Vorzugsaktie »ohne Optionen« höher als der Nennwert sein kann und somit den Gewinn erhöht; zweitens, weil – wie zuvor erläutert – der Inhaber froh sein kann, seine Anlage zu behalten, während er aus der spekulativen Komponente einen Gewinn erzielt; und drittens, weil die Option separat wahrscheinlich zu einem höheren Aufschlag auf ihren realisierbaren Wert als eine reine Wandelanleihe gehandelt wird. Diese Vorteile zeigen sich an den nachrangigen mit Optionen ausgestatteten Vorzugsaktien der *Mohawk Hudson Power Corporation* (siehe Tabelle auf Seite 323). Diese Aktie konnte bei Ausübung der Optionen anstelle von Bargeld zum Nennwert hinterlegt werden und besaß somit einem Wandlungsrecht ähnliche Ansprüche, doch erwies sich die Ausgestaltung der Option als weitaus rentabler als ein gleichwertiges Wandlungsrecht.

ABTRENNBARKEIT – Aktienoptionen sind entweder abtrennbar, nicht abtrennbar oder nicht abtrennbar für einen bestimmten Zeitraum und danach abtrennbar. Eine abtrennbare Option kann durch bloße Vorlage der Option ausgeübt werden. Demzufolge kann sie separat vom Wertpapier veräußert werden, dessen Teil sie ursprünglich war. Eine nicht abtrennbare Option beziehungsweise ein nicht abtrennbares Bezugsrecht kann nur in Verbindung mit dem vorrangigen Wertpapier ausgeübt werden; das heißt, die Anleihe oder Vorzugsaktie muss zum Zahlungszeitpunkt der Stammaktien physisch vorgelegt werden. Daher können solche Optionen nicht separat gehandelt werden. Beispielsweise waren die Optionen der 7-Prozent-Anleihen von *Montecatini*, Fälligkeit 1937, und die Optionen der 7-Prozent-Obligationen von *Fiat*, Fälligkeit 1946, sofort nach der Ausgabe abtrennbar. Die Optionen der 6,50-Dollar-Vorzugsaktien von *Loews, Inc.*, Ausgabe im Dezember 1927, waren bis 1. Juli 1928 und die Optionen der 6-Prozent-Obligationen von *Loews, Inc.*, Fälligkeit 1941, waren bis zum 1. Oktober 1926 nicht abtrennbar, das heißt sechs Monate nach ihrer Ausgabe. Dagegen waren die Optionen der 6-Prozent-Obligationen der *Crown-Zellerbach Corporation*, Fälligkeit 1940, und die Optionen der 7-Prozent-Vorzugsaktien von *Interstate Department*

Stores während der Laufzeit der Option nicht abtrennbar, sofern nicht die ihnen zugrunde liegenden vorrangigen Wertpapiere abgelöst wurden.

In einem aktiven Aktienmarkt sind abtrennbare Optionen bei Spekulanten – wie zuvor erläutert – beliebt und sie werden mit beträchtlichen Aufschlägen zu ihrem sofortigen realisierbaren Wert gehandelt. Unter sonst gleichen Bedingungen notiert ein Wertpapier mit einer abtrennbaren Option daher höher als ein Wertpapier mit einem nicht abtrennbaren Recht. Angesichts dieses Umstandes kann gefragt werden, warum alle Optionen nicht unmittelbar abtrennbar gestaltet werden, um dem Inhaber den Vorteil ihrer überlegenen Marktattraktivität zu geben. Der Grund liegt in der Tatsache, dass sowohl das Unternehmen als auch die zeichnende Emissionsbank die Bildung eines ungebührlich niedrigen Kurses für die Anleihen ohne Optionen vermeiden wollen. Dieser niedrige Kurs wird sich wahrscheinlich ergeben, wenn Vollblutspekulanten große Käufe der Anleihen mit Optionen vornehmen. Da sie kein Interesse an der Anleihe selbst haben, ist es wahrscheinlich, dass sie die Option abtrennen und die verbleibende Anleihe zum bestmöglichen Preis veräußern. Ein derartiger Verkaufsdruck kann, wenn zusätzlich eine stabile Nachfrage für die Emission aufgrund ihrer fehlenden »Bewährung« ausbleibt, zu einem so niedrigen Kurs führen, dass dies sich auf die Kreditwürdigkeit des Unternehmens auswirkt, was offensichtlich nicht erwünscht ist.

Die Kompromisslösung – welche die Option erst nach einem Zeitintervall abtrennbar macht – basiert auf der Annahme, dass sich für die Anleihe ohne Optionen leichter ein angemessener Kurs bilden kann, nachdem das Wertpapier ausreichende Bekanntheit bei den Anlegern erlangt hat, selbst unter Berücksichtigung der aufgrund von Gewinnmitnahmen getätigten Verkäufe.

Sind diese Optionen einmal von der entsprechenden vorrangigen Emission abgetrennt, führen sie eine eigene Marktexistenz. Während des Wahnsinns der Jahre 1928 bis 1929 haben sie sich von einem bloßen Anhängsel der Anleihenfinanzierung zu einer unabhängigen Form von Wertpapier und einem hauptsächlichen Instrument der Spekulation entwickelt. Es ist erstaunlich, dass die Optionen von *American and Foreign Power* 1929 einen angegebenen Marktwert von über 1 Milliarde Dollar erreichten. Dieser Wert überstieg den Marktwert der Stammaktien *aller* Eisenbahngesellschaften der Vereinigten Staaten, die im Juli 1932 – weniger als drei Jahre später – an der New York Stock Exchange gelistet waren.

Daher erscheint es notwendig, in einem späteren Kapitel die Eigenschaften von Aktienoptionen als unabhängiges Spekulationsinstrument zu betrachten. An dieser Stelle erörtern wir die Beziehungen zwischen den Preisen solcher Optionen und den Vorzugs- und Stammaktien derselben Unternehmen.

PARTIZIPIERENDE WERTPAPIERE

Die meisten Eigenschaften dieser Art von Rechten wurden bereits durch den vorhergehenden Vergleich mit anderen Formen deutlich gemacht. Eine Unterscheidung kann zwischen zwei Arten von Partizipation vorgenommen werden.

Die üblichere Ausgestaltung ist von der auf die Stammaktie gezahlten Dividende abhängig; seltener wird die Gewinnbeteiligung durch die Gewinne ohne Bezugnahme auf die Dividendenrate bestimmt.

Beispiele: Die bereits beschriebenen Vorzugsaktien der *Westinghouse Electric Manufacturing Company* sind ein Standardbeispiel des ersten Typs; die Vorzugsaktien der *Budd Wheel Company* veranschaulichen den zweiten Typ. Beim letzteren Wertpapier beträgt die Basisdividende 7 Prozent mit Dividendengarantie, doch steigt dieser Satz auf 8, 9 und 10 Prozent, abhängig vom Gewinn des letzten Jahres über 600.000 Dollar, 800.000 Dollar oder 1.000.000 Dollar. Die vorrangigen partizipierenden Vorzugsaktien der *Celanese Corporation* und die nachrangigen partizipierenden Vorzugsaktien der *Celluloid Corporation* berechtigen beide zu einer Basisdividende von 7 Prozent, zuzüglich 10 Prozent des Gewinns, der sonst für die Stammaktien verfügbar wäre.

Vorzugsaktien machen den Großteil an partizipierenden Wertpapieren aus; partizipierende Anleihen sind selten und weichen deutlich in anderer Hinsicht von einem normalen Anleihenmuster ab. Beispielsweise stellten die partizipierenden Obligationen von *Kreuger and Toll*, obwohl namentlich Anleihen, im Wesentlichen nicht stimmberechtigte Stammaktien dar. Die (partizipierenden) Obligationen von *Green Bay and Western Railway*, Serie A und B, sind in Wirklichkeit jeweils Vorzugsaktien und Stammaktien. Die vorrangigen 6-Prozent-Anleihen von *Spanish River Pulp and Paper Mills, Ltd.*, die 1931 fällig waren und 1928 abgelöst wurden, stellen eines der wenigen Beispiele einer Anleihe mit Anlagebonität mit einem partizipierenden Recht dar.²¹⁶ Die *Siemens und Halske AG* (ein deutsches Unternehmen) emittierte eine Reihe von partizipierenden Obligationen, Fälligkeit 1930, deren Zinssatz der auf die Stammaktie gezahlten Dividendenrate, mindestens jedoch 6 Prozent, entsprach.

Partizipierende Vorzugsaktien besaßen ursprünglich ein Standardmuster, das durch die Vorzugsaktien der *Westinghouse Electric Manufacturing Company* veranschaulicht wird. Die Reihenfolge der Zahlungen gestaltet sich wie folgt: Zuerst wird eine festgelegte vorrangige Zahlung für die vorrangigen Aktien vorgenommen, dann wird ein ähnlicher Betrag für die Stammaktien gezahlt und anschließend eine gleichwertige Partizipation an zusätzlichen Dividenden (Aktie für Aktie). Dieses Muster erwuchs aus dem Gewohnheitsrecht aller Aktienklassen, Gewinne und Vermögenswerte gleichmäßig aufzuteilen, wenn nicht

anderweitig vorgesehen. Weitere Beispiele dieser Ausgestaltung sind die Vorzugsaktien der *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company*, die 5-Prozent-Klasse-A-Vorzugsaktien der *Wabash Railway Company* und die Vorzugsaktien von *Consolidated Film Industries, Inc.*

In den letzten Jahren wurden Partizipationen jedoch so unterschiedlich ausgestaltet, dass nicht mehr von einem Standardmuster gesprochen werden kann.²¹⁷

Partizipierende Wertpapiere erfordern zwei Arten von Berechnungen: (1) die Deckungsrate feststehender Zinsbelastungen oder erhaltener Dividenden und (2) der nach dem Partizipationsrecht zur Ausschüttung verfügbare Betrag je Aktie oder Anleihe.

Beispiel:

<i>Celanese Corporation Of America</i>	
Für Dividenden verfügbarer Gewinn	2.479.749 \$
Vorrangige Vorzugsdividenden (7 \$)	1.153.726 \$
Vorrangige partizipierende Vorzugsdividenden zu 7 Dollar	1.037.253 \$
Vorrangige partizipierende Vorzugsdividenden:	
Zusätzliche Partizipation	28.877 \$
Saldo für Stammaktien	259.893 \$
Deckungsrate der vorrangigen Vorzugsdividenden	2,15x
Deckungsrate der vorrangigen und partizipierenden Vorzugsdividenden (7 Dollar)	1,13x
Gewinn für partizipierende Vorzugsaktien: Partizipationsbasis	7,19 \$ pro Aktie

BEVORRECHTIGTE EMISSIONEN IM VERGLEICH ZU ENTSPRECHENDEN STAMMAKTIEN – In unserer vorherigen Erörterung über die Vorzüge von bevorrechtigten Emissionen als Anlageklasse wurde aufgezeigt, dass sie zuweilen eine äußerst attraktive Kombination aus Wertpapier und Gewinnchance bieten. Häufiger kann man zu der Entscheidung gelangen, dass das vorrangige Wertpapier der Stammaktie des Unternehmens vorzuziehen ist. Da eine derartige Schlussfolgerung nur auf vergleichenden Elementen basiert, beinhaltet sie wahrscheinlich kleinere Fehlerrisiken als eine Schlussfolgerung, welche die absolute Attraktivität eines Wertpapiers bestätigt.

Beispiele: Die vorrangige 6-Dollar-Vorzugsaktie der *Paramount Pictures Corporation* ist zu jeder Zeit in sieben Stammaktien wandelbar. Gegen Ende des Jahres 1936 notierte sie gerade zum Siebenfachen des Kurses der Stammaktie, obwohl sie angehäuften Dividenden von

etwa 12 Dollar je Aktie hatte, die gezahlt werden mussten, bevor Dividenden auf die Stammaktien gezahlt werden konnten. (Beispielsweise notierte die Vorzugsaktie am 17. Oktober 1936 bei 113 Dollar gegenüber 15,875 Dollar für die Stammaktie.)

Es ist klar zu erkennen, dass ein Wechsel von der Stamm- in die Vorzugsaktie eine kluge Entscheidung wäre. Die Vorzugsaktie konnte nicht weniger als das Siebenfache des Kurses der Stammaktie wert sein; bei einem Kursverfall der Stammaktie hätte sie höher notieren können; sie hätte mit Sicherheit umfangreiche Dividendenzahlungen erhalten, bevor Ausschüttungen auf die Stammaktie vorgenommen wurden. Das Nachspiel bestätigte diese Analyse unverzüglich. Im Dezember 1936 wurden die aufgelaufenen Dividenden von 12 Dollar je Aktie auf die Vorzugsaktie gezahlt. Im November 1937 notierte die Vorzugsaktie bei 92,25 Dollar gegenüber einem Kurs der Stammaktie von nur 10,25 Dollar und zeigte eine Spanne von 20,5 Punkten. Der Gesamtvorteil der Vorzugsaktie gegenüber der Stammaktie belief sich – einschließlich einer bis zu diesem Zeitpunkt gezahlten zusätzlichen Vorzugsdividende in Höhe von 4,50 Dollar – auf je 35 Dollar.

Eine nahezu ähnliche Situation bestand bei den 3- bis 6-Prozent-Obligationen der *Studebaker Corporation*, Fälligkeit 1945, und den Stammaktien im Jahr 1936. Die Anleihen waren in 80 Stammaktien wandelbar; ihre Verzinsung bestand aus einem festverzinslichen Anteil von 3 Prozent und einem kumulativen Anwartschaftsrecht von 3 Prozent, wovon 5,625 Prozent bis zum 18. November angefallen waren. Dennoch betrug ihr Kurs 120,5 Dollar, praktisch in Parität mit dem Kurs von 15 Dollar für die Stammaktie. Weniger als ein Jahr später notierten die Anleihen bei 59,75 Dollar gegenüber einem Kurs der Stammaktie von nur 3 Dollar – eine »Spanne« beziehungsweise ein Gewinn auf den Austausch von 35,25 Punkten, ausschließlich der 3 Prozent Festverzinsung auf die Anleihen.²¹⁸

»PARITÄT«, »AUFSCHLAG« UND »ABSCHLAG« – Wenn der Kurs einer Wandelanleihe oder Vorzugsaktie genau dem gegenwärtigen Kurs der Stammaktie entspricht (auf Wandlungsbasis), notieren beide Wertpapiere in *Parität*.²¹⁹ Wenn der Kurs des vorrangigen Wertpapiers über Parität liegt, wird es mit einem *Aufschlag* gehandelt und die Differenz zwischen seinem Kurs und der Umtauschparität wird als Aufschlagshöhe oder »Spanne« bezeichnet. Umgekehrt wird, wenn der Kurs der Wandelanleihe unter Parität liegt, die Differenz zuweilen als *Abschlag* bezeichnet.²²⁰

EIN ERGIEBIGES FELD VERLÄSSLICHER ANALYSE – Die Beispiele *Paramount* und *Studebaker* liefern uns dieses seltene Phänomen einer durch die Wertpapieranalyse erreichten und vollkommen verlässlichen Schlussfolgerung. Die Inhaber der Stammaktien konnten durch einen Austausch in die wandelbaren Wertpapiere unmöglich verlieren und sie hatten exzellente Aussichten auf ein erhöhtes Einkommen sowie einen höheren Marktwert, die sich

tatsächlich erfüllten. In dieser Hinsicht bieten bevorrechtigte Wertpapiere ein ergiebiges Feld für eine wissenschaftlichere Anwendung der Analysetechnik. Die vorangehenden Beispiele sind ebenfalls charakteristisch für die Kursverhältnisse in einem aktiven und steigenden Markt. Bei einem vorrangigen Wertpapier, das in Stammaktien wandelbar ist, wird durch Spekulationen auf die Stammaktie häufig ein Kursniveau erreicht, das nahe am (und zuweilen über dem) Kurs des vorrangigen Wertpapiers liegt, das vom Börsenpublikum wenig beachtet wird.

SCHLUSSFOLGERUNG AUS DEM VORANGEHENDEN – Ein wandelbares Wertpapier, das in Parität mit der Stammaktie notiert, ist dieser vorzuziehen, es sei denn, sein Kurs hat sich so weit von einem Anlageniveau entfernt, dass es nur noch ein Engagement in die Stammaktie darstellt. (Die 5,5-Prozent-Wandelanleihen der *Brooklyn Union Gas Company*, Fälligkeit 1936, sind ein Beispiel für die letztere Situation. Die Anleihen, die ab 1. Januar 1929 in 20 Stammaktien wandelbar waren, notierten in den Jahren 1927 bis einschließlich 1932 zu einem Kurs von mindestens 147 Dollar und standen 1929 bei 489 Dollar.) Im Allgemeinen lohnt es sich, einen geringen Aufschlag zu zahlen, um die überlegene Sicherheit eines vorrangigen Wertpapiers zu erhalten. Dies kann mit Sicherheit gesagt werden, wenn die Wandelanleihe eine höhere Rendite erbringt als die Stammaktie, und selbst bei einer geringeren Rendite gilt dies teilweise.

WECHSEL – Als praktische Vorgehensweise sollten Inhaber von Stammaktien, die ihren Anteil am Unternehmen behalten wollen, daher immer in das wandelbare vorrangige Wertpapier des Unternehmens wechseln, wenn es auf Anlageniveau und nahe der Parität des Wandlungsverhältnisses notiert. Die Höhe des Aufschlags, den der Inhaber einer Stammaktie für einen derartigen Austausch zu zahlen bereit ist, unterliegt der persönlichen Beurteilung. Aufgrund seiner Überzeugung hinsichtlich der Zukunft des Unternehmens ist er gewöhnlich nicht bereit, einen hohen Betrag für die Absicherung gegen einen Kursverfall zu zahlen. Doch die Erfahrung zeigt, dass er gut beraten wäre, einen höher als notwendig empfundenen Betrag aufzuwenden, um die strategischen Vorteile zu sichern, die selbst eine solide Wandelanleihe gegenüber einer Stammaktie besitzt.²²¹

KURSABSICHERUNG – Diese Vorteile einer soliden Wandelanleihe gegenüber einer Stammaktie werden offenkundig, wenn der Markt zurückgeht. Der Kurs des vorrangigen Wertpapiers wird gewöhnlich weniger sinken als der Kurs der Stammaktie, wodurch sich anstatt der zuvor bestehenden nahen Parität eine ziemlich große Spanne bildet. Diese Möglichkeit ruft nach einer besonderen Form von Markttransaktion, dem »Hedging«, wobei die Wandelanleihe gekauft und die Stammaktie zu einer annähernden Parität leerverkauft wird.²²² Im Fall eines

lang anhaltenden Anstiegs kann das vorrangige Wertpapier gewandelt und somit die Transaktion mit einem nur geringen Verlust, der aus der ursprünglichen Spanne und den laufenden Kosten besteht, abgeschlossen werden. Doch wenn der Markt erheblich fällt, kann die Transaktion mit einem hohen Gewinn »rückgängig gemacht werden«, indem das vorrangige Wertpapier verkauft und die Stammaktie zurückgekauft wird.

Ein Praxisbeispiel für eine Hedgingtransaktion liefern die 7-Dollar-Vorzugsaktien von *Keith-Albee-Orpheum*, derzeit wandelbar in drei Klasse-A-Aktien von *Radio-Keith-Orpheum*. Die Hedgingtransaktion begann am 1. März 1929 und die Positionen wurden am 26. März 1929 wie folgt abgewickelt beziehungsweise »rückgängig gemacht«:

Leerverkauf von 300 R-K-O-Klasse-A-Aktien	
zu 39,875 Dollar am 1. März 1929	11.962,50 \$
abzüglich Provision (45 \$) und Steuern (12 \$)	57,00 \$
Gewinn aus dem Leerverkauf	11.905,50 \$
Kauf von 300 R-K-O-Klasse-A-Aktien	
zu 29 Dollar am 26. März 1929	8.700,00 \$
zuzüglich Provision auf diesen Kauf	45,00 \$
Kosten des Kaufs	8.745,00 \$
Gewinn aus dem Leerverkauf	3.160,50 \$
Kauf von 100 Keith-Albee-Orpheum-Vorzugsaktien	
zu 120 Dollar am 1. März 1929	12.000,00 \$
zuzüglich Provision (25 \$)	25,00 \$
Kosten aus dem Kauf der Aktie	12.025,00 \$
Verkauf von 100 Keith-Albee-Orpheum-Vorzugsaktien	
zu 98 Dollar am 26. März 1929	9.800,00 \$
abzüglich Provision (20 \$) und Steuern (4 \$)	24,00 \$
Gewinn aus dem Verkauf der Aktie	9.776,00 \$
Zuzüglich erhaltener Dividenden auf die gekaufte Aktie	
(die Vorzugsaktien wurden ohne Dividende am 19. März 1929 verkauft)	175,00 \$
Gewinn aus dem Verkauf der Aktie und Dividenden hierauf	9.951,00 \$
Verlust aus dem Kauf der Aktie	2.074,00 \$

Gewinn aus dem Leerverkauf	3.160,50 \$
Verlust aus dem Kauf der Aktie	2.074,00 \$
Gesamtergebnis der Hedgingtransaktion	1.086,50 \$

Der angegebene Gewinn belief sich auf etwa 9 Prozent auf das in der Transaktion gebundene Kapital, und da es sich um einen Zeitraum von 26 Tagen handelte, betrug der Gewinn mehr als 100 Prozent p. a. Da bei dieser Transaktion keine Möglichkeit des Verlustes bestand, konnte ein wesentlicher Teil des Kapitals zum Kauf der Vorzugsaktien geliehen werden, wodurch die Eigenkapitalrendite des Spekulanten erheblich steigt. Unter günstigen Marktbedingungen bieten derartige Transaktionen hohe Gewinnmöglichkeiten bei geringen maximalen Verlusten. Sie eignen sich besonders zur Absicherung gegen andere finanzielle Engagements, da sie einen Gewinn bei einem rückläufigen Markt erzielen, wenn andere Beteiligungen vermutlich einen Verlust erbringen.

EINIGE TECHNISCHE ASPEKTE DER KURSABSICHERUNG – Hedgingtransaktionen haben zahlreiche technische Aspekte, aufgrund deren sie weniger einfach und »narrensicher« sind als in unserem Beispiel. Da eine ausgiebige Erörterung von Kursabsicherungsgeschäften den Rahmen dieses Buches sprengen würde, führen wir lediglich bestimmte Faktoren an, die ein erfahrener Anwender bei derartigen Transaktionen in Betracht zieht:

- (1) Die Möglichkeit, leerverkaufte Aktien zu leihen und Baisse-Positionen auf unbestimmte Zeit zu halten.²²³
- (2) Die ursprünglichen Kosten zur Bildung einer Position, einschließlich Spanne und Provisionen.
- (3) Die Kosten zur Beibehaltung der Position, einschließlich Zinskosten für Hausse-Positionen, Dividenden auf leerverkaufte Aktien, möglicher zu zahlender Aufschläge für die Leihe von Aktien sowie Stempelsteuern in Verbindung mit der Rückleihe von Aktien – abzüglich der auf gekaufte Wertpapiere zu erhaltenden Dividenden oder Zinsen sowie potenzieller Zinsgutschriften auf leerverkaufte Positionen.
- (4) Die Höhe des Gewinns, mit der die Transaktion wahrscheinlich abgeschlossen wird. Das Verhältnis zwischen Maximalgewinn und wahrscheinlichem Maximal-verlust, bestehend aus (2) zuzüglich (3).

Bei diesen sowie allen anderen Transaktionen mit Wertpapieren sollte bedacht werden, dass der mögliche zu berücksichtigende Gewinn nicht der *Maximalwert* ist, der möglicherweise erzielt werden kann, sondern nur der Höchstwert, bei dem der Spekulant seine Position

voraussichtlich schließen wird. Sobald der Gewinn realisiert wurde, ist der zusätzliche, nachfolgend realisierbare Gewinn nur noch von akademischem Interesse.

EINE ZWISCHENZEITLICHE FORM DER KURSABSICHERUNG – Eine zwischenzeitliche Form von Hedging besteht aus dem Kauf einer Wandelanleihe und dem teilweisen Verkauf der dazugehörigen Stammaktie, das heißt etwa der Hälfte der aus der Wandlung erhältlichen Anzahl. Auf dieser Basis kann sowohl bei einem erheblichen Anstieg als auch bei einem erheblichen Rückgang der Stammaktie ein Gewinn erzielt werden. Dies stellt wahrscheinlich die wissenschaftlichste Methode von Hedging dar, da sie keine Meinung hinsichtlich zukünftiger Kursverläufe erfordert. Eine derartige Idealsituation sollte die folgenden beiden Merkmale beinhalten:

- Ein fest etabliertes vorrangiges Wertpapier, dessen Kurs verlässlich nahe an der Parität bleibt, selbst wenn der Kurs der Stammaktie plötzlich vorzeitig fällt. Eine solide Wandelanleihe mit kurzfristiger Fälligkeit stellt einen idealen *Typ* für diesen Zweck dar.
- Eine Stammaktie, bei der das spekulative Interesse groß ist und die daher weitreichenden Schwankungen in beide Richtungen unterliegt.

Ein Beispiel dieser Art von Kursabsicherung wird durch die Transaktionen in den 6-Prozent-Wandelanleihen von *Pierce Oil*, Fälligkeit 1920, in den Jahren 1918 bis 1919 und den Stammaktien des Unternehmens geliefert.²²⁴

Die Vorteile der zuvor beschriebenen Wandelanleihen finden sich auch bei partizipierenden und mit Kaufoptionen ausgestatteten Wertpapieren. Der letztere Typ bevorzogter Wertpapiere kann für Hedgingtransaktionen verwendet werden. Gleichermäßen kann es äußerst erstrebenswert sein, von Stammaktien in solche Wertpapiere zu wechseln. Die auf Seite 340 beschriebenen 5,5-Prozent-Wandelanleihen von *Rand Kardex* stellten zum Zeitpunkt ihrer Ausgabe nicht nur ein attraktives direktes Engagement dar, sondern sicher auch einen begehrten Ersatz für die Klasse-A-Aktien. Darüber hinaus boten sie eine interessante Gelegenheit zum Hedging. In gleicher Weise wären Käufer, die eine langfristige Anlage in das Unternehmen *Westinghouse Electric and Manufacturing* eingingen, gut beraten gewesen, aus den Stammaktien in die partizipierenden Vorzugsaktien zu wechseln, als Letztere in den Jahren 1929 und 1930 zu einem niedrigeren Kurs als die Stammaktien notierten. In diesem Fall hätte eine Hedgingtransaktion zwischen den Vorzugs- und Stammaktien jedoch besondere Gefahren beinhaltet, da das vorrangige Wertpapier nicht in die nachrangigen Aktien wandelbar war.

KAPITEL 26

VORRANGIGE WERTPAPIERE MIT BEDENKLICHER SICHERHEIT

Auf dem Tiefpunkt des Wertpapiermarktes im Jahr 1932 unterlag die Sicherheit von mindestens 80 Prozent aller Unternehmensanleihen und Vorzugsaktien erheblichen Zweifeln.²²⁵ Selbst vor dem Zusammenbruch des Jahres 1929 war die Anzahl von spekulativen vorrangigen Wertpapieren recht hoch und in den kommenden Jahren muss sie zwangsläufig höher sein. Die Finanzwelt steht daher vor dem unerfreulichen Umstand, dass ein beträchtlicher Anteil amerikanischer Wertpapiere in eine sogenannte Sonderkategorie gehört. Eine minderwertige Anleihe oder Vorzugsaktie stellt ein relativ unbeliebtes Engagement dar. Ein Anleger darf sie nicht kaufen und der Spekulant konzentriert sich eher auf Stammaktien. Daher scheint es logisch, dass ein Spekulant ein durchweg spekulatives Instrument auswählen sollte, das hinsichtlich des Marktwertes oder der Rendite nicht nach oben begrenzt ist und nicht – wie niedrig notierende Anleihen oder Vorzugsaktien – der Verwechslung zwischen Anlage und Spekulation unterliegt.

DIE GEWINNBEGRENZUNG BEI NIEDRIG NOTIERENDEN ANLEIHEN STELLT KEINEN WIRKLICHEN NACHTEIL DAR – Wie beeindruckend die Abneigung gegen diese unbestimmten Wertpapiere auch sein mag, bleibt jedoch die Tatsache, dass sie in großen Mengen existieren, von unzähligen Wertpapierbesitzern gehalten werden und somit bei jeder Wertpapieranalyse ernsthaft berücksichtigt werden müssen. Daraus kann einleuchtend gefolgert werden, dass das große Angebot dieser Wertpapiere in Verbindung mit einer mangelnden naturgemäßen Nachfrage zu einem Kursniveau unter ihrem eigentlichen Wert führt. Selbst wenn eine innewohnende Unattraktivität der Form solcher Wertpapiere zugestanden wird, kann diese durch den attraktiven Kaufpreis mehr als ausgeglichen werden. Zudem können die Gewinnbegrenzungen bei einer niedrig notierenden Anleihe im Vergleich zu einer Stammaktie von geringerer praktischer Bedeutung sein, da der tatsächlich durch den Aktienkäufer realisierte Gewinn gewöhnlich nicht größer ist als der aus einem spekulativen vorrangigen Wertpapier erzielbare. Falls wir beispielsweise eine 4-Prozent-Anleihe mit einem Kurs von

35 Dollar betrachten, beträgt ihr möglicher maximaler Kursanstieg etwa 70 Punkte beziehungsweise 200 Prozent. Dieser Gewinn kann bei einer normalen Stammaktie, die zu 35 Dollar gekauft wird, nicht höher sein, ohne dass man sich auf gefährliche Weise einer »Hausse-Psychologie« hingibt.

ZWEI ANSICHTEN HINSICHTLICH SPEKULATIVER ANLEIHEN – Eine spekulative Anleihe kann aus zwei einander entgegengesetzten Blickwinkeln betrachtet werden. Zum einen betrifft dies Anlagestandards und Renditen, wobei die maßgebliche Frage ist, ob der niedrige Kurs und die höhere Rendite den Kompromiss bei der Sicherheit ausgleichen. Zum anderen kann sie als Stammaktie angesehen werden, wobei die anders lautende Frage auftritt: »Gleicht das geringere Verlustrisiko bei diesen niedrig notierenden Anleihen im Vergleich zu einer Stammaktie die geringeren Gewinnmöglichkeiten aus?«

Je mehr eine Anleihe die Anforderungen für eine Anlagebonität erfüllt – und je mehr sich dies in ihrem Kurs widerspiegelt –, desto wahrscheinlicher wird sie von einem Anlagestandpunkt aus betrachtet. Die entgegengesetzte Haltung wird offensichtlich bei einer notleidenden oder zu einem äußerst niedrigen Kurs notierenden Anleihe eingenommen. Wir stehen hier der gewohnten Schwierigkeit einer Kategorisierung aufgrund von fehlenden eindeutigen Abgrenzungslinien gegenüber. Es finden sich stets irgendwelche Anleihen, die jeden denkbaren Status auf der Skala zwischen vollständiger Wertlosigkeit und absoluter Sicherheit widerspiegeln.

DIE METHODE VON STAMMAKTIEEN IST VORZUZIEHEN – Wir glauben, dass spekulative vorrangige Wertpapiere vernünftiger und ergiebiger aus Sicht einer Stammaktie betrachtet werden sollten. Dadurch erfolgt eine gründlichere Einschätzung der bestehenden Risiken, das heißt, entweder werden angemessene Sicherheitsgarantien oder besonders attraktive Gewinnmöglichkeiten gefordert oder beides. Der Ansatz führt zudem – zumindest bei intelligenten Wertpapierkäufern – zu einer genaueren Analyse der Unternehmensdarstellung als bei der Betrachtung eines Wertpapiers aus Anlagesicht.

Ein derartiger Ansatz wäre für den Kauf von leicht unterdurchschnittlichen Anleihen, die mit moderaten Abschlägen vom Nennwert gehandelt werden, entschieden unvorteilhaft. Zusammen mit hochverzinslichen zweitklassigen Anleihen gehören sie in die Kategorie »Anlagen von Geschäftsleuten«, die wir in Kapitel 7 betrachtet und verworfen haben. Es kann eingewandt werden, dass eine allgemeine Übernahme dieser Einstellung zu umfangreichen und unerwarteten Kursschwankungen vieler Wertpapiere führen würde. Wenn man annimmt, dass eine 4-Prozent-Anleihe zum Nennwert notiert, solange sie strikte Anlagestandards erfüllt, dann würde ihr Kurs abstürzen (etwa auf 70 Dollar), sobald sie leicht unter diese Standards fällt. Umgekehrt würde eine leichte Verbesserung einen plötzlichen Sprung zum

Nennwert rechtfertigen. Somit gäbe es offensichtlich keine Rechtfertigung für Notierungen zwischen 70 Dollar und 100 Dollar.

Doch sieht die Wirklichkeit anders aus. Zwischen Anlegern können berechnete Meinungsunterschiede bestehen, ob eine bestimmte Anleihe angemessen besichert ist, insbesondere da die Standards qualitativ und persönlich sowie auch arithmetisch und objektiv sind. Die Kursspanne zwischen 70 Dollar und 100 Dollar kann daher folgerichtig eine größere oder geringere Zustimmung hinsichtlich der Sicherheit des Wertpapiers widerspiegeln. Dies würde bedeuten, dass ein Anleger eine solche Anleihe zu einem Kurs von zum Beispiel 85 Dollar kaufen könnte, sofern er sie nach seiner eigenen Beurteilung als solide erachtet, obgleich er sehen würde, dass andere Anleger diesbezüglich Zweifel haben, die für einen bemerkenswerten Abschlag von einer erstklassigen Anlage sprechen würden. Gemäß dieser Ansicht kann der Kursunterschied zwischen 70 Dollar und 100 Dollar grob als die Kursspanne »subjektiver Schwankungen« der Position des Wertpapiers bezeichnet werden.

Der Bereich spekulativer Werte würde daher nahe dem Niveau von 70 Dollar (für Anleihen mit einer Verzinsung von mindestens 4 Prozent) beginnen und einen maximalen Anstieg von mindestens 50 Prozent der Kosten ermöglichen. (Bei anderen vorrangigen Wertpapieren kann 70 Prozent des *Normalwertes* als Trennlinie genommen werden.) Bei solchen Engagements ist es ratsam, die gleiche Haltung wie bei einem vorsichtigen Kauf einer Stammaktie einzunehmen. Mit anderen Worten: Erfolgsrechnung und Bilanz sollten der gleichen intensiven Analyse und dem gleichen Aufwand unterzogen werden, um zukünftige – günstige und ungünstige – Möglichkeiten zu untersuchen.

WICHTIGE UNTERSCHIEDUNGEN ZWISCHEN STAMMAKTIEEN UND SPEKULATIVEN VORRANGIGEN WERTPAPIEREN – Wir streben nicht danach, Standards für die Auswahl von spekulativen vorrangigen Wertpapieren aufzustellen, die in irgendeiner Hinsicht den quantitativen Tests entsprechen, die auf festverzinsliche Anlagen angewendet werden können. Obwohl sie nach Möglichkeit in ihrem Verhältnis zur Methode und Technik der Analyse von Stammaktien betrachtet werden sollten, ist es notwendig, gewisse bedeutsame Unterschiede zu erkennen, die zwischen Stammaktien als Anlageklasse und spekulativen vorrangigen Wertpapieren bestehen.

NIEDRIG NOTIERENDE ANLEIHEN WERDEN MIT UNTERNEHMENSSCHWÄCHEN ASSOZIIERT – Auf die Gewinnbegrenzung von vorrangigen Wertpapieren sind wir bereits eingegangen. Ihre Bedeutung variiert im Einzelfall, doch im Allgemeinen betrachten wir dies nicht als vorherrschenden Nachteil. Nachdrücklichere Einwände werden bei niedrig notierenden Anleihen und Vorzugsaktien dahingehend vorgebracht, dass sie mit unternehmerischer

Schwäche, Rückentwicklung oder Depression assoziiert werden. Offensichtlich ist das Unternehmen, das hinter solchen Wertpapieren steht, nicht besonders erfolgreich und muss sich zudem auf einem absteigenden Kurs befinden, da das Wertpapier ursprünglich weitaus höher gehandelt wurde. In den Jahren 1928 und 1929 führte diese Ansicht dazu, dass das Börsenpublikum derartige Wertpapiere vollständig verdammt. Unternehmen wurden in zwei Kategorien unterteilt: erfolgreiche und wachsende Unternehmen einerseits sowie rückläufige Unternehmen ohne Fortschritte andererseits. Die Stammaktien der ersten Kategorie waren unabhängig von ihrer Kurshöhe begehrenswert; doch kein Wertpapier der zweiten Kategorie galt – ungeachtet seines niedrigen Kurses – als attraktiv.

Diese Auffassung von dauerhaft starken und schwachen Unternehmen löste sich durch die nachfolgende Depression einigermaßen auf und wir befinden uns wieder auf dem Weg der älteren Erkenntnis, dass die Zeit unvorhersehbare Veränderungen in der Zukunft von Unternehmen mit sich bringt.²²⁶ Die Tatsache, dass der niedrige Kurs einer Anleihe oder Vorzugsaktie von einem Gewinnrückgang herrührt, muss nicht bedeuten, dass die zukünftige Entwicklung des Unternehmens hoffnungslos ist und noch geringere Ergebnisse verspricht. Viele Unternehmen, die sich in den Jahren 1931 bis 1933 äußerst schlecht entwickelt haben, konnten einen Großteil ihrer früheren Ertragskraft wiedergewinnen und ihre Wertpapiere besitzen nach sehr niedrigen Kursen wieder Anlagebonität. Daher stellt sich heraus, dass es genauso viele Gründe gab, beträchtliche Erholungen der Kursnotierungen von notleidenden vorrangigen Wertpapieren zu erwarten wie von Stammaktien allgemein.

VIELE WERTPAPIERE SIND IM VERHÄLTNIS ZU IHREM STATUS UND IHRER VERTRAGLICHEN POSITION UNTERBEWERTET – Wir haben bereits erwähnt, dass spekulative vorrangige Wertpapiere aufgrund ihrer Unbeliebtheit zu niedrigeren Kursen – im Verhältnis zu ihrem inneren Wert – als Stammaktien tendieren. Aus Sicht eines intelligenten Käufers muss dies für sie sprechen. Hinsichtlich ihrer eigentlichen Position haben spekulative Anleihen – und zu einem geringeren Grad auch Vorzugsaktien – aufgrund ihrer vertraglichen Ausgestaltungen erhebliche Vorteile. Durch die feststehenden Zinsverpflichtungen für Anleihen werden diese Zahlungen normalerweise so lange wie möglich aufrechterhalten. Falls wir annehmen, dass der Großteil einer Gruppe sorgfältig ausgewählter niedrig notierender Anleihen keinen Zahlungsausfall erleidet, übersteigt das aus dieser Gruppe über einen bestimmten Zeitraum insgesamt erzielte Einkommen unzweifelhaft die Dividendenrendite von Stammaktien zu ähnlichen Kursen.

Vorzugsaktien nehmen in dieser Hinsicht eine unermesslich schwächere Position ein, doch die Regelungen der Übertragung der Stimmrechtskontrolle auf die vorrangigen Wertpapiere im Fall einer Aussetzung der Dividenden können in manchen Fällen ihren Fortbestand antreiben. Bei ausreichenden Barreserven führt das Verlangen nach einer ununterbrochenen

Dividendenhistorie und der Vermeidung von Anhäufungen oft zur Zahlung von Vorzugsdividenden, selbst wenn schwache Gewinne den Kurs gedrückt haben.

Beispiele: Century Ribbon Mills, Inc., konnte die 7-Prozent-Vorzugsdividenden in acht von zehn Jahren im Zeitraum 1926 bis einschließlich 1938 nicht erwirtschaften und der Kurs fiel wiederholt auf etwa 50 Dollar. Dennoch wurde die Vorzugsdividende während der gesamten Periode ohne Unterbrechung gezahlt, wohingegen auf die Stammaktie insgesamt nur 50 Cent gezahlt wurden. Gleichfalls hätte ein Käufer der vorrangigen Vorzugsaktien der *Universal Pictures Company* zu einem Kurs von 30 Dollar im Jahr 1929 die 8 Prozent Dividende während der drei Jahre Depression erhalten, bevor die Zahlung schließlich ausgesetzt wurde.

GEGENSÄTZLICHE BEDEUTUNG VON VERTRAGLICHEN BEDINGUNGEN BEI SPEKULATION UND ANLAGE – Der Leser sollte hinsichtlich eines Fortbestandes der Dividenden den Unterschied von *konservativen* und *spekulativen* Eigenschaften von Vorzugsaktien erkennen. Aus konservativer Sicht, das heißt angesichts einer *Abhängigkeit* von der Dividende, stellt ein fehlender durchsetzbarer Anspruch im Vergleich zu Anleihen einen Nachteil dar. Aus spekulativer Sicht, das heißt angesichts einer möglichen Fortsetzung der Dividende unter günstigen Umständen, haben Vorzugsaktien gewisse halbvertragliche, vom Aufsichtsrat zu berücksichtigende Ansprüche, die ihnen zweifellos einen Vorteil gegenüber Stammaktien geben.

DIE BEDEUTUNG DES NETTOUMLAUFVERMÖGENS UND EINFLUSSFAKTOREN VON TILGUNGSFONDS AUF DIE SICHERHEIT VON SPEKULATIVEN VORRANGIGEN WERTPAPIEREN – Ein hohes Nettoumlaufvermögen, das vor einigen Jahren selbst für erfolglose Industrieunternehmen charakteristisch war, ist für die vorrangigen Wertpapiere direkt von größerem Vorteil als für die Stammaktien. Es ermöglicht nicht nur die Fortsetzung von Zins- oder Vorzugsdividendenzahlungen, sondern hat auch eine wichtige Bedeutung für die Rückzahlung des Kapitals, entweder zur Fälligkeit, durch Transaktionen von Tilgungsfonds oder durch freiwilligen Rückkauf. Regelungen für Tilgungsfonds – sowohl bei Anleihen als auch bei Vorzugsaktien – tragen zur Verbesserung des Kurses und der eigentlichen Position des Wertpapiers bei. Dieser Vorteil findet sich nicht bei Stammaktien.

Beispiele: Die Francis H. Leggett Company, Hersteller und Großhändler von Lebensmitteln, emittierte 7-Prozent-Vorzugsaktien in Höhe von 2.000.000 Dollar, für die ein Tilgungsfonds gebildet worden war, der jährlich 3 Prozent der Aktie ablöste. Bis zum 30. Juni 1932 war der ausstehende Betrag auf 608.500 Dollar reduziert worden und das Wertpapier wurde aufgrund des kleinen verbleibenden Saldos *auf dem Tiefpunkt der Depression* zu einem Kurs von 110 Dollar abgelöst. Gleichmaßen wurden die

Vorzugsaktien von *Century Ribbon Mills* im Zeitraum 1922 bis 1938 von 2.000.000 Dollar auf 544.000 Dollar reduziert; die 5,5-Dollar-Obligationen der *Lawrence Portland Cement Company* wurden bis zum 31. Dezember 1938 von 2.000.000 Dollar auf 650.000 Dollar reduziert und der Saldo wurde am 1. April 1939 abgelöst.

DIE BEDEUTUNG EINER HOHEN DECKUNGSRATE DES NETTOUMLAUFVERMÖGENS – Wenn eine niedrig notierende Anleihe mehrfach durch das Nettoumlaufvermögen gedeckt ist, stellt sie eine besondere Gelegenheit dar, da die Erfahrung zeigt, dass die Chancen auf Rückzahlung selbst bei schwachen oder unregelmäßigen Gewinnen gut stehen.

Beispiele: Die 6-Prozent-Anleihen der *Electric Refrigeration Corporation (Kelvinator)*, Fälligkeit 1936, notierten im November 1929 bei 66 Dollar, als sich das Nettoumlaufvermögen des Unternehmens – laut der letzten Bilanz – auf 6.008.900 Dollar belief, bei ausstehenden Anleihen in Höhe von 2.528.500 Dollar. Zwar hatte das Unternehmen 1927 und 1928 tatsächlich einen Verlust erzielt, doch betrug die Deckungsrate der feststehenden Belastungen zum Ende des Geschäftsjahres am 30. September 1929 das Neunfache und das Nettoumlaufvermögen belief sich nahezu auf das Vierfache des Marktwertes der Anleihenemission. Die Anleihen erholten sich 1930 auf einen Kurs nahe dem Nennwert und wurden 1931 zu 105 Dollar abgelöst. Gleichermäßen notierten die vorrangigen 6-Prozent-Anleihen der *Electric Refrigeration Building Corporation*, Fälligkeit 1936, die mit einem Pachtvertrag durch die *Kelvinator Corporation* besichert waren, im Juli 1932 bei 70 Dollar, als sich das Nettoumlaufvermögen der Muttergesellschaft etwa auf das Sechsfache der ausstehenden Anleihen in Höhe von 1.073.000 Dollar und auf mehr als das Achtfache des gesamten Marktwertes der Emission belief. Die Anleihen wurden 1933 zu einem Kurs von 101,5 Dollar abgelöst.

Weitere Beispiele, die in diesem Zusammenhang erwähnt werden können, sind die vorrangigen 6,5-Prozent-Anleihen der *Murray Corporation*, Fälligkeit 1934, die 1932 aufgrund von Betriebsverlusten bei 68 Dollar standen, obwohl das Nettoumlaufvermögen des Unternehmens den Nennwert der Emission um mehr als das Zweieinhalbfache und deren Marktwert zu diesem Kurs um fast das Vierfache überstieg. Die 7-Prozent-Anleihen von *Sidney Blumenthal and Company*, Fälligkeit 1936, standen 1926 bei 70 Dollar, als das Nettoumlaufvermögen des Unternehmens das Zweifache des Nennwertes der Emission und fast das Dreifache ihres gesamten Marktwertes betrug (sie wurden 1930 zu 103 Dollar abgelöst). Die 6-Prozent-Anleihen von *Belding, Heminway Company*, Fälligkeit 1936, notierten 1930 bei 67 Dollar, als das Unternehmen ein Nettoumlaufvermögen in Höhe des dreifachen Nennwertes der Emission und mehr als das Vierfache ihres Marktwertes besaß. Im letzteren Fall trat in den Jahren 1930 und 1931 eine drastische Liquidation der Lagerbestände auf, deren Einnahmen zur Ablösung von 80 Prozent der Anleihenemission durch Rückkäufe

im Markt verwendet wurden. Der Saldo der Emission wurde Anfang 1934 zu 101 Dollar abgelöst.

In einem typischen derartigen Fall übersteigen die Gewinnchancen die Verlustrisiken und der wahrscheinliche Gewinn übersteigt den wahrscheinlichen Verlust. Es kann durchaus sein, dass das Risiko in jedem einzelnen Fall weiterhin zu gravierend ist, als dass solche Engagements als »Anlage« bezeichnet werden könnten. Doch sofern das Risiko durch das Eingehen mehrerer Engagements zum gleichen Zeitpunkt diversifiziert wird, behaupten wir dennoch, dass das Endergebnis ausreichend verlässlich sein sollte, um diesen Gruppenkauf eine *konservative Transaktion* nennen zu können. In unserer erweiterten Definition von Anlagen in Kapitel 4 war dies eine der vorgesehenen Möglichkeiten.

BEGRENZUNGEN HINSICHTLICH DER BEDEUTUNG DES UMLAUFVERMÖGENS – Es ist deutlich, dass dem Umlaufvermögen bei der Auswahl von spekulativen Anleihen erhebliches Gewicht zukommt. Diese Bedeutung darf jedoch nicht übertrieben werden, indem eine Anleihe, die durch das Nettoumlaufvermögen gedeckt ist, als sicher angesehen wird. Das in jeder Bilanz stehende Umlaufvermögen kann durch nachfolgende Verluste erheblich vermindert werden; doch wichtiger ist, dass sich die angegebenen Werte im Fall einer Insolvenz oft als vollkommen unzuverlässig erweisen.²²⁷

Von den vielen zu diesem Sachverhalt passenden Beispielen führen wir die 7-Prozent-Anleihen von *R. Hoe and Company* und die vorrangigen 8-Prozent-Anleihen der *Ajax Rubber Company* an. Obwohl diese Obligationen durch das Nettoumlaufvermögen des Jahres 1929 gedeckt waren, wurden sie anschließend mit dem niedrigen Kurs von 2 Cent je Dollar gehandelt. (Siehe auch unsere Betrachtung der vorrangigen 6,5-Prozent-Obligationen der *Willys-Overland Company* und der vorrangigen 6-Prozent-Obligationen der *Berkey and Gay Furniture Company* in Anmerkung 43 des Anhangs.²²⁸)

Name des Wertpapiers	Fälligkeit	Tiefkurs 1932 (in \$)	Datum der Bilanz	Nettoumlaufvermögen (in \$) ^o	Fundierte Schulden zum Nennwert ⁺ (in \$) ^o	Normale Zinsdeckung	
						Zeitraum	Rate ⁺⁺
<i>American Seating 6s</i>	1936	17	Sept. 1932	3826	3056	1924–1930	5,2
<i>Crucible Steel 5s</i>	1940	39	Juni 1932	16.163	13.250	1924–1930	9,4
<i>Mc Kesson & Robbins 5,5s</i>	1950	25	Juni 1932	42.885	20.848	1925–1930	4,1
<i>Marion Steam Shovel 6s</i>	1947	21	Juni 1932	4598	2417	1922–1930	3,9
<i>National Acme 6s</i>	1942	54	Dez. 1932	4327	1963	1922–1930	5,5

* Siehe Anhang, Anmerkung 43, für eine kurze Darstellung des Nachspiels dieser erstmals in der Ausgabe von 1934 angegebenen Beispiele. ⁺ in 1.000 Dollar // ⁺⁺ Deckungsrate für 1931, wo notwendig angepasst.

Beispiele von niedrig notierenden Industrieanleihen, die durch das Nettoumlaufvermögen gedeckt waren, 1932*

Wir müssen daher zwischen der bloßen Tatsache unterscheiden, dass das angegebene Nettoumlaufvermögen die fundierten Schulden deckt, sowie dem bedeutsameren Umstand, dass es die Anleihenemission *mehrfach* übersteigt. Die vorherige Aussage ist stets interessant, doch keinesfalls aufschlussreich. Zusätzlich zu anderen günstigen Einflussfaktoren, zum Beispiel einer guten Gewinndeckungsrate in normalen Jahren und einer allgemein zufriedenstellenden qualitativen Darstellung, kann das Wertpapier recht attraktiv sein – vorzugsweise jedoch als Teil eines Gruppenkaufs in diesem Bereich.

SPEKULATIVE VORZUGSAKTIEN – Stufen in ihrer Kurshistorie: Spekulative Vorzugsaktien unterliegen einer irrationalen Aktivität eher als Anleihen und von Zeit zu Zeit sind solche Vorzugsaktien in gleicher Weise wie Stammaktien durch den Markt überbewertet. Somit ergeben sich für die Kurshistorie einer Vorzugsaktie drei mögliche Stufen und auf jeder einzelnen tendiert die Kursnotierung dazu, vom Wert abzuweichen:

- Die erste Stufe beginnt bei der ursprünglichen Ausgabe, wenn Anleger überredet werden, für die Emission den vollen Preis zu bezahlen, der durch ihre eigentlichen Vorzüge nicht gerechtfertigt ist.

- Auf der zweiten Stufe hat sich die fehlende Anlagebonität manifestiert und der Kurs fällt auf ein spekulatives Niveau. Während dieser Periode kann der Kursrückgang aus den zuvor erörterten Gründen überzogen sein.
- Zuweilen gibt es eine dritte Stufe, bei der das Wertpapier spekulativ in gleicher Weise wie Stammaktien steigt. Bei solchen Gelegenheiten werden bestimmte zweifelhafte Einflussfaktoren – zum Beispiel die Höhe der Dividendenansammlungen – überbetont.

Ein Beispiel dieser dritten oder irrationalen Stufe wird später angeführt.

DIE REGEL DER »HÖCHSTBEWERTUNG VON VORRANGIGEN WERTPAPIEREN« – Als Sicherheitsmaßnahme gegen eine Irreführung durch die für die dritte Stufe charakteristische Propaganda und als allgemeine Richtlinie für den Umgang mit spekulativen vorrangigen Wertpapieren stellen wir folgende Regel der Wertpapieranalyse auf, die wir »die Regel der Höchstbewertung von vorrangigen Wertpapieren« nennen.

Ein vorrangiges Wertpapier kann an sich nicht mehr wert sein als eine Stammaktie, welche die Position eines vorrangigen Wertpapiers einnimmt, wenn es keine ausstehenden nachrangigen Wertpapiere gibt.

Diese Behauptung kann leichter durch ein Beispiel verstanden werden.

Unternehmen X und Unternehmen Y haben den gleichen Wert. Unternehmen X besitzt 80.000 Vorzugsaktien und 200.000 Stammaktien. Unternehmen Y besitzt ausschließlich 80.000 Stammaktien und keine Vorzugsaktien. Danach besagt unsere Richtlinie, dass eine Vorzugsaktie von Unternehmen X nicht mehr wert sein kann als eine Stammaktie von Unternehmen Y. Dies stimmt, da die Stammaktien von Unternehmen Y den gleichen Wert repräsentieren, der *sowohl* den Vorzugsaktien als auch den Stammaktien von Unternehmen X zugrunde liegt.

Anstatt die beiden gleichwertigen Unternehmen X und Y zu vergleichen, können wir ebenso annehmen, dass Unternehmen X restrukturiert wurde, wobei die alte Stammaktie eliminiert wurde und die Vorzugsaktie die alleinige Emission, das heißt die neue Stammaktie, bleibt. (Einen derartigen vermeintlichen Austausch möchten wir als »Stammwandlung« einer Vorzugsaktie bezeichnen.) Dann bestätigt unsere Regel nur die offensichtliche Tatsache, dass der Wert einer solchen hypothetischen Stammaktie nicht *geringer* sein kann als der Wert der ersetzten Vorzugsaktie, da sie der Vorzugsaktie *und* der alten Stammaktie entspricht. Die gleiche Idee kann auf eine spekulative Anleihe angewendet werden, der entweder eine Stammaktie allein oder Vorzugs- und Stammaktien folgen. Falls die Anleihe »stammgewandelt«, das heißt vermeintlich in eine Stammaktie umgewandelt wird, und die alten Aktien eliminiert werden, kann der Wert der dadurch geschaffenen neuen Stammaktie nicht geringer sein als der Barwert der Anleihe.

Dieses Verhältnis muss ungeachtet der Höhe der Zins- oder Dividendenrate, des Nennwertes oder des Ablösungspreises der vorrangigen Emission gelten und insbesondere ungeachtet des Betrages der angehäuften ungezahlten Zinsen oder Dividenden. Denn wenn sich bei einer Vorzugsaktie Dividenden von je 1000 Dollar angehäuft hätten, wäre der Wert dieser Vorzugsaktie nicht größer als bei einer Stammaktie (ohne Dividendenanhäufungen), die ein vollständiges Eigentum am Unternehmen repräsentiert. Die ungezahlten Dividenden können insgesamt keinen zusätzlichen Wert für die Wertpapiere des Unternehmens schaffen; sie beeinflussen nur die Aufteilung des Gesamtwertes zwischen Vorzugs- und Stammaktien.

ÜBERZOGENE BETONUNG DER HÖHE VON ANGELAUFENEN DIVIDENDEN – Obwohl die vorhergehenden Aussagen mit sehr geringem Untersuchungsaufwand als offensichtliche Wahrheiten aufgezeigt werden können, ist das Börsenpublikum nicht in der Lage, die einfachsten Regeln der Logik zu beachten, wenn es einmal in Spielerlaune ist. Daher haben sich Vorzugsaktien mit hohen aufgelaufenen Dividenden leicht als zur Marktmanipulation geeignet erwiesen, wobei die Anhäufungen als Basis für einen hohen Kursanstieg der Vorzugsaktien und Stammaktien dienten. Ein ausgezeichnetes Beispiel hierfür aus dem Jahr 1928 liefern die Aktien der *American Zinc, Lead and Smelting Company*. Die Vorzugsaktien von *American Zinc* wurden im Jahr 1916 als Aktiendividende auf die Stammaktien eingeführt, wobei die alten Stammaktien in Vorzugsaktien und neue Stammaktien aufgespalten wurden. Die Vorzugsaktie hatte einen angegebenen Nennwert von 25 Dollar, sie besaß jedoch alle Eigenschaften einer Aktie mit 100 Dollar Nennwert (6 Dollar kumulative Dividenden, Ablösung und Liquidation zu 100 Dollar). Diese Ausgestaltung war offensichtlich ein Instrument, um die Vorzugsaktien als eine kleinere Verbindlichkeit, als sie tatsächlich darstellten, in der Bilanz zu führen. Zwischen 1920 und 1927 berichtete das Unternehmen fortlaufende Verluste (außer einem zu vernachlässigenden Gewinn im Jahr 1922); 1921 wurden die Vorzugsdividenden ausgesetzt und gegen 1928 hatten sich etwa 40 Dollar je Aktie angesammelt.

1928 profitierte das Unternehmen leicht vom vorherrschenden Wachstum und erwirtschaftete gerade einen Gewinn von 6 Dollar je Vorzugsaktie. Die Aktien des Unternehmens unterlagen jedoch einer Manipulation, wodurch der Kurs der Vorzugsaktie von 35 Dollar im Jahr 1927 auf 188 Dollar im Jahr 1928 stieg, während die Stammaktie noch spektakulärer von 6 Dollar auf 57 Dollar anstieg. Diese Kursanstiege wurden von Gerüchten über einen Plan, die angesammelten Dividenden auszuzahlen, begleitet – jedoch ohne genaue Angaben. Selbstverständlich kam diese Entwicklung nie zustande.²²⁹

Die Irrationalität der Spielerlaune zeigt sich hier gut durch die absurde Akzeptanz von ungezahlten Vorzugsdividenden *als Wertquelle sowohl für die Vorzugs- als auch für die Stammaktien*. Die spekulative Argumentation zugunsten der Stammaktie lautete wie folgt:

»Die angesammelten Dividenden werden gezahlt. Dies ist gut für die Stammaktien. Daher wollen wir die Stammaktien kaufen.« Gemäß dieser auf den Kopf gestellten Argumentation wäre die Stammaktie, sofern es keine ungezahlten Vorzugsdividenden gäbe, (selbst zum gleichen Kurs) weniger attraktiv, da dann kein großartiger Plan in Aussicht stünde, die Ansammlungen zu bereinigen.

Wir können das Beispiel *American Zinc* verwenden, um unsere »Regel der Höchstbewertung von vorrangigen Wertpapieren« praktisch anzuwenden. War der Kurs der Vorzugsaktien von *American Zinc* von 118 Dollar im Jahr 1928 zu hoch? Angenommen, die Vorzugsaktionäre besäßen das Unternehmen vollständig, würde dies einen Kurs von 118 Dollar für eine *Stammaktie* bedeuten, die 1928 – nach acht Jahren Verlusten – einen Gewinn von 6 Dollar je Aktie erwirtschaftete. Selbst in den hektischen Tagen des Jahres 1928 wären Spekulanten auf keinen Fall von einer derartigen Stammaktie zu diesem Kurs gelockt worden, sodass die Anwendung unserer Regel den Kauf der Vorzugsaktie zu ihrem aufgeblähten Kurs hätte verhindern sollen.

Die von der Stammaktie von *American Zinc* erreichte Notierung von 57 Dollar war offensichtlich der Gipfel der Absurdität, da sie die folgende Marktkapitalisierung des Unternehmens widerspiegelte:

Vorzugsaktien (80.000 St. zu 118 Dollar)	9.440.000 \$
Stammaktien (200.000 St. zu 57 Dollar)	11.400.000 \$
Gesamtmarktkapitalisierung	20.840.000 \$
Gewinn 1928	481.000 \$
Durchschnittlicher Gewinn 1920–1927	–188.000 \$

Um dieser Marktkapitalisierung für *American Zinc* zu entsprechen, hätte die hypothetische Stammaktie (80.000 Aktien als Basis) zu einem Kurs von 260 Dollar *je Aktie* notieren müssen, mit einem Gewinn von nur 6 Dollar und ohne Dividende. Die Zahl verdeutlicht, in welchem Ausmaß das unachtsame Börsenpublikum in diesem Fall durch die Ausbeutung von ungezahlten Dividenden irregeführt wurde.

Die *American Hide and Leather Company* bietet ein weiteres, jedoch weniger auffallendes Beispiel hierzu. In keinem Jahr zwischen 1922 bis einschließlich 1928 war der Gewinn des Unternehmens größer als 4,41 Dollar je Vorzugsaktie und der durchschnittliche Gewinn war gering. Doch notierte die Vorzugsaktie in jedem dieser 7 Jahre bei mindestens 66 Dollar. Diese wiederkehrende Stärke basierte größtenteils auf der spekulativen Anziehungskraft der enormen angesammelten Vorzugsdividenden, die während dieser Periode

von etwa 120 Dollar auf 175 Dollar je Aktie anwuchsen.

Bei Anwendung unserer Regel nehmen wir an, dass die Vorzugsaktien von *American Hide and Leather* das gesamte Eigentum am Unternehmen repräsentieren, was sie in jeder Hinsicht auch taten. Damit haben wir eine Stammaktie, die über viele Jahre keine Dividenden zahlte und deren durchschnittlicher Gewinn sich auf höchstens 2 Dollar je Aktie belief (im Zeitraum 1922 bis 1927). Offensichtlich wäre ein Preis von über 65 Dollar für eine derartige Stammaktie deutlich zu hoch. Folgerichtig war dieser Kurs für die Vorzugsaktien von *American Hide and Leather* übertrieben und die Existenz von angesammelten Dividenden – gleich welcher Höhe – konnte diese Schlussfolgerung nicht im Geringsten beeinträchtigen.

UNTERSCHIEDLICHE KAPITALSTRUKTUREN BEEINFLUSSEN DEN GESAMTEN MARKTWERT VON WERTPAPIEREN – Aus der vorangehenden Erörterung kann gefolgert werden, dass der Wert einer einzelnen Aktienemission stets dem gemeinsamen Wert jeder Vorzugs- und Stammaktie entsprechen muss, in die sie aufgeteilt werden kann. Theoretisch trifft dies vollkommen zu, jedoch muss es in der Praxis nicht der Fall sein, da eine Teilung des Kapitals in vorrangige Wertpapiere und Stammaktien tatsächliche Vorteile gegenüber einer bloßen Stammaktienemission haben kann. Dieses Thema wird ausführlich in Kapitel 40 unter der Überschrift »Kapitalstruktur« behandelt.

Die Unterscheidung zwischen dem gerade erläuterten Konzept und unserer »Regel der Höchstbewertung von vorrangigen Wertpapieren« kann wie folgt verdeutlicht werden:

- Angenommen, Unternehmen X = Unternehmen Y
- Unternehmen X besitzt Vorzugsaktien (V) und Stammaktien (S); Unternehmen Y besitzt lediglich Stammaktien (S')
- Dann *ergäbe* sich: Wert von V + Wert von S = Wert von S',

da jede Seite der Gleichung das Gleiche darstellt, nämlich den Gesamtwert jedes Unternehmens.

Doch dieses offensichtliche Verhältnis muss in der Praxis nicht gelten, da eine aus Vorzugs- und Stammaktien bestehende Kapitalstruktur tatsächliche Vorteile gegenüber einer einzelnen Stammaktienemission haben kann.

Dagegen besagt unsere »Regel der Höchstbewertung von vorrangigen Wertpapieren« nur, dass der Wert von V *allein* nicht den Wert von S' übersteigen kann. Dies sollte sowohl theoretisch als auch praktisch gelten, es sei denn, dass alle rationalen Erwägungen durch manipulative oder kopflose spekulative Aktivitäten ignoriert werden.

Unsere Regel ist in negativer Form angegeben und daher auch negativ in ihrer

Anwendung. Sie ist äußerst hilfreich, um Fälle aufzudecken, wo Vorzugsaktien oder Anleihen ihren Kurs *nicht wert* sind. Für eine positive Anwendung wäre es zuerst notwendig, den Wert der Vorzugsaktien auf Stammaktienbasis festzustellen (das heißt vollständiges Eigentum am Unternehmen) und anschließend zu bestimmen, welche Abzüge von diesem Wert vorgenommen werden sollten, um den Anteil widerzuspiegeln, der den existierenden Stammaktien zugeschrieben werden kann. Zuweilen wird dieser Ansatz als nützlich empfunden, um die Tatsache nachzuweisen, dass ein bestimmtes vorrangiges Wertpapier einen höheren Wert als seinen Börsenkurs hat. Doch eine solche Vorgehensweise bringt uns weit außerhalb der Reichweite von mathematischen Formeln und in den schwierigen und nicht eindeutigen Bereich von Stammaktienbewertungen, dem wir uns nun zuwenden wollen.

TEIL IV

THEORETISCHE BETRACHTUNG VON AKTIENINVESTITIONEN. DER DIVIDENDENFAKTOR

KAPITEL 27

THEORETISCHE BETRACHTUNG VON AKTIENINVESTITIONEN

In der einführenden Erörterung wurden bereits die inhärenten Schwierigkeiten herausgestellt, die sich bei der Anwendung analytischer Methoden auf spekulative Entscheidungssituationen ergeben. Aus der Tatsache, dass der spekulative Faktor bei Stammaktien besonders stark zutage tritt, folgt, dass analytische Ansätze mit großer Wahrscheinlichkeit keine schlüssigen und zufriedenstellenden Ergebnisse liefern werden. Sogar dann, wenn Ergebnisse schlüssig erscheinen mögen, besteht die Gefahr, dass sie sich als irreführend erweisen. An dieser Stelle ist es angeraten, detailliert in die Funktionen einer Aktienanalyse einzuführen. Dem vorangestellt seien drei wichtige Prämissen. Erstens kommt Aktien eine zentrale Bedeutung als Finanzierungsinstrument im herrschenden Finanzsystem zu und sie üben eine ungeheure Faszination auf viele Menschen aus; zweitens sind sowohl Käufer als auch Verkäufer von Aktien im Allgemeinen emsig bestrebt, begründete Bewertungen einzelner Titel vorzunehmen; und drittens bleibt festzustellen, dass, auch wenn Aktiengeschäfte letztlich Ausdruck spekulativer Gier sein sollten, die menschliche Natur diesen unliebsamen Impuls verleugnen und mit einer Fassade scheinbarer Logik und gesunden Menschenverstandes verdecken möchte. In Anlehnung an einen Voltaire'schen Aphorismus könnte man auch sagen: Falls es keine Aktienanalysen gäbe, würde daraus die Notwendigkeit folgen, ebensolche zu fälschen.

BEDEUTUNG VON AKTIENANALYSEN – Damit gelangt man zu der Frage: »Bis zu welchem Grade müssen Aktienanalysen als verlässliche und wertvolle Entscheidungsgrundlage oder als leere, aber unersetzliche Zeremonie angesehen werden, die zur Spekulation auf die zukünftige Entwicklung eines Geschäfts oder des Aktienmarktes dazugehört?« Die Antwort sollte in etwa lauten: »Sofern es sich um eine typische Stammaktie handelt – ein zufällig aus den gelisteten Werten gewähltes Papier –, wird selbst eine wie auch immer ausgeklügelte Analyse wohl kaum zu einer verlässlichen Schlussfolgerung in Bezug auf ihre Attraktivität oder den wahren Wert führen. Im Einzelfall dagegen kann die Analyse der Kennzahlen zu relativ zuverlässigen Schlussfolgerungen führen.« Daraus folgt, dass Aktienanalysen nur im

Ausnahmefall ein positiver oder wissenschaftlich gerechtfertigter Wert beigemessen werden kann und sie im Allgemeinen als fragwürdige Grundlage für Spekulationen oder als illusorische Bewertungsmethode für all jene Fälle betrachtet werden müssen, die sich eigentlich jeglichem Rechenkalkül entziehen, aber dennoch irgendwie berechnet werden müssen.

Zur weiteren Klärung dürfte wohl ein historischer Überblick besonders gut geeignet sein. Ein solcher Überblick zeigt nicht nur in Bezug auf das Erkenntnisobjekt Aktienanalysen ihren im Zeitablauf veränderten Status auf, sondern auch die Entwicklung eines mit diesem eng verknüpften und eine große Rückwirkung entfaltenden anderen Erkenntnisobjekts, nämlich die Theorie von Aktieninvestitionen. Als Erstes sollen hierzu lang etablierte und logisch erscheinende Prinzipien für Aktieninvestitionen aufgezählt werden. Angesichts der heraufziehenden neuen Bedingungen werden sich diese als überholt herausstellen. Ihre Unzulänglichkeit hat maßgeblich die Entstehung eines grundsätzlich anderen Konzepts von Aktieninvestitionen befördert, die sogenannte *New Era*-Theorie, die unter ihrer oberflächlichen Plausibilität die unermessliche Gefahr irreführender Fehlentscheidungen birgt. Angesichts einer obsoleten Vorkriegstheorie und einer geplatzten *New Era*-Theorie muss schließlich versucht werden, ein neues System von Prinzipien zu etablieren, das in sich logisch und einigermaßen schlüssig ist.

GESCHICHTE DER AKTIENANALYSE – Wendet man sich der Geschichte der Analyse von Aktien zu, erkennt man über die letzten 30 Jahre zwei in Konflikt miteinander stehende Faktoren. Auf der einen Seite ist das Prestige von Aktien als Anlageklasse in den Augen der Öffentlichkeit gestiegen, was vorrangig auf die steigende Anzahl von Wertpapieren mit wachsenden Erträgen, regelmäßig ausgeschütteten Dividenden und starkem finanziellen Rückgrat zurückzuführen ist. Diese Entwicklung wurde von einem bemerkenswerten Fortschritt bei der Publizierung von Unternehmensdaten hinsichtlich Frequenz und Eignung begünstigt, sodass die Öffentlichkeit und als Teil davon die Wertpapieranalysten mit einer Flut von statistischem Material versorgt wurden. Schließlich wurde eine beeindruckende Theorie konstruiert, die Aktieninvestitionen eine Überlegenheit als langfristige Anlageform bescheinigte. Als jedoch das öffentliche Interesse an Aktien in der Periode zwischen 1927 und 1929 seinen Höhepunkt fand, entfernte sich der von der Aktien kaufenden Öffentlichkeit verwendete Bewertungsansatz immer mehr von faktisch gerechtfertigten Methoden der Wertpapieranalyse und bezog sich immer stärker auf potenzielle und prophetische Elemente. Darüber hinaus erwies sich die verstärkte Instabilität von Industrieunternehmen und Unternehmensgruppen, die ganz allgemein auch die Investmentqualität von Anleihen unterlaufen hatte, noch schwerwiegender in Bezug auf die wahre Investmentqualität von Stammaktien.

ZWEI TYPEN VON INSTABILITÄT SCHRÄNKEN DEN ANALYTISCHEN ANSATZ EIN – Das Ausmaß, in dem diese Entwicklungen, (1) Instabilität materieller Vermögenswerte und (2) dominierender Einfluss von immateriellen Werten, den Wert von Analysen in Bezug auf Stammaktien einschränken, kann vielleicht anhand einer Gegenüberstellung von spezifischen Stammaktien für die Zeit vor 1920 einerseits und von aktuelleren Werten andererseits besser verdeutlicht werden. Dazu sollen vier typische Beispiele betrachtet werden: *Pennsylvania Railroad, Atchison, Topeka and Santa Fe Railway, National Biscuit and American Can.*

<i>Pennsylvania Railroad Company</i>			
Jahr	Kursspanne	Gewinn pro Aktie (in \$)	(in \$)
1904	70–56	4,63	3,00
1905	74–66	4,98	3,00
1906	74–61	5,83	3,25
1907	71–52	5,32	3,50
1908	68–52	4,46	3,00
1909	76–63	4,37	3,00
1910	69–61	4,60	3,00
1911	69–59	4,14	3,00
1912	63–60	4,64	3,00
1913	62–53	4,20	3,00
...			
1923	48–41	5,16	3,00
1924	50–42	3,82	3,00
1925	55–43	6,23	3,00
1926	57–49	6,77	3,125
1927	68–57	6,83	3,50
1928	77–62	7,34	3,50
1929	110–73	8,82	3,875
1930	87–53	5,28	4,00
1931	64–16	1,48	3,25

1932	23–7	1,03	0,50
1933	42–14	1,46	0,50
1934	38–20	1,43	1,00
1935	33–27	1,81	0,50
1936	45–28	2,94	2,00
1937	50–20	2,07	1,25
1938	25–14	0,84	0,50

<i>Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company</i>			
Jahr	Kursspanne	Gewinn pro Aktie (in \$)	(in \$)
1904	89–64	9,47*	4,00
1905	93–78	5,92*	4,00
1906	111–85	12,31*	4,50
1907	108–66	15,02*	6,00
1908	101–66	7,74*	5,00
1909	125–98	12,10*	5,50
1910	124–91	8,89*	6,00
1911	117–100	9,30*	6,00
1912	112–103	8,19*	6,00
1913	106–90	8,62*	6,00
...			
1923	105–94	15,48	6,00
1924	121–97	15,47	6,00
1925	141–116	17,19	7,00
1926	172–122	23,42	7,00
1927	200–162	18,74	10,00
1928	204–183	18,09	10,00
1929	299–195	22,69	10,00
1930	243–168	12,86	10,00

1931	203–79	6,96	10,00
1932	94–18	0,55	2,50
1933	80–35	-1,03	--
1934	74–45	0,33	2,00
1935	60–36	1,38	2,00
1936	89–59	1,56	2,00
1937	95–33	0,60	2,00
1938	45–22	0,83	--

* Geschäftsjahr mit Ende zum 30. Juni

American Can ist ein typisches Beispiel für spekulative Vorkriegsaktien. Der spekulative Charakter kann folgendermaßen hinreichend begründet werden: (1) Es wurden keine Dividenden ausgeschüttet; (2) die Erträge waren niedrig und unregelmäßig; (3) die Bewertung des Papiers war »verwässert«, da einem substantiellen Anteil des Marktwertes keine realen Vermögenspositionen gegenüberstanden. Im Unterschied dazu wurden die Aktien von *Pennsylvania*, *Atchison* und *National Biscuit* als Investitionspapiere angesehen – auch dies erfolgte aus hinreichend guten Gründen: (1) Sie wiesen eine zufriedenstellende und ununterbrochene Dividendenhistorie auf; (2) die Erträge waren halbwegs stabil und fielen im Schnitt höher aus als die ausgeschütteten Dividenden; (3) jedem als Nennwert verbrieften Dollar stand mindestens ein Dollar in realen Werten auf der Vermögensseite der Bilanz gegenüber.

<i>National Biscuit Company</i>			
Jahr	Kursspanne	Gewinn pro Aktie (in \$)	(in \$)
1909	120–97	7,67*	5,75
1910	120–100	9,86*	6,00
1911	144–117	10,05*	8,75
1912	161–114	9,59*	7,00
1913	130–104	11,73*	7,00
1914	139–120	9,52*	7,00
1915	132–116	8,20*	7,00

1916	131–118	9,72*	7,00
1917	123–80	9,87†	7,00
1918	111–90	11,63	7,00
	Alter Basiswert‡	Alter Basiswert‡	Alter Basiswert‡
1923	370–266	35,42	21,00
1924	541–352	38,15	28,00
1925	553–455	40,53	28,00
1926	714–518	44,24	35,00
1927	1.309–663	49,77	42,00
1928	1.367–1.117	51,71	49,00
1929	1.657–980	57,40	52,50
1930	1.628–1.148	59,68	56,00
1931	1.466–637	50,05	49,00
1932	820–354	42,70	49,00
1933	1.061–569	36,93	49,00
1934	866–453	27,48	42,00
1935	637–389	22,93	31,50
1936	678–503	30,28	35,00
1937	584–298	28,35	28,00
1938	490–271	30,80	28,00

* Erträge für das jeweils am 1. Februar beginnende Rechnungslegungsjahr.

† Für die verbleibenden elf Monate bis zum 31. Dezember 1917.

‡ 1922 wurde ein Aktiensplit im Verhältnis vier zu eins vorgenommen und zudem eine Aktiendividende von 75 Prozent ausgeschüttet. 1930 wurde erneut ein Aktiensplit vorgenommen, das Verhältnis betrug dabei 2,5 zu 1. Bezogen auf die dadurch vergrößerte Anzahl von Stammaktien müssen die oben aufgeführten Werte zwischen 1923 und 1929 durch sieben geteilt werden. Entsprechend gilt für die Werte in der Tabelle zwischen 1930 und 1938, dass sie das 17,5-Fache der tatsächlich veröffentlichten betragen.

Betrachtet man die Breite der Kursschwankungen der Papiere während der Vorkriegsdekade (oder der Periode 1908 bis 1918 für *National Biscuit*), ist festzustellen, dass *American Can* eine für spekulative Werte typische große Schwankungsbreite aufweist, während *Pennsylvania*, *Atchison* und *National Biscuit* einen viel engeren Kurskorridor aufwiesen und

nachweislich um einen Basispreis schwankten (nämlich: 97 für *Atchison*, 64 für *Pennsylvania* und 120 für *National Biscuit*), was für ihren Status als Investitionspapier und einen gerechtfertigten inneren Wert spricht.

<i>American Can Company</i>			
Jahr	Kursspanne (in \$)	Gewinn pro Aktie (in \$)	(in \$)
1904	----	0,51*	0
1905	----	-1,39 [†]	0
1906	----	-1,30 [‡]	0
1907	8–3	0,57	0
1908	10–4	-0,44	0
1909	15–8	-0,32	0
1910	14–7	-0,15	0
1911	13–9	0,07	0
1912	47–11	8,86	0
1913	47–21	5,21	0
...			
1923	108–74	19,64	5,00
1924	164–96	20,51	6,00
1925	297–158	32,75	7,00
	Alter Basiswert [§]	Alter Basiswert [§]	Alter Basiswert [§]
1926	379–233	26,34	13,25
1927	466–262	24,66	12,00
1928	705–423	41,16	12,00
1929	1.107–516	48,12	30,00
1930	940–628	48,48	30,00
1931	779–349	30,66	30,00
1932	443–178	19,56	24,00
1933	603–297	30,24	24,00

1934	689–542	50,32	24,00
1935	898–660	34,98	30,00
1936	825–660	34,80	36,00
1937	726–414	36,48	24,00
1938	631–425	26,10	24,00

* Ende des Rechnungslegungsjahres 31. März 1905.

† Für die am 31. Dezember 1905 endenden neun Monate.

‡ Exklusive eines Verlustes durch Feuerschäden von 58 Cent pro Aktie.

§ Aktiensplit 1926 im Verhältnis sechs zu eins. Die für 1926 bis 1938 veröffentlichten Zahlen betragen ein Sechstel der oben angegebenen Werte.

VORKRIEGSKONZEPT VON AKTIENINVESTITIONEN – Die der Vorkriegszeit zuzurechnende Beziehung zwischen Analyse und Investitionen einerseits und Preisfluktuation und Spekulation andererseits kann folgendermaßen dargelegt werden: Investitionen waren auf solche Stammaktien beschränkt, die stabile Dividenden und relativ stabile Erträge aufwiesen, und im Umkehrschluss wurde von diesen Papieren eine relativ stabile Marktbewertung erwartet. Analysen kamen damit hauptsächlich die Funktion zu, Schwachstellen wie die folgenden aufzudecken: Waren die Ertragsdaten nicht objektiv publiziert? Eröffnete ein Blick in die Bilanz eine schwache aktuelle Position? Wuchsen die Unternehmensschulden zu stark? Wurde die Instandhaltung vernachlässigt? Drohte Gefahr von neuen Konkurrenten oder verlor das Unternehmen bereits Marktanteile? War das Management verbraucht oder drohten Verschlechterungen bei der Besetzung? Gab es Anlass zur Sorge in Bezug auf die Zukunftsaussichten der gesamten Branche? Jedes einzelne dieser Negativmerkmale könnte aus der Perspektive eines vorsichtigen Investors als hinreichend dafür erklärt werden, das betreffende Papier von weiteren Überlegungen auszuschließen.

Positiv formuliert, war einer Analyse die Aufgabe zugeordnet, unter den Papieren, die alle notwendigen Bedingungen für ein Investment erfüllten, diejenigen zu finden, die *zusätzlich* die größte Wahrscheinlichkeit für zukünftige Verbesserungen boten. Dieser Prozess entsprach in weiten Teilen dem direkten Vergleich ähnlicher Werte aus der Klasse als Investment eingestufte Papiere, zum Beispiel aus der Gruppe der Dividenden ausschüttenden Eisenbahngesellschaften des Nordwestens. Das Hauptaugenmerk wurde dabei auf das relative Abschneiden der einzelnen Unternehmen in der Vergangenheit gelegt, im Einzelnen mit Blick auf die durchschnittlichen Erträge im Verhältnis zum Kurs sowie auf die Stabilität und den Trend der Erträge. Mit geringerem Gewicht gingen die Zukunft betreffende Überlegungen in die Analyse ein, etwa die Suche nach Branchen oder einzelnen Unternehmen, denen das größte Wachstumspotenzial zugetraut wurde.

Spekulationen werden durch die Betonung zukünftiger Entwicklungen charakterisiert: In der Vorkriegszeit setzte die herrschende Meinung eine *Betonung* von Zukunftserwartungen anstelle von Vergangenheitsdaten mit dem Einnehmen einer spekulativen Haltung gleich. Die etymologische Bedeutung des Begriffs Spekulation lautet »vorauszuschauen«; Investition wurde mit »festen Ansprüchen« assoziiert – gegen Eigentumsrechte und Werte, die in der *Vergangenheit* geschaffen wurden. Die Zukunft wurde als ungewiss und daher als spekulativ betrachtet; die Vergangenheit war bekannt und daher die Quelle der Sicherheit. Stellen wir uns einen Käufer von *American Can* im Jahr 1910 vor. Der Kauf könnte in der Erwartung erfolgt sein, der Kurs würde in Zukunft steigen oder die Erträge würden wachsen oder es würde bald eine Dividende ausgeschüttet werden oder die Möglichkeit bestehen, dass das Unternehmen sich zu einem der führenden Industrieunternehmen des Landes entwickelt. Vom Vorkriegsstandpunkt aus betrachtet, hätte jeder einzelne dieser Beweggründe, ungeachtet der Tatsache, dass einer vielleicht intelligenter oder glaubhafter gewesen wäre als andere, ein *spekulatives* Kaufmotiv konstituiert.

Auswahlmethoden bei Aktienanalysen ähneln denen der Anleihenauswahl: Erwiesenermaßen hatten die Methoden bei der Auswahl von Aktien eine große Ähnlichkeit mit denen bei der Auswahl von Anleihen. Auch Aktieninvestoren wollten in stabile Geschäfte investieren und in solche, die Erträge mit einer angemessenen Sicherheitsmarge über den Dividendenzahlungen erwirtschafteten. Aus der Natur der Sache folgte, dass sie sich mit einer geringeren Sicherheitsmarge zufriedengeben mussten als die Anleiheninhaber, ein Nachteil, der durch die höhere Rendite (6 Prozent entsprach dem Standard bei Stammaktien gegenüber 4,5 Prozent bei erstklassigen Anleihen), die Chance auf Dividendensteigerungen, wenn das Geschäft fortgesetzt prosperieren sollte, und – allgemein mit dem geringsten Gewicht bedacht – durch die Möglichkeit, Kapitalgewinne zu erzielen, ausgeglichen wurde. Inhaber von Stammaktien fanden sich nicht selten in einer Position, die sich von derjenigen von Inhabern zweitklassiger Anleihen nicht großartig unterschied. Wesentlich war, welcher *Grad* an Sicherheit für die höhere Rendite verblieb. Die Beispiele von *Pennsylvania* und *Atchison* während der Dekade zwischen 1903 bis 1904 bieten spezifische Einsichten in die vorangegangene Beschreibung.

Der Kauf von Aktien als Beteiligung an einem Geschäft: Eine weitere hilfreiche Perspektive auf die Vorkriegssichtweise von Aktienbeteiligungen wird durch die Vergegenwärtigung einer Teilhaberschaft an einem privaten Geschäft erreicht. Typischerweise waren Aktionäre Geschäftsleute, die gut daran taten, ein beliebiges Unternehmen nach dem Maßstab zu bewerten, den sie auch in Bezug auf ihr eigenes Geschäft ansetzten. Das bedeutet, dass ein Geschäftsmann den realen Vermögenswerten hinter den Aktien mindestens die gleiche Aufmerksamkeit widmete wie den Ertragsdaten. Es ist wichtig, sich den Fakt vor Augen zu führen, dass die Bewertung privater Geschäfte schon immer in

erster Linie auf der in den Büchern abgebildeten »Nettovermögensposition« aufgebaut hat. Vor der Entscheidung, sich in eine Partnerschaft einzukaufen oder eine Eigenkapitalbeteiligung vorzunehmen, erfolgt zunächst der »Blick in die Bücher«, nämlich die Bilanz, um den realen Gegenwert zu bestimmen und hernach zu prüfen, inwiefern Vergangenheitsdaten und Zukunftsaussichten gut genug sind, um eine solche Beteiligung attraktiv erscheinen zu lassen. Beteiligungen an Privatgeschäften können natürlich für geringere oder größere Gegenwerte als die proportionalen Gegenwerte am Unternehmensvermögen verkauft werden, Buchwerte sind jedoch der unumgängliche Ausgangswert einer jeden Berechnung. Und das Geschäft wird schließlich aufgrund und in Anbetracht des vom Buchwert nachgelassenen Diskonts oder der auf ihn gezahlten Prämie durchgeführt und wahrgenommen.

Diese Haltung war früher auch bei Investitionen in marktgängige Stammaktien üblich. Die erste Ausgangsbasis war der Nennwert, ein mutmaßliches Maß für das Kapital oder Vermögen, das in das Geschäft eingelegt wurde; die zweite fundamentale Kennzahl wurde durch den Buchwert als Summe aus Nennwert und anteiligen Gewinnrücklagen dargestellt. Bei der Prüfung von Stammaktienbeteiligungen lautete die entscheidende Frage: »Kommt dieses Papier in Anbetracht der aus dem Börsenkurs folgenden Prämie auf den Buchwert oder des Diskonts von ihm für einen Kauf infrage?« Mit »Verwässerung« wurden Praktiken bezeichnet, welche die Akteure auf den Aktienmärkten täuschen sollten, indem fiktive Vermögenswerte bilanziert wurden, welche die Bestimmung des Buchwertes des Eigenkapitals verzerrten. Daraus leitete sich eine der Schutzfunktionen von Wertpapieranalysen ab, nämlich festzustellen, inwiefern die bilanzierten Buchwerte des Anlagevermögens eines Unternehmens tatsächlich die gegenwärtigen Wiederbeschaffungskosten oder einen begründeten anderen Wert repräsentierten.

Investitionen in Stammaktien auf Grundlage eines dreigliedrigen Konzepts: Daraus ließ sich das folgende dreigliedrige Konzept für Investitionen in Stammaktien ableiten, das früher allgemeine Gültigkeit hatte: (1) angemessene und dauerhaft ausgeschüttete Dividenden, (2) stabile und adäquate Ertragshistorie, (3) hinreichende Deckung des Eigenkapitals durch reale Vermögenswerte. Jedes dieser drei Elemente konnte einer detaillierten Analyse unterzogen werden, sowohl in Bezug auf das betreffende Wertpapier allein, als auch in Relation zu anderen aus derselben Klasse. Aktienbeteiligungen, die aus anderen Gründen motiviert waren, stellten dann Spekulationen dar, von denen nicht erwartet wurde, dass sie durch eine ernst zu nehmende Analyse hätten begründet werden können.

»NEW ERA«-THEORIE

Während der Nachkriegsperiode und speziell während der letzten Boomjahre des 1929 kulminierenden Aufschwungs nahmen die am Aktienmarkt handelnden Akteure eine völlig veränderte Haltung in Bezug auf die Investmenteignung von Stammaktien ein. Zwei der drei oben aufgezeigten Elemente verloren nahezu ihre gesamte Signifikanz und das dritte, die Ertragsdaten, erfuhr eine vollständige Überarbeitung. Die neue Theorie beziehungsweise das neue Prinzip kann mit folgendem Satz zusammengefasst werden: »Der Wert einer Stammaktie wird ausschließlich von den zukünftig erzielten Erträgen bestimmt.«

Aus diesem Grundsatz wurden die folgenden Schlussfolgerungen gezogen:

- Dass die Dividendenrendite nur eine geringe Wertrelevanz besäße.
- Da augenscheinlich zwischen Unternehmensvermögen und Ertragskraft keine Abhängigkeit bestand, maß man Vermögensgrößen nur eine geringe Bedeutung bei.
- Dass Ertragsdaten der Vergangenheit nur insofern relevant seien, als sie anzeigten, welche Veränderung der Erträge in der Zukunft wahrscheinlich sei.

Die mit Aktien handelnde Öffentlichkeit nahm diese umfassende Revolution in der Aktienphilosophie überhaupt nicht wahr, bemerkt wurde sie nur von wenigen wachsamem Mitgliedern der Aufsichtsgremien. Nachfolgend soll das Verständnis für die mit dieser modifizierten Wahrnehmung einhergehenden Veränderungen geschärft werden. Dazu ist eine Betrachtung aus drei verschiedenen Blickwinkeln nötig: auf die Gründe, auf die Folgen und auf ihre logische Validität.

DIE GRÜNDE, DIE ZU EINER MODIFIZIERTEN WAHRNEHMUNG GEFÜHRT HABEN – Warum wendeten die Aktienmarktakteure ihre Aufmerksamkeit von den Dividenden, den Vermögenswerten und den durchschnittlichen Erträgen ab, um sich fast ausschließlich auf den von den Erträgen beschriebenen Trend, also auf die erwartete Veränderung der Erträge in der Zukunft, zu konzentrieren? Die erste Antwort lautete, dass sich Vergangenheitsdaten als unzuverlässige Anhaltspunkte für Investitionen herausgestellt hatten, und die zweite, dass von den Zukunftsaussichten ein unwiderstehlicher Reiz ausging.

Das der *New Era* zugrunde liegende Konzept ist vor allem auf die obsolet gewordenen alten etablierten Standards zurückzuführen. Während der letzten Generation hat sich das Tempo von ökonomischen Veränderungen dermaßen beschleunigt, dass dem Attribut *lange etabliert* die vormals zugesprochene Erwartung von *Stabilität* abhandengekommen ist. Unternehmen, die über Jahrzehnte hinweg prosperiert hatten, wurden binnen weniger Jahre in Insolvenzverfahren gezwungen. Andere Unternehmen, die klein, erfolglos oder mit einem zweifelhaften Ruf belegt waren, konnten ebenso schnell eine beachtliche Größe, beeindruckende Erträge und erstklassige Ratings erreichen. Die Gruppe, auf die sich die

investierende Öffentlichkeit bis dahin hauptsächlich konzentriert hatte, die Eisenbahngesellschaften, verfehlten systematisch eine Partizipation am allgemeinen nationalen Aufschwung und zeigten wiederholt eindeutige Anzeichen für ein Schrumpfen ihres Marktes. Die Straßenbahnen, ebenfalls vor 1914 ein wichtiges Marktsegment, büßten infolge neuer Transportmöglichkeiten innerhalb kürzester Zeit einen Großteil ihres Wertes ein. Die Entwicklung der Strom- und Gasversorger nahm während dieser Zeit einen unregelmäßigen Verlauf, da sie durch die Kriegs- und Nachkriegsinflation eher geschädigt wurden, als dass sie profitierten, und ihr beeindruckendes Wachstum nur einen relativ kurzen Zeitraum umfasste. Die Entwicklung der Industrieunternehmen war ein Gemisch radikaler Veränderungen, in dem die Vorteile so unsystematisch und flüchtig verteilt waren, dass die am wenigsten erwarteten Fehlentwicklungen mit den überraschendsten Erfolgsmeldungen nicht selten Hand in Hand gingen.

Angesichts dieser Instabilität war es unausweichlich, dass sich die dreigliedrige Basis für Stammaktieninvestitionen als vollständig inadäquat herausstellen musste. Die Dividenden und Ertragszahlen der Vergangenheit konnten daher nicht länger als Index für zukünftige Dividenden und Erträge verwendet werden. Darüber hinaus zeigten diese zukünftigen Erträge keinerlei Zusammenhang mehr mit dem tatsächlich im Geschäft investierten Vermögen auf, sondern hingen stattdessen fundamental von der relativen Wettbewerbsposition und den Fähigkeiten des Managements ab. In unzähligen Zwangsverwaltungsverfahren schwand das Finanzvermögen dahin und das Anlagevermögen erwies sich fast immer als wertlos. Da überhaupt kein Zusammenhang mehr bestand, sowohl zwischen Vermögen und Erträgen als auch zwischen Vermögen und realisierbaren Werten im Bankrottfall, wurde dem vormals wichtigen »Nettovermögen« oder dem »Buchwert« von den am Aktienmarkt handelnden Akteuren immer weniger Beachtung geschenkt. Ab 1929 kann davon gesprochen werden, dass Buchwerte praktisch keinen Einfluss mehr darauf hatten, welche Attraktivität einem Wertpapier beigemessen wurde. Diese Behauptung wird klar bestätigt durch die Tatsache, dass die damals heiß diskutierte Bezeichnung »verwässerte Aktien« mittlerweile ein in Vergessenheit geratener Ausdruck ist.

DIE AUFMERKSAMKEIT WENDETE SICH DEM ERTRAGSTREND ZU – So hatte sich der auf vergangene Erträge und materielle Vermögenspositionen aufbauende Vorkriegsansatz für Investitionen überlebt und wurde abgelegt. Was konnte an die frei werdende Stelle gesetzt werden? Einem neuen Konzept wurde eine zentrale Bedeutung zuerkannt – dem durch die Erträge beschriebenen Trend. Die Vergangenheit war demnach nur insoweit von Interesse, als sie bei der Erwartungsbildung die Richtung anzeigte, in die sich die zukünftigen Größen wahrscheinlich entwickeln würden. Ein ununterbrochenes Gewinnwachstum wies darauf hin, dass es mit der Firma aufwärts ging, und galt als Versprechen für zukünftig noch bessere

Ergebnisse als die bis dahin erreichten. Im Umkehrschluss wurde angenommen, dass die zukünftigen Aussichten bei schrumpfenden oder sogar nur stagnierenden Erträgen in Zeiten allgemeiner Prosperität eher negativ und entsprechende Papiere zu meiden seien.

DIE »STAMMAKTIE SIND LANGZEITANLAGEN«-DOKTRIN – In Zusammenhang mit dieser die neue Basis für Stammaktienbeteiligungen bildenden Idee gewann eine weitere und verwandte Theorie an Boden, nach der Stammaktien das rentabelste und daher erstrebenswerteste Instrument für Langzeitinvestitionen darstellten. Diese Lehre fußte auf den Ergebnissen einer bestimmten Forschungsrichtung, die gezeigt hatte, dass Portfolios aus diversifizierten Aktienwerten bei hinreichend langer Haltedauer regelmäßig Wertzuwächse produzierten. Die Zahlen zeigten, dass ein solches Portfolio sowohl im Hinblick auf die laufende Rendite als auch im Hinblick auf Kapitalgewinne besser abschnitt als Standardanleihen.

Diese beiden Ideen wurden miteinander verbunden durch die »Investmenttheorie«, die den Handel auf dem Aktienmarkt zwischen 1927 und 1929 bestimmte. Als Differenzierung des auf Seite 380 dargelegten Prinzips kann die Theorie folgendermaßen beschrieben werden:

- Der Wert einer Stammaktie wird von den zukünftigen Erträgen bestimmt.
- Gute Stammaktien weisen einen steigenden Ertragstrend auf.
- Gute Stammaktien werden sich als geeignete und rentable Investition herausstellen.

Diese Aussagen muten unschuldig und plausibel an. Sie beinhalteten jedoch zwei theoretische Schwachstellen, die zu unangenehmen Fehltritten führen konnten, was auch tatsächlich der Fall war. Als Erstes ist festzuhalten, dass sie die fundamentale Unterscheidung zwischen Investition und Spekulation außer Acht ließen. Als Zweites ist zu kritisieren, dass sie den *Preis* als Einflussgröße für die Attraktivität einer Aktie ignorierten.

INVESTITIONEN DER *NEW ERA*, ÄQUIVALENT ZU VORKRIEGSSPEKULATIONEN – Nach kurzem Überdenken wird schnell klar, dass die von der Öffentlichkeit und von Fonds praktizierten *New-Era-Investments* dem entsprachen, was in den Jahren vor dem Boom gemeinhin als Spekulation bezeichnet wurde. Solche »Investments« bedeuteten, unter Betonung der Aussicht auf Kapitalgewinne anstelle des laufenden Einkommens, Aktien anstelle von Anleihen zu kaufen, und sie bezogen ihre Rechtfertigung aus Überlegungen über unsichere zukünftige Entwicklungen anstatt aus der faktischen Vergangenheit. Es wäre nicht unzutreffend, zu behaupten, dass *New-Era-Investments* nichts anderes gewesen seien als althergebrachte Spekulation mit Stammaktien, die einen überzeugenden Ertragstrend aufwiesen. Dieses beeindruckende Konzept bereitete den Nährboden für den größten Aktienmarktboom in der

Geschichte und war nicht mehr als eine dürftig verkleidete Version eines alten zynischen Epigramms: »Investition ist erfolgreiche Spekulation.«

AKTIENEMPFEHLUNGEN BEI VÖLLIGER NEGATION DES PREISES – Die Vorstellung, dass die Vorteilhaftigkeit einer Stammaktie gänzlich unabhängig von ihrem Preis bestimmt werden könne, erscheint unglaublich absurd. Die *New Era*-Theorie führt aber direkt zu dieser These. Wenn die Aktien eines öffentlichen Versorgers zu einem Kurs notierten, der das 35-Fache der maximal berichteten anstelle des Zehnfachen der durchschnittlichen Erträge bezifferte, was dem Vorboomstandard entsprochen hätte, war daraus nicht zu schließen, dass die Aktie aktuell überbewertet war, sondern dass der Bewertungsstandard abgehoben war. Anstatt die Prüfung des Marktpreises anhand bewährter Bewertungsstandards durchzuführen, basierte der *New Era*-Bewertungsstandard auf dem Börsenkurs. So verschwanden jegliche oberen Kurslimitierungen, nicht nur diejenigen, zu denen eine Aktie gehandelt werden konnte, sondern auch diejenigen, zu denen verkauft werden sollte. Dieser fantastisch anmutende Gedanke führte zum Kauf von Aktien zum Stückpreis von 100 Dollar, als der Ertrag pro Aktie lediglich 2,50 Dollar betrug. Ebenfalls gerechtfertigt wäre dann ein Erwerb bei 200 Dollar, 1000 Dollar oder jedem anderen erzielbaren Preis gewesen.

Eine verlockende Bestätigung dieses Prinzips ergab sich aus dem Umstand, dass es das Einfachste von der Welt war, auf dem Aktienmarkt Geld zu verdienen. Hierfür war es lediglich nötig, »gute« Aktien ungeachtet ihres Preises zu kaufen und der Natur ihren Lauf zu lassen – nach oben. Das Ergebnis einer solch allgemeinen Strategie musste tragisch ausfallen. Unzählige Menschen fragten sich: »Warum für den Lebensunterhalt arbeiten, wenn man sich mit der Wall Street ein leichtes Leben erlauben kann?« Die umfassende Migration aus der Geschäftswelt in die Finanzwelt war eine Wiederauflage des berühmten Goldrausches am Klondike, außer dass das Gold an die Wall Street getragen wurde und nicht umgekehrt.

FONDSGESELLSCHAFTEN ÜBERNEHMEN DIE NEUE DOKTRIN – Eine ironische Seite dieser 1928 bis 1929 vorherrschenden Theorie ist bei den Aktivitäten der Fondsgesellschaften zu sehen. Sie waren einmal mit der Absicht gegründet worden, die unerfahrene Öffentlichkeit in den Genuss einer professionellen Verwaltung ihrer Mittel kommen zu lassen – eine plausible Idee und eine, die sich in England nachweislich gut bewährt hat. Die ersten amerikanischen Fondsgesellschaften verfolgten in Bezug auf Investitionen einige bewährte Prinzipien äußerst streng, die ein typischer Einzelinvestor viel weniger beachten konnte. Die wichtigsten dieser Prinzipien waren:

- In Depressionsphasen und Zeiten niedriger Kurse zu kaufen und Wertpapiere bei prosperierender Gesamtlage und hohen Preisen wieder abzustoßen

- Portfoliodiversifizierung über Branchen- und Ländergrenzen hinweg zu betreiben
- Mithilfe von umfassenden und professionellen statistischen Analysen unterbewertete Einzelpapiere zu entdecken und kaufen

Mit welcher Schnelligkeit und Vollständigkeit diese traditionellen Prinzipien von den Fondsgesellschaften über Bord geworfen wurden, ist eines der vielen Wunder dieser Periode. Der Gedanke, in Depressionsphasen zu kaufen, war offensichtlich nicht umsetzbar. Das lag an der fatalen Schwäche, Fondsgesellschaften nur in allgemeinen Boomphasen am Markt einführen zu können, sodass die ersten Geschäfte zwangsläufig auf Bullenmärkten abgeschlossen wurden. Der Gedanke einer weltweiten Verteilung seines Kapitals hat den provinziell geprägten Durchschnittsamerikaner nie besonders stark beeindruckt (womit er richtiggelegen haben könnte), und da die Geschäfte hier sowieso viel besser liefen als in Übersee, wurde dieses Prinzip von der herrschenden Meinung gekippt.

VERZICHT DER FONDSGESELLSCHAFTEN AUF ANALYSEN – Das größte Paradoxon allerdings stellt der schon frühzeitige Verzicht der Fondsgesellschaften dar, ihre Investitionspolitik wissenschaftlich und analytisch zu fundieren. Da diese Finanzinstitute ihre Existenz der *New Era*-Philosophie verdankten, war es jedoch vielleicht nur normal und folgerichtig, dass sie an deren Prinzipien festhielten. Nach deren Grundregeln gestalteten sich Investitionen so herrlich einfach, dass Forschung unnötig wurde und aufwendige statistische Untersuchungen zur lästigen Routine degenerierten. Der Investitionsprozess bestand im Grunde lediglich darin, führende Unternehmen mit steigendem Ertragstrend ausfindig zu machen und hernach die Aktien ungeachtet des Kurses zu kaufen. Daher wurde als richtige Investitionspolitik empfunden, diejenigen Werte zu kaufen, die jeder andere ebenfalls kaufte – eine ausgewählte Liste höchst populärer und extrem teurer Papiere mit der geläufigen Bezeichnung »Blue Chips«. Der originäre Gedanke, unterbewertete und unbeachtete Papiere zu identifizieren, verschwand vollends aus dem Kalkül der Akteure. Fondsgesellschaften schmückten sich gern mit der Aussage, in ihren Portfolios befänden sich ausschließlich aktive Standardwerte, also die bekanntesten und teuersten Stammaktien. Leicht überspitzt kann hinzugefügt werden, dass angesichts der für diese Investitionspolitik notwendigen Methodik ein einziger Angestellter mit 30 Dollar pro Woche hinsichtlich Intelligenz, Erfahrung und Zeitaufwand in der Lage gewesen wäre, einen Zehn-Millionen-Dollar-Fonds zu verwalten.

Dem einfachen Mann von der Straße, der davon überzeugt worden war, seine Mittel den überlegenen Fähigkeiten der Experten – gegen substanzielle Entlohnung – anzuvertrauen, wurde gebetsmühlenartig versichert, dass der Fonds nur das kaufe, was er auch selbst gekauft hätte.

Rechtfertigung: Die Irrationalität kann nicht weiter gesteigert werden; dabei bleibt

festzuhalten, dass massenhafte Spekulation nur in einer Atmosphäre gedeihen kann, die durch die Abwesenheit jeglicher Logik und einen Mangel an Realitätssinn gekennzeichnet ist. Der Selbstbetrug der Massenspekulanten weist dabei Elemente einer Rechtfertigung auf. Solche werden gewöhnlich aus verallgemeinerten Aussagen gewonnen, die zwar bezogen auf die betreffende Abstraktionsebene stimmen, jedoch keine reale Grundlage für die Spekulationen bieten. Bei Immobilienbooms baut die Begründung meist auf einem permanenten Wachstum von Grundstückswerten auf. Der *New Era*-Bullenmarkt bezog seine »rationale« Basis aus der langfristigen Überlegenheit diversifizierter Aktienportfolios.

EINE WAHRE AUSSAGE WIRD BENUTZT, UM EINE UNZULÄSSIGE SCHLUSSFOLGERUNG ZU STÜTZEN – Die Anwendung dieser historischen Fakten durch die *New Era*-Vertreter ist allerdings von einem Trugschluss gekennzeichnet. Dies kann selbst bei oberflächlicher Analyse des mit nur geringem Datenaufwand erstellten Buches erkannt werden, von dem die *New Era*-Philosophie angestoßen wurde. Veröffentlicht wurde es 1924 von Edgar Lawrence Smith unter dem Titel: *Common Stocks as Long-term Investments*.²³⁰ Darin sollte gezeigt werden, dass Stammaktien die Tendenz aufweisen, im Zeitablauf im Wert zu wachsen, und zwar ganz einfach aus dem Grund, dass nicht alle Erträge über Dividenden ausgeschüttet würden und die einbehaltenen den Wertzuwachs bedingten. Ein beispielhafter Fall könnte von einer Eigenkapitalrentabilität von 9 Prozent, einer Ausschüttung von 6 Prozent über Dividenden sowie einer Einstellung der restlichen 3 Prozent in die Rücklagen ausgehen. Bei einem guten Management und mit ein wenig Glück könnte der wahre Wert des in Aktien verbrieften Eigenkapitals dann tatsächlich entsprechend seinem Buchwert jährlich um 3 Prozent steigen, mit Zinseszinsseffekt. Dies ist natürlich eher ein theoretisches Beispiel als eine Standardausgangslage, doch den unzähligen Fällen mit schlechteren als »normalen« Ergebnissen kann eine hinreichende Anzahl mit beeindruckendem Wachstum gegenübergestellt werden.

Die Überlegenheit von Langzeitaktienanlagen ergab sich also im Grunde aus dem Fakt, dass die erzielte Rendite größer war als der Anleihenzins. Ein typisches Beispiel hierfür wäre eine Aktie, auf die 10 Dollar Erträge entfallen und die zu 100 Dollar gehandelt wird. Sobald allerdings der Kurs ansteigt, sinkt die Rendite bei unveränderten Erträgen und der Vorteil schwindet in gleichem Maße dahin. *Und damit verschwindet auch die gesamte theoretische Basis, Aktien als Investmentwertpapiere zu betrachten.* Als im Jahr 1929 die Anleger 200 Dollar für eine Aktie zahlten, auf die 8 Dollar Erträge entfielen, erwarben sie so ein Renditepotenzial, das nicht größer war als der Anleihenzins, allerdings ohne den zusätzlichen Schutz in Form vorrangiger Ansprüche. Indem die Entwicklung von Stammaktien in der Vergangenheit genutzt wurde, um Kurse zu rechtfertigen, die das 20- bis 40-Fache der auf die Aktien entfallenen Erträge ausmachten, begannen die *New Era*-Vertreter mit einer

wahren Aussage und verdrehten sie zu einer unzulässigen Schlussfolgerung.

Tatsächlich hat ihre stürmische Nachfrage danach, den inhärenten Vorteil von Aktien auszunutzen, selbst Bedingungen geschaffen, die sich von denen grundlegend unterscheiden, die den Vorteil erst ermöglicht hatten – nämlich dass die durchschnittlichen Erträge bei 10 Prozent des Börsenkurses lagen. Edgar Lawrence Smith liefert eine plausible Erklärung für den Wertzuwachs von Stammaktien, indem er auf die Reinvestition von in die Gewinnrücklagen eingestellten Mitteln abstellt. Paradox genug, dass sich die *New Era*-Theorie zwar dieser Erkenntnis bedient, dabei allerdings den realen Vermögenswerten hinter den favorisierten Aktien nicht die geringste Bedeutung beimisst. Darüber hinaus würde die Gültigkeit der Schlussfolgerungen von Mr. Smith notwendigerweise voraussetzen, dass von Aktien angenommen werden dürfte, sie verhielten sich in der Zukunft so, wie sie sich in der Vergangenheit verhalten hatten. Im Ergebnis wurde die Bedeutung der in der Vergangenheit erzielten Erträge von der *New Era*-Theorie allein auf eine *Trendaussage* über die zukünftige Entwicklung reduziert.

Beispiele für Trendaussagen aus Ertragsdaten: Ausgegangen werden soll von den Ertragsdaten dieser drei Unternehmen:

Jahr	Firma A (<i>Electric Power and Light</i>) (in \$)	Firma B (<i>Bangor & Aroostook R.R.</i>) (in \$)	Firma C (<i>Chicago Yellow Cab</i>) (in \$)
1925	1,01	6,22	5,52
1926	1,45	8,69	5,60
1927	2,09	8,41	4,54
1928	2,37	6,94	4,58
1929	2,98	8,30	4,47
5-Jahres-Durchschnitt	1,98	7,71	4,94
Höchstpreis 1929	86 $\frac{5}{8}$	90 $\frac{3}{8}$	35

Die 1929er Kurshochs dieser drei Unternehmen zeigen, dass aus der *New Era*-Sichtweise Unternehmen A stark präferiert wurde, Indifferenz gegenüber Unternehmen B vorlag und Unternehmen C definitiv abgelehnt wurde. Der Markt bewertete Aktien von Unternehmen A mehr als doppelt so hoch wie die von Unternehmen C, obwohl im Jahr 1929 die auf die Letzteren entfallenden Erträge 50 Prozent über denen auf die Ersteren lagen und die durchschnittlichen Erträge sogar 150 Prozent höher.²³¹

DURCHSCHNITTSERTRAG VERSUS ERTRAGSTREND – Diese Beziehungen zwischen Kursen und Erträgen aus dem Jahr 1929 zeigen unverkennbar, dass Vergangenheitsdaten nicht länger als Maß für das normal zu erwartende Ertragspotenzial verwendet wurden, sondern im Grunde als bloßer Orakelspruch dafür dienten, in welche Richtung die Gewinne sich entwickeln würden. Dass die durchschnittlichen Erträge als verlässliches Maß für zukünftige Erträge aus dem Kalkül verschwanden, muss dabei befürwortet werden, da, wie bereits angeführt wurde, typischerweise ein starker Anstieg der Instabilität von Unternehmen festzustellen war. Daraus folgt aber nicht zwingend, dass der Ertragstrend nunmehr eine verlässlichere Grundlage für die Schätzung als der Durchschnitt darstellen würde. Und selbst wenn er verlässlicher gewesen wäre, hätte dies nicht notwendigerweise zur Folge, dass er ganz allein eine sichere Kalkulationsbasis für die Investition bieten würde.

Die Annahme, Erträge setzten die Entwicklung, die sie in der Vergangenheit über eine bestimmte Periode hinweg beschrieben haben, fort, stellt grundsätzlich nichts anderes dar als die verworfene Annahme, der Durchschnittsertrag aus der Vergangenheit würde sich so auch in der Zukunft einstellen. Es kann durchaus sein, dass der Ertragstrend einen geeigneteren Hinweis auf zukünftige Entwicklungen als der Ertragsdurchschnitt darstellt. Doch selbst im besten Fall ist ein solcher Hinweis keineswegs sicher und – was noch viel schwerwiegender ist – es gibt keine logische Fundierung eines Zusammenhangs zwischen Trend und Kurs.²³² Damit ist der Wert, der auf einen zufriedenstellenden Trend gelegt wird, willkürlich und spekulativ, was zu maßloser Blasenbildung verleitet und unausweichlich zum Platzen dieser Blase führt.

Gefahr aus der Projizierung von Trends in die Zukunft: Viele Gründe sprechen dagegen, von einer Fortsetzung von Trends der Vergangenheit in die Zukunft auszugehen. Zunächst steht jedem steil nach oben verlaufenden Trend die grundsätzliche ökonomische Erkenntnis vom Gesetz des zunehmenden Wettbewerbs und abnehmender Gewinne entgegen. Ebenfalls kritisch wirkt der allgemein von Auf- und Abschwüngen geprägte Konjunkturverlauf, aus dem die Gefahr erwächst, gerade am Vorabend des nächsten Abschwungs die beeindruckendsten Ertragstrends präsentiert zu bekommen. In Bezug auf die Periode zwischen 1927 bis 1929 konnte man beobachten, dass die nach Profit gierende Öffentlichkeit bereit war, den zartesten Anschein eines gefälligen Trends zu akzeptieren, während die Ertragstrendtheorie im Grunde nichts anderes als eine Verkleidung von Spekulation im Gewand einer »Investition« war. Über eine Periode von fünf, vier oder auch nur drei Jahren steigende Erträge wurden als Versicherung für ein ununterbrochenes zukünftiges Wachstum gewertet und schienen eine Projizierung der Gewinnkurve in unbestimmte Höhen zu erlauben.

Beispiel: Die diesbezüglich um sich greifende Kopflosigkeit der handelnden Akteure zeigt sich am deutlichsten im Zusammenhang mit den unzähligen Neuemissionen von Aktien in dieser Zeit. Die fixe Idee, nach steigenden Erträgen zu suchen, führte zu einem Aufstieg

gerade solcher Industrieunternehmen, die zeitweise eine glückliche Entwicklung nehmen konnten, zum Emissionszeitpunkt aber ihren Höhepunkt gerade überschritten oder bereits überschritten hatten. Ein für diese Praxis typisches Beispiel bieten die zur Emission angebotenen Vorzugs- und Stammaktien von *Schletter and Zander, Inc.*, ein Trikotagehersteller (später umfirmiert zu *Signature Hosiery Company*). Gegründet wurde das Unternehmen 1929 als Nachfolger eines 1922 ins Leben gerufenen Geschäfts. Die Finanzierung erfolgte über die Emission von 44.810 Stück 3,50-Dollar-Vorzugsaktien mit Wandlungsoption für 50 Dollar je Aktie und 261.349 Stück Stammaktien mit Stimmrechtsbindung für 26 Dollar je Aktie. Der Emissionsprospekt beinhaltete die folgende Ertragsübersicht der Emittentin:

Jahr	Netto nach Bundessteuern (in \$)	Je Vorzugsaktie (in \$)	Je Stammaktie (in \$)
1925	172.058	3,84	0,06
1926	339.920	7,58	0,70
1927	563.856	12,58	1,56
1928	1.102.308	22,79	3,31
Die Zahlen für die beiden folgenden Jahre waren:			
1929	812.136	18,13	2,51
1930	- 179,875	- 4,01	-1,81

Theory of Common Stock Investment

1931 begann die Liquidierung des Unternehmensvermögens und bis zum Ende 1933 entfielen auf die Vorzugsaktien Liquidationsdividenden von 17 Dollar pro Aktie. (Die bis dahin verbliebenen zur Liquidation stehenden Posten waren vernachlässigbar.) Die Stammaktien waren ein Totalverlust.

Dieses Beispiel illustriert eines der Paradoxe der Finanzgeschichte: Gerade in der Phase, als die zunehmende Instabilität von Unternehmen den Kauf von Stammaktien sowieso heikler werden ließ, als ein solcher es ohnedies schon war, wurde ihr Nimbus als sicheres und zufriedenstellendes Investment gebetsmühlenartig vorgepredigt und von der amerikanischen Öffentlichkeit weithin akzeptiert.

KAPITEL 28

NEUERE ANSÄTZE FÜR AKTIENINVESTITIONEN

Die ausführliche Erörterung der Theorie von Aktieninvestitionen hat bisher ausschließlich Negativresultate geliefert. Der ältere Ansatz, basierend auf dem Konzept eines im Zeitablauf stabilen durchschnittlichen Ertragspotenzials, scheint wegen der Instabilität einzelner Unternehmen, die systematisch zugenommen hat, verworfen werden zu müssen. Und die *New Era*-Sichtweise, die den Ertragstrend als alleiniges Bewertungskriterium verwendete, musste, ungeachtet des Wahrheitsgehaltes dieser Verallgemeinerung, wegen der betriebsblinden Übernahme als Basis zur Bewertung von Stammaktien mit Sicherheit auf ein Debakel zustreben. Bleibt damit überhaupt noch irgendetwas von der Idee gerechtfertigter Aktieninvestitionen übrig?

Eine gründliche Prüfung der vorgetragenen Kritik zeigt aber, dass das Urteil über Investitionen in Form von Stammaktien nicht so vernichtend ausfallen muss, wie der erste Eindruck nahelegt. Der Instabilität einzelner Unternehmen kann durch hinreichende Diversifikation begegnet werden. Darüber hinaus könnte der Ertragstrend trotz der großen Gefahren bei Verwendung als *alleinige* Basis unter Umständen einen nützlichen Indikator für die Eignung als Investition bieten. Ein angemessener Ansatz muss in Form von akzeptablen Grundregeln formuliert werden können, wobei die folgenden Elemente Eingang finden sollten:

- Ein Investitionsportfolio umfasst eine *Gruppe* von Einzelwerten, die erst durch Risikodiversifikation eine attraktive durchschnittliche Rendite erwarten lässt.
- Die Einzelwerte werden korrespondierend zum Auswahlprozess bei Investitionen mit festen Rückflüssen auf Grundlage qualitativer und quantitativer Tests ausgewählt.
- Im Vergleich zur Anleihenauswahl ist ein größerer Aufwand zu betreiben, um die zukünftigen Entwicklungen der Wertpapiere zu bestimmen.

Ob eine auf diesen Prinzipien beruhende Auswahlmethode für Aktienkäufe die Würdigung als

Investition verdient oder nicht, wird sich zweifelsohne erst noch erweisen müssen. Die Bedeutung der Frage sowie das Fehlen entschiedener Maßstäbe lassen an dieser Stelle keine andere Wahl, als die häufigsten Argumente dafür und dagegen nachfolgend abzuwägen.

DREI ALLGEMEINE ANSÄTZE

WACHSTUMSANSATZ – Kann ein umsichtig zusammengestelltes und hinreichend diversifiziertes Portfolio aus Stammaktien, die zu einem begründbaren Preis gekauft wurden, als Ausdruck einer empfehlenswerten Investitionsmethode charakterisiert werden? Eine zustimmende Antwort kann aus jeder einzelnen der drei unterschiedlichen folgenden Annahmen über die zukünftige Entwicklung der amerikanischen Volkswirtschaft sowie über die dazu passende Auswahlmethode abgeleitet werden. Die erste von ihnen postuliert, dass bestimmte grundsätzliche Elemente der heimischen Volkswirtschaft, die sich über lange Zeiträume hinweg gezeigt haben, auch in Zukunft zutreffend bleiben werden. Dazu zählen, (1) dass nationaler Wohlstand und Ertragspotenzial wachsen, (2) dass sich dieses Wachstum in einem Wachstum der Ressourcen und Gewinne der wichtigen Unternehmen des Landes niederschlägt und (3) dass dieses Wachstum hauptsächlich durch die Investition frischen Kapitals sowie die Reinvestition nicht ausgeschütteter Gewinne ermöglicht wird. Der dritte Teil dieser Annahme zeigt einen allgemeinen Zusammenhang zwischen akkumulierten Gewinnen und zukünftigen Erträgen an, sodass Aktieninvestitionen keineswegs eine reine Angelegenheit von Vermutungen und Glück sind, sondern der Auswahlprozess analytisch von einem Studium der Vergangenheitsdaten in Relation zum aktuellen Kurs begleitet werden sollte.

Wenn diese fundamentalen Bedingungen erhalten bleiben, sollten Stammaktien mit angemessenen Zukunftsaussichten im Großen und Ganzen auch zukünftig dieselben Vorzüge bieten, die sie schon in der Vergangenheit geboten haben. Der schwerwiegende, aus der angesprochenen Instabilität rührende Mangel kann bei hinreichend langfristiger Betrachtung von Stammaktienkäufen vernachlässigt werden. Tatsächlich folgt aus diesem Mangel ein starker temporärer Effekt über alle Geschäftsfelder hinweg, da sowohl jedes einzelne Unternehmen als auch einzelne Branchen von den Schwankungen des Konjunkturzyklus betroffen sind. Von diesen beiden Gefahren kann der letzten teilweise durch umsichtig gestaltete Auswahlmethoden, aber mehr noch durch ausgeprägte Diversifizierung begegnet werden; gegenüber der ersten erscheint nur ein unbedingtes Beharren auf begründbaren Kaufpreisen jedes einzelnen Wertpapiers geeignet.

Es wäre unbedacht, wenn wir auf die Frage, ob die amerikanische Volkswirtschaft sich in Zukunft so gut entwickeln wird, wie sie es in der Vergangenheit getan hat, unmissverständlich

mit einem Ja oder einem Nein antworten würden. Bereits in der Einleitung wurde herausgestellt, dass die Erfahrung der vergangenen 15 Jahre gegen diese Annahme spricht. Ohne prophetisch in die Zukunft zu sehen, kann doch ernsthaft in Zweifel gezogen werden, dass *Investoren* sich mit Sicherheit auf ein *allgemeines* Wachstum verlassen können, das langfristig sowohl Sicherheit des eingesetzten Kapitals als auch Gewinn ermöglicht. In dieser Hinsicht scheint man heute wieder die Haltung der Anleger im Jahr 1913 einzunehmen – mit dem Unterschied, dass sie *damals* in ihrer Vorsicht unnötigerweise die der hiesigen Ökonomie innewohnenden beeindruckenden Wachstumsmöglichkeiten nicht zu bemerken schienen. Unsere heutige Vorsicht scheint zumindest auf bitteren Erfahrungen sowie auf der Erkenntnis einiger neuer, nicht besonders vielversprechender Faktoren in der wirtschaftlichen Gesamtlage zu beruhen.

INDIVIDUELLES WACHSTUM ALS BEWERTUNGSGRUNDLAGE – Wenn man die Argumentation, langfristige Aktienanlagen seien aufgrund eines als gesichert geltenden, langfristigen allgemeinen Wachstums gerechtfertigt, ablehnt, kann der folgende zweite Ansatz angeführt werden. Dieser stellt auf den Auswahlprozess ab und basiert auf der Annahme, dass bei einigen bevorzugten Unternehmen von einem stetigen Wachstum ausgegangen werden darf. Demnach soll in solche Unternehmen, nachdem sie lokalisiert wurden, vertrauensvoll langfristig investiert werden können. Diese Auffassung wird ausführlich auch im Jahresbericht 1938 der *National Investors Corporation*, einer Fondsgesellschaft, vertreten, aus dem an dieser Stelle zitiert werden soll:

Die von dieser Organisation bereitgestellten Studien, die für eine direkte Verbesserung des Auswahlprozesses in Auftrag gegeben wurden, bieten evidente Anhaltspunkte dafür, dass Stammaktien von Wachstumsunternehmen – dabei handelt es sich um Unternehmen, deren Erträge von Konjunkturzyklus zu Konjunkturzyklus mit nur temporären Unterbrechungen während periodischer Konjunkturdellen wachsen – die effektivsten Investitionsmöglichkeiten auf dem Aktienmarkt darstellen, sowohl in Bezug auf die laufende Rendite aus Dividendenzahlungen als auch hinsichtlich langfristiger Kapitalgewinne. Wir sind überzeugt, dass diese allgemeine Erkenntnis statistisch untermauert und wirtschaftsanalytisch wie praktisch begründet ist.

Bei einer kritischen Auseinandersetzung mit dieser Aussage muss man zunächst mit der nachdrücklichen, aber eigentlich auf der Hand liegenden Behauptung beginnen, dass Investoren, die erfolgreich »Wachstumsunternehmen« zu einem Zeitpunkt identifizieren, *wenn deren Aktien noch zu begründbaren Preisen gehandelt werden*, ihr Kapital sicher überlegen anlegen. Ebenso unbestritten ist, dass einige Investoren durchaus ihre Fähigkeit gezeigt haben, solche Auswahlentscheidungen regelmäßig mit hoher Genauigkeit zu treffen, und dass sie von ihrem Weitblick und ihrem Urteilsvermögen in großem Maße profitiert haben. Die

entscheidende Frage ist aber, ob *alle* umsichtigen und intelligenten Anleger diese Methode mit gegebener Aussicht auf Erfolg anwenden können oder nicht.

Drei Aspekte dieses Problems: Tatsächlich zerfällt das Problem in drei Teile. Erstens: Was ist mit »Wachstumsunternehmen« gemeint? Zweitens: Können Anleger solche Unternehmen mit gerechtfertigtem Aufwand identifizieren? Drittens: In welchem Ausmaß beeinflusst der für ein solches Wertpapier gezahlte Preis den Erfolg dieser Strategie?

- (1) *Was sind Wachstumsunternehmen?* – Im Zitat der *National Investors Corporation* werden Wachstumsunternehmen als solche Unternehmen definiert, »deren Erträge von Konjunkturzyklus zu Konjunkturzyklus [...] wachsen«. Doch wie vieler Konjunkturzyklen bedarf es, um diese Definition zu erfüllen? Hinzu kommt die Tatsache, dass anscheinend ein großer Anteil aller öffentlich gehandelten Unternehmen vor 1930 von Zyklus zu Zyklus gewachsen ist. Das Alleinstellungsmerkmal »Wachstumsunternehmen« im heutigen Verständnis wurde erst in der Zeit zwischen 1929 und 1936 bis 1937 entwickelt. Während dieses *einen* Zyklus gelangt man zu dem Ergebnis, dass die meisten Unternehmen nicht in der Lage waren, ihre im Zuge der Depression erlittenen Verluste wieder aufzuholen. Die Minderheit, der es gelang, hebt sich dadurch vom verbleibenden Rest ab und wird künftig mit der zusätzlichen Bezeichnung »Wachstumsunternehmen« bedacht. Wenn sich die vorgenommene Abgrenzung jedoch nur auf einen Zyklus stützt: Inwiefern kann man dann mit hinreichender Sicherheit davon ausgehen, dass sie langfristig bestätigt wird?

Wie bereits ausgeführt wurde, trifft auf viele der Unternehmen, die zwischen 1929 und 1937 wuchsen, ebenfalls zu, dass sie am allgemeinen Wachstum in der Zeit vor 1929 partizipierten, sodass sie eine Verbindung aus langfristigem Wachstum und außergewöhnlich gutem kurzfristigen Wachstum während des letzten Jahrzehnts bieten. Beispiele für große und bekannte Unternehmen dieser Klasse sind:

<i>Air Reduction</i>	<i>Monsanto Chemical</i>
<i>Allis Chalmers</i>	<i>Owens-Illinois Glass</i>
<i>Coca-Cola</i>	<i>J.C. Penney</i>
<i>Commercial Credit</i>	<i>Procter and Gamble</i>
<i>Dow Chemical</i>	<i>Sherwin-Williams Paint</i>
<i>Du Pont</i>	<i>Standard Oil of New Jersey</i>
<i>International Business Machines</i>	<i>Scott Paper</i>

<i>International Nickel</i>	<i>Union Carbide and Carbon</i>
<i>Libbey-Owens-Ford</i>	

- (2) *Können Anleger diese identifizieren?* – Das natürliche Frohlocken ob solcher exzellenten Aussichten wird aber von einer ernüchternden Überlegung gedämpft. Dabei handelt es sich um den historisch belegten Fakt, dass die erfolgreichsten Unternehmen der Vergangenheit einen klar umrissenen Lebenszyklus durchlaufen haben, der zunächst durch eine Serie von Schwierigkeiten und Rückschlägen, dann von einer ungestörten Periode mit Prosperität und beständigem Wachstum geprägt war und schließlich in eine finale Phase der Überreife mündete – charakterisiert durch das Ausbleiben weiteren Wachstums und unter Umständen auch vom Verlust der Marktführerschaft oder sogar von einer sinkenden Rentabilität.²³³ Daraus folgt, dass ein Unternehmen, das über lange Zeiträume wachsende Gewinne verzeichnete, an den *Fakten gemessen* nahe an seinem »Saturierungsstadium« vermutet werden muss. Daher befindet sich derjenige, der nach Wachstumswerten sucht, in einem ausgesprochenen Dilemma. Wählt er jüngere Unternehmen mit nur kurzfristigen Ertragsdaten, läuft er Gefahr, von einem temporären Eindruck getäuscht zu werden; wählt er Unternehmen, die sich über mehrere Zyklen hinweg behauptet haben, sollte diese Überlegenheit allen Anlass bieten, zukünftige Schwächen zu erwarten.

Daraus sollte klar geworden sein, dass der Versuch, Wachstumsunternehmen zu identifizieren, sich beileibe nicht so einfach gestaltet, wie es zunächst erscheinen mag. Das reine Studium der Unternehmensstatistiken ist hierfür nicht ausreichend, vielmehr bedarf es einer aufwendigen und zielgerichteten Analyse sowie ökonomischen Sachverstands. Verfechter des Prinzips der Wachstumsunternehmen legen gewöhnlich keinen großen Wert auf Branchenanalysen. Bei ausbleibendem *allgemeinen* Wirtschaftswachstum bieten in der Regel Anbieter von neuen Produkten oder Prozessen die größte Wahrscheinlichkeit für außergewöhnliche Ergebnisse. Am häufigsten entstehen solche Unternehmen aus Forschungsanstalten. Die mit Zellstoff, Ethylgas und verschiedenen Kunststoffen erzielten Gewinne trugen ebenso wie die Fortschritte im Rundfunk, bei der Fotografie, bei Kühlschränken, in der Luftfahrt usw. dazu bei, den Betrieb eigener Forschungs- und Entwicklungsabteilungen als werthaltigen Vermögensgegenstand und ihr Vorhandensein als notwendige Bedingung für industriellen Fortschritt zu betrachten.

Aber auch hier ist Vorsicht geboten. Wenn allein das Unterhalten einer Entwicklungsabteilung eine erfolgreiche Zukunft garantieren könnte, hätte jedes Unternehmen des Landes eine solche. Daher müssen Anleger sensibel sein für die Art der Einrichtung, die Fähigkeiten der Forscher und das Potenzial der betrachteten Entwicklungen. Es ist sicher

nicht unmöglich, diese Punkte erfolgreich zu untersuchen, aber es ist auch keine einfache Aufgabe und es besteht eine hohe Wahrscheinlichkeit, sich zu irren.

- (3) *Sind Wachstumspotenziale bereits in den Kursen eingepreist?* – Die dritte Quelle für Schwierigkeiten ist vielleicht die bedeutendste. Vorausgesetzt, es bestünde ein berechtigter Anlass zu der Annahme, ein Unternehmen würde in der Zukunft wachsen, welcher *Preis* wäre dann für dieses attraktive Element gerechtfertigt? Offensichtlich böte sich eine hervorragende Investitionsmöglichkeit, wenn man eine gute Zukunft kostenlos bekäme, wenn der Kurs nämlich lediglich Vergangenheitsdaten widerspiegeln würde. Dies ist aber dann nicht mehr der Fall, wenn *der Markt selbst bereits zukünftiges Wachstum vorwegnimmt*. Typischerweise notieren Aktien, für die gute Aussichten angenommen werden, zu relativ hohen Kursen. Wie kann dann entschieden werden, ob der Preis nicht zu hoch ist? Den Autoren ist keine gute Antwort auf diese Frage bekannt – tatsächlich sind wir sogar geneigt zu denken, dass selbst dann, wenn jemand mit Sicherheit die zukünftige Entwicklung der Erträge eines Unternehmens kennen würde, es immer noch ein unlösbares Problem darstellen würde, zu bestimmen, welcher Aktienpreis heute als *fair* bezeichnet werden kann. Es folgt, dass der Investor, *wenn er einmal einen substanziellen Betrag für den Wachstumsfaktor bezahlt hat*, damit gleichzeitig bestimmte Risiken eingegangen ist, nämlich dass das Wachstum kleiner ausfällt als angenommen, dass mehr gezahlt wurde, als langfristig zurückfließt, dass der Markt die Aktie in späteren Perioden weniger optimistisch bewertet als ursprünglich der Anleger.

Alternativ sei nun angenommen, dass ein Anleger es vermeidet, hohe Prämien für Zukunftsaussichten zu zahlen, und sich stattdessen für solche Unternehmen entscheidet, die er persönlich optimistisch einschätzt, obwohl der Aktienmarkt dies nicht tut. Ohne Zweifel ist diese Art von Kalkül, falls zutreffend, die einträglichste. Allerdings setzt dies naturgemäß eine ausgesprochene Willensstärke und Wagemut anstelle einer Ausrichtung der Investitionsentscheidung an akzeptierten Regeln und Standards voraus.²³⁴

Können solche Wertpapierkäufe als ein Investment bezeichnet werden? Dies ist der Anstoß zu einer etwas längeren Erörterung, da das Thema von großer Bedeutung ist und von der Wall Street noch nicht gänzlich erfasst wurde. Bisher lag der Schwerpunkt der Erörterung eher auf den beim Investieren in zukünftiges Wachstum drohenden Hauptschwierigkeiten und nicht auf den Vorteilen. Es soll aber noch einmal wiederholt werden, dass diese Methode, sofern sie mit dem nötigen Sachverstand, mit Intelligenz und tiefgründiger Analyse ausgeführt wird, erfolgreich angewandt werden kann. Könnten solche Wertpapierkäufe dann mit Fug und Recht als »Investitionen« bezeichnet werden, wenn diese Voraussetzungen vorliegen? Hier

wird »Ja« als Antwort vertreten, sofern zwei Faktoren erfüllt sind: Der erste und bereits angesprochene bezieht sich darauf, dass die Elemente der Entscheidungsgrundlage, welche die zukünftige Entwicklung betreffen, mit der gebotenen Umsicht und mit angebrachter Grundskepsis erarbeitet wurden und nicht auf Grundlage vorschnell akzeptierter und vereinfachender Verallgemeinerungen; der zweite bezieht sich auf den gezahlten Preis, der sich nicht substanziell von dem unterscheiden darf, den ein kluger Geschäftsmann bereit wäre, für die Teilhabe an einem vergleichbaren Geschäft zu zahlen, über das er hernach Kontrolle ausüben kann.

Hier wird die Überzeugung vertreten, dass das zweite Merkmal einen hilfreichen Anhaltspunkt dafür liefert, zu entscheiden, ob der Käufer eine wohldurchdachte und legitimierte Beteiligung an einem Unternehmen mit attraktiven Zukunftsaussichten erwirbt oder unter dem Deckmantel einer »Investition« in einen populären Überflieger des Aktienmarktes einsteigt beziehungsweise seine individuelle Begeisterung die Bewertungsfähigkeit überflügelt.

Dem könnte vielleicht entgegnet werden, dass Aktieninvestitionen, wie sie hier vorgestellt wurden, durchaus einen höheren Kaufpreis rechtfertigen als vergleichbare Eigenkapitalbeteiligungen an privaten Geschäften, erstens wegen des großen Vorteils, der aus der Marktgängigkeit der gelisteten Papiere folgt, und zweitens wegen der Größenvorteile und der Finanzkraft von Aktiengesellschaften, die eine im Vergleich zu Privatunternehmen inhärent gesteigerte Attraktivität mit sich bringen. Dem zweiten Punkt ist noch hinzuzufügen, dass der gezahlte Preis alle Vorteile, die sich aus Größe und Finanzkraft ziehen lassen, widerspiegeln sollte, dieses Merkmal aber nicht wirklich davon abhängt, ob es sich um eine Aktiengesellschaft oder ein Privatunternehmen handelt. In Bezug auf den ersten Punkt kann man insofern geteilter Meinung sein, als es strittig ist, inwiefern die Möglichkeit einer direkten *Kontrollausübung* bei Privatunternehmen nicht tatsächlich ein ausreichendes (wertmäßiges) Gegengewicht zu dem Vorteil der Marktgängigkeit von gelisteten Aktien erzeugt. Denjenigen, die zu der Entscheidung gelangen, Marktgängigkeit wiege schwerer als Kontrolle, sei noch mit auf den Weg gegeben, dass die für diesen Vorteil gezahlte Prämie nur schwerlich mehr als, sagen wir, 20 Prozent des anderweitig gerechtfertigten Wertes betragen darf, ohne Gefahr zu laufen, ein ausgesprochen spekulatives Element miteinzubeziehen.

AUSWAHLENTSCHEIDUNG NACH DEM SICHERHEITSMARGENPRINZIP – Der dritte in Bezug auf Stammaktienbeteiligungen vorgetragene Ansatz richtet sich nach dem Prinzip der Sicherheitsmarge. Wenn Analysten überzeugt sind, dass eine Aktie mehr wert sei als ihr Briefkurs, und begründeter Optimismus hinsichtlich der Zukunftsaussichten des Unternehmens besteht, werden diese Wertpapiere als passend für ein Aktienportfolio wahrgenommen. Diese Herangehensweise an das Problem ist methodisch auf zwei Wegen umsetzbar. Einer besteht

darin, in Zeiten allgemein niedriger Kurse zu kaufen, gemessen an quantitativen Bewertungsstandards. Eine solche Strategie wird sich voraussichtlich im Erwerb von Wertpapieren niederschlagen, die besonders repräsentativ und aktiv sind. Bei der anderen Strategie wird das Ziel verfolgt, einzelne unterbewertete Aktien ausfindig zu machen, was annahmegemäß auch dann möglich sein sollte, wenn sich der Markt nicht in einem ausgesprochenen Kurstief befindet. In beiden Fällen wird die »Sicherheitsmarge« vom erzielten Diskont bestimmt, also der Differenz zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem niedrigsten vom Analysten abgeleiteten inneren Wert des Papiers. Wegen der Unsicherheit und des Einflusses psychologischer Faktoren unterscheiden sich die Ergebnisse beider Ansätze erheblich. Sie sollen nachfolgend in der aufgeworfenen Reihenfolge erörtert werden.

Faktoren, die das Ausnutzen allgemeiner Marktzyklen erschweren: In Anbetracht der Abbildung auf Seite 18, welche die Volatilität von Aktienkursen seit 1900 zeigt, drängt sich die Erkenntnis auf, dass die Kurse immer wieder sowohl auf einem zu hohen als auch auf einem zu niedrigen Niveau notieren und sich daraus also immer wiederkehrende Möglichkeiten ergeben, unterbewertete Aktien zunächst zu kaufen und später wieder zu ihrem fairen Wert oder darüber zu verkaufen. Eine grobe Methode hierfür – die allerdings durch das Schaubild nahegelegt wird – bestünde darin, eine gerade Linie durch die Abbildung in Höhe der geschätzten Mittelpunkte vergangener Zyklen zu ziehen, mit der Absicht, bei darunterliegenden Kursen Wertpapiere zu kaufen und bei darüberliegenden Kursen diese zu verkaufen.

Vielleicht ist diese »Strategie« genauso praktikabel wie jede andere. Analysten jedenfalls tendieren zu wissenschaftlicheren Ansätzen. Eine mögliche Verfeinerung wäre folgendermaßen zu erreichen:

- Wähle eine diversifizierte Liste einzelner Aktien von führenden Industrieunternehmen.
- Bestimme den Basis- oder »Normal«-Wert dieser Gruppe als Barwert der durchschnittlichen Erträge aus den hierfür maßgeblichen Unternehmensdaten bei Diskontierung mit dem einschlägigen langfristigen Zinssatz.
- Lege den relevanten Kaufpunkt ein paar Prozentpunkte unterhalb dieser berechneten Normallinie fest und den Verkaufspunkt darüber. (Kauf- und Verkaufsentscheidung können auch nach oben und unten »skaliert« werden.)

Eine solche Methode weist eine gewisse Logik und Plausibilität auf und wird auch von der traditionellen Sichtweise begünstigt, nach der eine erfolgreiche Aktienstrategie Aktienkäufe in depressiven und Verkäufe in prosperierenden Marktphasen verortet. Doch auch hier darf der Leser versteckte Hindernisse erwarten. Welches sind die Nachteile dieser Methode? Hier wird die Auffassung vertreten, dass die betreffende Idee auf dreierlei Weise Schwierigkeiten

birgt: Erstens wäre es möglich, dass der Anleger zwar das *allgemeine* Marktverhalten korrekt eingeschätzt, die spezifischen Kauf- und Verkaufspunkte jedoch schlecht gewählt und somit Gewinnmöglichkeiten auf der einen oder der anderen Seite ausgelassen hat. Zweitens besteht immer die Möglichkeit, dass sich das grundsätzliche Marktverhalten signifikant ändert, sodass ein in der Vergangenheit funktionierendes Schema nicht mehr anwendbar ist. Drittens setzt die Methode ein gehöriges Maß an Willensstärke und Standhaftigkeit voraus. Ganz allgemein impliziert sie Kauf- und Verkaufsentscheidungen, wenn die mehrheitliche Meinung das Gegenteil postuliert, und regelmäßig werden die Kurse nach Kaufentscheidungen fallen und nach Verkaufsentscheidungen steigen. Ebenso sind auch lange Zeiträume denkbar, in denen man gar nicht am Markt investiert ist (zum Beispiel zwischen 1927 bis 1930), obwohl die meisten Zeitgenossen großes Interesse an Aktien zeigen. Trotz dieser Nachteile, die keineswegs heruntergespielt werden sollen, wird hier die Auffassung vertreten, dass sich diese Methode für Anleger, welche die geistige Qualifikation mitbringen, durchaus eignet.

Der Ansatz in Bezug auf einzelne unterbewertete Papiere: Die andere Anwendung des Prinzips, in unterbewertete Aktien zu investieren, ist auf die Auswahl individueller Papiere gerichtet, die nach eingehender Analyse als substantiell werthaltiger eingeordnet werden, als ihr Kurs nahelegt. Nur in den seltensten Fällen werden Stammaktien aus *jedem qualitativen Blickwinkel* geeignet erscheinen und gleichzeitig zu einem, gemessen an Erträgen, Dividenden und Vermögensposition, geringen Kurs notieren. Wertpapiere solchen Typs sind zweifelsfrei für die Aufnahme in ein Aktienportfolio geeignet, das den hier in Kapitel 4 geforderten Merkmalen für »Investitionen« genügt. (»Eine Investition liegt dann vor, wenn die Kapitalanlage sowohl gemessen an qualitativen als auch quantitativen Maßstäben gerechtfertigt ist.«)

Von weitaus größerer praktischer Relevanz ist die Antwort auf die Frage, inwiefern bei aus quantitativen Gesichtspunkten günstigen Aktien mit *durchschnittlichen* qualitativen Zukunftserwartungen von erfolgreichen Investitionen ausgegangen werden darf. Als Ergebnis der Besessenheit des Marktes von Unternehmen, denen ein *außerordentliches Wachstumspotenzial* nachgesagt wird, können Wertpapiere der eben beschriebenen Art mit einer gewissen Häufigkeit angetroffen werden. Die Betonung des Wachstumsfaktors führt dazu, dass eine ganze Anzahl lang etablierter, gut finanzierter und in ihrer Branche wichtiger Unternehmen, die zudem als langfristig im Markt verbleibend und auch zukünftig Gewinne erwirtschaftend einzuordnen sind, jedoch keine spekulativen oder Wachstumsfantasien bedienen, vom Markt diskriminiert werden – speziell in Zeiten außerordentlich guter Gewinnlagen – und zu Preisen gehandelt werden, die deutlich unter dem Wert liegen, den ein privater Eigentümer zu zahlen bereit wäre.²³⁵

Die Autoren verweisen nachdrücklich auf die hier vertretene Auffassung, das letzte

Merkmal – ein hinreichend unter dem Wert, den ein privater Eigentümer empfindet, notierender Kurs – ermögliche einen angemessenen Referenzwert bei der Suche nach tatsächlichen Investitionsmöglichkeiten auf dem Aktienmarkt. Dabei steht diese Auffassung im Widerspruch zu der Überzeugung und dem Verhalten der Mehrheit von Anlegern, die an Eigenkapitalbeteiligungen interessiert sind, einschließlich praktisch der gesamten Fondslandschaft. Ihr Hauptaugenmerk liegt vornehmlich auf den langfristigen Wachstumsaussichten, den Erwartungen für das nächste Geschäftsjahr oder dem vom Markt selbst beschriebenen Trend. Zweifelsohne kann jeder dieser drei Ansätze erfolgreich angewandt werden, bringt man die nötige Erfahrung mit und weiß um ihren richtigen Einsatz. Längst nicht so sicher ist allerdings, ob einer dieser drei Ansätze systematisch in eine Methode umsetzbar ist, die von jedermann mit gegebener Intelligenz und nach ausführlichem Studium angewendet werden kann. Daher können wir hier nur eine Einzelmeinung vertreten, indem wir uns in Bezug auf die beschriebenen Strategien bei Stammaktien gegen die Charakterisierung als Investition aussprechen, ungeachtet dessen, wie rentabel sie von den dazu wirklich Befähigten angewendet werden könnten. Laufender Wertpapierhandel, die Vorhersage der Ergebnisse des nächsten Jahres und die Suche nach den besten Papieren für langfristige Anlagen – alles ist hilfreich an der Wall Street. Dennoch wird hier die Auffassung vertreten, dass es sowohl im Interesse der individuellen Anleger als auch der Wall Street als Institution liegt, Strategien, die vornehmlich auf solchen Überlegungen aufbauen, nicht als Investitionen, sondern in anderer Weise zu bezeichnen.

Inwiefern das hier vorgestellte Konzept der Autoren die Bezeichnung verdient, kann am besten nach einer ausführlichen Besprechung der Hauptfaktoren einer statistisch fundierten Aktienanalyse beurteilt werden. Die Notwendigkeit einer solchen Analyse überhaupt ist dabei gänzlich unabhängig von der hier zum Ausdruck gebrachten Investitionsphilosophie. Grundsätzlich ist festzustellen, dass die Existenz von Stammaktien mit ihrer öffentlichen Handelbarkeit verknüpft ist. Derjenige, der mit Aktien handelt, wird gut daran tun, sich adäquate Kenntnisse der Finanzpraxis sowie die nötigen Methoden und Hilfsmittel anzueignen, die unabdingbar für eine intelligente Analyse von Unternehmensberichten sind.

Die für einen Aktienanleger nötigen Informationen und Grundlagen bilden den Gegenstand der folgenden Kapitel.

KAPITEL 29

DER DIVIDENDENFAKTOR IN DER AKTIENANALYSE

Eine natürliche Klassifikation der in eine Aktienanalyse Eingang findenden Elemente erfolgt in drei Kategorien:

- Dividendenrate und -historie
- Faktoren aus der Erfolgsrechnung (Ertragskraft)
- Faktoren aus der Bilanz (Vermögensposition)

Die Dividendenrate ist ein einfacher Fakt und bedarf keiner Analyse; ihr exakter Einfluss ist allerdings weitaus schwieriger festzulegen. Von der einen Seite betrachtet ist die Dividendenrate am allerwichtigsten; von einer anderen, ebenso berechtigten Seite betrachtet spielt sie eher eine untergeordnete und zufällige Rolle. Im Verständnis von Unternehmensmanagern wie Aktionären herrscht eine fundamentale Verwirrung darüber, was eine optimale Dividendenpolitik auszeichnet. Im Ergebnis steht ein Konflikt zwischen den beiden Aspekten von Aktienbeteiligungen: zum einen der Besitz eines marktgängigen Wertpapiers und zum anderen die Teilhaberschaft an einem Geschäft. Die weitere Erörterung erfolgt anhand dieser Zwiespältigkeit.

DIVIDENDENHÖHE ALS FAKTOR IN DER AKTIENANALYSE – Bis vor Kurzem war die Höhe der ausgeschütteten Dividende der alles andere an Maßgeblichkeit übertreffende Faktor bei Aktieninvestitionen. Dieser Standpunkt basiert auf einer einfachen Logik. Der Hauptzweck eines Unternehmens besteht darin, seinen Eigentümern Dividenden auszuschütten. Ein erfolgreiches Unternehmen zeichnet sich demnach dadurch aus, dass es in der Lage ist, regelmäßige und im Zeitablauf steigende Dividenden auszuschütten. Da das hinter der Bezeichnung Investition stehende Konzept eng verbunden mit der Erzielung eines verlässlichen Einkommens ist, folgt für Investitionen in Stammaktien die Beschränkung auf solche Papiere, die eine lang etablierte Dividendenhistorie aufweisen können. Ebenfalls

folgt, dass der Preis für ein solches Aktieninvestment hauptsächlich von der Dividendenhöhe determiniert ist.

Es wurde bereits darauf hingewiesen, dass traditionelle Aktieninvestoren bestrebt waren, eine Position einzunehmen, die möglichst nahe an der von Anleiheninhabern oder Vorzugsaktionären war. Ihnen ging es vornehmlich darum, ein stabiles Einkommen zu erzielen, das allgemein etwas höher und etwas unsicherer war als jenes, das man mit vorrangigen Wertpapieren erzielen konnte. Eine hervorragende Illustration des aus dieser Haltung resultierenden Effekts auf die Kursbildung von Stammaktien bieten die Ertragsdaten und Dividendenhöhen sowie die Kursverläufe von *American Sugar Refining* zwischen 1907 und 1913 und *Atchison, Topeka and Santa Fe Railway* zwischen 1926 und 1925.

<i>American Sugar Refining Company</i>			
Jahr	Kursspanne	Gewinn pro Aktie (in \$)	Ausgeschüttet pro Aktie(in \$)
1907	138–93	10,22	7,00
1908	138–99	7,45	7,00
1909	136–115	14,20	7,00
1910	128–112	5,38	7,00
1911	123–113	18,92	7,00
1912	134–114	5,34	7,00
1913	118–100	-0,02	7,00

<i>Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company</i>			
Jahr	Kursspanne	Gewinn pro Aktie (in \$)	Ausgeschüttet pro Aktie(in \$)
1916	109–100	14,74	6
1917	108–75	14,50	6
1918	100–81	10,59*	6
1919	104–81	15,41*	6
1920	90–76	12,54*	6
1921	94–76	14,69§	6
1922	109–92	12,41	6
1923	105–94	15,48	6

1924	121–97	15,47	6
1925	141–116	17,19	7

* Ergebnisse für diese Jahre beruhen auf dem tatsächlichen Betrieb. Die Ergebnisse des bundesstaatlichen Betriebs waren: 1918: \$ 9,98; 1919: \$ 16,55; 1920: \$ 13,98.

§ Inklusive außergewöhnlicher Erträge. Ohne diese lag 1921 ein Ertrag pro Aktie von 11,29 \$ vor.

In Anbetracht der allgemeinen und fortgesetzten Unruhe auf dem Aktienmarkt während dieser Perioden ist die Schwankungsbreite beider Papiere überraschend ähnlich. Am deutlichsten fällt der schwache Einfluss sowohl der außergewöhnlichen Erträge bei *American Sugar* als auch der aufrechterhaltenen wie gewachsenen Ertragskraft bei *Atchison* ins Auge. Offensichtlich wurde der Kurs von *American Sugar* von der 7-Dollar-Dividende dominiert, so wie der von *Atchison* von der 6-Dollar-Dividende, obwohl die Ertragsdaten einen grundsätzlichen Unterschied in der relativen Bewertung gerechtfertigt hätten.

DAS ETABLIERTE PRINZIP, AUSSCHÜTTUNGSFÄHIGE ERTRÄGE EINZUBEHALTEN – Damit existiert auf der einen Seite eine tief verwurzelte und stark begründete Tradition, die aktuelle Dividende wie die Dividendenhistorie in den Mittelpunkt des Anlageinteresses zu setzen. Auf der anderen Seite existiert ein ebenso maßgebliches wie etabliertes Prinzip in der Unternehmensführung, das die aktuelle Dividende dem zukünftigen Wohlergehen des Unternehmens und seiner Aktionäre unterordnet. Die Einbehaltung ausschüttungsfähiger Erträge gilt als angemessene Unternehmenspolitik, wenn einer der drei folgenden Vorteile dadurch erreicht werden soll:

- Stärkung der Vermögensposition (Umlaufvermögen)
- Ausbau von Produktionskapazitäten
- Abbau der Marktkapitalisierung

Ein Management, das erwirtschaftete Erträge einbehält und reinvestiert, indem Gewinnrücklagen gebildet werden, kann zu Recht beanspruchen, im besten Interesse der Aktionäre zu handeln. Eine solche Politik ist der beste Garant für Dividendenkontinuität und ermöglicht einen langsamen wie stetigen Anstieg der Ausschüttungshöhe. Die breite Masse der Aktionäre wird eine solche Politik unterstützen, entweder weil sie selbst davon überzeugt sind, diese Prozedur wirke sich zu ihrem Vorteil aus, oder weil sie die von Management und Bankern empfohlenen Positionen unkritisch übernehmen.

Doch die Zustimmung der Aktionäre zu dieser sogenannten »konservativen Dividendenpolitik« trägt deutliche Züge von Oberflächlichkeit und Widerwilligkeit. Ein

typischer Anleger bevorzugt eine heutige Dividende und kümmert sich nicht um das, was morgen ist. Es ist kein Fall bekannt, in dem die Zurückbehaltung von Dividenden um der zukünftigen Erträge willen eine derartige Wertschätzung erfuhr, dass der Aktienkurs dadurch gestiegen wäre. Das Gegenteil ist unweigerlich zutreffend.

Von zwei Unternehmen in der gleichen allgemeinen Lage und mit identischer Ertragskraft wird immer dasjenige Unternehmen mit der höheren Dividende auch den höheren Aktienkurs aufweisen.

Kritik an dem Verfahren, ausschüttungsfähige Erträge einzubehalten: Es ist ein unverrückbarer Fakt und er stellt die traditionelle Managementpolitik in der Unternehmensfinanzierung infrage: Die Interessen von Unternehmen und Aktionären werden umso besser vertreten, je geringer der ausgeschüttete Ertragsanteil ist. Obwohl die Anleger belehrt wurden, ein Lippenbekenntnis zu dieser Theorie abzulegen, neigt ihr Instinkt – und vielleicht ihr besseres Urteilsvermögen – zur gegenteiligen Ansicht. Um frischen Wind in die Angelegenheit zu bringen und eine kritische Perspektive zu wählen, folgen nun gewichtige Einwände gegen die akzeptierte Dividendenpolitik amerikanischer Unternehmen.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass bei diesem Verfahren von zwei strengen Annahmen ausgegangen wird. Die erste davon postuliert, dass ein Vorteil für die Aktionäre geschaffen würde, wenn ein substanzieller Teil der Erträge im Unternehmen bleibt; die zweite behauptet die Vorteilhaftigkeit eines konstanten Dividendenstroms angesichts der Gewinnschwankungen. In Bezug auf die zweite Annahme besteht kein Zweifel, solange die *Dividendenstabilität* kein zu großes Opfer bei der *Höhe* der Dividende fordert. Angenommen, die jährlichen Erträge schwankten über mehrere Jahre hinweg zwischen 5 Dollar und 15 Dollar um einen durchschnittlichen Wert von 10 Dollar. Zweifelsfrei würden die Interessen der Aktionäre am besten mit einer Dividendenrate von 8 Dollar bedient, sodass in einigen Fällen Gewinnrücklagen aufgelöst werden müssten, die Rücklagen im Durchschnitt aber um jährlich 2 Dollar pro Aktie stiegen. Das wäre ein ideales Arrangement. Dieser Fall ist in der Praxis jedoch selten anzutreffen. Hier wird die Meinung vertreten, dass die Dividendenstabilität gewöhnlich einfach dadurch erreicht wird, dass nur ein *kleiner Teil* der durchschnittlichen Erträge zur Ausschüttung kommt. Überspitzt ausgedrückt könnte man sagen, dass ein Unternehmen mit durchschnittlichen Erträgen in Höhe von 10 Dollar pro Aktie natürlich seine Dividendenrate sehr gut bei 1 Dollar stabilisieren kann. Die entscheidende Frage ist doch, ob die Aktionäre nicht eine substanziell höhere Dividende bevorzugen würden, auch wenn diese einigen Unregelmäßigkeiten unterliegt. Dieser Punkt zeigt sich sehr deutlich bei *Atchison*.

Der Fall Atchison: *Atchison* hielt für die 15 Jahre zwischen 1910 und 1924 eine jährliche Dividende von 6 Dollar aufrecht. Während dieser Zeit betrugen die durchschnittlichen Erträge mehr als 12 Dollar pro Aktie, sodass der Preis für die Stabilität

die Vorenthaltung von mehr als der Hälfte der Erträge war. Schließlich trug diese Politik Früchte in Form der später zwischen 1927 und 1931 auf 10 Dollar angehobenen Dividende, die zu einem Kursanstieg auf nahezu 300 Dollar im Jahr 1929 führte. Im Laufe der sechs Monate nach der letzten 10-Dollar-Ausschüttung (im Dezember 1931) wurden Dividendenzahlungen vollständig eingestellt. Kritisch betrachtet, muss der Nutzen für die Aktionäre aus der Dividendenstabilität zwischen 1910 bis 1924 in Zweifel gezogen werden. Während dieser Zeit bezogen sie gemessen an den Erträgen ein ungebührlich kleines Einkommen. Als die Dividende schließlich nach oben angepasst wurde, löste dies exzessive Spekulationen mit den Aktien aus. Im Ergebnis konnten die enormen, von den Erträgen zurückbehaltenen und reinvestierten Beträge die Aktionäre nicht davor bewahren, im Jahr 1932 gar kein Einkommen mehr zu erzielen. Dabei muss natürlich der außergewöhnliche Charakter der Depression von 1932 berücksichtigt werden. Es bleibt aber der Fakt, dass der aktuell aufgelaufene Verlust pro Aktie bis zur Streichung der Dividende in keinem Verhältnis zu den in den vorangegangenen Jahren akkumulierten und nicht ausgeschütteten Gewinnen stand.

United States Steel als weiteres Beispiel: Der *Atchison*-Fall illustriert die beiden Haupteinwände gegen das, was allgemein als »konservative Dividendenpolitik« bezeichnet und angepriesen wird. Der erste Einwand bezieht sich darauf, dass die von den Aktionären bezogene Dividende *sowohl aktuell als auch aggregiert* zu klein ausfällt; der zweite stellt darauf ab, dass das »Sparen von Erträgen für schlechte Zeiten« oftmals nicht einmal die Aufrechterhaltung der moderaten Dividendenrate sicherstellt, wenn sich tatsächlich schlechte Zeiten einstellen. Ein ähnlich eindrucksvolles Beispiel für die Unwirksamkeit der Anhäufung großer Gewinnrücklagen bietet das als Marktführer auftretende Unternehmen *United States Steel*. Die folgenden Zahlen erzählen eine bemerkenswerte Geschichte:

Auf die Stammaktien ausschüttungsfähige Erträge	
1901–1930	\$ 2.344.000.000
Ausschüttungen:	
Bardividende	891.000.000
Gratisaktien	203.000.000
Einbehaltene Gewinne	1.250.000.000
Verlust nach Ausschüttung von Vorzugsdividenden:	
1. Januar 1931–30. Juni 1932	59.000.000
Dividendenausschüttungen auf Stammaktien wurden zum 30. Juni 1932 eingestellt.	

Anderthalb Jahre rückläufige Geschäftsentwicklung reichten aus, um den mutmaßlich positiven Effekt einer 30 Jahre währenden kontinuierlichen Reinvestition von Gewinnen überzukompensieren.

DIE VORZÜGE DER ZURÜCKBEHALTUNG VON ERTRÄGEN – Diese Beispiele richten die kritische Aufmerksamkeit auf die andere der amerikanischen Dividendenpolitik zugrunde liegende Annahme, nämlich dass es für Aktionäre vorteilhaft sei, einen Großteil der Erträge im Unternehmen zu belassen. Dies kann durchaus zutreffen, wenn eine Reihe von Merkmalen erfüllt sind, die gewöhnlich bei der Betrachtung außen vor gelassen werden. Die geläufige Begründung für diesen Punkt kann folgendermaßen zusammengefasst werden:

- Hauptannahme: Was dem Unternehmen nützt, nützt auch den Aktionären.
- Nebenannahme: Für ein Unternehmen ist es vorteilhafter, Erträge einzubehalten, als sie auszuschütten.
- Schlussfolgerung: Es liegt im Interesse der Aktionäre, dass ausschüttungsfähige Erträge einbehalten werden.

Die Schwäche dieser Schlussfolgerung liegt natürlich bereits in der Hauptannahme. Was immer einem Unternehmen dient, dient nur dann auch seinen Aktionären, wenn *vorausgesetzt* werden kann, dass der Vorteil des Unternehmens nicht *zulasten* der Aktionäre geht. Den Aktionären Kapital zu entziehen und dieses dem Unternehmen zuzuführen stärkt zweifelsfrei die Position des Unternehmens, aber inwiefern dies zum Vorteil der Aktionäre gereicht, ist eine andere Frage. Es ist üblich, das Management dafür zu loben, dass es erwirtschaftete Erträge wieder im Unternehmen reinvestiert. Bei der Nutzenbestimmung einer solchen Politik wird jedoch das Zeitelement regelmäßig vernachlässigt. Man kann zu Recht erwarten, dass der Aktienkurs eines Unternehmens, das regelmäßig nur einen kleinen Teil seiner Erträge ausschüttet, über Jahre hinweg steigen sollte, dabei ist aber keineswegs sicher, dass diese Aufwertung die Aktionäre für die zurückbehaltenen Dividenden entschädigt, *insbesondere wenn man den Zinseszinsseffekt im Hinblick auf diese Beträge berücksichtigt*.

Eine induktive Untersuchung zeigt zweifelsfrei, dass die Akkumulation von Gewinnen keine hinreichende Voraussetzung für eine allgemeine Steigerung der Ertragskraft eines Unternehmens ist. *Unter der Voraussetzung, dass die berichteten Erträge auch tatsächlich ausschüttungsfähig sind*, fahren die Aktionäre in finanzieller Hinsicht zweifelsohne besser, wenn diese Dollars vollständig über Dividenden ausgeschüttet werden. Dieser Fakt schlägt sich mittelbar in der tendenziell relativ höheren Marktbewertung von Unternehmen mit liberaler Dividendenpolitik nieder, wenn der Vergleich zu Unternehmen mit ähnlicher Ertragskraft, aber geringeren Ausschüttungsquoten gezogen wird.

WILLKÜRLICHKEIT DER AUSSCHÜTTUNGSPOLITIK UND IHRE RECHTFERTIGUNG – Das Verständnis der Aktionäre in Bezug auf die Dividendenfrage wird durch die akzeptierte Sichtweise behindert, die Festlegung der Dividendenpolitik sei im Grunde Teil der allgemeinen Unternehmensführung und damit eine ausgesprochene Managementaufgabe. Dies ist juristisch korrekt und Gerichte werden sich nicht in Ausschüttungsfragen einmischen, außer in solchen Fällen, wo die Vorgehensweise offensichtlich unfair ist. Mündige und informierte Aktionäre werden jedoch versucht sein, den despotisch nutzbaren Handlungsspielraum des Aufsichtsrates²³⁶ in der Ausschüttungsfrage zu beschränken. Die Erfahrung lehrt, dass eine solche unbeschränkte Entscheidungsmacht aus verschiedenen Gründen zu Missbrauch verleitet. Aufsichtsräte bestehen gewöhnlich zum Großteil aus Vorständen und ihren Freunden. Vorstände neigen natürlich dazu, so viele Mittel wie möglich im Unternehmensvermögen zu halten, was ihre Finanzierungsprobleme vereinfacht. Daneben besteht ein permanenter Anreiz, die Geschäftstätigkeit auszuweiten, da hierdurch die persönliche Reputation sowie die eigene Entlohnung gesteigert werden kann. Dies wird als maßgeblicher Grund für das unkluge Anwachsen von Produktionskapazitäten angeführt, eine Tendenz, die mittlerweile als einer der Hauptfaktoren für die Unruhe in der heimischen Ökonomie gilt.

Der Ermessensspielraum bei der Dividendenpolitik kann auch heimtückische Züge annehmen, zum Beispiel dann, wenn Aktienkäufe bei ungebührlich tiefen Kursen ermöglicht werden sollen, um dann später Kurssteigerungen zu provozieren und die Aktien wieder abzustoßen. Hohe Grenzsteuersätze bei großen Einkommen lassen Ertragsausschüttungen in Form von Dividenden aus der Perspektive von Großaktionären regelmäßig unvorteilhaft werden. Daher ist es möglich, dass die Dividendenpolitik mitunter aus diesem Blickwinkel hoch besteuerten Großaktionäre, die den Aufsichtsrat kontrollieren, entscheidend bestimmt wird. Besonders einschlägig ist diese Vermutung in den Fällen, in denen Großaktionäre auch substanzielle Bezüge aus einer Vorstandsfunktion erhalten. Denn dann ziehen sie es vor, ihren Ertragsanteil im Unternehmensvermögen zu belassen, da sie selbst das Unternehmensvermögen kontrollieren und sie dadurch auch die Kontrolle über die auf die restlichen Aktionäre entfallenden Ertragsanteile erlangen.

EIGENMÄCHTIGE KONTROLLE DER DIVIDENDENPOLITIK VERKOMPLIZIERT DIE AKTIENANALYSE – Eine umfassende Betrachtung der in der amerikanischen Unternehmenskultur verankerten Dividendenpolitik kann nicht zu dem Ergebnis gelangen, dass die der Unternehmensführung eingeräumte und unbegrenzte Entscheidungsmacht sich zum Vorteil der Aktionäre ausgewirkt hätte. In eindeutig zu vielen Fällen wurde das Recht, nach Gusto Dividenden auszuschütten oder einzubehalten, unintelligent oder unvernünftig umgesetzt. Die Dividendenpolitik unterliegt oft einer derartigen Willkür der Entscheider, dass dies ein zusätzliches Moment der

Unsicherheit bei der Aktienanalyse induziert. Neben der Schwierigkeit, die Ertragskraft zu beurteilen, besteht die zweite Schwierigkeit darin, vorherzusehen, welcher Teil der Erträge vom Aufsichtsrat zur Ausschüttung über Dividenden vorgesehen ist.

Es ist wichtig, zu bemerken, dass dies eine Besonderheit der amerikanischen Unternehmensfinanzierung darstellt und keine Entsprechung in den anderen wichtigen Ländern hat. Ein typisches englisches, französisches oder deutsches Unternehmen schüttet praktisch seine gesamten erwirtschafteten Erträge Jahr für Jahr aus, ausgenommen die Beträge, die in die Rücklagen eingestellt werden.²³⁷ Daher werden längst keine so großen Gewinn- und Verlustrücklagen aufgebaut, wie dies bei amerikanischen Unternehmen üblich ist. Wachstumskapital wird in Europa nicht aus einbehaltenen Gewinnen geschöpft, sondern durch Eigenkapitalerhöhungen über die Ausgabe neuer Aktien. Bis zu einem gewissen Grade werden Rücklagen sicherlich auch in Europa mit den gleichen Absichten gebildet wie in Amerika, sie erreichen jedoch kaum vergleichbare Größenordnungen.

EINBEHALTUNG VON ERTRÄGEN UND VERWÄSSERUNG VON AKTIEN – Die amerikanische Theorie hinter der Einbehaltung von Erträgen scheint in engem Zusammenhang zu der Verwässerungspraxis der Vorkriegszeit zu stehen. Bei vielen der heimischen Großindustrieunternehmen standen den Stammaktien bei Erstausgabe keine materiellen Vermögenswerte gegenüber und den Vorzugsaktien nur unzureichende. Daher war es nur natürlich, wenn die Unternehmensführung bestrebt war, dieses Manko aus den laufenden Erträgen heraus auszugleichen. In die gleiche Richtung wirkt sich der Umstand aus, dass neue Aktien nicht zu ihrem Nennwert hätten ausgegeben werden können, sodass Schwierigkeiten bestanden, frisches Kapital für Expansionsstrategien zu gewinnen, ohne auf unausgeschüttete Erträge zurückzugreifen.²³⁸

Beispiele: Konkrete Beispiele für den Zusammenhang zwischen Überkapitalisierung und Dividendenpolitik bieten die hervorstechenden Fälle *Woolworth* und *United States Steel Corporation*.

Bei der Erstausgabe von *F. W. Woolworth Company*-Aktien im Jahr 1911 emittierte das Unternehmen im Gegenwert der gesamten materiellen Vermögensgegenstände Vorzugsaktien und den Stammaktien standen lediglich immaterielle Werte (Firmenwert) gegenüber. In der Bilanz waren immaterielle Vermögenswerte mit einem Betrag von 50.000.000 Dollar veranschlagt, denen 500.000 Stück Stammaktien mit einem Nennwert von jeweils 100 Dollar gegenüberstanden.²³⁹ Mit der prosperierenden Entwicklung von *Woolworth* wurden riesige Gewinnrücklagen aufgebaut, die für eine sukzessive Abschreibung der immateriellen Vermögenswerte bis auf einen Dollar genutzt wurden.²⁴⁰

Im Fall *United States Steel Corporation* überstieg die Kapitalbasis bei Gründung die

materiellen Vermögenswerte des Unternehmens um nicht weniger als 768.000.000 Dollar, was dem gesamten Emissionsvolumen der Stammaktien und dem halben der Vorzugsaktien entsprach. Dieses »Wasser« in der Bilanz wurde nicht wie im Fall *Woolworth* durch die Bilanzierung immaterieller Vermögenswerte aufgefangen, sondern durch eine Überbewertung des Anlagevermögens austariert (nämlich des Postens: *Property Investment Accounts*). Unter Nutzung verschiedenster Rechnungslegungsmethoden gelang es dem Management jedenfalls, diese immateriellen oder fiktiven Vermögenswerte auf Kosten der jeweiligen Periodenerträge abzuschreiben. Bis Ende 1929 waren Erträge und Rücklagen insgesamt um 508.000.000 Dollar vermindert worden – was dem Emissionserlös aller Stammaktien entsprach – und es wurden im Gegenzug Abschreibungen im Anlagenkonto im gleichen Umfang durchgeführt. Der separate und mit 260.000.000 Dollar in den Büchern stehende Posten immaterieller Vermögensgegenstände wurde erst im Jahr 1937 aufgebaut und im Jahr 1938 bereits vollständig abgeschrieben, indem der Nennwert der Stammaktien im gleichen Umfang reduziert wurde.

Einige der oben angeführten Rechnungslegungsmethoden werden in den Kapiteln zur Analyse von Erfolgsrechnungen und Bilanzen hinsichtlich ihres Einflusses auf Investitionsentscheidungen erneut zu erörtern sein. Vom Dividendenstandpunkt aus betrachtet wird klar, dass bei beiden Beispielen die Entscheidung, große Teile der Erträge einzubehalten, anstatt sie an die Aktionäre auszuschütten, vom Bestreben motiviert war, immaterielle Werte in der Bilanz zu reduzieren.

SCHLUSSFOLGERUNGEN AUS DIESEN ÜBERLEGUNGEN – Aus der vorstehenden Erörterung können bestimmte Schlussfolgerungen gezogen werden. Diese betreffen erstens die von großer praktischer Relevanz gekennzeichnete Frage, welche Signifikanz der Dividendenrate im Vergleich zu den Ertragszahlen zugeordnet werden sollte, und zweitens die mehr theoretische, aber dafür umso bedeutendere Frage, welche Dividendenpolitik aus Sicht der Aktionäre am vorteilhaftesten ist.

Die Erfahrung stützt die alte Aktienmarktweisheit, wonach ein aus den Erträgen ausgeschütteter Dollar dem Aktionär mehr wert sei als ein aus den Erträgen in die Rücklagen eingestellter Dollar. Gewöhnlich sollte ein Aktieninvestor beides verlangen, eine adäquat ausgeprägte Ertragskraft sowie eine adäquate Dividendenzahlung. Falls die Dividende unterproportional klein ausfällt, wäre der Investmentstatus nur durch außergewöhnlich beeindruckende Erträge gerechtfertigt (oder in sehr speziellen Entscheidungssituationen im Hinblick auf den Bestand an liquiden Mitteln). Auf der anderen Seite kann eine besonders liberale Dividendenpolitik keine inadäquate Ertragslage ausgleichen, da unter diesen Umständen von keiner hinreichenden Verlässlichkeit mehr ausgegangen werden darf.

Um diese Ideen quantitativ umzusetzen, sollen folgende Definitionen vereinbart werden:

Die *Dividendenrate* ist der jährlich als Dividende ausgeschüttete Betrag, ausgedrückt entweder als absoluter Betrag in Dollar oder als Prozentsatz, bezogen auf einen Nennwert von 100 Dollar. (Falls der Nennwert unter 100 Dollar liegt, ist eine prozentuale Angabe nicht ratsam, da dies Verwirrung stiften könnte.)

Die *Ertragsrate* ist der auf jede einzelne Aktie entfallende Anteil des erwirtschafteten Periodenertrags, ausgedrückt entweder als absoluter Betrag in Dollar oder als Prozentsatz, bezogen auf einen Nennwert von 100 Dollar.

Die *Dividendenrendite* bezeichnet das Verhältnis von gezahlter Dividende und Kurs der Aktie (zum Beispiel hat eine jährlich 6 Dollar ausschüttende Aktie bei einem Kurs von 120 Dollar eine Dividendenrendite von 5 Prozent).

Die *Ertragsrendite* bezeichnet das Verhältnis von jährlichem Ertrag und Kurs (zum Beispiel weist eine Aktie, auf die jährlich Erträge in Höhe von 6 Dollar entfallen und die bei 50 Dollar notiert, eine Ertragsrendite von 12 Prozent auf).

Angenommen sei eine Stammaktie *A* mit einer durchschnittlichen Ertragserwartung von 7 Dollar und einer Ausschüttung von 5 Dollar bei einem Kurs von 100. Dies entspricht einer Ertragsrendite von 7 Prozent und einer Dividendenrendite von 5 Prozent. Außerdem sei eine vergleichbare Aktie *B* angenommen, auf die Erträge in Höhe von 7 Dollar entfallen, die aber nur 4 Dollar Dividende ausschüttet und unter 100 notiert. Tatsächlich sollte der Kurs irgendwo zwischen 80 (entspräche einer Dividendenrendite von 5 Prozent) und 100 liegen (entspräche einer Ertragsrendite von 7 Prozent). Allgemein sollte erwartet werden können, dass der Kurs näher an der unteren Grenze als an der oberen notiert. Eine faire Schätzung der relativen Bewertung müsste zu einem Wert von ungefähr 90 führen, bei dem als Dividendenrendite 4,44 Prozent und als Ertragsrendite 7,78 Prozent ausgewiesen werden würden. Kleine Zugeständnisse der Anleger in Form von Dividendenrenditen unter dem Standard sollten nur im Gegenzug für eine mehr als entsprechend über dem Standard liegende Ertragskraft in Kauf genommen werden.

Als Gegenfall sei noch eine ähnliche Aktie *C* angenommen, auf die Erträge in Höhe von 7 Dollar entfallen und die 6 Dollar ausschüttet. In diesem Fall wäre die Zahlung einer über 100 hinausgehenden Prämie wegen der höheren Dividende gerechtfertigt. Die Obergrenze läge aber selbstverständlich bei 120, dem Kurs, der zum Standardwert der Dividendenrendite von 5 Prozent und zu einer Ertragsrendite von nur noch 5,83 Prozent führt. Auch sollte der wahre Wert näher an der unteren als an der oberen Grenze liegen, vielleicht bei 108, und damit eine Dividendenrendite von 5,56 Prozent und eine Ertragsrendite von 6,48 Prozent erzeugen.

PRINZIPIELLE EMPFEHLUNG FÜR DIVIDENDENAUSSCHÜTTUNGEN – Obwohl diese Zahlen willkürlich ausgewählt wurden, korrespondiert die aufgezeigte Systematik sehr gut mit dem,

was zurzeit als Normalität auf den Märkten für Investitionspapiere bezeichnet werden muss. Die Dividendenrate ist neben den Erträgen wichtig für die Bewertung, und dies nicht nur wegen des natürlichen Verlangens von Anlegern, ein Einkommen zu erzielen, sondern auch, weil aus der Perspektive der Aktionäre der effektive Wert von Erträgen, die nicht ausgeschüttet werden, die Tendenz aufweist, zu sinken. Aus diesem Grund wären amerikanische Investoren gut beraten, ihre Einstellung zur Dividendenpolitik der Unternehmen entsprechend anzupassen. Der folgende als Prinzip formulierte Vorschlag bietet eine Möglichkeit, wie die traditionelle Sichtweise verbessert werden könnte:

Prinzip: Die Aktionäre haben das Recht, die auf ihre Aktien entfallenden Erträge ausgeschüttet zu bekommen, abgesehen von den Beträgen, für die sie selbst eine Reinvestition im Unternehmen entschieden haben. Der Unternehmensführung ist nur in dem Umfang eine Einbehaltung von Erträgen für Reinvestitionszwecke gestattet, der von den Aktionären autorisiert wurde. Solche »Erträge«, die im Unternehmen verbleiben müssen, um die aktuelle Position zu sichern, sind keine Erträge im eigentlichen Sinne. Sie sollten in keinem Fall Eingang in die ausgewiesenen Gewinne erlangen, sondern vielmehr in der Erfolgsrechnung gewinnmindernd als notwendige Reservenbildung ausgewiesen und hinreichend erklärt werden. *Die gesetzliche Rücklage ist eine imaginäre Rücklage.*²⁴¹

Fände dieses Prinzip allgemeine Akzeptanz, dann trüge die Einbehaltung von Erträgen nicht mehr Züge eines Willküraktes des Managements, sondern würde die gleiche Rechtfertigung verlangen, die auch bei Veränderungen der Kapitalbasis durch Eigenkapitalerhöhungen notwendig ist. Im Ergebnis könnte die Dividendenpolitik einer genaueren Prüfung unterzogen und intelligenter als bisher hinterfragt werden, wobei sich gleichzeitig regelmäßig die Möglichkeit böte, dem tendenziellen Anreiz des Managements, eine unangebrachte Gewinnakkumulation in Form übertriebener Umlaufvermögen zu betreiben, ein Korrektiv gegenüberzustellen.²⁴²

Wenn standardmäßig (wie in Europa) der größte Teil der jährlichen Erträge zur Ausschüttung käme, würde die Dividendenrate mit der Geschäftsentwicklung schwanken. Das hat einen zusätzlichen Unsicherheitsfaktor bei Aktienwerten zur Folge. Der Einwand gegen den aktuell an den Tag gelegten Habitus bezieht sich ja aber gerade auf das *Verfehlen* der Sicherstellung einer stabilen Dividendenrate, die eigentlich erreicht werden sollte und die als Begründung für den verlangten Verzicht angeführt wird. Anstelle einer verlässlichen Dividende, welche die Unsicherheit der laufenden Erträge abfedert, ist die Dividendenpolitik regelmäßig Ausdruck von willkürlichen und nicht nachvollziehbaren Entscheidungen, welche die Unsicherheit der Erträge noch verschlimmern. Die Übertragung der Entscheidung über die Austarierung ihres Einkommensstroms auf die Aktionäre selbst ist dabei das heilsame Element. Da die in Aktien investierten Anleger gezwungen sind, sich mit dem Konzept einer durchschnittlichen Ertragskraft auseinanderzusetzen, die von jährlichen Fluktuationen geprägt

ist, werden sie gleichzeitig mit dem Gedanken der Erzielung eines durchschnittlichen *Einkommens* vertraut. Denn tatsächlich sind beide Ideen identisch; Dividendenschwankungen *dieser Art* würden die Lage eines Aktionärs nicht verschlechtern. Am Ende würden sich solche Schwankungen sogar vorteilhafter auswirken als die gegenwärtige Methode, mit der gewöhnlich erfolglos versucht wird, Dividenden durch die Einstellung großer Beträge in die Rücklagen zu stabilisieren.²⁴³ Bei der ersten Variante wird das durchschnittlich vom Anleger erzielte Einkommen gewiss höher sein.

Ein Paradoxon: Obwohl definitiv herausgearbeitet wurde, dass die Ausschüttung eines großzügigen Anteils der Erträge die Attraktivität von Stammaktien steigert, muss eingeräumt werden, dass diese Schlussfolgerung ein herausforderndes Paradoxon in sich trägt.

Es findet eine Wertsteigerung durch den Abfluss von Werten statt. Je mehr Kapital die Aktionäre dem Unternehmen über Dividenden aus der Kapitalbasis und den Rücklagen entziehen, desto höher bewerten sie das, was noch da ist. Dieser Punkt wird durch einen Zehnjahresvergleich von *Atchison* und *Union Pacific* – zwei Eisenbahngesellschaften in ähnlicher Lage – zwischen dem 1. Januar 1915 und dem 31. Dezember 1931 gut illustriert.

Kennzahl	Pro Stammaktie	
	<i>Union Pacific</i>	<i>Atchison</i>
Ertrag in den 10 Jahren zwischen 1915 bis 1924	142,00 \$	137 \$
Nettoeinstellungen in die Gewinnrücklagen	-1,50*	13
Für die Aktionäre verfügbar	140,50 \$	150 \$
Als Dividende ausgeschüttet	97,50 \$	60 \$
Kurssteigerung	33,00 \$	25 \$
Von den Aktionären realisierbar	130,50 \$	85 \$
Ertragssteigerung 1924 gegenüber 1914	9 % [‡]	109 % [‡]
Buchwertsteigerung 1924 gegenüber 1914	25 \$	70 %
Dividendensteigerung 1924 gegenüber 1914	28 %	----
Kurssteigerung 1924 gegenüber 1914	25 %	27 %
Kurs am 31. Dez. 1914	116	93
Kurs am 31. Dez. 1924	149	118
Erträge des am 30. Juni 1914 endenden Geschäftsjahres	13,10	7,40 \$
Erträge des Kalenderjahres 1924	14,30	15,45 \$

* Ausgenommen 7 Dollar pro Aktie, die aus Rückstellungen in die Rücklagen eingestellt wurden.

† Das Kalenderjahr 1924 wird mit dem am 30. Juni 1914 endenden Jahr verglichen.

Im Verfehlen von *Atchison*, die Dividende zu erhöhen, liegt zudem der Grund dafür, dass der Börsenkurs nicht in der Lage war, die gestiegene Ertragskraft und den gesteigerten Buchwert korrekt widerzuspiegeln. Die liberalere Politik von *Union Pacific* bewirkte das Gegenteil.

Diese Anomalie des Aktienmarktes kann gut mithilfe des zugrunde liegenden in diesem Kapitel geschilderten Konflikts der beiden Sichtweisen auf Dividenden erklärt werden. In der folgenden kurzen Zusammenfassung der Situation wird versucht, den Zusammenhang zwischen theoretischen und praktischen Aspekten der Dividendenfrage offenzulegen.

ZUSAMMENFASSUNG – In einigen Fällen ist eine ultrakonservative Dividendenpolitik für Aktionäre vorteilhaft, nämlich wenn sehr große, außerordentliche Erträge vorliegen. In diesen Fällen irrt der Markt, wenn er die Aktien wegen der kleinen Dividenden mit Mali bestraft. Der Preis dieser Aktien sollte eher höher als niedriger ausfallen, weil die Erträge in die Rückstellungen eingebracht wurden, anstatt sie auszuschütten.

In der Regel ist der Nutzen der Aktionäre allerdings größer, wenn Erträge als Dividenden ausgeschüttet werden, anstatt sie in die Rücklagen zu überführen. Dies liegt entweder (1) daran, dass die Einstellung in die Rücklagen keine proportionale Steigerung der Ertragskraft bewirkt, oder (2) daran, dass es sich nicht um »Überschüsse« im engeren Sinne handelt, weil die Einstellung in die Rücklagen vorgenommen werden *musste*, um die Position des Unternehmens zu stützen. In der Mehrheit solcher Fälle erweist sich die Disposition des Marktes, bei der Bewertung die Dividende zu betonen und die Erhöhung der Rücklagen zu ignorieren, als angebracht.

Die gedankliche Verwirrung manifestiert sich darin, dass Aktionäre gemäß der ersten Prämisse abstimmen, jedoch gemäß der zweiten Prämisse investieren. Würden sich die Aktionäre selbst intelligent hinterfragen, sollte sich dieses Paradoxon auflösen. Denn dann würde die Einbehaltung eines großen Ertragsanteils zum Ausnahmefall werden, der nach Prüfung durch die Aktionäre und nach ihrer voraussichtlichen Zustimmung von ihnen als vorteilhaft empfunden würde. Eine solche institutionelle Rahmenlage für niedrige Dividendenraten wird wahrscheinlich und korrekterweise die Skepsis des Marktes hinsichtlich dieses Punktes abschwächen und dazu führen, dass sich erwirtschaftete Erträge unabhängig von ihrer Verwendung als Dividende oder Rücklagenzuführung im Aktienkurs niederschlagen.

Die vorstehende Erörterung könnte als im Widerspruch stehend zu der im vorangegangenen Kapitel erarbeiteten Aussage, langfristige Wertsteigerungen bei Aktien

folgten meist aus der Reinvestition unausgeschütteter Erträge, aufgefasst werden. Hier muss aber zwischen beiden Argumenten folgendermaßen unterschieden werden. Gemessen am verwendeten Standardfall eines Unternehmens, das Erträge von 10 Dollar pro Aktie erwirtschaftet und 7 Dollar pro Aktie ausschüttet, wurde herausgearbeitet, dass die jährliche Erhöhung der Rücklagen um 3 Dollar pro Aktie zu einem Anstieg des Wertes des Eigenkapitals über mehrere Perioden hinweg führt. Dies ist sehr gut möglich, wobei die Wachstumsrate auch deutlich niedriger ausfallen kann, als 3 Dollar pro Jahr impliziert hätten. Geht man vom gegenteiligen Fall aus, nämlich dass 3 Dollar als Dividende ausgeschüttet und 7 Dollar in die Rücklagen eingestellt würden, fällt die Unterscheidung leichter. Zweifelsfrei führen die großen Einstellungen in die Rücklagen zu einem Anstieg des Eigenkapitalwertes, sehr wahrscheinlich wird aber auch dieser nicht eine Rate von jährlich 7 Dollar aufweisen. Daher bleibt das Argument gegen die Reinvestition großer Ertragsanteile absolut gültig. Die vorgebrachte Kritik richtet sich gegen die zweite Ausprägung der Dividendenpolitik, also die Einbehaltung von 70 Prozent des Ertrags, und nicht gegen die normale Reinvestition von ungefähr 30 Prozent des Überschusses.

DIVIDENDENPOLITIK SEIT 1934 – Sollte man die Dividendenpolitik amerikanischer Unternehmen nur auf Grundlage der Jahre 1934 bis 1939 beurteilen, müsste die in diesem Kapitel vorgetragene Kritik wesentlich abgemildert werden. Innerhalb dieses Zeitraums war ein eindeutiger Trend hin zu großzügigeren Dividendenausschüttungen zu verzeichnen, besonders bei denjenigen Unternehmen, die über keine konkreten und gewinnträchtigen Wachstumsmöglichkeiten verfügten. Ausgeprägte Innenfinanzierungstendenzen aus einbehaltenen Erträgen, wie zum Beispiel bei Flugzeugherstellern, sind dabei weiterhin kritisch zu betrachten. Auf der anderen Seite hat *General Motors* seit Ende 1932 ungefähr 80 Prozent seiner Erträge an die Aktionäre ausgeschüttet, und dies ohne große Schwankungen bis 1939. Im Jahr 1939 hat das Finanzministerium angekündigt, sich in Zukunft bei der Beurteilung, ob ein Unternehmen, das unzulässige Kapitalakkumulation betreibt, mit Strafsteuern zu belasten ist, grob an einer Ausschüttungsquote von 70 Prozent orientieren zu wollen.

Wenn man Aktienkurse als Maßstab verwendet, kann nur schwerlich davon gesprochen werden, dass willkürliche Dividendenpolitik während dieser Jahre einen nachteiligen Einfluss ausgeübt hätte. Nicht nur, dass der Grad der Willkür im Vergleich zu früher abgenommen hat, darüber hinaus ist ebenfalls die eindeutige Tendenz festzustellen, dass bei den Aktienmarktteilnehmern das Bewusstsein dafür geschärft wurde, die Dividendenentscheidung den berichteten und erwarteten Erträgen unterzuordnen.

STEUERN AUF NICHT AUSGESCHÜTTETE GEWINNE – Die liberalere Gestaltung von

Dividendenausschüttungen steht in engem Zusammenhang mit der höchst kontroversen Steuer auf nicht ausgeschüttete Gewinne. Diese wurde vom Kongress 1936 verabschiedet und sieht abgestufte Steuersätze zwischen 7 und 27 Prozent vor. Nach vernichtender Kritik wurde sie 1938 auf verschwindende 2,5 Prozent gesenkt und im folgenden Jahr vollständig aufgehoben. Das Hauptziel war, die Unternehmen zur Ausschüttung ihrer Erträge zu zwingen, wodurch die Aktionäre unter Umständen einkommensteuerpflichtig würden. Als zweites Anliegen wurde auch auf eine Beschränkung der Anhäufung von Unternehmensgewinnen abgezielt, weil als negative Folge entweder die Reduktion der Kaufkraft von Haushalten oder der nachteilige Anreiz zu unvorteilhaften Investitionen angeführt wurde. Die Steuer sah sich jedoch breiter und massiver Ablehnung ausgesetzt, vornehmlich weil sie die Ansammlung von Rücklagen und die Bildung von Reserven verhindere, die für den Ausgleich zukünftiger Verluste und Notfälle sowie für Wachstumsmöglichkeiten benötigt würden. Sie wurde als schwer belastend für unternehmerisch umsichtiges Handeln eingestuft, besonders bei jungen oder kleinen Unternehmen, die für ihre Wachstumsfinanzierung vornehmlich auf die Erträge angewiesen seien.

Eine angreifbare Steuer, die aber auf falscher Grundlage kritisiert wird: Die Autoren vertreten die Meinung, dass diese Steuer sehr negativ war, die vorgetragene Kritik jedoch größtenteils auf einer falschen Grundlage beruhte. Bei der ersten Ankündigung wurde als erklärtes Ziel die Gleichbehandlung von Aktiengesellschaften und Personengesellschaften angeführt, die beide auf derselben Grundlage besteuert werden sollten. In Bezug auf dieses Ziel könnte viel Gutes zum Ausdruck gebracht werden. Als das Gesetz dann schließlich verabschiedet wurde, wirkte es wie eine Überlagerung der zu zahlenden Unternehmenssteuern mit der zusätzlichen individuellen Besteuerung einer Personengesellschaft. Des Weiteren handelte es sich mit Blick auf die wohlhabenden Aktionäre auch nicht um eine ausgesprochen praktische Steuer, weil die extrem hohen persönlichen Grenzsteuersätze in Verbindung mit der bereits zuvor erfolgten Besteuerung auf Unternehmensebene (Landes- und Bundessteuern) eine zu hohe Belastung bedeuteten, die alle individuellen Anreize vernichtete. Als ebenso schlecht müssen die formalen Details dieser Steuer beschrieben werden, da über die ausgewiesenen Erträge hinausgehende Ausschüttungen verboten waren und damit möglichen Periodenverlusten in der Ausschüttungspolitik nicht Rechnung getragen werden konnte sowie die Flexibilität bei der Bewertung von Bestandswerten wegfiel.

Auch wenn fast überall eine gegenteilige Auffassung vertreten wird, glauben wir nicht, dass die Steuer auf unausgeschüttete Gewinne tatsächlich die Reinvestition von Erträgen verhindert hat, abgesehen von denen, die der Privatwirtschaft nunmehr als Steuern entzogen wurden. Den Unternehmen stand eine Reihe von Methoden zur Verfügung, sich diese Erträge an der Steuer vorbei einzuverleiben. Dazu zählten (1) die Ausschüttung von steuerpflichtigen

Gratisaktien (zum Beispiel ausgestaltet als Vorzugsaktien); (2) die Zahlung von »optionalen« Dividenden mit Ausgestaltungsdetails, die den Aktionären einen Anreiz bieten sollten, eher Gratisaktien einzufordern als Bargeld; (3) eine gleichzeitige Terminierung von Kapitalerhöhungen mit attraktiven Emissionsbedingungen und von Dividendenzahlungen. Kritiker der Steuer erklärten, dass diese Methoden nicht zielführend seien oder nicht praktikabel. Aus der eigenen Beobachtung schließen die Autoren hier auf eine sehr wohl gegebene Praktikabilität und verweisen auf eine nicht zu vernachlässigende Anzahl von Unternehmen, die sich solcher Methoden in den Jahren 1936 und 1937 bedient haben,²⁴⁴ während die Mehrheit der sich dieser Methoden verweigernden Unternehmen dies entweder aus mangelnder Vertrautheit tat oder weil man ein möglichst schlechtes Licht auf die Steuer werfen wollte.

Angebrachte Dividendenpolitik: In Anbetracht der hier vorgetragenen Skepsis in Bezug auf die Frage, ob Aktionären aus der Einbehaltung von Dividenden tatsächlich ein realer Nutzen erwächst, könnte der Eindruck entstanden sein, die Autoren hätten sich für die Verhinderung der Reinvestition von Erträgen mittels Strafsteuern ausgesprochen. Dies wäre weit gefehlt. Die Dividendenpolitik wie die Reinvestition von Erträgen sollte nicht per Gesetz geregelt werden, sondern Ausdruck intelligenter Aktionärsentscheidungen sein. Einzelfälle werden bei der Gewinnthesaurierung sehr wohl Entscheidungen rechtfertigen, die in hohem Maße vom sonst üblichen Verhältnis abweichen. Die Praxis sollte den Umständen Rechnung tragen; die Unternehmenspolitik sollte in erster Linie vom Management bestimmt werden. Jedoch sollte sie gleichzeitig Gegenstand unabhängiger Prüfung und Zustimmung der Aktionäre sein, und dies in deren eigenem Interesse, das trennscharf von dem auf einer anderen Ebene verorteten Unternehmensinteresse und dem einer gesonderten Gruppe zuzuordnenden Managementinteresse unterschieden werden muss.

KAPITEL 30

GRATISAKTIEN

Ausschüttungen von Gratisaktien anstelle von Bardividenden können hinsichtlich ihres Charakters in *außerordentliche* und *periodische* unterschieden werden. Als außerordentliche Ausschüttung von Gratisaktien können solche definiert werden, die mit der Auflösung von Teilen der in zurückliegenden Jahren angelegten Gewinnrücklage einhergehen; dabei findet ein Kapitaltransfer von der Rücklagenposition der Bilanz in die Position des gezeichneten Kapitals statt und die Aktionäre erhalten zusätzliche Aktien, damit dieser Werttransfer entsprechend abgebildet wird.

Periodische Gratisaktien können als Ausschüttungen von Teilen des *aktuellen* Ertrags definiert werden. Daher sind sie auch nahezu immer von relativ kleiner Größe. Die Bezeichnung periodisch bezieht sich auf die gewöhnlich vorliegende Wiederholung solcher Ausschüttungen über eine Anzahl von Jahren hinweg als Teil einer etablierten Politik.

AUSSERORDENTLICHE GRATISAKTIEN

Außerordentliche Gratisaktien sind legal und zulässig, haben aber bedauerliche Auswirkungen. Die einzige Begründung für eine solche Ausschüttung, die gleichzeitig sinnvoll und praktikabel ist, liegt in der Anpassung des Börsenkurses der Aktien an ein als passender empfundenes Niveau. Breites öffentliches Interesse und liquider Handel sind wünschenswerte Attribute einer Aktie, die bei Preisniveaus im Bereich von 300 Dollar bis 400 Dollar verschwinden. Daher würden eine Erhöhung der umlaufenden Aktienanzahl sowie die Reduktion der jeweiligen Werte pro Aktie als Ergebnis der Ausschüttung einer großen Anzahl von Gratisaktien einen logischen Schritt darstellen.

Beispiel: Im Jahr 1917 notierten *Bethlehem Steel*-Aktien über 500 Dollar pro Aktie. Es wurden Gratisaktien in einem Umfang von 200 Prozent ausgeschüttet (zusätzlich wurde eine Eigenkapitalerhöhung durch die Neuemission von Aktien zum Nennwert durchgeführt), wodurch der Börsenkurs auf ungefähr 150 fiel.

AKTIENSPLITS – Das gleiche Ergebnis kann durch eine Reduktion des Nennwertes von Aktien erreicht werden, ein Verfahren, das unter der Bezeichnung »Aktiensplit« bekannt geworden ist. Während des Bullenmarktes in den 1920er-Jahren kamen Nennwertreduktionen häufiger vor als groß angelegte Ausschüttungen von Gratisaktien, da die Aktienkurse maßlos gestiegen waren und die vorhandenen Rücklagen mehrfach überstiegen, sodass eine »Ausschüttung« derselben nicht ausreichend gewesen wäre.

Beispiel: Im Jahr 1926 notierten *General Electric*-Stämme bei 360. Vier neue nennwertlose Aktien wurden für jede alte Stammaktie mit einem jeweiligen Nennwert von 100 Dollar ausgegeben, was den Kurs auf 90 reduzierte. Um denselben Effekt mit einer 300-prozentigen Ausschüttung von Gratisaktien zu erreichen, wäre der Transfer von 540 Millionen aus den Rücklagen in das gezeichnete Kapital nötig gewesen, doch das Volumen der gebildeten Rücklagen betrug lediglich 100 Millionen. Eine ähnliche Situation lag 1930 vor, als von *General Electric* erneut ein Aktiensplit von vier zu eins vorgenommen wurde.

Im Fall *Woolworth* wuchsen die ursprünglich 500.000 Aktien durch wiederholte Ausgabe von Gratisaktien und Aktiensplits in folgenden Schritten bis auf eine Gesamtzahl von 9.750.000 an.

		Anzahl im Umlauf befindlicher Aktien
1920:	30 % Gratisaktien, Kurssenkung von 140 auf ungefähr 110	650.000
1924:	Nennwertreduktion von 100 \$ auf 25 \$, Kurssenkung von 320 auf ungefähr 80	2.600.000
1927:	50 % Gratisaktien, Kurssenkung von 180 auf ungefähr 120	3.900.000
1929:	Nennwertreduktion von 25 \$ auf 10 \$, Kurssenkung von 225 auf ungefähr 90	9.750.000

American Can kombinierte 1926 beide Maßnahmen zum gleichen Zeitpunkt. Der Nennwert wurde von 100 Dollar auf 25 Dollar reduziert und gleichzeitig wurde eine 50-Prozent-Ausschüttung von Gratisaktien vorgenommen. Daher wurden sechs junge Aktien für jede alte ausgegeben und der Kurs sank von 300 auf 50.

AKTIENSPLITS UND GRATISAKTIEN BEI NENNWERTLOSEN STÜCKAKTIEN – Im Fall nennwertloser Stückaktien führen Aktiensplits und Ausschüttungen von Gratisaktien zu exakt den gleichen Ergebnissen; sie sind hinsichtlich des verfolgten Zwecks nicht voneinander zu unterscheiden. Obwohl die Ausgabe von Gratisaktien eine Umbuchung bestimmter Beträge in der Bilanz aus den Rücklagen in das gezeichnete Kapital verlangt, wird dieser Transfer durch die unbestimmte Perspektive, die aus einer auf nennwertlose Aktien lautenden Rechnungslegung folgt, zu einer rein nominalen Angelegenheit.

Beispiele: *Central States Electric Corporation* nahm 1926 eine 900-prozentige Ausschüttung von Gratisaktien vor, was die Anzahl der im Umlauf befindlichen (nennwertlosen) Stückaktien von 109.000 auf 1.090.000 anwachsen ließ. Der rechnerische Buchwert der Aktien betrug Ende 1925 44 Dollar pro Aktie, aber aus den Rücklagen wurden lediglich Gegenwerte in Höhe von einem Dollar pro Aktie umgebucht.

Ganz ähnlich zahlte die *Coca-Cola Company* im Jahr 1929 eine 100-prozentige Ausschüttung von Klasse-A-Gratisaktien ohne Nennwert. Der Buchwert des gezeichneten Kapitals wurde im Gegenzug um einen Dollar pro Aktie erhöht (geringer als der Nennwert der Stammaktien), ungeachtet der Tatsache, dass die Klasse-A-Aktien alle Eigenschaften der 6-Prozent-Vorzüge mit einem Nennwert von 50 Dollar trugen, abgesehen von formalen Unterschieden wie dieser Nennwertangabe. (Siehe ebenfalls die bilanzielle Umsetzung der 100-prozentigen Ausgabe von Gratisaktien auf die Stammaktien im Jahr 1927 sowie die Erörterung der Abwicklung eines Rückkaufprogramms der Klasse-A-Aktien in Kapitel 42.)

EINWÄNDE GEGEN AUSSERORDENTLICHE Gratisaktien und Aktiensplits – Sowohl außerordentliche Ausschüttungen von Gratisaktien als auch solche Aktiensplits sehen sich dem ernst zu nehmenden Einwand ausgesetzt, dass ein entsprechender Beschluss den Aktienkurs ungebührlich beeinflusse und sie daher Insider den Anreiz böten, durch Manipulation unfaire Gewinne zu erzielen. Es dürfte offensichtlich geworden sein, dass eine groß angelegte Ausgabe von Gratisaktien den Aktionären theoretisch nicht mehr als das bringt, was sie schon vorher als ihr Eigentum betrachten konnten. Die beiden neuen Papiere verbrieften genau dieselben Eigentumsrechte, die vorher das eine alte verbrieft hatte. Diese Schlussfolgerung ließ den United States Supreme Court zu der Entscheidung gelangen, dass Gratisaktien kein Einkommen darstellen und konsequenterweise nicht besteuert werden.²⁴⁵ In der Praxis muss eine Ausschüttung von Gratisaktien immer auch im Hinblick auf die Möglichkeit der Erzielung außergewöhnlicher Spekulationsgewinne betrachtet werden. Spekulationen mit Aktien gleichen dem Versuch einer Person A, zu entscheiden, was B, C und D denken – wobei auf B, C und D Entsprechendes zutrifft. Daher sorgen Gratisaktien, obgleich ohne jede reale Relevanz, für eine Stimulierung des Kalküls gegenseitiger Vorteilsnahme, das den meisten Spekulationen zugrunde liegt.²⁴⁶

AUSWIRKUNG AUF DIE DIVIDENDENRATE – Der letztlich illusorische Charakter von groß angelegten Gratisaktienausgaben würde noch deutlicher hervorgehoben, wenn nicht ein Investmentelement von großer Bedeutung ebenfalls hinzukäme. Eine umfangreiche außerordentliche Ausschüttung von Gratisaktien ist gewöhnlich der Vorläufer einer Anhebung der in bar ausgeschütteten Dividendenrate. Da Investoren ein berechtigtes Interesse an Dividenden haben, müssen sie zwangsläufig an solchen Gratisaktienausgaben interessiert

sein, da diese von Belang im Hinblick auf die voraussichtliche Bardividende sind. Dieser Sachverhalt stiftet Verwirrung und lenkt von den rein manipulativen Aspekten der Erklärung von Gratisaktien ab.

Die Dividendenhistorie eines erfolgreich wirtschaftenden Industrieunternehmens weist regelmäßig folgende Phasen auf:

- Eine ausgedehnte Periode mit – an den Erträgen gemessen – kleinen Dividendenausschüttungen und dem Aufbau großer Rücklage
- Eine plötzliche und groß angelegte Ausschüttung von Gratisaktien
- Eine unverzügliche Erhöhung der regulären Bardividende²⁴⁷

Keine unternehmerische Entscheidung hat ein größeres Potenzial, investive und spekulative Haltungen untrennbar miteinander zu vermengen oder diejenigen, die über die faktische Entscheidungsmacht verfügen, zu unzulässigen Vorteilsnahmen zu verleiten.

PERIODISCHE GRATISAKTIEN

Diese Politik bedeutet grundsätzlich einen großen Fortschritt gegenüber der oft willkürlichen und ungerechten Handhabung, die wir soeben erörtert haben. Diese war zunächst geprägt von einer sich in umfangreichen Rücklagen niederschlagenden Gewinnthesaurierung – mit anschließender einmaliger Überführung von willkürlich festgelegten Beträgen daraus in das gezeichnete Kapital mittels der Ausgabe von Gratisaktien zu einem willkürlich festgelegten Zeitpunkt. Unter der Annahme, dass die Einbehaltung eines Gutteils des erwirtschafteten Periodenertrags sinnvoll sei, werden die Interessen der Aktionäre am besten bedient, wenn ihnen ihr Eigentum an diesen reinvestierten Gewinnen parallel dazu laufend materiell vergegenwärtigt wird.

Falls ein Unternehmen regelmäßig 12 Dollar pro Aktie erwirtschaftet, aber nur 5 Dollar in bar ausschüttet, zögen die Aktionäre einen großen Nutzen aus einer *jährlichen* Ausschüttung von Gratisaktien, die einen Großteil der verbleibenden und die Kapitalbasis des Unternehmens erhöhenden 7 Dollar widerspiegeln. Theoretisch verbriefen die zusätzlichen Aktienzertifikate nichts, was nicht auch sonst schon im Eigentum der Aktionäre war. Mit anderen Worten: Ohne Gratisaktien würde das alte Zertifikat ebenso das Eigentum an den zusätzlichen 7 Dollar pro Aktie verbriefen. Tatsächlich aber bietet die periodische Ausschüttung von Gratisaktien wichtige Vorteile. Dazu zählen die folgenden:

- Aktionäre können die gratis bezogenen Aktienzertifikate verkaufen, sodass es ihnen

überlassen bleibt, den Gegenwert der reinvestierten Erträge in bar oder in Form zusätzlicher Aktien einzunehmen. Ohne Gratisaktien könnte theoretisch das gleiche Resultat durch einen teilweisen Verkauf von Altaktien erreicht werden, in der Praxis ist dies jedoch schwierig zu berechnen und gestaltet sich umständlich in der Umsetzung.

- Mit einer solchen Politik erhöht sich die Wahrscheinlichkeit steigender Dividendenzahlungen, da die einmal festgelegte, in bar ausgeschüttete Dividendenrate gewöhnlich auch bei erhöhter Aktienzahl beibehalten wird. Falls ein Unternehmen zum Beispiel 12 Dollar pro Aktie erwirtschaftet sowie 5 Dollar pro Aktie in bar und 5 Prozent als Gratisaktien ausschüttet, ist es im nächsten Jahr sehr wahrscheinlich, dass die 5 Dollar auch auf die Gratisaktien des Vorjahres entfallen, was einer Dividende von 5,25 Dollar auf die alten entspräche. Ohne die 5 Prozent Gratisaktienausschüttung wären wohl nur die 5 Dollar weitergezahlt worden.²⁴⁸
- Durch die Verbuchung der reinvestierten Erträge im gezeichneten Kapital (anstelle in den Rücklagen) sieht sich das Management einer direkten Verpflichtung ausgesetzt, auf diese zusätzlichen Mittel Erträge zu erwirtschaften und Dividenden auf sie auszuschütten. Eine solche Rechenschaftspflicht besteht nicht in Bezug auf die Rücklagen. Die mit Gratisaktien gewählte Methode wirkt nicht nur auf die Effizienz des Managements förderlich, sondern auch als geeigneter Test, um zu prüfen, wie mit den reinvestierten Summen umgegangen wurde.
- Wertpapiere, auf die periodische Gratisaktien ausgeschüttet werden, weisen einen höheren Marktwert auf als ähnliche Stammaktien, die keine solchen Ausschüttungen vornehmen.

UNTERSCHIEDE IN DER AUSGESTALTUNG VON PERIODISCH AUSGESCHÜTTETEN GRATISAKTIEN – Die Ausschüttung periodischer Gratisaktien setzte sich zwischen 1923 und der letzten Depression sehr schnell am Markt durch. Die Idee dahinter wurde auf drei verschiedenen Wegen umgesetzt:

- Die Standardmethode sah die Ausschüttung von Gratisaktien zusätzlich zu einer regulären Bardividende vor. Gratisaktien wurden entweder monatlich²⁴⁹, quartalsweise²⁵⁰, halbjährlich²⁵¹ oder jährlich²⁵² ausgeschüttet.
- Manchmal wurde eine wahlweise Ausschüttung von entweder Gratisaktien oder regulären Bardividenden angeboten. Diese Variante hatte für die Aktionäre die Form einer Option, entweder eine bestimmte Menge Bargeld oder Aktien zu beziehen. *Beispiel: Seagreave Corporation* schüttete zwischen 1925 und 1929 eine Dividende, aufs Jahr hochgerechnet, von entweder 1,20 Dollar in bar oder von 10 Prozent

Gratisaktien aus.²⁵³

- In einigen wenigen Fällen wurden ausschließlich Gratisaktien ausgeschüttet, ohne dass diese von Bargeld unterfüttert waren oder eine Option hätte ausgeübt werden können. Der prominenteste Vertreter periodischer Gratisaktien ist die *North American Company*, die diese Strategie zwischen 1923 und 1933 verfolgte, wobei die Zahlung im letzten Jahr auf vierteljährlich 2 Prozent gekürzt wurde. (1935 gab das Unternehmen die Gratisaktienpolitik auf und kehrte zur Bardividende zurück.)

STRITTIGE EIGENSCHAFTEN VON PERIODISCHEN GRATISAKTIEN – Nahezu jede Finanzpraxis ist offen für Missbrauch. Periodische Gratisaktien stellen dabei keine Ausnahmen dar. Die strittige Eigenschaft bei periodischen Gratisaktien ergibt sich aus der Etablierung von Gratisaktien, deren Marktwert den in die Rücklagen eingestellten Ertrag übersteigt. Dieses Vorgehen lässt das Papier für unintelligente Käufer unzulässig attraktiv erscheinen, da sie vom hohen Gegenwert der Gratisaktien verführt werden. Um die wahre Signifikanz solcher Ausschüttungen von Gratisaktien zu erkennen, benötigt man hinreichende Kenntnisse der Unternehmensrechnungslegung.

Zur weiteren Illustration soll noch einmal auf den herausragenden Fall *North American Company* Bezug genommen werden. Wie bereits ausgeführt wurde, schüttete dieses Unternehmen über zehn Jahre hinweg auf seine Stammaktien kontinuierlich Gratisaktien in einem jährlichen Umfang von 10 Prozent aus. Während der meisten Zeit in dieser Periode stand den 10-prozentigen Gratisaktien lediglich ein Betrag von einem Dollar gegenüber, sofern man die Buchwerte betrachtete. Dies folgt aus dem Fakt, dass die Aktien vor 1927 auf einen Nennwert von 10 Dollar lauteten und nach der Umwandlung in nennwertlose Stückaktien jeder Aktie in den Büchern ein unveränderter Wert von 10 Dollar im *gezeichneten Kapital gegenüberstand*. Dann ergeben 10 Prozent, entweder vom Nennwert oder vom gezeichneten Wert, nur einen Dollar pro Aktie. Aus Investorensicht allerdings wurde die Ausschüttung einer viel wertvolleren Dividende als ein Dollar empfunden, da der Aktienkurs für *North American*-Stämme weit über Nennwert und gezeichnetem Kapital notierte.

Dies folgt aus den in der Tabelle auf Seite 417 dargestellten Zahlen.

Dabei ist festzustellen, dass mit der ersten vierteljährlichen Ausschüttung im Jahr 1931 der Betrag, der für jede Gratisaktie jährlich zulasten der Erträge verbucht wurde, von einem Dollar auf 1,468 Dollar angehoben wurde. Dies war das Ergebnis einer Vorgabe der New York Stock Exchange, dass Ertrag oder Rücklage mindestens um den Betrag pro Gratisaktie gemindert werden müssen, der dem anteilig auf eine junge Aktie entfallenden Eigentumsanspruch auf Rücklage und gezeichnetes Kapital entspricht. Aber auch nach Durchsetzung dieser Veränderung blieb eine große Diskrepanz zwischen dem bei der

buchmäßigen Erfassung ausgewiesenen Wert der Ausschüttung und der Bewertung des Aktienmarktes und damit mutmaßlich auch der Bewertung durch die Aktionäre, bis die Notierung weiteren Einbrüchen ausgesetzt war.

Gefahr von nachteiligen Bewertungsspiralen: Solche Arrangements bergen die nicht unwahrscheinliche Gefahr von nachteiligen Spiralentwicklungen. Je größer der Marktwert des Eigenkapitals ist, desto größer ist auch der den Gratisaktien beigemessene Wert, der wiederum als Rechtfertigung für noch höhere Aktienkurse herangezogen wird. (Bei 10-prozentigen Gratisaktien handelt es sich eben um eine 10-prozentige Ausschüttung, egal wie hoch der Aktienkurs auch steigen mag.)

Jahr	Ertrag pro Aktie* (in \$)	Kursschwankung zwischen	Gegenwert von 10-prozentigen Gratisaktien	
			Von der Firma verbucht (in \$)	Auf Aktionärssebene (gemessen am durchschnittlichen Aktienkurs) (in \$)
1932	2,01	43–14	1,47	2,85
1931	3,41	90–26	1,23 [‡]	5,80
1930	4,53	133–57	1,00	9,50
1929	5,03	187–67	1,00	12,70
1928	4,68	97–56	1,00	7,65
1927	4,06	65–46	1,00	5,55
1926	4,05	67–42	1,00	5,45
1925	3,74	75–41	1,00	5,80
1924	3,32	45–22	1,00	3,35
1923	3,59	24–18	1,00	2,10

* Bezogen auf die Anzahl der durchschnittlich im betreffenden Jahr im Umlauf befindlichen Aktien.

‡ Die beiden ersten Quartalsausschüttungen 1931 wurden noch mit einem Dollar im gezeichneten Kapital, die letzten beiden mit einem Dollar im gezeichneten und 46,8 Cent in den Rücklagen gegengebucht.

Solch ein Ergebnis ist Betrug und fördert ungesunde Spekulationsaktivitäten sowie substanzlose Investitionen. Im Ergebnis handelt es sich um das Gegenteil der vor vielen Jahren von *American Can* und *National Biscuit* verfolgten Praxis, als die Marktwerte der Aktien weit unter ihrem wahren Wert gehalten wurden, indem eine unzulässig »konservative« Ausschüttungspolitik praktiziert wurde. Die entsprechenden Einwände sind natürlich ebenso bei einer Politik einschlägig, die darauf abzielt, höhere Kurse zu erzeugen, als es durch die

Erträge und andere Faktoren gerechtfertigt ist. Ein auf diese Weise nicht gerechtfertigter Marktpreis kann nur von vorübergehender Natur sein und führt sehr wahrscheinlich (wie jede unsaubere Rechnungslegung) zu einem unfairen Vorteil der Eingeweihten gegenüber der investierenden Öffentlichkeit.²⁵⁴

HISTORISCHE ENTWICKLUNG – Historisch betrachtet, ist vielleicht als interessant anzumerken, dass die *North American Company* zu einem Zeitpunkt die Gratisaktienpolitik aufnahm, als der eigentliche Vorreiter dieser Idee die Entscheidung traf, diese Praxis zu beenden. Dies war die *American Light and Traction Company*, die zwischen 1910 und 1919 jährliche Ausschüttungen von 10 Dollar in Bardividenden und 10 Prozent Gratisaktien vornahm. Während des Jahres 1916, als die Aktien bei 400 notierten, entsprach der Marktwert der Ausschüttung auf eine Aktie 50 Dollar, obwohl der erwirtschaftete Ertrag pro Aktie nur mit 25 Dollar ausgewiesen wurde. Eine solche Dividendenpolitik kann nur so lange aufrechterhalten werden, wie das Unternehmen in der Lage ist, dauerhaft steigende Beträge zu Renditen von 20 Prozent pro Jahr zu reinvestieren. Das Gesetz abnehmender Grenzerträge (und der exponentiell wachsende Zinseszinsseffekt) machen eine Einschlägigkeit dieser Voraussetzung natürlich unmöglich. Während der Depression von 1920 bis 1921 hielt *American Light and Traction* eine drastische Dividendenkürzung für angebracht. Der Marktwert der Anteile fiel unter 80, ein während dieser Periode nicht hinzunehmender Absturz für ein Investitionspapier. (Die Kursschwankungen von *Atchison* in der Periode zwischen 1916 bis 1921 lagen zwischen 109 und 76.) Aus dieser Erfahrung heraus beschloss die Unternehmensführung im Jahr 1925, die Ausschüttung von Gratisaktien einzustellen, und zwar just zu einem Zeitpunkt, als sich diese Idee bei anderen Konzernmüttern von öffentlichen Versorgern wachsender Beliebtheit erfreute. Die Abschaffung von Gratisaktienprogrammen bei der *North American Company* zehn Jahre später ist eine treffliche Illustration dafür, dass sich die Finanzgeschichte wiederholt.

BEISPIEL FÜR UNZULÄSSIGE KONSOLIDIERUNG VON GRATISAKTIEN – Während der Boomjahre waren Gratisaktien das Medium höchst unzulässiger Ertragskonsolidierung bei den ausgewiesenen Gewinnen. Ein im operativen Geschäft tätiges Unternehmen schüttete Gratisaktien aus, deren Marktwert die aktuellen Erträge überstieg, und im Gegenzug wiesen Fondsgesellschaften oder Konzernmütter diese Marktwerte als erzielte Gewinne aus. Zum Beispiel wies die *Central States Electric Corporation*, die Großaktionärin in *North American Company*-Stämmen ist, im Jahr 1928 einen Gesamtgewinn (exklusive Kapitalgewinne aus Ausgabeaufschlägen von Wertpapieremissionen) von 7.188.178 Dollar aus. In dieser Summe enthalten waren 6.396.225 Dollar in Form von *North American*-Gratisaktien, die im betreffenden Jahr eingenommen und am auf die Quartalsausschüttung folgenden Tag bereits

mit ihrem Marktwert von *North American* bilanziert wurden. Der durchschnittliche Marktwert, mit dem diese Dividenden im Gewinn angesetzt wurden, betrug 74 Dollar pro Aktie oder 7,40 Dollar für die 10-prozentigen Gratisaktien, und zwar in einem Jahr, in dem der von *North American* erwirtschaftete Ertrag pro Aktie 4,68 Dollar, gemessen an der Anzahl der durchschnittlich in diesem Jahr umlaufenden Aktien, betrug. Dessen ungeachtet bezog der Markt diese konstruierten Erträge mit in die Bewertung von *Central States Electric Corporation*-Aktien ein.²⁵⁵

DER AKTIENKURS SOLLTE BEI DER AUSSCHÜTTUNG VON GRATISAKTIEN BEACHTET WERDEN – Die New York Stock Exchange erließ schließlich eine neue Bedingung für die Listung von Unternehmen im öffentlichen Handel, wonach die Unternehmen sich bereit erklären müssen, erhaltene Gratisdividenden maximal mit dem Wert anzusetzen, der aus der »Gegenbuchung beim ausschüttenden Unternehmen als Belastung der Posten Ertrag, Gewinnrücklage oder Gewinnvortrag verhältnismäßig pro Aktie folgte«.

Obwohl mit dieser Vorschrift richtige Absichten verfolgt wurden, wurde das eigentliche Problem damit nicht erfasst. Der mit periodischen Gratisaktien getriebene Missbrauch hätte mit der einfachen Regel verhindert werden können, dass der angesetzte *Marktwert* den für Dividendenausschüttungen verbleibenden Teil des Ertrages nicht übersteigen darf. Die entsprechende Ausschüttungserklärung könnte wie folgt lauten: »Hiermit wird die Ausschüttung 5-prozentiger Gratisaktien erklärt. Der Marktwert dieser Dividende beträgt geschätzte 6 Dollar pro Aktie, ihr stehen reinvestierte Erträge in Höhe von 7 Dollar pro Aktie bei einem Ertrag von aktuell 10 Dollar pro Aktie gegenüber.«

VORTEILE SOLCHER AUSSCHÜTTUNG IN FORM VON VORZUGSAKTIEN – Dividendenäquivalente können auch in Form von Vorzugsaktien anstelle von Stammaktien ausgeschüttet werden. Das bekannteste Beispiel ist *General Electric Company*, die zwischen 1922 und 1925 zusätzliche 5 Prozent zu den regulären Bardividenden von 8 Dollar pro Aktie ausschüttete. Diese Extraausschüttung wurde in Form von 6-prozentigen Spezialaktien vorgenommen, die auf einen Nennwert von 10 Dollar lauteten und in Wirklichkeit Vorzugsaktien waren. Eine ähnliche Strategie wurde auch von *S. H. Kress Company* und von *Hartman Corporation* verfolgt. Der theoretische Vorteil dieser Methode liegt in der klaren Fixierung der ausgeschütteten Dividende anhand des effektiven Nennwerts²⁵⁶ der als solche ausgegebenen Vorzugsaktien, was Komplikationen wegen von Buchwerten abweichender Marktwerte verhindert. Wenn das Unternehmen keine vorrangigen Wertpapiere beziehungsweise nur sehr wenig vorrangige Wertpapiere hat, wird durch die Ausschüttung von Vorzugsaktien für die Reinvestition von Erträgen zudem eine Schwächung der Kapitalstruktur verhindert.

Im Jahr 1934 war das Nettoumlaufvermögen von *General Electric Company* so groß

geworden, dass es möglich war, alle Spezialaktien zurückzukaufen und abschließend aus dem Verkehr zu ziehen, was dann im April 1935 auch geschah. Von der Aktionärsebene aus betrachtet, kann dieses Arrangement als ideal für den Umgang mit unausgeschütteten Erträgen betrachtet werden. Dabei wird wie folgt vorgegangen:

- In prosperierenden Jahren werden Gewinne für Wachstumsabsichten thesauriert oder im Umlaufvermögen belassen und die Aktionäre erhalten periodische Vorzugsaktien, die ihre anteiligen Eigentumsansprüche daran repräsentieren.
- Wenn die anschließende Geschäftsentwicklung zeigt, dass das zusätzliche Kapital nicht länger benötigt wird, wird es mittels Rückkauf und Stilllegung der Vorzugsaktien an die Aktionäre ausgeschüttet.

ZUSAMMENFASSUNG DES ZUVOR AUSGEFÜHRTEN – Die hier ausführlich vorgetragene Konzeption einer angemessenen Ausschüttungspolitik kann mithilfe der folgenden drei Aussagen zusammengefasst werden:²⁵⁷

- Eine Einbehaltung und Reinvestition eines wesentlichen Teils der Erträge muss den Aktionären gegenüber klar gerechtfertigt werden, und zwar aufgrund sich daraus ergebender konkreter Vorteile, die den Wert des Bargelds, wenn es an die Aktionäre ausgezahlt werden würde, übersteigen. Eine solche Einbehaltung sollte von den Aktionären ausdrücklich gebilligt werden.
- Falls Gewinnthesaurierung in irgendeiner Art den Charakter einer *notwendigen Maßnahme* hat und nicht Ausdruck *freier Wahl* ist, sollten die Aktionäre darauf aufmerksam gemacht und die entsprechenden Beträge als »Reserven« und nicht als »Gewinnrücklagen« verbucht und bezeichnet werden.
- Freiwillig im Unternehmen reinvestierte Erträge sollten in hinreichendem Umfang durch die Ausgabe periodischer Gratisaktien repräsentiert werden, deren aktueller Börsenkurs den thesaurierten Betrag nicht übersteigt. Wird dieses zusätzliche Eigenkapital später nicht länger benötigt, sollte es über den Rückkauf der zuvor ausgegebenen Aktien an die Aktionäre ausgeschüttet werden.

TEIL V

ANALYSE DES ERFOLGSKONTOS. DER ERTRAGSFAKTOR BEI DER BEURTEILUNG DES STAMMAKTIENWERTS

KAPITEL 31

ANALYSE DES ERFOLGSKONTOS

In unserer Darlegung zur Geschichte der Kapitalanlagentheorie bei Stammaktien zeichneten wir die Gewichtungsverlagerung vom Nettovermögen eines Unternehmens zu dessen kapitalisierter Ertragskraft nach. Obwohl es für diese Entwicklung gute und nachvollziehbare Gründe gibt, ist sie doch eine, die der Finanzanalyse viel von dem festen Boden entzogen hat, auf dem sie früher stand – oder zu stehen schien –, und die diesen durch eine Vielzahl sich summierender Eventualitäten ersetzte. Als ein Anleger Stammaktien weitgehend mit derselben Einstellung bewerten konnte, die er auch bei der Bewertung seines eigenen Unternehmens vertreten würde, hatte er es mit Konzepten zu tun, die seiner persönlichen Erfahrung und seinem gereiften Urteilsvermögen entsprachen. Sofern er über genügend Informationen verfügte, konnte er nicht weit vom rechten Weg abkommen, außer vielleicht bei der Prognose der zukünftigen Ertragskraft. Die Zusammenhänge zwischen Bilanz und Erfolgsrechnung ermöglichten ihm eine nochmalige Prüfung der inneren Werte; eine Vorgehensweise, die den Maßstäben von Banken und Kreditanstalten bei der Einschätzung der Kreditwürdigkeit des jeweiligen Unternehmens entsprach.

NACHTEILE EINER ALLEINIGEN GEWICHTUNG DER ERTRAGSKRAFT – Nun, da der Wert von Stammaktien mittlerweile ausschließlich von der Darstellung der Ertragskraft abhängig ist, tut sich eine tiefe Kluft zwischen den Konzepten der Privatwirtschaft und den Leitsätzen des Investments auf. Trifft der Unternehmer eine eigene Aussage und zieht dann den Bericht einer großen Gesellschaft zurate, tritt er ganz offensichtlich in eine neue und gänzlich andere Wertewelt ein. Ganz bestimmt beurteilt er das eigene Unternehmen nicht allein auf der Grundlage des aktuellsten Betriebsergebnisses ohne Berücksichtigung der eigenen finanziellen Mittel. Wenn er in seiner Rolle als Investor oder Spekulant entscheidet, Unternehmensbilanzen in keinsten Weise Beachtung zu schenken, setzt er sich aus verschiedenster Hinsicht beträchtlich in den Nachteil: Erstens macht er sich eine *neue* Sichtweise zu eigen, die ihm aus seiner alltäglichen Geschäftserfahrung fremd ist. Zweitens stützt er sich statt auf eine durch Erträge und Vermögenswerte gegebene zweifache Wertüberprüfung nunmehr nur auf ein *einzelnes* und daher weniger verlässliches Kriterium.

Drittens sind die Erfolgsrechnungen, auf die er sich voll und ganz stützt, *Änderungen* unterworfen, die schneller und tiefgreifender sind als diejenigen, die bei Bilanzen auftreten.

So wird sein Aktienbewertungskonzept in überhöhtem Maße instabil. Viertens führen Erfolgsrechnungen bei genauerer Prüfung durch erfahrene Investoren weit mehr zu *irreführender* Darstellung und falschen Rückschlüssen als klassische Bilanzen.

WARNUNG VOR ALLEINIGEM VERTRAUEN AUF DIE ERFOLGSRECHNUNG – Vor dem Hintergrund der hier thematisierten Analyse von Erfolgsrechnungen muss entschieden davor gewarnt werden, lediglich diesen Faktor im Umgang mit Anlagewerten heranzuziehen. Trotz der außerordentlich beschränkten Bedeutung der Vermögenswertekonstellation sei dennoch festgehalten, dass den Mitteln, die einem Unternehmen zur Verfügung stehen, sehr wohl eine bestimmte Bedeutung zukommt und sie daher eine gewisse Aufmerksamkeit verdient haben. Dies erweist sich im weiteren Verlauf umso mehr als richtig, als die Bedeutung einer Erfolgsrechnung nicht richtig interpretiert werden kann, ohne auf die Bilanz am Anfang und am Ende der Geschäftsperiode Bezug zu nehmen.

VEREINFACHTE AUSSAGE ÜBER DIE WERTBEURTEILUNG VON STAMMAKTIEN NACH DER WALL-STREET-METHODE – Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet kann die Stammaktienbewertung nach der Wall-Street-Methode auf die folgende Standardformel vereinfacht werden:

- Ermitteln Sie die Ertragskraft der Aktie. (Damit ist gewöhnlich der Gewinn je Aktie laut dem letzten Abschluss gemeint.)
- Vervielfachen Sie diesen Gewinn je Aktie mit einem geeigneten »Qualitätsfaktor«, der Folgendes widerspiegelt:
 - Dividendensatz und bisherige Dividendenpolitik
 - Stellung des Unternehmens – Größe, Ruf, Finanzlage und Perspektive
 - Art des Unternehmens (Zum Beispiel wäre ein Zigarettenhersteller durch höhere Verkaufszahlen um ein Vielfaches ertragsstärker als ein Zigarrenhersteller.)
 - Allgemeines Börsenklima (Die Faktoren bei einer Hausse sind höher als die bei einer Baisse.)

Das soeben Gesagte lässt sich mit der folgenden Formel zusammenfassen:

Preis = derzeitiger Gewinn je Aktie × Qualitätsfaktor.²⁵⁸

Diese Vorgehensweise führt in der Folge zu dem Ergebnis, dass die »Gewinne je Aktie« in den meisten Fällen bei der Wertermittlung ein Gewicht erlangt haben, das dem *Gewicht aller übrigen Faktoren zusammen* gleichkommt. Dass diese Aussage der Wahrheit entspricht, liegt auf der Hand, da der »Qualitätsfaktor« selbst weitgehend durch die *Gewinnentwicklung* bestimmt wird, die sich wiederum aus den über einen Zeitraum bekannt gegebenen Gewinnen herleitet.

GEWINNE SIND NICHT NUR SCHWANKEND, SONDERN AUCH GEGENSTAND WILLKÜRLICHER ERMITTLUNG – Allerdings ist dieser Gewinn je Aktie, der im Laufe der Entwicklung zum Grundstein des gesamten Wertekonstrukts avancierte, nicht nur hohen Schwankungen unterworfen, sondern unterliegt auch einer in hohem Maße willkürlichen Ermittlung und Manipulation. Erkenntnisfördernd wirkt sich an diesem Punkt eine auszugsweise Darstellung der verschiedenen Kunstgriffe – seriös und anderweitig – aus, mit denen der Gewinn je Aktie *nach dem Belieben der Entscheidungsträger* entweder größer oder kleiner dargestellt wird:

- durch Zurechnung von Posten zum Überschuss anstatt zu den Erträgen und *umgekehrt*
- durch Über- oder Unterbewertung von Abschreibungen und weiteren Aufwendungen für Rücklagen
- durch Abwandlung der Kapitalstruktur, beispielsweise hinsichtlich des Verhältnisses von Wertpapieren mit Vorrechten zu Wertpapieren ohne Vorrechte (Solche Abwandlungen werden von der Unternehmensführung beschlossen und selbstverständlich von den Aktionären bestätigt.)
- durch Inanspruchnahme von Kapitalfonds, die in Unternehmen mit hohem Marktwert investieren und nicht in die Unternehmensführung eingebunden sind

STELLENWERT DER OBIGEN AUSFÜHRUNGEN FÜR DEN ANALYSTEN – Diese Komplexität der Rechnungslegung von Unternehmen und der finanziellen Strategien erschließt dem Wertpapieranalytiker ein breites Betätigungsfeld. Gibt es doch unzählige Anlässe zu scharfsinniger Detektivarbeit, kritischen Vergleichen und zum Aufspüren und Aufzeigen von Zuständen, die anders aussehen als diejenigen, die über den veröffentlichten »Gewinn je Aktie« angedeutet werden. Dass diese Arbeit von außerordentlichem Wert ist, steht zweifelsfrei fest. Führt sie doch in einer Reihe von Fällen sowohl zu der überzeugenden Schlussfolgerung, dass der Marktpreis weit aus dem Rahmen innerer Werte und Vergleichswerte fällt, als auch zu einer soliden Grundlage für gewinnbringende Aktionen. Allerdings sei der Analyst vor einem übersteigerten Vertrauen in den praktischen Nutzen seiner Untersuchungsergebnisse gewarnt. Es ist zwar immer gut, über die Wahrheit im Bilde zu sein, es ist aber gegebenenfalls nicht immer klug, sich diesbezüglich für besonders wichtig

zu halten, insbesondere an der Wall Street. Dabei darf auch nicht vergessen werden, dass die vom Analysten aufgedeckten Tatsachen erstens nicht die *ganze* Wahrheit sind und zweitens keine Wirklichkeit darstellen, die *unveränderlich* ist. Das Ergebnis der Untersuchung ist nur eine *etwas zutreffendere Darstellung der Vergangenheit*. Schließlich können die Informationen des Wertpapieranalytikers schon zum Zeitpunkt des Einholens ihre Bedeutung verloren haben beziehungsweise auf jeden Fall zu dem Zeitpunkt, an dem der Markt letztlich bereit ist, darauf zu reagieren.

Unter eingehender Beachtung dieser Fallstricke ist es nichtsdestoweniger unbestritten, dass die Wertpapieranalyse eine gründliche Untersuchung der Erfolgskonten eines Unternehmens umfassen muss. Zur Veranschaulichung unserer Darstellung empfiehlt sich eine Aufteilung der Untersuchung unter drei Überschriften, und zwar:

- Rechnungslegungsaspekt, Hauptfragestellung: Welche Gewinne wurden in der untersuchten Periode tatsächlich erzielt?
- Geschäftsbezogener Aspekt, Hauptfragestellung: Welche Indizien lassen sich aus der bisherigen Ertragsleistung mit Blick auf die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens ableiten?
- Aspekt der Beteiligungsfinanzierung, Hauptfragestellung: Welche Elemente aus der Darstellung der Ertragskraft müssen Berücksichtigung finden und welche Bedingungen müssen eingehalten werden, um zu *einer vernünftigen Bewertung der Aktien zu gelangen*?

KRITISCHE BEURTEILUNG UND NEUFORMULIERUNG DES ERFOLGSKONTOS

Wenn eine Erfolgsrechnung wahrheitsgetreu informieren soll, muss sie wenigstens ein ordnungsgemäßes und unverzerrtes Bild über das in einem Jahr erzielte Betriebsergebnis liefern. Eindeutige Falschangaben von Zahlen durch Unternehmen der öffentlichen Hand sind sehr selten. Der Betrugsfall *Ivar Kreuger*, aufgedeckt im Jahre 1932, war zwar dieser Natur, kann aber mit Blick auf dessen Eindeutigkeit und Ausmaß der Täuschung als ziemlich einmalig bezeichnet werden. Die Erfolgsrechnungen der meisten bedeutenden Unternehmen werden durch unabhängige Wirtschaftsprüfer kontrolliert, deren Berichte innerhalb des begrenzten Rahmens wirtschaftsprüferischer Sorgfalt hinreichend verlässlich sind.²⁵⁹ Doch vor dem Hintergrund der Wertanalyse von Stammaktien bedürfen solche Wirtschaftsprüfungsberichte gegebenenfalls einer kritischen Interpretation und einer

Anpassung, insbesondere mit Blick auf drei wichtige Elemente:

- Außerordentliche Gewinne und Verluste
- Geschäftstätigkeit von Tochtergesellschaften und verbundenen Unternehmen
- Rücklagen

ALLGEMEINE BEOBACHTUNGEN ZUM ERFOLGSKONTO – Die Methoden der Rechnungslegung lassen der Unternehmensführung einen beträchtlichen Spielraum bei der Behandlung außerordentlicher Posten. Eine berechtigte Standardregel besteht darin, Transaktionen, die auf vergangene Jahre anwendbar sind, von den laufenden Erträgen auszunehmen und als Last- oder Gutschrift direkt auf dem Überschusskonto zu erfassen. Dennoch gibt es viele Arten von Konteneinträgen, die formal als Teil der Ergebnisse des laufenden Jahres gesehen werden können, nichtsdestoweniger aber von einmaliger, außerordentlicher Natur sind. Die Rechnungslegungsmethoden geben der Unternehmensführung die Möglichkeit zur Entscheidung, ob sie solche Transaktionen unter den Erträgen oder als Berichtigungen des Überschusses aufführen möchte. Im Folgenden seien einige Beispiele derartiger Posten genannt:

- Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens – Gewinn/Verlust aus dem Abgang von Wertpapieren des Umlaufvermögens
- Disagio oder Agio auf den Abgang von Kapitalobligationen
- Erlöse aus Lebensversicherungspolice
- Steuerrückerstattungen und darauf entfallende Zinsen
- Gewinn oder Verlust aus Rechtsstreitigkeiten
- Außerordentliche Abschreibungen auf den Bestand
- Außerordentliche Abschreibungen auf Forderungen
- Aufwendungen für die Verwaltung betriebsfremder Immobilien

Die Vorgehensweisen der Unternehmen weichen bezüglich der oben genannten Posten weit voneinander ab. Zu jedem angeführten Punkt gibt es Beispiele, bei denen der jeweilige Posten auf das Erfolgskonto verbucht oder aber von ihm ausgenommen wurde. Welche der beiden Rechnungslegungsmethoden für den jeweiligen Fall die bessere ist, mag strittig sein. Was allerdings den Analysten und die von ihm verfolgte Absicht anbelangt, ist es erforderlich, dass diese Posten vom *gewöhnlichen Betriebsergebnis* des Jahres abgegrenzt werden. Der Investor möchte schließlich aus dem Jahresabschluss in erster Linie die unter den bestehenden Bedingungen *angedeutete Ertragskraft* in Erfahrung bringen, das heißt, er

möchte wissen, was das Unternehmen Jahr für Jahr an Erträgen erzielen könnte, würden die im jeweiligen Zeitraum vorherrschenden Geschäftsbedingungen unverändert bestehen bleiben. (Andererseits finden aber alle diese außerordentlichen Posten, wie wir später für einen *mehrjährigen Zeitraum* in der Vergangenheit aufzeigen werden, voll und ganz Eingang in die Berechnung der Ertragskraft.)

Der Analyst muss auch versuchen, eine Anpassung der ausgewiesenen Erträge vorzunehmen, um so präzise wie möglich die Beteiligung des Unternehmens an den Ergebnissen untergeordneter oder verbundener Unternehmen wiederzugeben. In den meisten Fällen werden zusammengefasste Berichte erstellt, sodass sich solche Anpassungen erübrigen. Allerdings sind auch zahlreiche Fälle aufgetreten, bei denen die Erfolgsrechnungen unvollständig oder irreführend waren, weil: (1) aus ihnen die Gewinne und Verluste bedeutender Tochtergesellschaften nicht hervorgegangen sind, (2) sie als Erträge Dividenden von untergeordneten Unternehmen auswiesen, die wesentlich niedriger oder höher waren als deren laufende Erträge.

Der dritte, vom Analysten besonders zu beachtende Aspekt des Erfolgskontos sind Rückstellungen für Abschreibungen und sonstige Wertberichtigungen sowie Rückstellungen für zukünftige Verluste und sonstige Eventualverbindlichkeiten. Diese Rückstellungen sind zu einem guten Teil Gegenstand willkürlicher Festlegungen durch die Unternehmensführung. Folglich können diese leichtfertig über- oder unterbewertet werden, sodass die ausgewiesene Ertragsendsumme dementsprechend verzerrt ist. Mit Blick auf die Abschreibungskosten kommt ein weiteres, noch subtileres Element hinzu, das hin und wieder von großer Bedeutung sein kann. Es handelt sich um die Tatsache, dass neutrale Aufwendungen, da sie von der Unternehmensführung auf Basis des Restbuchwerts des Anlagevermögens berechnet werden, nicht ordnungsgemäß die Abschreibung wiedergeben, die der *einzelne Investor* auf sein Engagement am Unternehmen ansetzen sollte.

AUSSERORDENTLICHE POSTEN: GEWINNE/VERLUSTE AUS DEM ABGANG VON GEGENSTÄNDEN DES ANLAGEVERMÖGENS – Wir gehen nun zu einer detaillierteren Auseinandersetzung mit den drei Berichtigungsarten des ausgewiesenen Erfolgskontos über und beginnen mit den außerordentlichen Posten.²⁶⁰ Gewinne oder Verluste aus dem Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens sind zweifelsohne Bestandteil dieser Kategorie und sollten vom Jahresergebnis abgegrenzt werden, um eine Vorstellung von der »angedeuteten Ertragskraft« gewinnen zu können, die auf dem vorausgesetzten Fortbestehen der derzeitigen Geschäftsbedingungen basiert. Nach anerkannten Rechnungslegungsverfahren ist der Gewinn aus dem Verkauf von Anlagevermögen nur als Gutschrift auf dem Überschusskonto zu erfassen. In zahlreichen Fällen wurden solche Einnahmen aber vom Unternehmen als Teil seines aktuellen Reinertrags ausgewiesen. Dies führte zu einer verfälschten Abbildung der in

der Periode erzielten Erträge.

Beispiele: Ein eklatantes Beispiel dieser Praxis stellt der Bericht der *Manhattan Electrical Supply Company* für das Jahr 1926 dar. In diesem Bericht wurden Erträge in Höhe von 882.000 Dollar beziehungsweise 10,25 Dollar je Aktie ausgewiesen, welche die Anlage in ein sehr positives Bild rückten. Doch ein im Anschluss eingereichter Antrag zur Aufnahme weiterer Aktien in die Liste der an der New Yorker Börse gehandelten Wertpapiere brachte ans Tageslicht, dass von den als Ertrag ausgewiesenen 882.000 Dollar nicht weniger als 586.700 Dollar durch den Verkauf der Batteriesparte des Unternehmens erzielt wurden. Demzufolge lagen die Erträge aus der gewöhnlichen Geschäftstätigkeit nur bei 295.300 Dollar beziehungsweise 3,40 Dollar je Aktie. Die Hinzurechnung des Sondergewinns zu den Erträgen war in besonderem Maße deshalb zu beanstanden, da das Unternehmen im selben Jahr das Überschusskonto mit einem außerordentlichen Verlust in Höhe von 544.000 Dollar belastet hatte. Der außerordentliche Verlust gehörte aber ganz offenkundig zur selben Kategorie wie der außerordentliche Gewinn, sodass eine Zusammenfassung der beiden Posten obligatorisch gewesen wäre. Der Eindruck, der durch die Hinzurechnung des einen zum Ertrag und des anderen zum Überschuss entstand, war in höchstem Maße irreführend. Noch unseriöser war zudem, dass auf den Gewinn aus dem Verkauf der Batteriesparte weder im Erfolgskonto selbst noch in den ausführlichen Anmerkungen, die dem Erfolgskonto im Jahresbericht beigelegt waren, klar verwiesen wurde.²⁶¹

Im Jahr 1931 wies die *United States Steel Corporation* einen »Sonderertrag« in Höhe von 19.300.000 Dollar aus. Den überwiegenden Teil davon machte der »Gewinn aus dem Verkauf von Grundstücken und Gebäuden« aus – ein Grundbesitz des Versorgungsunternehmens in Gary, Indiana. Dieser Posten wurde zu den Erträgen des Jahres gerechnet und bewirkte am Schluss einen »Reinertrag« in Höhe von 13.000.000 Dollar. Da nun aber dieser Haben-Posten definitiv außerordentlicher Natur war, hätte ihn der Analyst aus seinen Betrachtungen zum Betriebsergebnis von 1931 ausklammern müssen und wäre in der Folge rechnerisch auf einen *Verlust* in Höhe von 6.300.000 Dollar vor Vorzugsdividenden gekommen. Die Vorgehensweise bei der Rechnungslegung der *United States Steel Company* von 1931 weicht von ihren in den Vorjahren verfolgten Methoden ab, wie aus der Behandlung der großen Summen ersichtlich ist, die als Ertragsteuerrückerstattungen in den drei vorausgehenden Jahren an das Unternehmen gezahlt wurden. Diese Zugänge wurden nämlich nicht als laufender Ertrag ausgewiesen, sondern direkt dem Überschuss gutgeschrieben.

GEWINNE AUS DEM VERKAUF VON WERTPAPIEREN DES UMLAUFVERMÖGENS – Gewinne, die von einer Kapitalgesellschaft aus dem Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens erzielt wurden, sind ebenfalls außerordentlicher Natur und müssen vom gewöhnlichen Betriebsergebnis ausgeklammert werden.

Beispiele: Der Bericht der *National Transit Company*, ehemals Tochtergesellschaft von *Standard Oil*, für das Jahr 1928 veranschaulicht die Verzerrung, die durch das Hinzurechnen von Gewinnen aus dieser Quelle zum Erfolgskonto entsteht. Darüber hinaus berechtigt die Art und Weise, wie der Sachverhalt den Aktionären dargeboten wurde, zu ernsthafter Kritik. Die konsolidierten Erfolgskonten für 1927 und 1928 wurden in etwa wie folgt präsentiert:

Posten	1927 (in \$)	1928 (in \$)
Betriebliche Erträge	3.432.000	3.419.000
Dividenden, Zinsen und verschiedenes Einkommen	463.000	370.000
Gesamtumsatz	3.895.000	3.789.000
Betriebsaufwendungen einschließlich Abschreibung sowie Gewinn- und Verlustdirektpositionen (im Jahr 1928 »einschließlich der Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren des Umlaufvermögens«)	3.264.000	2.599.000
Reinertrag	631.000	1.190.000
(Gewinn je Aktie)	(1,24)	(2,34)

Die Zunahme beim Gewinn je Aktie machte großen Eindruck. Aber allein eine detaillierte Untersuchung der Zahlen der Muttergesellschaft, wie sie der *Interstate Commerce Commission* vorgelegt wurde, hätte aufgedeckt, dass 8.560.000 Dollar der Erträge des Jahres 1928 Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren darstellten. Und zufällig stimmt dies nahezu genau mit der Steigerung des Konzernergebnisses vom Vorjahr überein. Die bei diesen Sondergewinnen zugelassenen Ertragsteuer- und sonstigen Verrechnungen einerseits und die voraussichtlichen Zusatzgewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren durch die produzierende Tochtergesellschaft andererseits erwecken den Anschein, dass nahezu alles oder fast alles von der scheinbaren Gewinnsteigerung des Jahres 1928 betriebsfremden Posten zu verdanken war. Solche Gewinne müssen daher zweifelsohne aus jedem Vergleich oder jeder Berechnung der *Ertragskraft* ausgeklammert werden. Die Art der Ergebnisrechnung, die *National Transit* angewendet hatte und in der solche Gewinne zur *Reduzierung der Betriebsaufwendungen* eingesetzt wurden, ist gelinde gesagt skurril.

Eine noch merkwürdigere Art der Buchführungsmanipulation resultierte aus dem Verkauf von Beteiligungen der *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* an *Pere-Marquette*-Aktien im Jahre 1929, der über eine Tochtergesellschaft erfolgte. Wir werden diese Geschäftsvorfälle im Zusammenhang mit der Betrachtung von Posten behandeln, die sich auf nicht konsolidierte Tochterunternehmen beziehen. Im Jahre 1931 summierte die Firma *W. Woolworth Company* ihre Erträge mit Einnahmen von ungefähr 10.000.000 Dollar auf, die

sie aus dem Verkauf von Geschäftsanteilen an ihrer britischen Tochtergesellschaft erzielt hatte. Ziel war es, den Gewinn je Aktie im Vergleich zu den Vorjahren größer erscheinen zu lassen, obwohl die Firma in Wirklichkeit eine Rezession erlebte. Ein bisschen überraschend ist dann die Feststellung, dass die Firma im selben Jahr eine zusätzliche Steuerrückstellung in Höhe von 2.000.000 Dollar mit dem *Überschuss* verrechnete, eine Rückstellung, die in engem Zusammenhang mit den obigen Sondereinnahmen zu stehen schien, welche die Firma ihren Erträgen hinzuaddierte.

Minderungen des Kurswertes von Wertpapieren sollten als außerordentlicher Posten in derselben Weise gewertet werden wie Verluste aus dem Verkauf solcher Wertpapiere. Gleiches gilt für einen Werteschwund bei Devisen. Solche Wertberichtigungen ziehen die meisten Gesellschaften von ihrem Überschuss ab. Beide Arten der Wertminderung finden sich im Bericht von *General Motors* für das Jahr 1931, in dem sie sich auf insgesamt 20.575.000 Dollar belaufen und als Abzüge von den *Erträgen* gewertet wurden. Vorsichtig war man aber, diese als »außerordentliche und einmalige Verluste« zu bezeichnen.

RECHNUNGSLEGUNGSMETHODEN VON KAPITALANLAGEGESELLSCHAFTEN BEIM VERKAUF VON WERTPAPIEREN DES UMLAUFVERMÖGENS – Ergebnisrechnungen von Kapitalanlagegesellschaften werfen mit Blick auf die Behandlung von Gewinnen oder Verlusten aus dem Verkauf von Wertpapieren und aus deren Wertänderungen gesonderte Fragen auf. Vor 1930 wiesen Unternehmen die Gewinne aus dem Verkauf von Wertpapieren als Teil ihres regulären Ertrags aus; Wertsteigerungen bei *nicht verkauften* Wertpapieren wurden als Notiz oder Fußnote in die Bilanz aufgenommen. Weil aber 1930 große Verluste aufgetreten waren, wurden sie von nun an nicht auf dem Erfolgskonto, sondern als Abzüge vom Kapital, vom Überschuss oder von den Rücklagen ausgewiesen. *Nicht realisierte* Wertberichtigungen wurden aber weiterhin als erläuternde Bemerkung in die Bilanz aufgenommen, in der die im Besitz befindlichen Wertpapiere unter ihren Gestehungskosten weitergeführt wurden. Nur wenige Kapitalanlagegesellschaften nahmen eine Anpassung an die Marktentwicklung vor und verminderten den Buchwert ihres Portfolios in Form von Abzügen vom Kapital und vom Überschuss.

Da der Handel mit Wertpapieren integraler Bestandteil des Kapitalanlagegeschäfts ist, kann in logischer Schlussfolgerung behauptet werden, dass die Ergebnisse aus dem Wertpapierverkauf und ebenfalls aus den Wertänderungen des Portfolios in den Jahresabschluss als gewöhnliche und nicht als außergewöhnliche Elemente Eingang finden sollten. Sicherlich würde eine Untersuchung, die sich auf die Zins- und Dividendeneinnahmen abzüglich der Aufwendungen beschränkt, nur eine geringe Aussagekraft haben. Wenn irgendwelche brauchbaren Ergebnisse aus der Analyse von Kapitalanlageberichten erwartet werden, dann muss eine solche Analyse auf den folgenden drei Elementen basieren: Erträge

aus Beteiligungen, Gewinne oder Verluste aus dem Verkauf von Wertpapieren und Änderungen des Kurswertes. Auch besteht kein Zweifel daran, dass ein Wertzuwachs oder Wertschwund in irgendeinem Jahr, sofern ermittelt, in keinsten Hinsicht einen Hinweis auf die Ertragskraft im gewöhnlichen Sinne darstellt. Noch kann ein aus mehreren Jahren gebildeter Durchschnitt irgendetwas über die Zukunft verraten, es sei denn, die Ergebnisse werden zuerst mit einer geeigneten Messgröße des allgemeinen Marktverhaltens verglichen. Angenommen, eine Kapitalanlagegesellschaft kann sich vom jeweiligen »Durchschnitt« deutlich nach oben hin abheben, dann ist dies sicherlich ein auf den ersten Blick glaubhafter Hinweis auf ein fähiges Management. Aber auch hier wäre es schwierig, mit Sicherheit zwischen überdurchschnittlichen Fähigkeiten und Marktglück zu unterscheiden.

Der Kern dieser Kritik besteht aus zwei Teilen: (1) Die Gesamtänderung des gemeinen Werts stellt die einzig verfügbare Messgröße für die Performance von Kapitalanlagegesellschaften dar, aber (2) diese Messgröße kann in keinsten Hinsicht als Anzeiger »regulärer Ertragskraft« entsprechend den buchmäßig erfassten Erträgen eines etablierten Wirtschaftsunternehmens gewertet werden.²⁶²

VERGLEICHBARE PROBLEMSTELLUNG BEI BANKEN UND VERSICHERUNGSGESELLSCHAFTEN – Ein ähnliches Problem besteht bei der Analyse der Ergebnisse, die von Banken und Versicherungsgesellschaften ausgewiesen werden. Das Allgemeininteresse an Versicherungswerten konzentriert sich weitgehend auf Anteile an Feuerversicherungsgesellschaften. Diese Unternehmen repräsentieren eine Mischung aus Versicherungsgeschäft und Kapitalanlagegeschäft. Die verfügbaren Beteiligungen gründen sich auf deren Eigenmittel und die erheblichen Summen, die als Prämien im Voraus gezahlt wurden. Im Großen und Ganzen unterliegt mit Blick auf die Kapitalanlage nur ein kleiner Anteil dieser Fonds gesetzlichen Regelungen und die Bilanz zum Vermögen wird weitgehend in gleicher Weise gehandhabt wie bei den Kapitalanlagegesellschaften. Das zugrunde liegende Geschäft als solches hat sich nur selten als hoch profitabel erwiesen. Oftmals liegt ein Defizit vor, das allerdings mit den Zins- und Dividendeneinnahmen verrechnet wird. Die Gewinne und Verluste bei Wertpapiergeschäften, einschließlich der Kurswertänderungen, üben einen dominierenden Einfluss auf die allgemeine Haltung zu den Aktien von Feuerversicherungsgesellschaften aus. Ähnliches trifft, wenn auch in kleinerem, aber deswegen nicht unbedeutenderem Maße, auf das Aktienkapital von Banken zu. Die dort anzutreffende maßlose Überspekulation gegen Ende der 20er-Jahre des 20. Jahrhunderts wurde zum Großteil durch die Beteiligung der Banken, ob direkt oder über Zweiggesellschaften, an den märchenhaften Aktienmarktgewinnen in Gang gesetzt.

Seit dem Jahre 1933 sind Bankhäuser verpflichtet, eine Trennung von ihren Zweiggesellschaften vorzunehmen. Und ihre Geschäfte mit Wertpapieren außer

Staatsemissionen werden sorgfältiger überwacht und eingeschränkt. Aber angesichts der Tatsache, dass ein Großteil ihrer Mittel in Schuldverschreibungen angelegt ist, können sich kräftige Änderungen am Kurswert dieser Schuldverschreibungen immer noch gravierend auf die ausgewiesenen Erträge der Banken auswirken.

Der Sachverhalt, dass die Operationen von Finanzinstituten allgemein – zum Beispiel von Kapitalanlagegesellschaften, Banken und Versicherungsgesellschaften – zwangsläufig Änderungen von Kurswerten widerspiegeln müssen, macht ihre Aktien zu einem gefährlichen Medium für ein ausgedehntes Publikumsgeschäft. Da in diesen Unternehmen mit einer Wertsteigerung der Wertpapiere zum Jahresertrag gerechnet werden kann, besteht eine unausweichliche Tendenz, die in guten Zeiten erzielten Gewinne als Teil der »Ertragskraft« zu sehen und die Aktien entsprechend zu bewerten. Dies führt dann natürlich zu einer absurden Überbewertung mit dem Ergebnis eines Kursverfalls und dementsprechend übermäßigem Wertverlust. Solche starken Schwankungen sind im Falle von Finanzinstituten besonders schädlich, da sie sich negativ auf das öffentliche Vertrauen auswirken können. Auch ist es so, dass ungezügelter Spekulation (»Beteiligung«) hinsichtlich des Aktienkapitals von Banken und Versicherungsgesellschaften zu der unklugen Gründung neuer Unternehmen, der törichten Expansion bereits bestehender und einer generellen Aufweichung etablierter Grundsätze der Vorsicht und sogar der Rechtschaffenheit führt.

Der Wertpapieranalytiker sollte in Ausübung seiner Funktion als Anlageberater sein Bestes tun, um dem normalen Kleinanleger vom Kauf der Aktien von Banken und Versicherungsgesellschaften abzuraten. Vor der Hausse der 20er-Jahre des 20. Jahrhunderts wurden solche Wertpapiere fast ausschließlich von denjenigen gehalten, die über große Erfahrungen auf dem Gebiet und über ein gereiftes Urteilsvermögen verfügten. Diese Kompetenzen sind unabdingbar, um die besondere Gefahr der Falschinterpretation von Werten dieses Bereichs abzuwenden, die durch die Abhängigkeit der ausgewiesenen Erträge dieser Institutionen von Schwankungen bei den Wertpapierkursen entsteht.

Hierin liegt auch eine paradoxe Schwierigkeit der Kapitalanlageentwicklung. Vorausgesetzt, die angewandten Methoden der Verwaltung sind einwandfrei, können sich diese Institutionen sehr wohl als ein logisch geeigneter Vermittler bei der Platzierung des Kapitals von Kleinanlegern erweisen. Doch als börsengängiges Wertpapier, das von Kleinanlegern gehalten wird, sind die Aktien von Kapitalanlagegesellschaften an sich ein gefährlich unstetiges Instrument. Offensichtlich lässt sich dieser unangenehme Faktor nur durch Aufklärung beziehungsweise nachhaltige Warnung der Öffentlichkeit bezüglich der Berichte von Kapitalanlagegesellschaften unter Kontrolle halten. Die Aussichten, dass dies bewerkstelligt werden kann, sind jedoch eher gedämpft.

GEWINNE AUS DEM RÜCKKAUF VON WERTPAPIEREN MIT VORRECHTEN UNTER NENNWERT – Hin

und wieder erzielten Gesellschaften beachtliche Gewinne durch den Rückkauf ihrer eigenen vorrangigen Wertpapiere unter dem Nennwert. Die Einbeziehung solcher Einnahmen in die laufenden Erträge stellt freilich eine Praxis dar, die in die Irre führt, da diese Einnahmen erstens außerordentlicher Natur sind und zweitens bestenfalls eine bedenkliche Einnahmenart darstellen, werden sie doch auf Kosten der Wertpapierinhaber erzielt, welche die Aktien dieser Firma erstanden hatten.

Beispiel: Ein auffälliges Beispiel dieser Rechnungslegungspraxis lieferte bereits 1915 die *Utah Securities Corporation*, Dachgesellschaft der *Utah Power and Light Company*. Die im Folgenden abgedruckte Erfolgsrechnung veranschaulicht diesen Sachverhalt:

Erträge der <i>Utah Securities Corporation</i> (in \$) einschließlich	
Zugeflossener Überschuss der Tochtergesellschaften	771.299
Aufwendungen und Steuern	30.288
Nettoergebnis	741.011
Gewinne aus der Tilgung von 6-Prozent-Anleihen	1.309.657
Erträge aus allen Quellen der <i>Utah Securities Corporation</i>	2.050.668
Abzüglich Sollzinsen auf 6-Prozent-Anleihen	1.063.009
Zusammengefasster Jahresüberschuss	987.659

Erfolgsrechnung für das geschäftsjahr mit Ende zum 31. märz 1915

Die oben dargestellte Erfolgsrechnung gibt an, dass der Hauptteil der von der *Utah Securities Corporation* erzielten »Erträge« aus dem Rückkauf (Tilgung) der eigenen Anleihen unter dem Nennwert erzielt wurde. Hätte es diesen außerordentlichen Posten nicht gegeben, hätte das Unternehmen seine Sollzinsen nicht decken können. Die weitverbreiteten Rückkäufe vorrangiger Wertpapiere deutlich unter dem Nennwert stellten eines der kennzeichnenden Merkmale der Krisenjahre von 1931 bis 1933 dar. Möglich wurden sie durch das Missverhältnis zwischen der sehr guten Liquiditätslage und den schleppenden Erträgen vieler Unternehmen. Aufgrund des letztgenannten Faktors wurde der geringe Verkaufspreis der vorrangigen Papiere bewirkt, aufgrund des erstgenannten waren die emittierenden Firmen in der Lage, sie in großen Stückzahlen zurückzukaufen. Diese Vorgehensweise konnte insbesondere bei den Kapitalanlagegesellschaften festgestellt werden.

Beispiele: Ein herausragendes Beispiel ist die *International Securities Corporation of*

America. Sie hatte im Geschäftsjahr, das am 30. November 1932 endete, von ihren 5-Prozent-Anleihen Stückzahlen im Wert von nicht weniger als 12.684.000 Dollar und damit annähernd die Hälfte der Gesamtemission zurückgekauft. Bei einem durchschnittlich gezahlten Preis von etwa 55 Dollar konnte mit der Operation ein Gewinn von circa 6.000.000 Dollar erzielt werden, mit dem der Wertschwund des Wertpapierbestands ausgeglichen wurde.

Mit Blick auf das produzierende Gewerbe ist der Abschluss von *Armour and Company* für das Jahr 1932 erwähnenswert. Dort wurde zwar ein Nettoergebnis in Höhe von 1.633.000 Dollar ausgewiesen. Dieses kam aber erst durch die Einbeziehung der Einnahmen von 5.520.000 Dollar zum Ertrag zustande, die bei Anleiherückkäufen deutlich unter dem Nennwert erzielt wurden. In ähnlicher Weise konnten *Goodrich Rubber*, *United Drug*, *Bush Terminal Building Company* und andere mehr als ihr gesamtes im Jahr 1933 erzielt Nettoergebnis dieser außerordentlichen Einnahmequelle zuschreiben. Eine ähnliche Situation wurde auch im Bericht von *United Cigar-Whelan Stores* für die erste Hälfte des Jahres 1938 bekannt gegeben.²⁶³ (Demgegenüber sei aber angemerkt, dass manche Unternehmen, zum Beispiel die *Gulf States Steel Corporation*, im Jahr 1933 nach der redlicheren Vorgehensweise verfahren sind und diese Einnahmen direkt dem Überschuss gutgeschrieben haben.) Das Gegenteil ist der Fall, wenn Wertpapiere mit Vorrechten zu einem Preis eingelöst werden, der über dem Nennwert oder dem ausgewiesenen Wert liegt. Beläuft sich dieses Agio auf eine große Summe, erfolgt stets eine Umlage auf den Überschuss und nicht auf die laufenden Erträge.

Beispiele: Als markantes Beispiel dieser Vorgehensweise ist die Lastschrift in Höhe von 40.600.000 Dollar auf den Überschuss anzuführen, die von der *United States Steel Corporation* im Jahr 1929 vorgenommen wurde und im Zusammenhang mit der Einlösung von eigenen Anleihen und denjenigen ihrer Tochtergesellschaft zu einem Preis von 110 Dollar und einer Gesamtsumme von 307.000.000 Dollar erfolgte. Oder die Lastschrift in Höhe von 9.600.000 Dollar auf den Überschuss des Jahres 1927 der *Goodyear Tire and Rubber Company*, die Folge der Einlösung mit Agio von verschiedenen Anleihen- und Vorzugsaktienemissionen und ihrer Ersetzung durch neue Wertpapiere mit niedrigeren Anleiheninsen und Dividendensätzen war. Aus Sicht des Analysten sind sowohl Gewinne als auch Verluste bei solchen speziellen Transaktionen mit den unternehmenseigenen Wertpapieren als außerordentlich zu werten und bei der Erfolgsermittlung eines Jahres vom Betriebsergebnis auszuklammern.

Posten	1932 (in \$)	1931 (in \$)
Erfolgskonto		
Reinertrag vor Abschreibung und Zinsen	Verlust 136.885	Gewinn 101.534
Zuzüglich Gewinn aus dem Rückkauf von Anleihen	174.278	270.701
Gewinn, einschließlich zurückgekaufter Anleihen	37.393	372.236
Abschreibung	87.918	184.562
Anleihezins	119.273	140.658
Abschließender Nettogewinn und -verlust	Verlust 169.798	Gewinn 47.015
Kapitalkosten, Kapitalrücklagen und Gewinnrücklagen: transitorisch abgegrenzte Umzugskosten und Erschließungskosten	111.014	----
Rückstellungen für Verluste aus zweifelhaften Wechseln, darauf entfallende Zinsen und Forderungen	600.000	----
Vorratsvermögen	385.000	----
Beteiligungen	54.999	----
Auflösung von Tochtergesellschaften	39.298	----
Abschreibung von Erzreserven	28.406	32.515
Abschreibung fester Aktivposten (netto)	557.578	----
Reduzierung der Erzreserven und Mineralrechte	681.742	----
Bundessteuererstattung usw.	7.198	12.269
Gesamtgegenposten, die nicht im Einkommenskonto gezeigt werden	2.450.839	20.246
Im Einkommenskonto gezeigtes Ergebnis	-169.798	47.015
Erhalten aus dem Verkauf zusätzlicher Aktien	44.000	----
Kombinierter Wechsel bei Kapital und Überschuss	-2.576.637	26.769

Bericht der *American Machine and Metals, Inc.*, für 1931 und 1932

Ein umfangreiches Beispiel: American Machine and Metals, Inc., (Nachfolgeunternehmen der weiter oben in diesem Kapitel erwähnten *Manhattan Electrical Supply Company*) rechnete seinen laufenden Erträgen des Jahres 1932 Einnahmen aus dem Rückkauf eigener Anleihen unter dem Nennwert hinzu. Da die Berichte von 1931 und 1932

ungewöhnlich deutlich die willkürliche Vorgehensweise vieler Unternehmen bei der Rechnungslegung veranschaulichen, bilden wir hier das Erfolgskonto und die angehängten Eigenkapital- und Überschussanpassungen vollständig ab.

Wie schon für das Jahr 1926 lässt sich auch für das Jahr 1932 die höchst anrühige Praxis feststellen, außerordentliche Gewinne dem Ertrag hinzuzurechnen, außerordentliche Verluste aber vom Überschuss abzuziehen. Es macht dann auch keinen großen Unterschied mehr, wenn im Folgejahr die Art dieses außerordentlichen Gewinns – Erlös erzielt aus dem Rückkauf von Anleihen unter dem Nennwert – im Bericht offengelegt wird. Die meisten Anteilseigner und Anteilskäufer schenken lediglich der Endzahl, dem vom Unternehmen verkündeten Gewinn je Aktie, Aufmerksamkeit und zeigen auch eher kein Interesse, die Zusammensetzung dieses Gewinns gründlich zu hinterfragen. Die Bedeutung bestimmter Belastungen, die von diesem Unternehmen auf den Überschuss des Jahres 1932 umgelegt wurden, wird weiter hinten in diesem Buch unter den entsprechenden Überschriften wieder aufgegriffen.

SONSTIGE AUSSERORDENTLICHE POSTEN – Die verbleibende Gruppe außerordentlicher Gewinnposten hat nicht die Bedeutung, die notwendig wäre, um eine detaillierte Behandlung zu rechtfertigen. Denn in den meisten Fällen hat es nur geringfügige Auswirkungen, wenn sie als Teil des Jahresertrags verbucht und nicht, wie es richtig wäre, dem Überschuss hinzugerechnet werden.

Beispiele: Die Firma *Gimbel Brothers* rechnete eine Summe von 167.660 Dollar, Erlöse aus Lebensversicherungspolice, den Erträgen im Jahr 1938 hinzu und versah sie mit der Bezeichnung »neutrale Posten«. Die Firma *United Merchants and Manufacturers* hingegen, die eine ähnliche Zahlung in Höhe von 1.579.000 Dollar im Geschäftsjahr 1938 erhielt, zeigte mehr Vernunft und schrieb diese Summe dem Überschuss gut – trotz eines großen Verlusts aus der Geschäftstätigkeit.

Die *Bendix Aviation Corporation* wies unter den Erträgen des Jahres 1929 eine Summe in Höhe von 901.282 Dollar aus, die sie als Begleichung aus einem Patentverfahren erhielt. Und nochmals im Jahr 1931 rechnete sie den laufenden Erträgen eine Summe von 242.656 Dollar hinzu, die ihr als Rückvergütung gerichtlich eingeklagter Patentabgaben gezahlt wurden. Die Erträge des Jahres 1932 der *Gulf Oil Corporation* beinhalteten eine Summe in Höhe von 5.512.000 Dollar. Hierbei handelte es sich um den Wert von zuvor noch einem Rechtsstreit unterliegendem Öl. Mithilfe dieses Postens, der als außerordentlich deklariert war, konnte ein Verlust in Höhe von 2.768.000 Dollar in einen Gewinn in Höhe von 2.743.000 Dollar verwandelt werden. Obwohl Steuerrückerstattungen in der Regel nur als Gutschrift dem Überschuss hinzugerechnet werden, erscheinen die darauf angefallenen aufgelaufenen Zinsen von Zeit zu Zeit als Element des Erfolgskontos. *Beispiel:* die vom

Unternehmen *E. I. du Pont de Nemours and Company* für das Jahr 1926 ausgewiesene Summe in Höhe von 2.000.000 Dollar sowie die nicht genannte, aber noch weitaus größere Summe, die den Erträgen der *United States Steel Corporation* für das Jahr 1930 gutgeschrieben wurde.

KAPITEL 32

AUSSERORDENTLICHE VERLUSTE UND WEITERE SONSTIGE POSITIONEN IN DER ERFOLGSRECHNUNG

Bei der Analyse von Erfolgsrechnungen ist es wahrscheinlich, dass einmalige Verluste besondere Schwierigkeiten mit sich bringen. Bis zu welchem Ausmaß sollten Abschreibungen von Vorräten und Forderungen als außerordentliche Wertminderungen betrachtet werden, die nicht ordentlich gegen den Jahresgewinn gebucht werden können? Im Katastrophenjahr 1932 wurden solche Abschreibungen von nahezu jedem Unternehmen vorgenommen. Die verwendeten Bilanzierungsmethoden zeigten weitreichende Unterschiede, doch die Mehrzahl der Unternehmen verschonte ihre Gewinne so gut wie möglich und buchte diese Verluste gegen die Rücklagen. Die geringeren Vorratsverluste der Rezession 1937 bis 1938 wurden dagegen nahezu allgemein in der Erfolgsrechnung verbucht.

Vorratsverluste haben direkt mit der Führung des Unternehmens zu tun und sind daher keinesfalls als außerordentlich anzusehen. Der Einbruch von Lagerbestandspreisen in den Jahren 1931 bis 1932 kann in seinem *Ausmaß* als außerordentlich angesehen werden, genauso wie die Unternehmensergebnisse insgesamt außergewöhnlich waren. Aus dieser Argumentation folgt, dass, falls die Ergebnisse der Jahre 1932 bis 1933 überhaupt in Betracht gezogen werden, zum Beispiel bei der Berechnung eines langfristigen Durchschnitts, alle Verluste auf Vorräte und Forderungen als Teil des Betriebsverlustes dieser Jahre angesehen werden müssen, selbst wenn sie gegen die Rücklagen gebucht wurden. In Kapitel 37 betrachten wir die Funktion von außergewöhnlichen Jahren bei der Bestimmung der durchschnittlichen Ertragskraft.

ERZEUGTE GEWINNE – Eine Untersuchung der im Jahr 1932 von *American Machine and Metals* vorgenommenen massiven Belastungen der Rücklagen weist auf die Möglichkeit hin, dass in diesem Jahr überhöhte Verlustrückstellungen vorgenommen wurden, um spätere Erfolgsrechnungen zu begünstigen. Falls die Forderungen und Lagerbestände zum 31.

Dezember 1932 bis auf einen übermäßig niedrigen Wert abgeschrieben worden wären, würde dieser künstlich niedrige »Anschaffungswert« zu dementsprechend überdimensionierten Gewinnen in den Folgejahren führen. Dieser Standpunkt kann durch die Verwendung der nachstehenden hypothetischen Zahlen verdeutlicht werden:

Angenommener fairer Wert von Lagerbeständen und Forderungen am 31. Dezember 1932	2.000.000 \$
Angenommener Gewinn für 1933 (basierend auf dem fairen Wert)	200.000 \$
Angenommen, durch besondere und überhöhte Belastungen der Rücklagen wurden Lagerbestände und Forderungen abgeschrieben auf	1.600.000 \$
Der daraus realisierte Betrag zeigt einen dementsprechend höheren Gewinn für 1933, der den berichteten Gewinn für 1933 darstellen könnte.	600.000 \$
Dies entspräche dem Dreifachen des wirklichen Betrages.	

Das vorangehende Beispiel zeigt eine Reihe von Praktiken, die womöglich den bösartigsten Typ von Bilanzmanipulation darstellen. Dabei werden, kurz gesagt, Beträge aus den Rücklagen (oder aus dem Kapital) entnommen und als Erträge verbucht. Die Belastung der Rücklagen erfolgt unbemerkt; die Erhöhung des Gewinns kann einen ausschlaggebenden Einfluss auf den Aktienkurs des Unternehmens haben.²⁶⁴ Wir werden später zeigen, dass die »konservative« Abschreibung des Anlagenkontos genau dieses Ergebnis mit sich bringt, abnehmende Abschreibungsbeträge zuzulassen, und somit den offensichtlichen Gewinn erhöht. Die diesen Bilanzierungsmethoden anhaftenden Gefahren sind umso schwerwiegender, da sie von der Öffentlichkeit kaum wahrgenommen werden, selbst von einem erfahrenen Analysten schwierig entdeckt werden können und gegen eine Berichtigung seitens des Gesetzgebers oder der Börse unempfindlich sind.

Die Basierung von Stammaktienbewertungen auf den berichteten Gewinn je Aktie hat es Unternehmensführungen erleichtert, eine willkürliche und schädliche Kontrolle auf das Kursniveau ihrer Anteile auszuüben. Obgleich betont werden muss, dass die überwältigende Mehrheit von Unternehmensleitungen ehrbar ist, muss ebenfalls zur Sprache gebracht werden, dass eine leichtfertige oder »zweckbestimmte« Bilanzierung eine höchst ansteckende Erkrankung ist.

RÜCKSTELLUNGEN FÜR LAGERBESTANDSVERLUSTE – Die Bilanzierung von Lagerbestandsverlusten wird häufig durch Rückstellungen erschwert, die vor Eintritt des tatsächlichen Verlustes gebildet werden. Sie werden gewöhnlich gegen die Rücklagen gebucht gemäß der Theorie, dass das Rücklagenkonto als eine Art Sicherheitsreserve dient,

um außerordentliche zukünftige Verluste zu tragen. Falls später tatsächlich eine Minderung der Lagerbestände eintritt, wird sie normalerweise gegen die bereits vorgenommene Rückstellung gebucht. Im Ergebnis spiegelt die Erfolgsrechnung in *keinem Jahr* die Lagerbestandsverluste wider, obwohl das Unternehmensrisiko hierbei genauso hoch ist wie bei einem Rückgang der Absatzpreise.

Wenn ein Unternehmen Lagerbestandsverluste gegen die Rücklagen bucht (entweder direkt oder mithilfe eines Zwischenkontos), muss der Analyst dieses Vorgehen sorgfältig beachten, besonders beim Vergleich der veröffentlichten Ergebnisse mit denen anderer Unternehmen. Eine gute Veranschaulichung dieser Regel liefert der Vergleich der Bilanzen der *United States Rubber Company* und der *Goodyear Tire and Rubber Company* für den Zeitraum 1925 bis 1927, in dem die Preise für Kautschuk weitreichenden Schwankungen unterlagen.

In diesen drei Jahren belastete *Goodyear* durch Rückstellungen gegen den Verfall von Rohstoffpreisen seine *Gewinne* mit insgesamt 11.500.000 Dollar. Von diesem Betrag wurde die Hälfte für tatsächlich erlittene Verluste verwendet, die andere Hälfte wurde in das Jahr 1928 übertragen (und schließlich im Jahr 1930 aufgebraucht).

United States Rubber verbuchte in diesem Zeitraum einen Gesamtbetrag von 20.446.000 Dollar für Lagerbestandsrückstellungen und Abschreibungen, der vollständig für tatsächliche Verluste in Anspruch genommen wurde. Doch der den Aktionären vorgelegte Jahresabschluss verschwieg diese Gewinnminderung und stellte sie als besondere Berichtigungen der Rücklagen dar. (Darüber hinaus wurde der Lagerbestandsverlust in Höhe von 8.910.000 Dollar scheinbar mit einem besonderen Kredit in Höhe von 8.000.000 Dollar aus dem Transfer von *vergangenen* Gewinnen der Tochtergesellschaft für Rohkautschuk aufgerechnet.)

Im Ergebnis führten diese abweichenden Grundlagen bei der Veröffentlichung des Jahresgewinns dazu, dass der Vergleich des Gewinns je Aktie der beiden Unternehmen, wie in den statistischen Jahrbüchern zusammengestellt, vollkommen irreführend war. Die folgenden Gewinne je Aktie sind dem *Poor's Manual* von 1928 entnommen:

Jahr	<i>U.S. Rubber</i> (in \$)	<i>Goodyear</i> (in \$)
1925	14,92	9,45
1926	10,54	3,79
1927	1,26	9,02
3-Jahres-Durchschnitt	8,91	7,42

Für einen geeigneten Vergleich müssen die Erfolgsrechnungen offenkundig auf identischer

Basis (beziehungsweise möglichst identisch) betrachtet werden. Ein solcher Vergleich kann durch drei mögliche Vorgehensweisen erfolgen:

- Die Berichtsbasis ist *United States Rubber*, das heißt ausschließlich der Lagerbestandsrückstellungen und -verluste der aktuellen Erfolgsrechnung.
- Die Berichtsbasis ist *Goodyear*, das heißt, die Gewinne der Periode der hohen Preise für Rohkautschuk werden durch eine Rückstellung für zukünftige Verluste gemindert und diese Rückstellung wird für spätere Lagerbestandsminderungen verwendet.
- Die Eliminierung solcher Rückstellungen als willkürliche Maßnahme des Managements, um die Gewinne zu glätten. Auf dieser Basis würden die Lagerbestandsverluste vom Gewinn des Jahres, in dem sie tatsächlich auftraten, abgezogen werden. (Die Analyse der *Standard Statistics Company* zu *Goodyear* beinhaltet eine Anpassung der berichteten Gewinne in Übereinstimmung mit diesem Ansatz.)

Als Vergleich ergeben sich danach drei Aufstellungen der Gewinne je Aktie für den Zeitraum:

Jahr	1. Unterlassen von Inventarberichtigungen (in \$)		2. Erlauben von Inventarberichtigungen, wie von den Firmen vorgenommen (in \$)		3. Ausschließen von Reserven und Zurechnen von Verlusten zu dem Jahr, in dem der Verfall stattfand (in \$)	
	<i>U.S. Rubber</i>	<i>Goodyear</i>	<i>U.S. Rubber</i>	<i>Goodyear</i>	<i>U.S. Rubber</i>	<i>Goodyear</i>
1925	14,92	18,48	11,21	9,45	14,92	18,48
1926	10,54	3,79	0,00	3,79	-14,71	-2,53
1927	1,26	13,24	-9,73*	9,02	1,26*	13,24
3-Jahres-Durchschnitt	8,91 \$	12,17 \$	0,49 \$	7,42 \$	0,49 \$	9,73 \$

* Ohne Berechnung für Gewinne, die vor 1926 von der *United States Rubber Plantations, Inc.*, gemacht wurden.

Die Kursspanne der beiden Stammaktien in dieser Periode deutet an, dass die von *United States Rubber* verwendeten Bilanzierungsmethoden effektiv dazu dienten, die unzureichenden Gewinne für diese drei Jahre zu verschleiern.

Jahr	<i>U.S. Rubber</i> allgemein		<i>Goodyear</i> allgemein	
	Hoch	Tief	Hoch	Tief

1925	97	33	50	25
1926	88	50	40	27
1927	67	37	69	29
Durchschnitt der Hochs und Tiefs	62		40	

In letzter Zeit ist *United States Rubber* der Praxis von *Goodyear* gefolgt, aus den Gewinnen erfolgreicher Jahre Rückstellungen für zukünftige Lagerbestandsverminderungen zu bilden. Diese Maßnahme führte dazu, dass das Unternehmen seine Gewinne für 1935 und 1936 etwas untertrieb und für 1937 übertrieb.

EIN AKTUELLERER GEGENSATZ – Beispiele aus der Verpackungsindustrie zeigen eine extremere Abweichung zwischen den von zwei Unternehmen verwendeten Praktiken, wahrscheinliche zukünftige Lagerbestandsverluste zu erfassen.

Wilson and Company bildete vor Beginn des Geschäftsjahres 1934 eine Rückstellung in Höhe von 750.000 Dollar für »Schwankungen in Vorratsbewertungen«. Sie wurde zur Hälfte aus den Rücklagen und dem Gewinn entnommen. 1934 verringerte das Unternehmen seinen Warenanfangsbestand um diese Rückstellung und erhöhte somit den berichteten Jahresgewinn um 750.000 Dollar. Die SEC verlangte jedoch eine Änderung des Zulassungsantrages dahingehend, diesen Betrag statt dem Gewinn den Rücklagen gutzuschreiben.

Dagegen reduzierte *Swift and Company* seine berichteten Gewinne für die Geschäftsjahre 1933 bis 1935 um 16.767.000 Dollar unter Bildung einer Rückstellung für zukünftige Vorratsverminderungen. Diese erwartete Verminderung trat 1938 auf; doch anstatt auf diese Rückstellung zurückzugreifen, um den Gewinn zu schonen, wurde der gesamte Verlust im gleichen Betriebsjahr berücksichtigt und 11.000.000 Dollar der Rückstellung direkt in die Rücklagen übertragen. In diesem außergewöhnlichen Fall wurde der Überschuss für den Sechsjahreszeitraum 1933 bis 1938 *untertrieben*, da die Beträge tatsächlich dem Gewinn entnommen und den Rücklagen zugeführt wurden.²⁶⁵

WEITERE ELEMENTE BEI DER BILANZIERUNG VON VORRÄTEN – Der Leser von Unternehmensbilanzen muss sich mit zwei zulässigen Abweichungen von den gewöhnlichen Bilanzierungspraktiken bei Vorräten vertraut machen. Wie allgemein bekannt ist, besteht das Standardverfahren darin, Lagerbestände zum Jahresende zum Niederstwert anzusetzen. Die »Fertigungskosten« werden dann ermittelt, indem zum Warenanfangsbestand die Käufe addiert und der Endbestand subtrahiert wird, ebenfalls zum beschriebenen Wert.

LAST IN, FIRST OUT – Die erste Abwandlung dieser Methode besteht darin, als Umsatzkosten

den tatsächlich gezahlten Betrag der *zuletzt erworbenen* Bestände zu verwenden. Die Theorie hinter dieser Methode ist, dass sich der Verkaufspreis eines Händlers hauptsächlich auf den aktuellen Wiederbeschaffungspreis beziehungsweise die aktuellen Kosten des verkauften Produktes bezieht. Dieser Punkt ist nur bedeutsam, sofern es bei den Lagerbeständen von Jahr zu Jahr erhebliche Wertveränderungen gibt; dadurch wird der berichtete Gesamtgewinn über einen längeren Zeitraum nicht beeinflusst, sondern nur die Verteilung des Gewinns von Jahr zu Jahr; dies kann zur Reduzierung der Steuerlast nützlich sein, indem Wechsel von Gewinnen und Verlusten aufgrund von Lagerbestandsveränderungen vermieden werden.²⁶⁶

DIE NORMAL-LAGERBESTANDS- ODER BASIS-LAGERBESTANDS-METHODE – Eine beträchtliche Anzahl von Unternehmen folgt seit einigen Jahren einer radikaleren Methode zur Verringerung von Schwankungen von Vorratswerten. Die Methode basiert auf der Theorie, dass ein Unternehmen regelmäßig einen bestimmten physischen Bestand an Vorräten besitzen muss und kein Grund besteht, den Wert dieses »Normalbestandes« – aufgrund von Marktschwankungen – von Jahr zu Jahr zu variieren; ebenso wenig besteht ein Grund, den Wert der Fabrikanlagen zu verändern, wenn der Preisindex steigt oder fällt, und diese Veränderung im Unternehmensbetrieb zu berücksichtigen. Damit der Mindestwarenbestand zu einem Festwert geführt werden kann, wird er in der Praxis auf ein sehr niedriges Preisniveau herabgesetzt – so weit, dass keine Notwendigkeit besteht, ihn auf das aktuelle Marktniveau abzuwerten.

Bereits im Jahr 1913 verwendete die *National Lead Company* diese Methode für die drei Hauptkomponenten ihres Lagerbestandes: Blei, Zinn und Antimon. Die Methode wurde anschließend von der *American Smelting and Refining Company* und der *American Metals Company* übernommen. Einige der Baumwollspinnereien in Neuengland waren vor dem Zusammenbruch des Baumwollmarktes im Jahr 1930 einer ähnlichen Verfahrensweise gefolgt, indem sie ihre Rohbaumwolle und ihren Umlaufbestand zu sehr niedrigen Basispreisen bilanzierten. 1936 übernahm die *Plymouth Cordage Company* die Normal-Lagerbestands-Methode, nachdem sie in den Jahren 1933 bis 1935 einer ähnlichen Verfahrensweise gefolgt war. Zwecks einer eindeutigen Veranschaulichung führen wir die relevanten Zahlen für dieses Unternehmen für den Zeitraum 1930 bis 1939 an (siehe Anhang Anmerkung 49).

AUFWENDUNGEN FÜR STILLGELEGTE FABRIKANLAGEN – Aufwendungen für nicht genutzte Fabrikanlagen werden meist dem Gewinn belastet. Viele Erfolgsrechnungen des Jahres 1932 verzeichneten unter dieser Rubrik beträchtliche Minderungen.

Beispiele: Die *Youngstown Sheet and Tube Company* berichtete 2.759.000 Dollar für »Instandhaltung, Versicherung und Steuern für Fabrikanlagen, Minen und weitere nicht

genutzte Vermögenswerte«. 1932 folgte die *Stewart Warner Corporation* der außergewöhnlichen Methode, für »Abschreibungen von nicht im laufenden Jahr genutzten Fabrikanlagen« anstatt des Gewinns die *Rücklagen* mit dem Betrag von 309.000 Dollar zu belasten. Der Jahresbericht von *Botany Worsted Mills* aus dem Jahr 1938 enthielt eine Gewinnminderung von 166.732 Dollar mit der pittoresken Bezeichnung »Kosten für Stillstand«.

Der Analyst kann Aufwendungen für stillgelegte Fabrikanlagen ordnungsgemäß einer anderen Kategorie zuordnen als gewöhnlichen Gewinnbelastungen. Zumindest theoretisch sollten diese Aufwendungen einen temporären und somit einmaligen Charakter haben. Vermutlich kann das Management diese Verluste jederzeit begrenzen, indem es die Vermögenswerte veräußert oder aufgibt. Falls das Unternehmen vorläufig entscheidet, Geldmittel aufzuwenden, um diese Vermögenswerte in Aussicht einer zukünftigen Werterhöhung zu behalten, scheint es unlogisch, diese Vermögenswerte als eine dauerhafte Verbindlichkeit anzusehen, das heißt als permanentes Hindernis der Ertragskraft des Unternehmens, wodurch die Aktie erheblich weniger wert ist als ohne das Vorhandensein dieser »Vermögenswerte«.

Beispiel: Die praktischen Auswirkungen dieser Ansicht werden durch den Fall *New York Transit Company* (ein Ölpipeline-Förder-Unternehmen) verdeutlicht. 1926 verlor das Unternehmen aufgrund des Markteintritts neuer Konkurrenz das gesamte Fördergeschäft ihrer Hauptpipeline, die dadurch zu einer »stillgelegten Fabrikanlage« wurde. Die Abschreibungen, Steuern und sonstigen Aufwendungen dieser Anlage waren so gravierend, dass sie den Gewinn der restlichen profitablen Anlagen (eine kleinere Pipeline und Kapitalanlagen in hochwertige Anleihen) des Unternehmens abschöpften. Dadurch entstand ein offensichtlicher Verlust, der eine Aussetzung der Dividende zur Folge hatte. Dementsprechend sank der Kurs der Aktie auf ein Niveau unterhalb der Barmittel und der marktfähigen Wertpapiere des Unternehmens. Bei dieser unkritischen Beurteilung durch den Aktienmarkt wurde die stillgelegte Fabrikanlage als schwerwiegende und permanente Verbindlichkeit betrachtet.

1928 entschloss sich der Aufsichtsrat jedoch, diesen gravierenden Belastungen ein Ende zu setzen, und erreichte es, die nicht genutzte Pipeline für einen beträchtlichen Betrag zu veräußern. Im Anschluss erhielten die Aktionäre außerordentliche Barausschüttungen von insgesamt 72 Dollar je Aktie (nahezu das Doppelte des durchschnittlichen Kurses der Jahre 1926 bis 1927) und waren weiterhin Eigentümer eines profitablen Unternehmens, das die regulären Dividenden wieder aufnahm. Selbst wenn die nicht genutzte Pipeline keinen Veräußerungserlös erbracht hätte, wäre der Aktienkurs durch ihre bloße Stilllegung beträchtlich gestiegen.

Dieser Vorgang stellt ein eindrucksvolles und extremes Beispiel der praktischen Anwendung der Wertpapieranalyse dar, Unterschiede zwischen dem inneren Wert und dem Marktpreis zu entdecken. Es ist üblich, sich mit großem Respekt auf das »unblutige Urteil des Marktes« zu beziehen, als ob es ausnahmslos die zusammengesetzte Beurteilung von unzähligen klugen, informierten und berechneten Denkweisen repräsentieren würde. Doch basieren diese Beurteilungen sehr häufig auf Massenpsychologie, fehlerhafter Argumentation und auf der sehr oberflächlichen Analyse unzureichender Informationen. Gewöhnlich ist der Analyst nicht in der Lage, seine Technik effektiv anzuwenden, um solche beliebten Irrtümer zu korrigieren oder einen Vorteil aus ihnen zu ziehen; die Rahmenbedingungen ändern sich nämlich so schnell, dass seine eigenen Schlussfolgerungen überholt sein können, bevor er davon profitieren kann. Doch im Ausnahmefall sind, wie an unserem letzten Beispiel gezeigt, die Fakten und die Logik des Falles genau genug umschrieben, um in den praktischen Wert der Analyse ein hohes Vertrauen zu setzen.

TRANSITORISCHE POSTEN – Ein Unternehmen hat zuweilen Aufwendungen, die nicht genau in die Zwölfmonatsperiode nach ihrem Entstehen fallen, sondern auf einige Jahre verteilt werden können. Unter dieser Rubrik können folgende Aufwendungen subsumiert werden:

- Gründungsaufwendungen (Rechtliche Gebühren usw.)
- Umzugskosten – Entwicklungskosten (für neue Produkte oder Prozesse, die Erschließung einer Mine usw.)
- Abschreibungen auf veräußerte Verpflichtungen

Nach anerkannten Bilanzierungsmethoden werden solche Aufwendungen über einen angemessenen Zeitraum verteilt. Der entsprechende Betrag wird in der Bilanz als transitorischer Posten gebucht, der durch jährliche Aufwendungen gewinnmindernd abgeschrieben wird. Bei Anleihendisagio ist der Zeitraum durch die Laufzeit des Wertpapiers festgelegt; Erschließungskosten für Minen werden ähnlich auf Basis der abgebauten Tonnage anteilig verteilt. Für die meisten anderen Aufwendungen muss die Anzahl der Jahre willkürlich gewählt werden, wobei fünf Jahre einen üblichen Zeitraum darstellen.

Um die berichteten Gewinne von solchen jährlichen Abzügen zu entlasten, ist es allgemein üblich, die auf zukünftige Jahre fallenden Aufwendungen als einmalige Belastung gegen die Rücklagen zu buchen. In der Theorie ist diese Praxis unsachgemäß, da sie zu einer Untertreibung der Betriebsaufwendungen für nachfolgende Perioden und somit zu einer Übertreibung des Gewinns führt. Falls, um ein einfaches Beispiel anzuführen, das Gehalt des Generaldirektors für zehn Jahre im Voraus gezahlt und der gesamte Betrag als »außerordentlicher Aufwand« gegen die Rücklagen gebucht wird, wird deutlich, dass die

Gewinne der nachfolgenden Perioden dadurch übertrieben werden würden.²⁶⁷ Ebenfalls besteht die Gefahr, dass Aufwendungen mit häufig wiederkehrendem Charakter, zum Beispiel Marketingkampagnen oder die Entwicklungskosten eines neuen Automobilmodells, in der Erfolgsrechnung nicht berücksichtigt werden, indem sie als transitorische Posten gebucht und gegen die Rücklagen abgeschrieben werden.²⁶⁸

Gewöhnlich sind die entsprechenden Beträge bei solchen Bilanzierungsmaßnahmen nicht hoch genug, dass der Analyst sie mit Sicherheit aufbausehen kann. Die Wertpapieranalyse ist eine ernsthafte praktische Angelegenheit und sie darf sich nicht mit Sachen aufhalten, die das endgültige Urteil eventuell nicht beeinträchtigen. Zuweilen können solche Positionen jedoch von merklicher Relevanz sein.

Beispiele: Die *Kraft Cheese Company* führte während einiger Jahre vor 1927 einen erheblichen Teil ihrer Werbeaufwendungen als transitorische Posten, die vom Betrieb der nachfolgenden Jahre aufgefangen werden sollten. 1926 wendete das Unternehmen etwa 1.000.000 Dollar für Werbung auf und belastete den Gewinn nur mit dem hälftigen Betrag. Im selben Jahr wurde jedoch der Saldo dieses Aufwandes von den Rücklagen abgezogen, darüber hinaus wurden zusätzliche 480.000 Dollar in ähnlicher Weise gegen die Rücklagen abgeschrieben, um den aus früheren Jahren vorgetragenen Saldo an transitorischen Posten auszugleichen. Dadurch konnte das Unternehmen seinen Aktionären für das Jahr 1926 einen Gewinn von 1.071.000 Dollar berichten. Doch als im darauffolgenden Jahr die Listung zusätzlicher Aktien beantragt wurde, sah sich das Unternehmen gezwungen, gegenüber der New York Stock Exchange eine weniger fragwürdige Basis der Berichterstattung seiner Gewinne vorzunehmen, sodass das Ergebnis für 1926 anstelle von 1.071.000 Dollar auf 461.296 Dollar umformuliert wurde.

Der Jahresbericht der *International Telephone and Telegraph Company* aus dem Jahr 1932 führte verschiedene Belastungen der *Rücklagen* von insgesamt 35.817.000 Dollar auf, die Folgendes enthielten: »Abschreibungen von bestimmten transitorischen Posten, die derzeit keinen materiellen Wert besitzen, obwohl sie ursprünglich gebildet wurden, um in Übereinstimmung mit akzeptierten Bilanzierungsmethoden über den Zeitraum einiger Jahre amortisiert zu werden, 4.655.696 Dollar.«

Die *Hudson Motor Car Company* belastete im Zeitraum 1930 bis 1931 anstatt des Gewinns ihre Rücklagen mit folgenden Positionen (neben weiteren):

1930	Besondere Berichtigung von Werkzeugen und Materialien aufgrund der Entwicklung neuer Modelle	2.266.000 \$
1931	Rückstellung für besondere Werkzeuge	2.000.000 \$
	Reorganisation von Fabrikanlagen	633.000 \$
	Besondere Werbemaßnahmen	1.400.000 \$

1933 genehmigte *Hecker Products* (später *Gold Dust Corporation*) aus seinen Rücklagen den Betrag von 2.000.000 Dollar als Rückstellung für »Kosten für die Einführung und Ausnutzung von neuen Produkten«. Etwa drei Viertel dieses Betrages wurden in den Jahren 1933 bis 1936 aufgewandt und der Saldo wurde auf das Konto »allgemeine Rücklagen« transferiert.

Diese Bilanzierungsmethoden hatten den Effekt, die berichteten Gewinne von Aufwendungen zu entlasten, welche die meisten Unternehmen dagegenbuchen und die in jedem Fall anteilig über einige Jahre gegen den Gewinn gebucht werden sollten.

AMORTISIERUNG VON ANLEIHENDISAGIO – Bei der Emission von Anleihen erhalten Unternehmen gewöhnlich einen Betrag, der geringer als der Nennwert ist. Das Disagio versteht sich als Teil der Finanzierungskosten, das heißt als Teil der Zinslast, und es sollte während der Laufzeit der Anleihe durch eine jährliche Belastung des Gewinns amortisiert werden, zusammen mit der Aufstellung der gezahlten Zinsen. Früher wurde es als »konservativ« angesehen, solches Anleihendisagio durch einen einmaligen Aufwand gegen die Rücklagen abzuschreiben, damit eine derartige immaterielle Position nicht unter den Vermögenswerten in der Bilanz aufgeführt ist. Seit kürzerer Zeit sind Abschreibungen gegen die Rücklagen aus entgegengesetztem Grund beliebt geworden: um den Gewinn von zukünftigen jährlichen Minderungen zu bereinigen und somit die Aktien »wertvoller« zu machen.

Beispiel: Die *Associated Gas and Electric Company* belastete ihre Rücklagen 1932 mit dem Betrag von 5.892.000 Dollar für abgeschriebene »Disagios und Aufwendungen«.

Diese Praxis hat in den letzten Jahren seitens der New York Stock Exchange und der SEC erhebliche Kritik hervorgerufen. Im Ergebnis haben einige Unternehmen ihre zuvor vorgenommenen Belastungen der Rücklagen zurückgenommen und buchen die Amortisation von Disagio jährlich gegen den Gewinn.²⁶⁹

KAPITEL 33

IRREFÜHRENDE KUNSTGRIFFE IN DER ERFOLGSRECHNUNG. GEWINNE VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN

EIN EKLATANTES BEISPIEL AUFGEBLÄHTER ERFOLGSRECHNUNGEN – Zu vergleichsweise seltenen Anlässen greifen Unternehmensleitungen darauf zurück, die Erfolgsrechnung durch Einschließung von Positionen, die keine reale Existenz besitzen, aufzublähen. Das vielleicht schamloseste und bekannt gewordene Beispiel dieser Art erschien im Jahresbericht 1929 bis 1930 von *Park and Tilford, Inc.*, einem an der New York Stock Exchange gelisteten Unternehmen. Der Gewinn des Unternehmens wurde für die Jahre wie folgt berichtet:

1929	1.001.130 \$ = 4,72 \$ je Aktie
1930	124.563 \$ = 0,57 \$ je Aktie

Eine Analyse der Bilanzen brachte zutage, dass die Positionen Firmenwert und Markenzeichen während des besagten Zeitraums stufenweise von 1.000.000 Dollar auf 1.600.000 Dollar und später auf 2.000.000 Dollar erhöht wurden und diese Erhöhungen von den Aufwendungen der Periode *abgezogen* wurden. Der außergewöhnliche Charakter der angewandten Buchhaltungsmethode wird bei einer Untersuchung der gekürzten Bilanz der drei Zeitpunkte offensichtlich.

Die Zahlen zeigen eine Verminderung des Nettoumlaufvermögens von 1.600.000 Dollar innerhalb von 15 Monaten beziehungsweise 1.000.000 Dollar mehr als die gezahlten Bardividenden. Diese Verminderung wurde durch eine Heraufsetzung des Firmenwerts und der Markenzeichen um 1.000.000 Dollar verschleiert. Hinsichtlich dieser erstaunlichen Einträge wurde keine Stellungnahme abgegeben, weder gegenüber den Aktionären im Jahresbericht noch gegenüber der New York Stock Exchange bei nachfolgenden Zulassungsanträgen. Als Antwort auf eine individuelle Nachfrage behauptete das

Unternehmen, dass diese Erhöhungen von Firmenwert und Markenzeichen Aufwendungen für Werbe- und sonstige Verkaufsmaßnahmen zur Förderung der Tochtergesellschaft *Tintex Company, Inc*, seien.²⁷⁰

Bilanz	30. Sept. 1929	31. Dez. 1929	31. Dez. 1930
Aktiva:			
Festes Vermögen	1.250.000 \$	1.250.000 \$	1.250.000 \$
Gestundete Gebühren	132.000	163.000	32.000
Geschäftswert und Markenhandel	1.000.000	1.600.000	2.000.000
Gegenwärtiges Nettohaben	4.797.000	4.080.000	3.154.000
Passiva:			
Wertpapiere und Hypotheken	2.195.000	2.195.000	2.095.000
Kapital und Überschuss	<u>4.984.000</u>	<u>4.898.000</u>	<u>4.341.000</u>
Gesamt Aktiva und Passiva	7.179.000 \$	7.093.000 \$	6.436.000 \$

Angepasster Verdienst	Erste 9 Monate 1929 (in \$)	Letzte 3 Monate 1929 (in \$)	Jahr 1929 (in \$)	Jahr 1930 (in \$)
Verdienste aus Aktien wie dargestellt	929.000	72.000	1.001.000	125.000
Bardividenden gezahlt	463.000	158.000	621.000	453.000
Gebühren gegenüber dem Überschuss	-----	-----	-----	229.000
Zu Kapital und Überschuss hinzugefügt	466.000	Abnahme 86.000	380.000	Abnahme 557.000
Verdienste für Aktien wie korrigiert (ausgeschlossen: Anstieg bei nicht veräußerlichem und vom Überschuss abgezogene Gebühren)	929.000	-528.000	401.000	-504.000

Die Buchung von laufenden Werbeaufwendungen gegen das Firmenwertkonto ist nach allen Grundsätzen ordnungsgemäßer Buchführung unzulässig. Eine derartige Vorgehensweise ohne jegliche Mitteilung gegenüber den Aktionären ist noch entehrender. Darüber hinaus fällt es schwer, zu glauben, dass *Park and Tilford* den Betrag von 600.000 Dollar in einem Zeitraum von *drei Monaten* (30. September bis 31. Dezember 1929) für einen solchen Zweck aufgewendet haben konnte. Die Buchung scheint daher eine Gutschrift (gegen den *aktuellen Gewinn*) von Aufwendungen beinhaltet zu haben, die in einer *früheren Periode* getätigt

wurden. In diesem Umfang wurde das Ergebnis für das vierte Quartal 1929 vermutlich eklatant verzerrt. Es braucht nicht erwähnt zu werden, dass die Jahresberichte des Unternehmens kein Siegel einer Wirtschaftsprüfungsgesellschaft trugen.

BILANZ- UND STEUERNACHPRÜFUNGEN BEI VERÖFFENTLICHTEN GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNGEN – Der Fall *Park and Tilford* verdeutlicht die Notwendigkeit, dass eine Analyse der Erfolgsrechnungen mit einer Überprüfung der Bilanzen einhergehen muss. Dieser Punkt kann hinsichtlich der naiven Akzeptanz der Wall Street gegenüber berichteten Gewinnen (beziehungsweise Gewinnen je Aktie) nicht stark genug betont werden. Unser Beispiel empfiehlt ebenfalls eine weitere Überprüfung in Bezug auf die Glaubwürdigkeit der veröffentlichten Gewinnaufstellungen anhand der entstandenen Steuerbelastung. Der zu besteuernde Gewinn kann ziemlich leicht aus der Steuerrückstellung berechnet werden und dieser Gewinn kann im Gegenzug mit den an die Aktionäre berichteten Gewinnen verglichen werden. Die beiden Werte müssen nicht notwendigerweise übereinstimmen, da aufgrund der Komplexität des Steuerrechts zahlreiche Abweichungen entstehen können.²⁷¹ Es müssen keine Anstrengungen unternommen werden, die Beträge vollständig abzugleichen, jedoch sollten sehr große Abweichungen bemerkt und ausgiebig untersucht werden.

Die von diesem Standpunkt aus untersuchten Zahlen von *Park and Tilford* erbringen die in der Tabelle auf Seite 451 vorgeschlagenen Ergebnisse. Die enge Übereinstimmung der Steuerrückstellung mit dem berichteten Gewinn in früheren Perioden lässt die spätere Abweichung umso auffälliger erscheinen. Die Zahlen lassen hinsichtlich der Aufrichtigkeit der den Aktionären im Zeitraum 1927 bis 1929 vorgelegten Berichte Verdacht aufkommen. Zu dieser Zeit scheinen die Aktien erheblich manipuliert worden zu sein.

Dieses und weitere hier erörterte Beispiele weisen stark auf die Notwendigkeit einer unabhängigen Prüfung von Unternehmensberichten durch vereidigte Wirtschaftsprüfer hin. Ebenfalls kann hinzugefügt werden, dass Jahresberichte eine detaillierte Abstimmung des den Aktionären berichteten Gewinns mit dem zu versteuernden Gewinn enthalten sollten. Nach unserer Ansicht kann auf einen Großteil der Informationen, die sich in Anmeldeerklärungen und Börsenprospekten finden und unbedeutende Angelegenheiten betreffen, zum allgemeinen Vorteil verzichtet werden; falls die SEC stattdessen jedoch eine derartige Abstimmung erforderlich macht, würde dies der Wertpapieranalyse sehr zum Vorteil gereichen.

Zeitraum	Erfasste Bundeseinkommensteuern (in \$)	Steuerrate (in %)	Nettoeinkommen vor Bundessteuer	
			A. Wie in der Steuererfassung angegeben (in \$)	B. Wie den Aktienbesitzern mitgeteilt (in \$)
5 Mon. bis Dez. 1925	36.881	13	283.000	297.000

1926	66.624	13,5	493.000	533.000
1927	51.319	13,5	380.000	792.000
1928	79.825	12	665.000	1.315.000
1929	81.623*	11	774.000	1.076.000

* Inklusive 6.623 \$, die 1931 zusätzlich gezahlt wurden.

EIN WEITERER AUSSERGEWÖHNLICHER FALL MANIPULIRTER BUCHFÜHRUNG – United Cigar Stores of America erlaubte sich im Zeitraum 1924 bis 1927 eine Bilanzierungslaune, die so außerordentlich wie die von Park and Tilford war, sie hatte jedoch geringere Auswirkungen auf die berichteten Gewinne. Die »Theorie« hinter den Buchungsvorgängen wurde vom Unternehmen erstmals im Mai 1927 in einem Antrag auf Börsenzulassung erläutert, der die folgenden Paragraphen enthielt²⁷²:

Das Unternehmen besitzt einige Hundert langfristige Pachten auf Geschäftsgebäude in den wichtigsten Städten der Vereinigten Staaten, die bis Mai 1924 nicht in den Geschäftsbüchern aufgeführt waren. Dementsprechend wurden sie derzeit durch die *Company and Messrs. F. W. Lafrentz and Company*, vereidigte Wirtschaftsprüfer der Stadt New York, auf über 20.000.000 Dollar geschätzt. Ab diesem Zeitpunkt hat der Aufsichtsrat alle drei Monate die Bildung eines Teils dieser Bewertung und deren Aktivierung bewilligt, in Form von Dividenden, zahlbar in Stammaktien zum Nennwert auf vierteljährlicher Basis von 1,25 Prozent auf die emittierten und ausstehenden Stammaktien.

Die gesamte durch diese Art geschaffene Kapitalrücklage wurde durch die Emission von Stammaktien zum Nennwert für einen gleichen Betrag neutralisiert und ist dementsprechend nicht Teil der bestehenden Rücklage des Unternehmens. Aus der so geschaffenen Kapitalrücklage wurden keine Bardividenden genehmigt.

Der geschätzte Barwert solcher Pachten, unter Anwendung der gleichen Bewertungsbasis wie 1924, entspricht mehr als dem Doppelten des in den Geschäftsbüchern des Unternehmens geführten Barwertes. Der Effekt der Einbeziehung der »Werterhöhung der Pachten« auf den Gewinn zeigt sich wie folgt:

Jahr	Nettoverdienste wie dargestellt (in \$)	Verdient je Stammaktie (25 \$-Nennwert-Basis) (in \$)	Marktbereich (25 \$-Nennwert-Basis)	Menge der »geschätzten Pachten« inkl. Verdienst (in \$)	Verdient je Stammaktie ohne Pachtschätzung (in \$)
1924	6.697.000	4,69	64–43	1.248.000	3,77
1925	8.813.000	5,95	116–60	1.295.000*	5,05

1926	9.855.000	5,02	110–83	2.302.000	3,81
1927	9.952.000 ⁺	4,63	100–81	2.437.000	3,43

* Die 5 % Aktiendividenden, die 1925 bezahlt wurden, belaufen sich auf 1.737.770 \$. Es gibt einen unerklärten Unterschied zwischen den beiden Zahlen, die in den anderen Jahren identisch sind.

+ Ohne die Rückerstattung der Bundessteuern von 229.017 \$ passend zu den vorhergehenden Jahren.

Bei der Beurteilung der Einbeziehung der Pachterhöhungen in den laufenden Gewinn der *United Cigar Stores* sollten folgende Erwägungen berücksichtigt werden:

- Pachten sind im Grunde genommen genauso eine Verbindlichkeit wie sie ein Vermögensgegenstand sind. Sie stellen eine Verpflichtung dar, Mieten für genutzte Gebäude zu zahlen. Pikanterweise führten diese Pachten letztendlich zur Insolvenz von *United Cigar Stores*.
- In der Annahme, dass die Pachten einen Kapitalwert für den Inhaber darstellen, ist ein solcher Wert höchst immateriell und es widerspricht den Rechnungslegungsgrundsätzen, den Wert solcher immaterieller Vermögensgegenstände in der Bilanz über die eigentlichen Anschaffungskosten hinaus zu erhöhen.
- Falls der Wert irgendeines Vermögensgegenstandes erhöht werden muss, ist eine derartige Werterhöhung gegen die Kapitalrücklage zu buchen. Sie darf beim besten Willen nicht als Gewinn angesehen werden.
- Die Zuschreibung der Pachten von *United Cigar Stores* in Höhe von 20.000.000 Dollar fand vor Mai 1924 statt, sie wurde jedoch als Gewinn der nachfolgenden Jahre angesehen. Somit bestand keine Verbindung zwischen der im Gewinn des Jahres 1927 enthaltenen Werterhöhung von 2.437.000 Dollar und den Betriebstätigkeiten oder Entwicklungen dieses Jahres.
- Falls die Pachten wirklich im Wert gestiegen wären, hätte sich der Effekt in einem höheren Gewinn aus den günstigen Lagen niederschlagen müssen. Jeder weitere Ausweis hinsichtlich dieser Wertsteigerung hätte bedeutet, denselben Wert doppelt zu erfassen. Tatsächlich jedoch zeigte der Gewinn je Aktie von *United Cigar Stores* unter Berücksichtigung von durch zusätzliches Kapital finanzierten Geschäftserweiterungen keinen aufsteigenden Trend.
- Jeder den Pachten beigelegte Wert muss über ihre Laufzeit amortisiert werden. Falls die Anleger von *United Cigar Stores* für die Aktien aufgrund der aus diesen wertvollen Pachten erbrachten Gewinne einen hohen Preis gezahlt haben, sollten sie vom Gewinn eine Wertberichtigung abziehen, um diesen Kapitalwert zum Zeitpunkt seines Verschwindens aufgrund des Ablaufs der Pachten abzuschreiben.²⁷³ Die *United*

Cigar Stores Company führte die Amortisierung der Pachten auf Basis der Anschaffungskosten weiter, die praktisch zu vernachlässigen waren. Die überraschende Wahrheit dieser Angelegenheit ist daher, dass der Effekt der Werterhöhung der Pachten – sofern dieser stattgefunden hätte – darin hätte bestehen sollen, die nachfolgenden Betriebsgewinne durch einen erhöhten Amortisationsaufwand zu reduzieren.

- Die Aufblähung des Gewinns von *United Cigar Stores* für den Zeitraum 1924 bis 1927 war umso verwerflicher, da es unterlassen wurde, die Fakten gegenüber den Aktionären deutlich in den Jahresberichten offenzulegen.²⁷⁴ Eine Veröffentlichung der grundlegenden Fakten wurde gegenüber der New York Stock Exchange etwa drei Jahre nach Initiierung dieser Praxis vorgenommen. Sie hätte aufgrund des Verkaufs einer neuen Emission von Vorzugsaktien zu dieser Zeit, die von großen Finanzhäusern unterzeichnet worden war, durch rechtliche Erwägungen erzwungen werden können. Im darauffolgenden Jahr wurde eine Werterhöhung der Pachten nicht mehr in die Gewinne miteinbezogen.

Diese Bilanzierungsmanöver von *United Cigar Stores* können daher zutreffend als die *unerklärte* Einbeziehung der *imaginären* Werterhöhung eines *immateriellen* Vermögenswertes in laufende Gewinne beschrieben werden. Dieser Vermögenswert stellte in Wirklichkeit eine *Verbindlichkeit* dar, die Werterhöhung bezog sich auf eine vorhergehende Periode. Und der wirkliche Effekt der Werterhöhung, falls er stattgefunden hätte, wäre gewesen, die nachfolgenden realisierten Gewinne durch die Wirkung von höheren Amortisationsaufwendungen zu *reduzieren*.

Die Überprüfung der Steuerlast (siehe das Beispiel *Park and Tilford*) bringt ebenfalls interessante Resultate hervor, wenn man sie auf *United Cigar Stores* anwendet (siehe Tabelle auf Seite 459).

DIE LEHRE AUS DEN VORANGEHENDEN BEISPIELEN – Aus dem Beispiel *United Cigar Stores* kann eine Lehre von erheblichem praktischen Nutzen gezogen werden. Wenn ein Unternehmen fragwürdige Bilanzierungsmethoden verfolgt, sollte ein Anleger *alle* Wertpapiere des Unternehmens meiden, ungeachtet, wie sicher oder attraktiv einige von ihnen erscheinen. Dies zeigt sich deutlich bei den Vorzugsaktien von *United Cigar Stores*, die in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren äußerst eindrucksvolle statistische Daten aufwiesen, später jedoch nur knapp einer kompletten Auslöschung entgingen. Anleger, die mit solchen eigenartigen Buchführungsmethoden, wie sie oben beschrieben sind, konfrontiert wurden, konnten eventuell annehmen, dass das Wertpapier immer noch lohnenswert war, da der Sicherheitsspielraum nach Berichtigung der Gewinnübertreibung mehr als ausreichte. Eine

solche Schlussfolgerung ist jedoch fehlerhaft. Für ein skrupelloses Management kann kein quantitativer Abschlag vorgenommen werden; die einzige Möglichkeit ist, solche Situationen zu vermeiden.

Jahr	Bundes steuer-reserve (in \$)	Einkommen vor Steuern (in \$)		
		A. Bei der Steuer angegeben	B. Den Aktionären berichtet	C. Den Aktionären ohne Pachtschätzungen angegeben
1924	700.000	5.600.000	7.397.000	6.149.000
1925	825.000	6.346.000	9.638.000	8.343.000
1926	900.000	6.667.000	10.755.000	8.453.000
1927	900.000	6.667.000	10.852.000*	8.415.000*
1928	700.000	5.833.000	9.053.000	9.053.000
1929	13.000	118.000	3.132.000 ⁺	3.132.000 ⁺
1930	nichts	nichts	1.552.000	1.552.000

* Ohne die Steuererstattung in Höhe von 229.000 Dollar, die offenbar auf frühere Jahre anzuwenden ist.

+ Nach einer Anpassung auch berichtet als 2.947.000 Dollar.

FIKTIVER WERT FÜR ERHALTENE AKTIENDIVIDENDEN – Ab 1922 wurden die meisten Aktien von *United Cigar Stores* von der *Tobacco Product Corporation* gehalten, ein Unternehmen, das von den gleichen beteiligten Interessen kontrolliert wurde. Mit einem Marktwert der Aktien von über 100.000.000 Dollar in den Jahren 1926 und 1927 stellte es ein bedeutendes Unternehmen dar. Die Bilanzierungsmethoden von *Tobacco Products* führten jedoch zu einer anderen Art der Aufblähung des Gewinns, indem den erhaltenen Aktiendividenden ein fiktiver Wert beigemessen wurde.

Die Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens für das Jahr 1926 lautet wie folgt:

Betriebsergebnis	10.790.000 \$
Steuerlast	400.000 \$
A-Klasse-Dividenden	3.136.000 \$
Saldo für Stammaktien	7.254.000 \$
Gewinn je Aktie	11 \$
Kursspanne der Stammaktien	117–95 \$

Detaillierte Angaben über die Geschäfte des Unternehmens während dieses Zeitraums wurden niemals veröffentlicht (die New York Stock Exchange war unerklärlich bereitwillig, neue Aktien gegen Einreichung eines äußerst dürftigen Zahlenmaterials zu listen). Es gibt jedoch ausreichende Informationen, die verdeutlichen, dass der Gewinn im Wesentlichen wie folgt zustande kam:

Erhaltene Mieten aus der Pacht von Vermögensgegenständen an American Tobacco Co.	2.500.000 \$
Bardividenden für Stammaktien von United Cigar Stores (80 % der Gesamtsumme gezahlt)	2.950.000 \$
Dividenden auf Stammaktien von United Cigar Stores (Nennwert 1.840.000 \$, abzüglich Aufwendungen)	5.340.000 \$
Gesamt:	10.790.000 \$

Es ist anzumerken, dass *Tobacco Products* die erhaltenen Aktiendividenden von *United Cigar Stores* zu etwa dem Dreifachen ihres Nennwertes bewertet haben muss, das heißt zum dreifachen Wert, mit dem *United Cigar* diese gegen die Rücklagen buchte. Vermutlich verwendete *Tobacco Products* als Bewertungsbasis den Marktpreis der Aktien von *United Cigar Stores*, der aufgrund der kleinen Menge an Aktien, die nicht von *Tobacco Products* gehalten wurden, leicht zu manipulieren war.

Wenn eine Holdinggesellschaft erhaltene Aktiendividenden in ihrer Erfolgsrechnung höher ansetzt als die Tochtergesellschaft, die diese zahlt, entsteht eine besonders gefährliche Form der Verschachtelung von Unternehmensgewinnen. Die New York Stock Exchange hat – beginnend mit dem Jahr 1929 – diesbezüglich strikte Regulierungen zum Verbot derartiger Praktiken eingeführt. (Dieser Punkt wurde in Kapitel 30 erörtert.) Im Fall von *Tobacco Products* war dieses Mittel besonders verwerflich, da die Aktiendividende zunächst ausgegeben wurde, um ein fiktives Element des Gewinns darzustellen, das heißt die Werterhöhung der Pachten. Durch eine skrupellose Ausbeutung des Konstrukts der Holdinggesellschaft wurden diese imaginären Gewinne verdreifacht.

Auf konsolidierter Gewinnbasis würde der Jahresbericht von *Tobacco Products* 1926 wie folgt lauten:

Erträge aus Pachten von <i>American Tobacco Co.</i> abzüglich Steuerlast usw.	2.100.000 \$
80 % des Gewinns auf Stammaktien von <i>United Cigar Stores</i>	6.828.000 \$*
	7.928.000 \$
A-Klasse-Dividenden	3.136.000 \$
Saldo für Stammaktien	4.729.000 \$

* Ausschließlich Werterhöhung der Pachten.

Die berichteten Gewinne der Stammaktien von *Tobacco Products* mit 11 Dollar je Aktie scheinen zu etwa 50 Prozent übertrieben zu sein.

Es kann vielleicht als Maxime der Wall Street genannt werden, dass dort, wo eine Manipulation der Buchführung entdeckt wird, auch ein Aktienschwindel in der einen oder anderen Form vorzufinden ist. Die Vertrautheit mit Methoden fragwürdiger Finanzierung sollte dem Analysten und vielleicht auch der Öffentlichkeit helfen, derartige Praktiken zu erkennen, wenn sie verübt werden²⁷⁵.

TOCHTERGESELLSCHAFTEN UND KONSOLIDIERTE BILANZEN

Dieser Titel führt zu unserer zweiten allgemeinen Art der Anpassung von berichteten Gewinnen. Wenn ein Unternehmen eine oder mehrere bedeutende Tochtergesellschaften beherrscht, muss eine *konsolidierte* Erfolgsrechnung angefertigt werden, um ein wahres Bild der Betriebstätigkeiten des Jahres zu liefern. Aufstellungen, die nur die Ergebnisse der Muttergesellschaft darstellen, sind unvollständig und können irreführend sein. Wie bereits zuvor angemerkt, können die Gewinne durch Auslassen von laufenden Erträgen der Tochtergesellschaften untertrieben werden. Gleichfalls können sie übertrieben werden, indem Verluste von Tochtergesellschaften nicht berücksichtigt oder Dividenden von Tochtergesellschaften mit einem höheren Betrag als dem tatsächlichen angesetzt werden.

FRÜHERE UND AKTUELLE PRAKTIKEN – Früher unterlag eine Veröffentlichung der Erträge von Tochtergesellschaften der Willkür des Managements und in vielen Fällen wurden derartige Daten unter Verschluss gehalten.²⁷⁶ Einige Zeit vor 1933 bestand die New York Stock Exchange im Zusammenhang mit neuen Wertpapierzulassungen darauf, dass Erträge von Tochtergesellschaften entweder in einer konsolidierten Erfolgsrechnung oder separat vorgelegt wurden. Doch seit der Verabschiedung des Börsengesetzes von 1934 sind alle registrierten Unternehmen verpflichtet, diese Informationen in ihren Jahresberichten an die Kommission einzureichen, und daher folgen praktisch alle der gleichen Prozedur in ihren Berichten an die Aktionäre.

DER GRAD DER KONSOLIDIERUNG – Selbst in sogenannten konsolidierten Erfolgsrechnungen

variiert der Grad der Konsolidierung erheblich. *Woolworth* konsolidiert seine inländischen und kanadischen Tochtergesellschaften, jedoch nicht seine ausländischen. *American Tobacco* konsolidiert nur die inländischen Tochtergesellschaften, die vollständig in seinem Besitz sind. Die meisten Versorger emittieren heutzutage konsolidierte Jahresberichte, die alle Gesellschaften einschließen, die von ihnen beherrscht werden (durch Besitz einer Mehrheit an stimmberechtigten Aktien), und weisen den Gewinnanteil anderer Gesellschaften unter der Rubrik »Minderheitsanteile« aus.²⁷⁷ Bei den Eisenbahngesellschaften werden die Ergebnisse selten konsolidiert, sofern die Tochtergesellschaft nicht zu 100 Prozent beherrscht wird und gleichzeitig als integraler Bestandteil des Systems funktioniert. Demzufolge bildet *Atlantic Coast Line* nicht den Gewinnanteil nach Dividenden von *Louisville and Nashville* ab, die ihr zu 51 Prozent gehören, aber separat betrieben werden. Das Gleiche trifft für die 53-Prozent-Mehrheit der stimmberechtigten Aktien an *Wheeling and Lake Erie* zu, die von *Nickel Plate* gehalten werden (*New York, Chicago and St. Louis Railroad Company*).

BERÜCKSICHTIGUNG VON NICHT KONSOLIDIERTEN GEWINNEN UND VERLUSTEN – Für Industrieunternehmen ist es heutzutage eine oft angewendete Methode, entweder in der Erfolgsrechnung oder in einer Fußnote dazu ihren Kapitalanteil an den Gewinnen und Verlusten von nicht konsolidierten Tochtergesellschaften nach Berücksichtigung der Dividenden anzugeben.

Beispiele: Der Jahresbericht der *American Tobacco Company* von 1938 zeigte als Fußnote, dass die von nicht konsolidierten Tochtergesellschaften erhaltenen Dividenden den Gewinn um 427.000 Dollar überstiegen. *Hercules Powder* berichtete für das gleiche Jahr einen ähnlichen Wert in Höhe von 257.514 Dollar (in Form einer Fußnote), wohingegen das Unternehmen vor 1937 seinen Anteil an nicht ausgeschütteten Gewinnen derartiger Tochtergesellschaften unter der Rubrik »sonstige Gewinne« führte. Eisenbahngesellschaften handhaben diesen Sachverhalt anderweitig. So veröffentlicht beispielsweise *Atchison* vollständige Bilanzen und Erfolgsrechnungen von Tochtergesellschaften als Anhang zu seinem eigenen Jahresbericht, der weiterhin nur die von diesen Gesellschaften erhaltenen Dividenden berücksichtigt.

Der Analyst sollte die berichteten Gewinne um die Erträge von nicht konsolidierten Tochtergesellschaften anpassen, falls dies nicht schon in der Erfolgsrechnung vorgenommen wurde und die relevanten Beträge bedeutsam sind. Das entscheidende Kriterium ist nicht die technische Frage der Kontrolle, sondern die *Bedeutsamkeit* der Aktienanteile.

Beispiele: Einerseits ist es nicht üblich und scheint auch nicht lohnenswert, solche Berechnungen hinsichtlich der Aktienanteile von *Union Pacific an Illinois Central* beziehungsweise anderen Eisenbahngesellschaften durchzuführen. Obwohl diese Anteile

beträchtlich sind, stechen sie nicht genug hervor, um die Stammaktien von *Union Pacific* wesentlich zu beeinflussen. Andererseits ist eine Anpassung beim Aktienbesitz von *Northern Pacific* und *Great Northern an Chicago, Burlington and Quincy* äußerst angebracht, da beide keine Mehrheitsbeteiligung besitzen (48,6 Prozent).

Jahr	Du Pont Ertrag pro Aktie (in \$)	Korrekturen, um Du Ponts Interesse an den Operationsergebnissen von <i>General Motors</i> widerzuspiegeln (in \$)	Erträge je Aktie an Du Pont wie korrigiert (in \$)
1929	6,99	+ 2,07	9,06
1930	4,52	+ 0,04	4,56
1931	4,30	- 0,51	3,79
1932	1,81	- 1,35	0,46
1933	2,93	+ 0,43	3,36
1934	3,63	+ 0,44	4,07
1935	5,02	+ 1,30	6,32
1936	7,53	+ 0,77	8,30
1937	7,25	+ 0,57	7,82
1938	3,74	+ 0,61	4,35

In ähnlicher Weise ist der Anteil von *Du Pont* an *General Motors* mit etwa 23 Prozent in seiner Wirkung auf die beherrschende Gesellschaft zweifelsohne bedeutsam genug, um eine Anpassung der Gewinne zur Einbeziehung des Ergebnisses von *General Motors* zu rechtfertigen. *Du Pont* führt dies jedes Jahr in Form einer Anpassung der *Rücklagen* durch, um die Vorjahresveränderungen des Buchwertes seiner Anteile an *General Motors* anzugeben. Der Analyst würde es jedoch bevorzugen, die Berichtigung fortlaufend vorzunehmen und sie in die berechneten Gewinne von *Du Pont* einzubeziehen. Der Effekt einer derartigen Anpassung auf die Gewinne von *Du Pont* für den Zeitraum 1929 bis 1938 ist in oben stehender Tabelle verdeutlicht.

Der Jahresbericht der *General Motors Corporation* für 1931 hat eine anerkennende Aufmerksamkeit verdient, da er eine in diesem und im vorhergehenden Kapitel vorgestellte zusätzliche Berechnung enthält. Dabei sind besondere und einmalige Gewinne oder Verluste herausgerechnet und der Anteil von *General Motors* am Gewinn von nicht konsolidierten Tochtergesellschaften eingeschlossen. Der Bericht beinhaltet folgende Aussage über den Gewinn je Aktie für die Jahre 1931 und 1930:

Jahr	Einschließlich Sondereffekte (in \$)	Ausschließlich Sondereffekte (in \$)
1931	2,01	2,43
1930	3,25	3,04

Gewinn je Aktie, einschließlich des Anteils an nicht ausgeschütteten Gewinnen oder Verlusten von nicht konsolidierten Tochtergesellschaften

EMPFOHLENE VORGEHENSWEISE FÜR STATISTISCHE INSTITUTE – Obwohl diese Vorgehensweise einen Jahresbericht zu komplizieren scheint, ist sie tatsächlich ein heilbringendes Gegenmittel gegen eine allzu starke Vereinfachung einer Aktienanalyse, die ausschließlich die Kennzahl »Gewinn je Aktie« berücksichtigt. Die statistischen Jahrbücher und Agenturen sind selbstverständlich dazu übergegangen, bei ihren Unternehmensanalysen den Gewinn je Aktie auszuweisen. Sie könnten jedoch einen nützlicheren Dienst erweisen, wenn sie eine Berechnung des Gewinns je Aktie in solchen Fällen unterlassen, bei denen der Unternehmensbericht offensichtlich Unregelmäßigkeiten oder Komplikationen in einer der folgenden Richtungen aufweist und wo eine zufriedenstellende Korrektur nicht durchführbar ist:

- Einmalige, im Gewinn enthaltene Positionen oder eine Belastung der Rücklagen, die normalerweise in die Erfolgsrechnung gehört.
- Die aktuellen Ergebnisse von Tochtergesellschaften sind nicht sorgfältig in den Aufstellungen der Muttergesellschaft erfasst.
- Abschreibungen und sonstige Amortisationsaufwendungen sind unregelmäßig berechnet.²⁷⁸

BESONDERE VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN GEZAHLTE DIVIDENDEN – Wenn nicht konsolidierte Tochtergesellschaften ihre Gewinne in den Rücklagen anhäufen dürfen, können diese später dazu verwendet werden, den Gewinn eines schlechten Jahres mithilfe einer an die Muttergesellschaft gezahlten besonderen Dividende zu stützen.

Beispiele: Die *Erie Railroad Company* erhielt solche Dividenden von insgesamt 11.000.000 Dollar 1922 von der *Pennsylvania Coal Company* und der *Hillside Coal and Iron Company*. Die *Northern Pacific Railway Company* erhöhte ihre dezimierten Gewinne in den Jahren 1930 und 1931 mithilfe von hohen außerordentlichen Dividenden von der *Chicago, Burlington and Quincy Railroad Company*, der *Northern Express Company* und der *Northwestern Improvement Company* (eine Tochtergesellschaft für Immobilien, Kohle und Eisenerz). Der Gewinn der *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* im Jahr

1931 beinhaltete eine Dividendenrückzahlung von etwa 1.600.000 Dollar für ihren Besitz von vorrangigen Vorzugsaktien der *Wheeling and Lake Erie Railway Company*. Der Gewinn von *Wheeling* im gleichen Jahr betrug nur einen Teil dieser Dividende.

Ein solches Instrument zur Verdeckung des Gewinns einer Tochtergesellschaft in guten Jahren und dessen Abschöpfung in schlechten Jahren kann als recht lobenswerte Methode betrachtet werden, die berichtete Ertragskraft zu stabilisieren. Doch solche gutwilligen Täuschungen werden von denen, die aufgeklärte Ansichten vertreten, nicht gern gesehen, wie die aktuelleren Regulierungen der New York Stock Exchange verdeutlichen, die eine vollständige Veröffentlichung der Gewinne von Tochtergesellschaften erfordern. Es ist die Pflicht von Unternehmensleitungen, hinsichtlich der Gewinne in jeder Periode die (ganze) Wahrheit zu veröffentlichen; es ist die Aufgabe der Aktionäre, die »normale Ertragskraft« ihres Unternehmens und den durchschnittlichen Gewinn ohne Boom- und Depressionsperioden zu ermitteln. Eine Manipulation der berichteten Gewinne durch das Management, und sei es nur zum Zweck der Stabilisierung, ist nichtsdestoweniger verwerflich, da sie zu leicht zu einer Manipulation aus schlimmeren Anlässen führen kann.

VERZERRTE GEWINNE AUFGRUND DER BEZIEHUNGEN VON MUTTER- UND TOCHTERGESELLSCHAFTEN – Es gibt einige Beispiele, in denen das Verhältnis zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft ausgenutzt wird, um den berichteten Gewinn erstaunlich zu verzerren. Hierzu stellen wir zwei Eisenbahngesellschaften dar. Diese Beispiele sind umso eindrucksvoller, da von den strikten Bilanzierungsvorschriften der Interstate Commerce Commission angenommen werden kann, jeglichen Falschdarstellungen der Gewinne vorzubeugen.

Beispiele: 1925 zahlte die *Western Pacific Railroad Corporation* eine Dividende von 7,56 Dollar auf ihre Vorzugsaktie und 5 Dollar auf ihre Stammaktie. Ihre Erfolgsrechnung zeigt ein Ergebnis, das leicht über den gezahlten Dividenden lag. Dieser Gewinn bestand nahezu vollständig aus von der Tochtergesellschaft *Western Pacific Railroad Company* gezahlten Dividenden, insgesamt 4.450.000 Dollar. Der Jahresgewinn der Gesellschaft selbst betrug nur 2.450.000 Dollar. Darüber hinaus waren die angesammelten Rücklagen nicht ausreichend, die höhere Dividende zuzulassen, welche die Muttergesellschaft als Gewinn dieses Jahres anzugeben plante. Um dies zu erreichen, ging die Muttergesellschaft so weit, der Betriebsgesellschaft einen Betrag von 1.500.000 Dollar zu *spenden*, und verbuchte das gleiche Geld unverzüglich als *Dividende* ihrer Tochtergesellschaft. Die Spende buchte sie gegen die *Rücklagen*; der Eingang des gleichen Geldes als Dividende wurde als *Gewinn* verbucht. Auf diese undurchsichtige Art und Weise war das Unternehmen in der Lage, 5 Dollar »Gewinn« je Stammaktie zu berichten, wohingegen der tatsächliche Gewinn nur bei

etwa 2 Dollar je Aktie lag.

Zur Untermauerung unserer vorangehenden Behauptung, dass dubiose Bilanzierungsmethoden ansteckend seien, möchten wir erwähnen, dass das Beispiel *Western Pacific* von 1925 den Fall *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* (»Nickel Plate«) in den Jahren 1930 und 1931 nach sich zog. Die Einzelheiten ereigneten sich wie folgt:

1929 veräußerte *Nickel Plate* mithilfe einer Tochtergesellschaft die Aktienanteile, welche die Firma an *Pere Marquette* hielt, an die zur gleichen Gesellschaft gehörende Firma *Chesapeake and Ohio*. Der Verkauf führte zu einem Ertrag von 10.665.000 Dollar, der ordnungsgemäß gegen die Rücklagen gebucht wurde. 1930 musste *Nickel Plate* seinen Gewinn erhöhen, woraufhin der Gewinn von 10.665.000 Dollar den Rücklagen entnommen und an die Tochtergesellschaft zurückgegeben wurde. Von diesem Betrag wurden 3.000.000 Dollar in Form einer »Dividende« der Tochtergesellschaft entnommen und als *Gewinn* für 1930 verbucht. Die Erfolgsrechnung von 1931 enthielt eine ähnliche Dividende in Höhe von 2.100.000 Dollar.

Die Notwendigkeit, den Gewinn eines Unternehmens hoch genug zu halten, damit dessen Anleihen von Investmentfonds rechtmäßig erworben werden können, hat wahrscheinlich dazu geführt, solchen Methoden zu verfallen.²⁷⁹ Das Ergebnis war jedoch das gleiche wie bei allen anderen irreführenden Bilanzierungspraktiken, das heißt, die Öffentlichkeit zu täuschen und »Insidern« einen unfairen Vorteil zu verschaffen.

DIE WEITERGEHENDE BEDEUTUNG DER VERLUSTE VON TOCHTERGESELLSCHAFTEN – In diesem Kapitel haben wir angeregt, dass bei der Wertpapieranalyse die Ergebnisse von Tochtergesellschaften in positiver und negativer Form vollständig berücksichtigt werden müssen. Dies kann die Frage aufwerfen: Stellt der Verlust einer Tochtergesellschaft notwendigerweise eine direkte Minderung der Gewinne der Muttergesellschaft dar? Warum sollte der Wert eines Unternehmens *geringer* sein, bloß weil es etwas besitzt – in diesem Fall eine unprofitable Beteiligung? Könnte es diesen Verlust nicht jederzeit beenden durch Verkauf, Liquidation oder Aufgabe der Tochtergesellschaft? Und müssen wir nicht, unter der Annahme eines fähigen Managements, hoffen, dass solche Verluste höchstens vorübergehend und somit als einmalig anzusehen sind? Dieser Punkt ähnelt dem in einem früheren Kapitel bezüglich der Aufwendungen für stillgelegte Fabrikanlagen und unprofitable *Geschäftseinheiten*, die wir später erneut betrachten. Es gibt keine einfache Antwort auf diese Fragen. Falls die Tochtergesellschaft *ohne nachteiligen Effekt auf den Rest des Unternehmens* abgewickelt werden kann, wäre es logisch, solche Verluste als temporär anzusehen – denn der gesunde Menschenverstand würde vorschreiben, dass die Tochtergesellschaft in kurzer Zeit entweder profitabel wird oder veräußert wird. Doch wenn

zwischen Mutter- und Tochtergesellschaft bedeutsame Geschäftsbeziehungen bestehen, zum Beispiel falls Letztere einen Absatzkanal für Waren darstellt, günstige Rohstoffe liefert oder einen bedeutsamen Anteil der Overheadkosten trägt, ist eine Einstellung ihrer Verluste keine triviale Angelegenheit. Nach genauerer Untersuchung kann sich herausstellen, dass der Verlust der Tochtergesellschaft ganz oder teilweise einen notwendigen Faktor des Gewinns der Muttergesellschaft darstellt. Es ist keine einfache Aufgabe, zu bestimmen, welche Geschäftsbeziehungen bei jedem Einzelfall vorliegen. Wie viele andere Einflussfaktoren einer Analyse erfordert diese Angelegenheit normalerweise eine Untersuchung weit über die berichteten Zahlen hinaus. Die folgenden Beispiele verdeutlichen die Art der Situation und Untersuchung, mit der wir uns beschäftigt haben.

Beispiel A – Purity Bakeries Corporation: Dieser größere Brot- und Kuchenhersteller betreibt sein Geschäft mithilfe von Tochtergesellschaften, von denen *Cushman's Sons Inc.* (New York) eine der größten ist. *Cushman's* besitzt ausstehende 7-Dollar- und 8-Dollar-Vorzugsaktien mit Dividendengarantie, die nicht durch *Purity* besichert sind. Die Jahresberichte von *Purity* sind auf konsolidierter Basis und zeigen die Gewinne nach Abzug aller Dividenden auf die nicht von *Purity* gehaltenen Vorzugsaktien von *Cushman's* sowohl gezahlter als auch erhaltener Dividenden. Die separaten Jahresberichte von *Cushman's* zeigen auf, dass der Geschäftsbetrieb zwischen 1934 und 1937 für *Purity* einen erheblichen Verlust darstellte (auf Basis der Buchführung):

Jahr	Berichtetes <i>Purity</i> -Nettoeinkommen	Verlust von <i>Cushman's</i> nach vollen Vorzugsdividenden	<i>Purity</i> -Erträge ohne Operationen von <i>Cushman's</i>
1937	463	426	889
1936	690	620	1.310
1935	-225	930	678
1934	209	173	382
4-Jahres-Durchschnitt	278	537	815
je Aktien von <i>Purity</i> (in \$)	0,36	0,71	1,06

(in 1000 Dollar)

Die Gewinne betragen ohne die Berücksichtigung des Ergebnisses von *Cushman's* das Dreifache. Hätte der Analyst daraus schließen können, dass die Tochtergesellschaft das wahre Maß der Ertragskraft von *Purity* darstellte, da vom Unternehmen angenommen

werden kann, entweder einen Gewinn aus der Beteiligung zu erzielen (wie bis 1934 erfolgt) oder diese fallen zu lassen? Hierbei müssen die zwischengesellschaftlichen Beziehungen bedacht werden. Eine Anmerkung im Jahresbericht von *Cushman's* für 1937 zeigte, dass *Purity* seinen Tochtergesellschaften hohe Dienstleistungsgebühren berechnete, was andeutete, dass *Cushman's* einen besonderen Wert in der Übernahme von Overheadkosten hatte. Diese Tatsache hätte eine sorgfältige Untersuchung verlangt.

Doch der Jahresbericht für 1938 zeigte zunächst, dass *Cushman's* den Abzug der Vorzugsdividende verdiente hatte, und zweitens, dass zwei unprofitable Einzelhandelsgeschäfte geschlossen worden waren (in Philadelphia und Chicago). In Abhängigkeit weiterer Untersuchungen könnte der Analyst daher daraus schließen, dass die Verluste der Tochtergesellschaft in ihrer Natur nicht dauerhaft waren und dass die berichteten Gewinne für den Zeitraum 1934 bis 1937 mit diesem Hintergedanken betrachtet werden mussten.

Beispiel B – Lehigh Coal and Navigation Company: Dieses Unternehmen erlangte seinen Gewinn aus verschiedenen Quellen, hauptsächlich jedoch aus der Verpachtung seiner Eisenbahnstrecken an *Central Railroad of New Jersey* für einen jährlichen Betrag von 2.268.000 Dollar. Seine nächstgrößte Beteiligung bestand aus Anthrazitkohleminen, die seit 1930 mit Verlust betrieben wurden. Im Jahr 1937 belief sich dieser Verlust auf etwa 90 Cent je Aktie von *Lehigh*. Als Ergebnis berichtete das Unternehmen für das Jahr einen konsolidierten Verlust von 306.000 Dollar, im Gegensatz zu einem Gewinn auf Basis der Muttergesellschaft allein von 1.125.000 Dollar beziehungsweise 64 Cent je Aktie.

Doch in diesem Fall konnte der Analyst nicht sicher annehmen, dass die *Lehigh*-Aktie aufgrund ihrer Beteiligung an der Minengesellschaft *weniger* wert war als ohne sie. Der Betrieb der Mine erbrachte einen wichtigen Anteil an Tonnage für die Eisenbahngesellschaft. Eine Schließung der Mine hätte die jährlichen Mietzahlungen von *Jersey Central* vermutlich empfindlich beeinträchtigt, insbesondere da sich die Pachtgesellschaft in den letzten Jahren schlecht entwickelte. (Tatsächlich wurde später von *Jersey Central* die Behauptung aufgestellt, dass *Lehigh Coal and Navigation* im Zusammenhang mit dieser Pacht die Pflicht habe, eine bestimmte Tonnage an Kohle bereitzustellen.) Daher konnte der Anleger in diesem komplizierten Gefüge nicht mehr als die konsolidierten Ergebnisse ansehen, einschließlich der Verluste der Anthrazit-Tochtergesellschaft.

Beispiel C – Barnsdall Oil Company: Dieses Beispiel ist gegensätzlich zu den beiden vorhergehenden. *Barnsdall Oil* besaß sowohl (unprofitable) Raffinerie- als auch (profitable) Produktionsgesellschaften. 1935 spaltete das Unternehmen die Raffinerien (und Marketingeinheiten) in eine separate Gesellschaft ab. Mithilfe dieser Gesellschaft wurden Stammaktien an die eigenen Aktionäre ausgegeben. Die Vorzugsaktien und wesentliche Ansprüche an der neuen Gesellschaft wurden jedoch zurückbehalten. Im Zeitraum 1936 bis

1938 machten die Raffinerien und Tankstellen weiterhin Verluste; *Barnsdall Oil* schoss gewaltige Summen vor, um diese Verluste zu decken, und schrieb diese zunächst durch eine Belastung der Kapitalrücklage und später der Gewinnrücklage ab. Die *Erfolgsrechnung* zeigte, entlastet von den Verlusten der Raffinerien, vom 1. Juni 1933 bis zum Ende des Jahres 1938 stabile Erträge aus Produktionstätigkeiten.

1939 verlangte jedoch die New York Stock Exchange vom Unternehmen, seine Bilanzen gegenüber den Aktionären zu berichtigen, indem der Effekt der Abschreibungen der Beteiligung an der Raffinerie auf die berichteten Gewinne deutlich gemacht würde. Diese Verluste hätten die entsprechenden Gewinne um mehr als ein Drittel reduziert.

Solange ein Unternehmen die Mehrheit an einer unprofitablen Geschäftseinheit besitzt, müssen deren Verluste aus Sicht ordnungsgemäßer Buchführung gewinnmindernd ausgewiesen werden. Der Analyst muss entscheiden, wie die Chancen für eine Beendigung der Verluste in der Zukunft stehen, und den aktuellen Aktienkurs entsprechend betrachten. Die von der *Barnsdall Oil Company* angewandte Methode ist daher eindeutig kritisch anzusehen, da sie allein dazu diente, die *Veröffentlichung* der Raffinerieverluste zu beenden, ohne die Verluste selbst zu begrenzen. (Zum Ende des Jahres 1939 unternahm das Unternehmen Schritte, die Raffinerie- und Marketinggesellschaften vollständig abzuspalten und zu veräußern.)

ZUSAMMENFASSUNG – Um die oben stehenden Punkte zu verdeutlichen, fassen wir unsere Betrachtungen wie folgt zusammen:

- Zuerst müssen Verluste von Tochtergesellschaften bei jeder Analyse herausgerechnet werden.
- Sofern der entsprechende Betrag von signifikanter Bedeutung ist, sollte der Analyst untersuchen, ob die Verluste nicht frühzeitig begrenzt werden können.
- Falls das Ergebnis dieser Untersuchung günstig ist, kann der Analyst den Verlust einer Tochtergesellschaft ganz oder teilweise als einmalig betrachten.

KAPITEL 34

DAS VERHÄLTNIS VON ABSCHREIBUNGEN UND ÄHNLICHEN AUFWENDUNGEN ZUR ERTRAGSKRAFT

Eine kritische Analyse einer Erfolgsrechnung muss besonders auf die Beträge eingehen, die für Abschreibungen und damit verwandte Aufwendungen abgezogen werden. Diese unterscheiden sich von den normalen Betriebsausgaben insoweit, als sie nicht für laufende und entsprechende Barauslagen stehen. Sie stellen die geschätzte Wertminderung des Anlage- oder Kapitalvermögens dar, das auf Verschleiß, Verbrauch oder nahenden Ablauf – aus welchem Grund auch immer – zurückzuführen ist. Die wichtigen Aufwendungen dieser Art kann man in folgende Kategorien aufteilen:

- Abschreibungen (und Alterungen), Wiederbeschaffungen, Neuanschaffungen oder Anlagenabgang
- Substanzverzehr oder Verschleiß beziehungsweise Erschöpfung
- Abschreibung von Pachtgrundstücken, Werterhöhungen während der Pachtzeit, Lizenzen usw.
- Abschreibung von Patenten

All diese Posten können gut und gern unter dem Begriff »Amortisation« zusammengefasst werden, aber hin und wieder werden wir sie allgemein als »Abschreibungsposten« oder einfach als »Abschreibung« bezeichnen, weil das der gebräuchlichere Begriff ist.

SUGGESTIVFRAGEN BEZÜGLICH ABSCHREIBUNGEN – Die Bilanztheorie, welche die Abschreibung regelt, klingt recht einfach. Wenn ein Wirtschaftsgut des Anlagevermögens eine begrenzte Nutzungsdauer hat, muss eine Vorkehrung getroffen werden, um die Kosten dieses Wirtschaftsgutes über seine Nutzungsdauer, verteilt durch Belastung des Ertrags, abzuschreiben. Aber hinter dieser unschuldigen Aussage stecken Komplikationen in

dreifacher Ausführung. Erstens stellen wir fest, dass die Bilanzierungsregeln selbst als Grundlage für die Abschreibung einen Wert gestatten können, der von den Kosten abweicht. Zweitens gibt es zahlreiche Wege, wie sich Firmen nicht an die übliche Bilanzierungspraxis halten, wenn sie in ihrer Erfolgsrechnung die Absetzung für Abnutzung angeben. Drittens gibt es Fälle, wo ein Betrag, der vielleicht aus Bilanzierungssicht gerechtfertigt ist, aus Sicht des Investors aber der Situation nicht gerecht wird. Diese Probleme werden uns in diesem und den nächsten zwei Kapiteln beschäftigen. Zunächst wird es in unserer Erörterung um Industrieunternehmen im Allgemeinen gehen; danach wenden wir uns speziellen Aspekten zu, die mit Öl- und Bergbauunternehmen sowie Versorgungsbetrieben zu tun haben.²⁸⁰

DIE ABSCHREIBUNGSGRUNDLAGE

ABSCHREIBUNGSGRUNDLAGE AUSSER KOSTEN – In Bilanzierungskreisen gibt es Befürworter der Theorie, dass die Funktion des jährlichen Abschreibungsbetrags darin besteht, die *Wiederbeschaffung* des Wirtschaftsguts am Ende seiner Nutzungsdauer zu gewährleisten, und nicht allein darin, seine *Kosten* abzuschreiben. Folgt man diesem Gedanken, würden die gegenwärtigen oder die für die Zukunft erwarteten Wiederbeschaffungskosten die Grundlage für die Abschreibung bilden und diese würden nicht nur mit dem Wert des identischen Wirtschaftsguts schwanken, sondern auch entsprechend den Veränderungen im Wesen des Gegenstands, der den verschlissenen ersetzen soll.

Was auch immer für oder gegen diese Theorie gesagt werden mag²⁸¹ – praktisch niemals folgt man ihr in der angegebenen Form. In der Praxis treffen wir jedoch auf eine Spielart dieser Idee, und zwar wird in der Bilanz anstelle der Kosten der Wiederbeschaffungswert aller Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens *ab einem bestimmten Zeitpunkt* aufgeführt, woraufhin die jährlichen Abschreibungen auf diesem neuen Wert basieren.

Seit 1914 hat es zwei Wellen solcher Neubewertungen gegeben. Zur ersten kam es in den 1920er-Jahren; dabei wurden die Vorkriegskosten höher angesetzt, sodass sie den inzwischen höheren Werten entsprachen. Im Verlauf der zweiten Neubewertungswelle in den Jahren 1931 bis 1933 wurden Vermögenskonten gemäß den wesentlich niedrigeren Bewertungen, die mit der Depression einhergingen, herabgestuft.²⁸²

Beispiele: Im Jahr 1926 hat die *American Ice Company* den Buchwert ihres Anlagevermögens um 7.868.000 Dollar erhöht und im Jahr 1935 hat sie ihn entsprechend herabgesetzt, um die Bewertungen erneut auf eine Kostengrundlage zu bringen. Die höhere Bewertung von 1926 führte zu höheren Abschreibungen vom Ertrag und die niedrigere Bewertung im Jahr 1935 zog niedrigere Abschreibungen nach sich. Im Jahr 1933 hat die

American Locomotive Company den Bilanzwert ihrer Aktien von 50 Dollar auf 5 Dollar pro Aktie reduziert und den Großteil ihres auf diese Art geschaffenen Kapitalüberschusses genutzt, um ihr Anlagevermögen um fast 26.000.000 Dollar und ihre Beteiligungen an der *General Steel Castings Corporation* um rund 6.200.000 Dollar niedriger zu bewerten. Netto wirkte sich das auf die Erfolgsrechnung so aus, dass die Abschreibungen auf rund 40 Prozent ihres früheren Niveaus reduziert wurden.

In Bilanzierungskreisen wird einige Kritik laut, ob es korrekt ist, so sporadisch von den ursprünglichen Kosten als Abschreibungsgrundlage abzuweichen. Unserer Meinung nach ist dagegen nichts zu sagen, *vorausgesetzt*:

- Die neuen Werte sind in dem guten Glauben festgelegt, dass sie die vorhandene Realität gerechter abbilden als die alten Werte.
- In der Erfolgsrechnung wird eine angemessene Abschreibung auf diese neuen Werte vorgenommen.

In vielen Fällen können wir jedoch feststellen, dass Unternehmen, die ihr Anlagevermögen neu bewerten, sich weder an die eine noch an die andere Bedingung halten.

PREISKORREKTUREN NACH UNTEN ZUR REDUZIERUNG DER ABSCHREIBUNGEN – Das wohl verblüffendste Phänomen im Bereich der Abschreibungsrechnung sind die jüngsten Preisreduzierungen beim Anlagevermögen, nicht im Interesse des Konservatismus, sondern mit der genau entgegengesetzten Absicht, nämlich den Ertrag besser dastehen zu lassen und dadurch den scheinbaren Wert der Aktien zu *erhöhen*.

Wir denken, dass es für den Leser angenehmer ist, wenn wir die Betrachtung dieser Mittel und ihrer Bedeutung für die Wertpapieranalyse bis zu dem Kapitel verschieben, das den »Abschreibungen aus Sicht des Investors« gewidmet ist. An dieser Stelle möchten wir, da wir uns mit Bilanzierungsmethoden befassen, lediglich anmerken, dass unserer Meinung nach eine exzessive Niedrigerebewertung des Anlagevermögens zum erklärten oder offensichtlichen Zweck der Minderung der Abschreibung und der Erhöhung der ausgewiesenen Erträge eine unverzeihliche List ist und vom Buchführungsgewerbe nicht stillschweigend gebilligt werden sollte. Die Anträge auf Börsenzulassung, die bei der Börsenaufsichtsbehörde eingereicht werden, enthalten eine Erklärung, wie viel geringer die Erträge ausgefallen wären, wenn die früheren Unternehmenswerte beibehalten worden wären. Wir sind der Meinung, dass solche Informationen auch als Fußnote zur Erfolgsrechnung in den Jahresberichten an die Aktionäre auftauchen sollten; noch besser wäre es jedoch, wenn sich die Bilanzbuchhalter weigern würden, einen Bericht abzusegnen, der solche Preiskorrekturen nach unten enthält, und darauf bestehen würden, dass die korrekten Zahlen in den Firmenkonten wiederhergestellt werden.

DISKREPANZEN ZWISCHEN DER BILANZ UND DER ERFOLGSRECHNUNG – Viele Unternehmen, die den Preis für ihr Anlagevermögen hochgesetzt haben, versäumen es, auf der Erfolgsrechnung entsprechend erhöhte Abschreibungen gegenzubuchen. Letztlich versuchen sie, den Vorteil von einer höheren Bewertung in ihrer Bilanz zu bekommen, ohne den Nachteil in Kauf nehmen zu wollen, dass dabei die Erträge auch mit höheren Abschreibungen belastet werden müssen. Diese Praxis war besonders weit verbreitet bei Öl- und Bergbauunternehmen. Hier sollen zwei Beispiele ganz allgemein aus dem Bereich der Industrie angeführt werden:

Beispiele: Die *Hall Printing Company* setzte den Buchwert ihres Anlagenkontos um 6.222.000 Dollar in den Jahren 1926 und 1931 herauf, wobei sie den durch Schätzung entstandenen Mehrwert dem Kapitalüberschuss gutschrieb. Mit der Abschreibung auf diesen geschätzten Wert wurde dann der Kapitalüberschuss belastet, nicht aber der Ertrag; so belastete das Unternehmen zum Beispiel in dem Geschäftsjahr, das im März 1938 endete, die Rücklage mit 406.000 Dollar für solche Abschreibungen und den Ertrag mit 864.000 Dollar für die »planmäßige« Abschreibung. Im April 1938 wurde der durch Schätzung entstandene Mehrwert eliminiert, indem eine Wertberichtigung nach unten sowohl beim Anlagenkonto als auch beim Kapitalüberschuss vorgenommen wurde, und die Sonderabschreibung fiel dann weg.

Borg Warner hat seit 1935 nicht den Ertrag, sondern den Kapitalzuwachs aus Werterhöhungen mit rund 102.000 Dollar belastet (und in den Vorjahren mit anderen Beträgen), um die im Jahr 1927 erfolgte Heraufsetzung des Buchwerts von Anlagegütern abzuschreiben.

Es sollte auf der Hand liegen, dass kein Unternehmen für seine Bilanz den einen und für seine Erfolgsrechnung einen anderen Wertansatz benutzen sollte. Die jüngste Tendenz besteht darin, dieses Missverhältnis zu korrigieren, indem die vorgenommene Heraufsetzung des Buchwerts aus der Bilanz herausgenommen wird und so die ursprünglichen Kosten wieder zum Tragen kommen.

DER ABSCHREIBUNGSSATZ – ÜBLICHE UND NICHT ÜBLICHE PRAXIS

WIE IM BÖRSENZULASSUNGSBESCHEID AUSGEWIESEN – Die meisten Industriebetriebe halten sich an die Regeln und setzen für jede Klasse von abschreibbaren Vermögenswerten einen angemessenen Abschreibungssatz an. Ein Analyst kann diesen Fakt leicht nachprüfen, indem er sich auf die Zulassungsanträge bei der New Yorker Börse oder auf einen Prospekt für die

Zulassung oder einen Zulassungsbescheid stützt.

Beispiele: Wenn Standardmethoden angewandt werden, dann werden sie wahrscheinlich in der folgenden Art und Weise verkündet: (Aus dem Börsenzulassungsantrag des Unternehmens *Electric Storage Battery* vom 17. Dezember 1928.)

Bei den Abschreibungen ... verfährt das Unternehmen wie folgt: Für Gebäude beträgt die Nutzungsdauer dreiunddreißig Jahre, je nachdem, um welche Art von Konstruktion es sich handelt. Maschinen, Werkzeuge und festes Inventar werden innerhalb von ein bis zehn Jahren abgeschrieben, je nach Art des Ausrüstungsgegenstands. Büromöbel und festes Inventar werden über zehn Jahre abgeschrieben. Für alle abschreibbaren Vermögensgegenstände wird der Abschreibungssatz auf der Grundlage der tatsächlichen Erfahrung mit der Nutzungsdauer des Ausrüstungsgegenstands und der Schätzungen von Ingenieuren dazu festgelegt. Was die Abschreibung des Umlaufvermögens betrifft, so wird eine Rücklage gebildet, mit der mögliche Forderungsausfälle ausgeglichen werden können.

Die folgenden Abschreibungssätze werden genutzt:

	Abschreibungssatz pro Jahr in %
Gebäude	2
Außenanlagen, Fahr- und Gehwege	5
Maschinen	7
Möbel und festes Inventar	10
Eisenbahngleisanschlüsse	2
Fahrzeuge und LKWs	25
Hand- und Maschinenwerkzeug – amortisiert während der Nutzungsdauer, wenn die erforderliche Stückzahl ermittelt werden kann, andernfalls abgeschrieben zum Ende eines jeden Geschäftsjahres.	

(Aus dem Börsenzulassungsantrag des Unternehmens *Midland Steel Products* vom 11. Februar 1930.)

Diese branchenüblichen Sätze können von dem Unternehmen mehrere Jahre verwendet werden. Die Sätze basieren auf der geschätzten Nutzungsdauer des jeweiligen Vermögensgegenstands. Somit werden die Kosten für Gebäude über 50 Jahre abgeschrieben,

Außenanlagen, Fahr- und Gehwege über 50 Jahre, Maschinen über 14 Jahre, Möbel und festes Inventar über 10 Jahre und Eisenbahngleisanschlüsse über 50 Jahre. Bei der Festlegung der verwendeten Sätze wird kein Restwert bei Ablauf der genannten Fristen berücksichtigt.

Im Gegensatz zu diesem Standardverfahren, das inzwischen fast überall üblich ist, möchten wir hier auf eine fragliche Praxis zu diesem wichtigen Punkt verweisen, wie sie früher von solch bedeutenden Unternehmen wie *American Car and Foundry*, *American Sugar Refining* und *Baldwin Locomotive Works* gepflegt wurde.

Der Börsenzulassungsantrag vom 6. Dezember 1923 für das Unternehmen *Sugar Refining* enthielt die folgende Erklärung:

»Das Unternehmen verfährt bei seinen Abschreibungen sehr großzügig, wie die jährlichen Gewinn- und Verlustrechnungen der vergangenen Jahre zeigen. Der Wert seiner Vermögensgegenstände wird jederzeit aufrechterhalten, indem alle notwendigen und ordnungsgemäßen Reparaturen daran vorgenommen und Neu- und Wiederbeschaffungen derselben getätigt werden.«

Diese Erklärung klingt beruhigend, aber sie ist viel zu unbestimmt, um den Analysten zufriedenstellen zu können. Die tatsächlichen Abschreibungen, wie sie im Folgenden aufgeführt sind, offenbaren eine ungewöhnlich willkürliche und unberechenbare Verfahrensweise.

Jahr	Zum Einkommen gerechnet (in \$)	Zum Überschuss gerechnet (in \$)
1916–1920	2.000.000	-----
1921	-----	-----
1922–1923	1.000.000	-----
1924	-----	-----
1925	1.000.000	-----
1926	1.000.000	2.000.000
1927	1.000.000	1.000.000
1928	1.250.000	500.000
1929	1.000.000	500.000
1930	1.000.000	542.631
1931	1.000.000	-----
1932	1.000.000	-----

Jährliche Aufwendungen des Unternehmens *American Sugar Refining Company* für Abschreibungen

Die zusätzlichen Belastungen des Überschusses, die in den Jahren 1926 bis einschließlich 1930 erfolgt sind, scheinen unsere Behauptung zu untermauern, dass *American Sugars* Abschreibungsbeträge sowohl willkürlich als auch unangemessen gewesen sind.

Der Börsenzulassungsantrag vom 2. April 1925 für das Unternehmen *American Car and Foundry* enthält Folgendes:

Das Unternehmen hat kein Abschreibungskonto als solches. Ein Äquivalent dazu wurde jedoch in dem Grundsatz und der Praxis des Unternehmens gefunden, seine Anlagen und Vermögensgegenstände jederzeit in einem erstklassigen physischen und äußerst effektiven Zustand zu halten, indem die Anlagen und Gebäude repariert, erneuert und wiederbeschafft werden, je nachdem, was deren physischer Zustand erfordert, und indem die Anlagen durch moderne ersetzt werden, wenn solches zu einer wirtschaftlicheren Produktion führt. Dieses Verfahren deckt zur Genüge Abschreibung und Veralterung ab und die Kosten werden als Betriebskosten verbucht.

Auch hier ist eine skeptische Haltung seitens des Analysten mehr als berechtigt. Gleiches betrifft das Unternehmen *American Can*, das es »unerklärlicherweise« geschafft hat, jedweden Verweis auf seine Abschreibungsmethoden in seinem Börsenzulassungsantrag vom 26. Februar 1926 zu vermeiden, obwohl erwähnt wurde, dass das Unternehmen seit Februar 1907 rund 50.000.000 Dollar für die Erweiterung und die Werterhöhung von Vermögenswerten ausgegeben hatte und dass »während dieses Zeitraums Vermögenswerte um mindestens 20.000.000 Dollar abgeschrieben worden sind«.

Das Unternehmen *Baldwin Locomotive Works* gibt in seinem Börsenzulassungsantrag vom 3. Oktober 1929 die folgende ziemlich erstaunliche Erklärung zur Abschreibung ab:

Der Abschreibungsbetrag für Anlagen und Ausrüstungen, wie von der Bundesregierung für die fünf Jahre von 1924 bis einschließlich 1928 festgelegt, belief sich auf insgesamt 5.112.258,09 Dollar, die entweder vom Ertrag oder vom Überschuss wie folgt abgezogen wurden:

Jahr	Vom Einkommen (in \$)	Vom Überschuss (in \$)	Gesamtabschreibung (in \$)
1924	600.000	-----	600.000,00
1925	-----	-----	-----
1926	-----	-----	-----
1927	1.000.000	2.637.881,01	3.637.881,01
1928	<u>600.000</u>	<u>274.377,08</u>	<u>874.377,08</u>
	2.200.000	2.912.258,09	5.112.258,09

Es wird erwartet, dass in den kommenden Jahren der Abschreibungsbetrag, der auf der geschätzten Nutzungsdauer der abschreibbaren Vermögenswerte basiert, wie sie von der Bundesregierung festgelegt wurde und vom Steuerbeauftragten als ordnungsgemäßer Abzug vom Ertrag genehmigt und von unseren Ingenieuren bestätigt worden ist, den Betrag regeln wird, der von dem Unternehmen Works in seiner Berechnung der Abschreibung genutzt werden soll.

Offensichtlich waren die Gewinn- und Verlustrechnungen von *Baldwin* für diesen Zeitraum alles andere als korrekt. Der durchschnittliche Jahresgewinn pro Stammaktie war in den Jahren von 1924 bis 1928, wie den Aktionären berichtet wurde, auffallend höher als die korrekte Zahl in der Tabelle auf der folgenden Seite.

Jahr	Wie berichtet (in \$)	Wie korrigiert für die jährliche Abschreibung von 1.022.000 \$ (in \$)
1924	-0,40	-2,51
1925	-6,02	-11,13
1926	22,42	17,31
1927	5,21	5,10
1928	-5,34	-7,45
5-Jahres-Durchschnitt	3,33	0,06

Gewinn pro Stammaktie

Unternehmen	Durchschnittliches Anlagenkonto (netto) 1928–1932 (in \$)	Durchschnittliche Abschreibung 1928–1932 (in \$)	% der Abschreibung zulasten des Anlagenkontos
<i>American Sugar Refining</i>	60.655.000	1.050.000*	1,73 ⁺
<i>National Sugar Refining</i>	19.250.000 ⁺⁺	922.000 ⁺⁺	4,79 ⁺⁺
<i>American Car and Foundry</i>	72.000.000	1.186.000 [§]	1,65
<i>American Steel Foundries</i>	31.000.000	1.136.000	3,66

* Ohne die Abschreibung, mit der der Überschuss belastet wird. Würde man Letzteres mit einschließen, würde diese Zahl 1.358.500 Dollar betragen.

+ Einschließlich der Abschreibung, mit der der Überschuss belastet wird, würde diese Zahl bei 2,24 % liegen.

++ Basierend auf den vier Jahren von 1929 bis einschließlich 1932. Die Zahl für 1928 liegt nicht vor.

§ Geschätzt auf die Hälfte der Ausgaben für Neuanschaffungen und Reparaturen. Im Falle von *United States Steel* lag der Aufwand für Abschreibungen im Zeitraum von 1901 bis 1933 im Schnitt bei 40 % der Gesamtbeträge für Wartung und Instandhaltung sowie Abschreibung.

WIE DURCH DEN VERGLEICH VON ZWEI UNTERNEHMEN VERDEUTLICHT – Wenn ein Analyst weiß, dass die Abschreibungsmethode eines Unternehmens vom Standard abweicht, dann hat er allen Grund, die Angemessenheit des Betrages zu prüfen. Der Vergleich mit einem einzigen Unternehmen aus dem gleichen Bereich kann schon wesentliche Ergebnisse zutage bringen, wie die Daten bezüglich *American Sugar* und *American Car and Foundry* zeigten.

Sowohl vergleichend als auch absolut scheinen die Abschreibungsbeträge, die von *American Sugar* und *American Car and Foundry* geltend gemacht wurden, nicht angemessen

gewesen zu sein.²⁸³

ABSCHREIBUNGEN – OFT EIN PROBLEM BEI FUSIONEN – Vergleichende Abschreibungen werden manchmal zum Problem bei der Überlegung, ob die vorgeschlagenen Konsolidierungsbedingungen gerecht sind.

Beispiele: Im Jahr 1924 wurde ein Fusionsplan verkündet, der die Eisenbahngesellschaften *Chesapeake and Ohio*, *Hocking Valley*, *Pere Marquette*, *Nickel Plate* und *Erie* betraf. Einige der Aktionäre von *Chesapeake and Ohio* stimmten nicht zu und sie überzeugten die Zwischenstaatliche Handelskommission davon, dass die Bedingungen der Konsolidierung höchst ungerecht für ihre Eisenbahnlinie waren. Unter anderem führten sie aus, dass die Erträge von *Chesapeake and Ohio* in den vorangegangenen drei Jahren in Wirklichkeit viel höher als angegeben gewesen seien, was vor allem auf die ungewöhnlich hohen Aufwendungen zurückzuführen sei, die zulasten des Ertrags für Abschreibungen und den Abgang von Ausrüstungsgegenständen verbucht worden waren.²⁸⁴ Einen ähnlichen Einwand gab es im Zusammenhang mit einer geplanten Fusion von *Bethlehem Steel* und *Youngstown Sheet and Tube* im Jahr 1929; auch hier wurde der Plan abgelehnt. Einige Zahlen zu diesen beiden Stahlproduzenten sind in der Tabelle auf Seite 479 aufgeführt.

VERDECKTE ABSCHREIBUNG – Dass bei der Wertpapieranalyse nichts als selbstverständlich angesehen werden kann, zeigt der seltsame Fall von *American Can*, einem Unternehmen, das es bis 1937 nicht geschafft hat, seine Abschreibungsmethode vor seinen Aktionären offenzulegen. In den Jahren von 1922 bis 1936 zog es jährlich eine Pauschale von 2.000.000 Dollar für diesen Zweck ab. Ein Vergleich mit dem Unternehmen *Continental Can* – das ungefähr den gleichen Betrag zulasten einer wesentlich geringeren Betriebsinvestition verbucht hatte – hätte nahegelegt, dass die Ertragskraft von *American Can* überbewertet war. Doch aus dem Jahresbericht für 1934 erfuhren die Aktionäre zum ersten Mal, dass das Unternehmen auch Beträge für »Wiederbeschaffungen« als Betriebskosten verbucht hatte, ohne dabei den Betrag anzugeben. Die Tatsache, dass solche Aufwendungen auch in den Jahren 1935 und 1936 verbucht worden waren, wurde ebenfalls in jenen Jahren aufgedeckt, jedoch nicht die Beträge. Inzwischen hat das der Börsenaufsichtsbehörde vorliegende Formblatt 10-K für 1935 offenbart, dass sich diese Sonderaufwendungen auf einen Betrag von rund 2.400.000 Dollar beliefen. Schließlich wurden die Aktionäre durch den Jahresbericht für 1937 darüber in Kenntnis gesetzt, dass die entsprechende Sonderabschreibung für das Jahr 1936 bei rund 3.275.000 Dollar lag. Ab 1937 nahm das Unternehmen »planmäßige« Abschreibungen vor, die sich in jenem Jahr auf 5.702.000 Dollar beliefen und 1938 6.085.000 Dollar betrugen. So wurden die Inhaber des Unternehmens Schritt für Schritt in die Gegebenheiten des Lebens eingeweiht, was ihr Vermögen betraf.

1928	<i>Bethlehem Steel</i> (in \$)	<i>Youngstown Sheet & Tube</i> (in \$)
Liegenschaftskonto, 31. Dez. 1927	673.000.000	204.000.000
Verkäufe	295.000.000	141.000.000
Abschreibung, Erschöpfung und Wertverlust	13.658.000	8.321.000
Anteil: Abschreibung gegenüber Liegenschaftskonto	2,03 %	4,08 %
Anteil: Abschreibung gegenüber Verkäufen	4,63 %	5,90 %

Angesichts dieser späteren Enthüllung muss der frühere Rückschluss²⁸⁵, dass *American Can* seine Abschreibungen zu niedrig angesetzt hatte, der Bemerkung weichen, dass das Unternehmen es versäumt hatte, die Fakten offenzulegen.

EIN FALL EXZESSIVER ABSCHREIBUNGEN, DIE DURCH BILANZIERUNGSMETHODEN VERSCHLEIERT WURDEN – Das Beispiel des Unternehmens *American Can* legt den Vergleich mit der Praxis der *National Biscuit Company* nahe, einem Unternehmen, das weitestgehend von denselben Interessen gesteuert ist. Vor 1922 hat das Unternehmen viele Jahre lang die Zahl seiner Fabriken permanent erhöht, aber sein Anlagenkonto wies keinen nennenswerten Zuwachs aus, außer ein einziges Mal im Jahr 1920. Die Berichte an die Aktionäre waren besonders zum Thema Abschreibungen in höchstem Maße missverständlich²⁸⁶, aber gemäß den Finanzrichtlinien war die Unternehmenspolitik die folgende: »Die Abschreibung beträgt jährlich 300.000 Dollar und alle Posten, die wiederbeschafft werden müssen, und Veränderungen an Gebäuden werden direkt als Betriebskosten verbucht.« Die Tabelle auf Seite 482 zeigt Unternehmen, die das eine oder andere Verfahren verfolgen:

Jahresabschluss	Erträge aus Stammaktien (in \$)	Nettofabrikkonto am Ende des Jahres (in \$)
31. Jan. 1911	2.883.000	53.159.000
1912	2.937.000	53.464.000
1913	2.803.000	53.740.000
1914	3.432.000	54.777.000
1915	2.784.000	54.886.000
1916	2.393.000	55.207.000
1917	2.843.000	55.484.000
31. Dez. 1917	2.886.000 (11 Mon.)	53.231.000
1918	3.400.000	52.678.000
1919	3.614.000	53.955.000
1920	3.807.000	57.788.000
1921	3.941.000	57.925.000
1922	9.289.000	61.700.000
1923	10.357.000	64.400.000
1924	11.145.000	67.292.000
1925	11.845.000	69.745.000

National Biscuit Company

Das lässt letztlich nur einen Schluss zu, nämlich dass die Kapitalinvestitionen in zusätzliche Anlagen tatsächlich zulasten der Gewinne verbucht wurden und dass die tatsächlichen Erträge aller Wahrscheinlichkeit nach wesentlich höher waren als das, was der Öffentlichkeit berichtet wurde. Zeitgleich mit der Ausgabe von sieben Aktien für eine und der Verdreifachung der Bardividende im Jahr 1922 wurde diese Methode, zu wenig Erträge anzugeben, beendet. Das führte zu einer plötzlichen Verdoppelung der scheinbaren Ertragskraft, die von einer gleichermaßen plötzlichen Ausdehnung des Anlagenkontos begleitet wurde. Der Gegensatz zwischen diesen beiden Zeiträumen wird in oben stehender Tabelle sehr deutlich.

UNTERLASSENE ANGABE DES ABSCHREIBUNGSBETRAGS – Vor der Regulierung durch die Börsenaufsichtsbehörde haben einige der großen Unternehmen zwar ihre Erträge nach

Abschreibung ausgewiesen, es aber unterlassen, den für diesen Zweck abgezogenen Betrag anzugeben. Glücklicherweise muss diese Information inzwischen von jedem registrierten Unternehmen vorgelegt werden.²⁸⁷

ABSCHREIBUNGEN VON ÖL- UND BERGBAUUNTERNEHMEN

Diese wichtigen Industriebereiche unterliegen besonderen Faktoren, was die Abschreibung betrifft. Zusätzlich zur Abschreibung im üblichen Sinne, die sie normalerweise genauso berechnen, wie es andere Firmen tun²⁸⁸, müssen sie den Substanzverzehr bei ihren Erz- oder Ölvorkommen abschreiben. Im Fall von Bergbaukonzernen kommt noch der Faktor der Erschließungskosten hinzu. Ölproduzenten haben andererseits zusätzliche Aufwendungen für immaterielle Bohrkosten und für unproduktive Pachtverhältnisse. Diese Posten sind insofern von Bedeutung, als sie einen Einfluss auf die tatsächlichen Gewinne haben, und sie bereiten Schwierigkeiten, da verschiedene Unternehmen verschiedene Methoden anwenden.

SUBSTANZVERZEHR BEI BERGBAUUNTERNEHMEN – Substanzverzehr ist der Verbrauch von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens, bei dem diese in Produkte für den Verkauf verwandelt werden. Das betrifft Unternehmen, die Metalle, Öl und Gas, Schwefel, Holz usw. produzieren. Wenn der Bestand oder Vorrat an diesen Produkten erschöpft ist, muss ihr Wert schrittweise abgeschrieben werden, indem die Aufwendungen zulasten der Erträge verbucht werden. Im Falle der älteren Bergbauunternehmen (insbesondere der Kupfer- und Schwefelproduzenten) wird der Substanzverzehr aufgrund bestimmter technischer Anforderungen des Bundeseinkommensteuergesetzes ermittelt, die sich auf die Menge und den Wert der Vorräte stützen, wie sie am 1. März 1913 vorlagen, oder dadurch, dass für den Wert des Produktes bestimmte Prozentsätze gelten. Wegen der künstlichen Grundlage, die bei diesen Berechnungen benutzt wird, haben viele Unternehmen in ihren Berichten an die Aktionäre den Substanzverzehr als Aufwand weggelassen.

EINE UNABHÄNGIGE BERECHNUNG DURCH DEN INVESTOR IST NOTWENDIG – Wie wir später zeigen werden, muss der Investor eines Bergbauunternehmens normalerweise die Abschreibung für den Substanzverzehr selbst ausrechnen, und zwar auf der Grundlage des Betrages, den er für seinen Anteil am Bergbauvermögen gezahlt hat. Folglich würde der Aufwand für den Substanzverzehr entweder auf dem ursprünglichen Buchwert des Unternehmens basieren oder aber auf einer speziellen Zahl, die für Einkommensteuerzwecke festgelegt wurde, und beides wäre eher verwirrend als hilfreich. Das Weglassen des

Substanzverzehr von Bergbauunternehmen ist nicht unbedingt kritikwürdig, aber Aktionäre solcher Unternehmen müssen sich dieses Fakts sehr wohl bewusst sein, wenn sie deren Berichte studieren. Zudem muss bei jedem Vergleich von Bergbauunternehmen klar unterschieden werden zwischen solchen, die beim Ausweisen ihrer Erträge den Substanzverzehr als Aufwand abziehen, und solchen, die das eben nicht tun. Es folgen einige Beispiele für Unternehmen, welche die eine oder andere Politik verfolgen:

Firmen, die in ihren Geschäftsberichten den Ertrag ohne Abzug des Substanzverzehrs darstellen:	Firmen, die in ihren Geschäftsberichten den Ertrag nach Abzug des Substanzverzehrs darstellen:
<i>Alaska Juneau Gold Mining Co. Anaconda Copper Mining Co.</i>	<i>Cerro de Pasco Copper Corp. Granby Consolidated Mining Co. usw. (Kupfer)</i>
<i>Dome Mines Ltd. (Gold) Kennceott Copper Corp.</i>	<i>Homestake Mining Co. (Gold) International Nickel Co. of Canada Ltd.</i>
<i>Noranda Mines Ltd. (Kupfer und Gold)</i>	<i>Patina Mines usw.</i>
<i>Texas Gulf Sulphur Co.</i>	<i>Phelps Dodge Corp. (Kupfer) St. Joseph Lead Co.</i>

SUBSTANZVERZEHR UND ÄHNLICHE AUFWENDUNGEN IN DER ÖLBRANCHE – In der Ölbranche sind die Aufwendungen für den Substanzverzehr enger mit den tatsächlichen Geschäftskosten verbunden, als das bei den Bergbauunternehmen der Fall ist. Letztere investieren üblicherweise in ein einziges Grundstück oder eine Gruppe von Grundstücken, deren Kosten dann über viele Jahre hinweg abgeschrieben werden. Der typische Ölproduzent jedoch gibt jedes Jahr normalerweise erhebliche Summen für neue Pachtgrundstücke und neue Quellen aus. Diese zusätzlichen Bestände müssen den Rückgang der Vorräte durch die Produktion wettmachen. Der Aufwand für den Substanzverzehr entspricht deshalb in gewissem Maße einer laufenden Barauslage, die dem Zweck dient, die Vorräte und die Produktion zu erhalten beziehungsweise aufrechtzuerhalten. Neue Quellen können innerhalb des ersten Jahres bis zu 80 Prozent ihrer Gesamtfördermenge hergeben. Daher müssen fast alle Kosten solch »üppiger Produktion« in einer einzigen Geschäftsperiode abgeschrieben werden. Und beim Großteil des »Ertrags« aus dieser Quelle handelt es sich in Wirklichkeit um eine Rückkehr des darauf verwendeten Kapitals. Wenn die Investition nicht schnell über Substanzverzehr und andere Aufwendungen abgeschrieben wird, dann werden sowohl der Gewinn als auch der Wert des Anlagenkontos stark überbewertet sein. Im Fall eines Ölunternehmens, das aktiv mit Erschließungsarbeiten befasst ist, sollten die Überschriften, unter denen die Abschreibungen laufen, wie folgt lauten:

– *Abschreibung des Sachanlagevermögens*

- *Substanzverzehr* bei den Öl- und Gasvorräten, der auf den Kosten der Pachtgrundstücke beruht
- *Unrentable Pachtgrundstücke*, die abgeschrieben werden. Ein Teil der Erwerbungen und Probebohrungen wird sich immer als völlig wertlos erweisen und muss gegen die Einnahmen aus den produktiven Pachtgrundstücken aufgerechnet werden.
- *Immaterielle Bohrkosten*. Diese werden entweder einmalig abgeschrieben, also praktisch wie Betriebsausgaben behandelt, oder aber sie werden über die Nutzungsdauer der Quelle abgeschrieben.

Beispiel: Der Fall *Marland Oil* von 1926 zeigt, in welchem Maße die ausgewiesenen Erträge von Ölunternehmen von der Bilanzierungsmethode im Bereich der Abschreibung abhängen. Dieses Unternehmen gibt jährlich große Summen für neue Pachtgrundstücke und Quellen aus, um die Produktionsziffern zu halten. Vor 1926 hatte es die sogenannten »immateriellen Bohrkosten« mit dem Kapitalkonto belastet und sie dann über einen jährlichen Abschreibungsaufwand zulasten des Ertrags abgeschrieben. 1926 ging *Marland* zu der konservativeren Verfahrensweise über, bei der all diese »immateriellen Kosten« laufend zulasten des Ertrags abgeschrieben wurden. Die Auswirkung auf den Gewinn ist in der folgenden Tabelle aufgeführt.

Posten	1925 (in \$)	1926 (in \$)	1927 (in \$)
Bruttoerträge und sonstiges Einkommen	73.231.000	87.360.000	58.980.000
Netto vor Reserven	24.495.000	30.303.000	9.808.000
Amortisierungsgebühren	9.696.000	18.612.000	17.499.000
Bilanz für Aktien	14.799.000	11.691.000	-7.691.000

Marland Oil Company

In den vergangenen zehn Jahren hat sich die Politik der großen Ölunternehmen stark gewandelt. Vor der Depression verbuchte man die »immateriellen Bohrkosten« tendenziell eher zulasten der Erträge, wie die von *Marland* im Jahr 1926 vollzogene Änderung zeigt. Seit der Depression jedoch haben viele der großen Unternehmen sich für die weniger konservative Variante entschieden, diese Kosten zu aktivieren und sie jährlich abzuschreiben.²⁸⁹ Dieser Wechsel scheint vor allem durch zunehmende Einführung von entsprechenden staatlichen Gesetzen bewirkt worden zu sein, gemäß denen die Gesamtproduktion einer neuen Quelle nunmehr auf viele Jahre verteilt wird, anstatt auf nur

wenige Monate konzentriert zu werden. Das macht aus einer Ölquelle ein recht langfristiges Wirtschaftsgut des Anlagevermögens, sodass es über die Maßen hart wäre, einen guten Teil ihrer Kosten (die inzwischen sehr hoch sind) von den Gewinnen eines einzigen Jahres abzuschreiben.

Die Unternehmen haben ihren Erträgen auch dadurch auf die Sprünge geholfen, dass sie den Buchwert des Anlagevermögens in großem Stil herabgesetzt und die jährlichen Abschreibungen entsprechend reduziert haben. Diese Verfahrensweise war unter Ölunternehmen weitaus üblicher als in anderen Branchen. Einige Produzenten verbuchten die Aufwendungen für *den Abgang* von Anlagevermögen nunmehr nicht mehr bei den Erträgen, sondern bei der Abschreibungsrücklage. Schließlich gibt es auch Beispiele für eine verringerte Abschreibung, die dadurch erreicht wird, dass man das sogenannte Pauschalverfahren anwendet, anstatt den Abschreibungsvorgang auf den Substanzverzehr eines einzelnen Pachtgrundstücks zu gründen. Auf diese Weise werden die Kosten aus teuren Pachtgrundstücken nicht zu den tatsächlichen Kosten abgeschrieben, sondern zu den durchschnittlichen Kosten aller im Besitz befindlichen Ölvorkommen.

Die Bedeutung dieser geänderten Bilanzierungsverfahren wird durch Folgendes veranschaulicht:²⁹⁰

Beispiele: Die *Gulf Oil Corporation* hat ihren Ertrag für das Jahr 1932 um 3.621.000 Dollar gesteigert, indem sie die immateriellen Bohrkosten aktiviert hat, anstatt sie wie vorher abzuschreiben.

Socony-Vacuum hat seinen Ertrag für 1932 um 6.095.000 Dollar gesteigert (und entsprechend auch die folgenden Erträge), indem das Unternehmen den Buchwert von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens herabgesetzt und die Abschreibungen nachfolgend reduziert hat. Im Jahr 1935 wurden die Gewinne um 1.376.000 Dollar gesteigert, indem dieser Betrag, der für Verluste durch den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens stand, den Abschreibungsrücklagen belastet wurde, nicht wie vorher dem Ertrag. 1936 begann man dann damit, immaterielle Bohrkosten zu aktivieren, eine Änderung, die den Gewinn um rund 8.850.000 Dollar mehrte. Im Jahr 1937 korrigierte das Unternehmen ein weiteres Mal seine Abschreibungsmethode (offensichtlich in dem Bestreben, diese an das Standardverfahren anzupassen), was den Gewinn in jenem Jahr um weitere 2.500.000 Dollar vergrößerte.

Das Unternehmen *Pure Oil Company* verringerte 1934 seine Aufwendungen für den Substanzverzehr und erhöhte seine Erträge um 1.698.000 Dollar, indem es auf das Pauschalverfahren umstellte.

DIE BEDEUTUNG DIESER ÄNDERUNGEN FÜR DEN ANALYSTEN UND DEN INVESTOR – Diese

unterschiedlichen Bilanzierungsmethoden sind sehr verwirrend und können den Unmut des Investors hervorrufen. Wir müssen jedoch einräumen, dass die meisten von ihnen technisch zulässig sind, stellen sie doch zwei Möglichkeiten dar, zwischen denen man wählen kann: die normale und die konservativere Methode zur Abschreibung von Anlagevermögen. Hier ist folglich nicht so sehr die Kritik als vielmehr eine vernünftige Auslegung gefragt.

EMPFOHLENE STANDARDS – Der Analyst sollte bestrebt sein, für einen Vermögenswert eine einheitliche und einigermaßen konservative Abschreibungsrate anzusetzen, welche die tatsächlichen Gegebenheiten der angebotenen Kapitalanlage widerspiegelt. Wir schlagen die folgenden Standardvorgehensweisen vor, sofern diese machbar sind:

Abschreibung auf das Sachanlagevermögen: Diese sollte immer zum üblichen Abschreibungssatz erfolgen, und zwar auf der Grundlage der Kosten beziehungsweise eines Betrages, der deutlich unter den Kosten liegt, wenn die Fakten eine Herabsetzung des Buchwerts klar rechtfertigen.

Immaterielle Bohrkosten: Wir glauben, dass die Aktivierung dieser Kosten und die darauffolgende Abschreibung, wenn das Öl produziert wird, auch wenn das vielleicht weniger konservativ ist, die zu bevorzugende Methode ist, sowohl zum Zwecke des Vergleichs als auch zum Erhalt eines objektiveren Bildes von den aktuellen Erträgen. Bei einem Vergleich von Unternehmen, welche die eine oder die andere Methode verwenden, muss der Analyst, so gut es geht, die Unterbewertung der Erträge von solchen Unternehmen berücksichtigen, die im ersten Jahr 100 Prozent abschreiben.

Beispiel: Die Schwierigkeit, in der Praxis eine solche Berichtigung vorzunehmen, soll durch den Vergleich der jeweiligen Berichte der *Continental Oil Company* und der *Ohio Oil Company* für 1938 aufgezeigt werden. Von ihrer Struktur her ähneln sich diese beiden Konzerne grob. Beide produzierten im Jahr 1938 ungefähr 20 Millionen Barrel, das Unternehmen *Continental Oil* hat rund zwei Drittel seiner Fördermenge raffiniert und *Ohio Oil* ca. ein Drittel. *Continental Oil* belastet all seine immateriellen Bohrkosten direkt den Einnahmen, während *Ohio Oil* diese Kosten aktiviert und sie über die Nutzungsdauer der Ölquelle abschreibt.

Man könnte jetzt erwarten, dass die Gesamtabschreibungen von *Continental Oil*, einschließlich der Bohrkosten auf der Grundlage von 100 Prozent, relativ höher sind als die von *Ohio Oil*. Dennoch hat *Ohio Oil* im Jahr 1938 11.602.000 Dollar oder 21,5 Prozent seines Umsatzes in Höhe von 54 Millionen Dollar abgeschrieben, während *Continental Oil* den Betrag von 14.038.000 Dollar beziehungsweise 17,6 Prozent seines Bruttoumsatzes in Höhe von 80 Millionen Dollar abgeschrieben hat. Allem Anschein nach muss der Analyst keine Berichtigung vornehmen, um die beiden Bilanzierungsmethoden abzugleichen. Das kann in verschiedenen Umständen begründet sein, zum Beispiel (a) nähert sich die Methode der

schrittweisen Abschreibung nach einer Reihe von Jahren der 100-Prozent-Methode, da die Abschreibung von alten Bohrkosten fortlaufend höher wird. (b) Im Fall von *Continental Oil* hat dieser Konzern den Buchwert seines Anlagenkontos im Jahr 1932 um etwa 45.000.000 Dollar herabgesetzt und damit seine normalen Aufwendungen für Abschreibung und Substanzverzehr in den darauffolgenden Jahren erheblich vermindert.

Abgang von Anlagevermögen und verlassene Pachtgrundstücke: Wir meinen, dass Verluste durch den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens (die über die bereits aufgelaufenen Abschreibungen hinausgehen) zulasten der Erträge des jeweiligen Jahres verbucht werden sollten, nicht aber zulasten des Überschusses, wie das von den meisten Unternehmen in anderen Bereichen getan wird. Und zwar deshalb, weil der Abgang von Anlagevermögen sehr wahrscheinlich ein normaler und wiederkehrender Faktor bei den Geschäften eines großen vernetzten Ölunternehmens ist, das heißt, es handelt sich hier nicht um eine sporadische Erscheinung wie bei anderen. Auch verlassene Pachtgrundstücke fallen unter diese Kategorie und mit dem entsprechenden Verlust sollten die Erträge belastet werden.

Substanzverzehr bei Ölvorräten: Das korrekte theoretische Prinzip besteht hier darin, dass der Analyst den Substanzverzehr auf der Grundlage der Bewertung der Ölvorräte am Markt abschreiben sollte. Dieser Punkt und seine Handhabung im Zuge der Abschreibung generell werden im nächsten Kapitel erörtert. Wie wir sehen werden, läuft es darauf hinaus, dass das, was die korrekte Bilanzierungsmethode für die Berechnung des Substanzverzehrs sein mag, möglicherweise nicht als Verfahren für die Analyse von Anlagewerten geeignet ist.

Leider waren und sind die Geschäftspraktiken in der Ölbranche solcher Art, dass sie eine vernünftige Anwendung dieses Prinzips extrem schwierig machen. Auf den Teil der Branche, der das Öl produziert, sind offensichtlich die meisten Gewinne entfallen; die Bereiche Raffinerie und Marketing haben an ihren Investitionen – wenn überhaupt – wenig verdient. Wenn die Erträge hier das Kriterium für den Wert wären, wäre der überwiegende Teil des Börsenkurses einer typischen Ölaktie der produzierenden Abteilung zuzuschreiben. Und auf dieser Basis wäre ein vergleichsweise hoher Aufwand für den Substanzverzehr zulasten eines jeden entnommenen Barrels erforderlich. Wenn andererseits die Aufteilung im Verhältnis zu den Buchwerten vorgenommen werden würde, dann würden die Abteilungen Raffinerie und Marketing eine große Rolle spielen, die Ölvorräte hätten einen wesentlich geringeren Wert und der Aufwand für den Substanzverzehr wäre entsprechend geringer.

Wir sehen keine wirklich befriedigende Lösung für das aufgezeigte Dilemma, denn es scheint uns, dass die Aufteilung der Ertragskraft in der Branche in Produktion und die anderen Zweige eine im Grunde genommen künstliche ist und nicht als dauerhaft angesehen werden kann. Wir sind deshalb geneigt, den folgenden *praktischen Kompromiss* für dieses Problem vorzuschlagen:

- Im Fall von *vernetzten* Ölunternehmen sollten Sie die vom Unternehmen vorgegebene Zahl für den Substanzverzehr als die beste akzeptieren, die zu bekommen ist. (Das schließt auch die Anerkennung des »Pauschalverfahrens« ein, da diese Methode die Fakten angemessen wiederzugeben scheint.) Dennoch sollten alle Aufwendungen für den Substanzverzehr, die ein »Wertsteigerungs«-Konto in der Bilanz belastet, vom Ertrag abgezogen werden.
- Im Falle von Unternehmen, die ausschließlich – oder fast ausschließlich – Ölproduzenten sind, kann der Analyst berechnen, *was der Markt* für die komplett erschlossenen Ölvorräte *zahlt* (wenn Schätzungen dazu veröffentlicht worden sind). Somit kann er zum Zwecke der Analyse selbst den Substanzverzehr berechnen, in so einem Fall in der gleichen Weise wie bei einem Angebot im Bergbau.

ANDERE ARTEN DER ABSCHREIBUNG VON WIRTSCHAFTSGÜTERN DES ANLAGEVERMÖGENS

PACHTGRUNDSTÜCKE UND WERTERHÖHUNGEN WÄHREND DER PACTZEIT – Ein normales Pachtverhältnis erfordert keinerlei Kapitalinvestitionen seitens des Pächters, der sich lediglich verpflichtet, für die Nutzung des Grundstücks einen Pachtzins zu zahlen. Doch wenn die Pachtzahlungen wesentlich geringer ausfallen, als das Grundstück wert ist, und wenn der Vertrag eine beträchtliche Laufzeit hat, kann der sogenannte Pachtbesitz einen erheblichen Wert haben. Grundstücke mit Ölvorkommen werden ganz normal verpachtet; die Nutzungsabgabe beträgt in der Regel ein Achtel der Produktion. Pachtgrundstücke, auf denen eine beträchtliche Menge Öl bereits gefördert oder für die solches zugesichert wird, sind einen ordentlichen Aufschlag auf die jeweiligen Pachtzahlungen wert. Und diese werden in der gleichen Weise gekauft und verkauft wie der Grundbesitz. Ähnliche Aufschläge werden – normalerweise in Zeiten des Aufschwungs – auf langfristige Pachtverhältnisse für städtische Grundstücke gezahlt.

Wenn ein Unternehmen für ein Pachtgrundstück Geld gezahlt hat, dann werden diese Kosten als Kapitalinvestitionen betrachtet, die über die Pachtdauer abgeschrieben werden sollten. (Im Falle eines Pachtgrundstückes mit Ölvorkommen werden diese Abschreibungen auf jedes produzierte Barrel vorgenommen, nicht zeitproportional, da die Fördermenge nach den hohen Anfangszahlen rasch abnimmt.) Diese Aufwendungen sind in Wirklichkeit Teil der für das Grundstück gezahlten Pacht und müssen offensichtlich in die laufenden Betriebskosten aufgenommen werden.

Wenn ein gepachtetes Grundstück bebaut wird oder Änderungen vorgenommen werden

oder festes Inventar eingebaut wird, dann wird das als »Werterhöhung während der Pachtzeit« bezeichnet. Daher müssen die Kosten dafür über die Laufzeit des Pachtvertrages komplett abgeschrieben werden, da eine solche Werterhöhung dem Pächter gehört, wenn der Vertrag ausläuft. Die jährliche Absetzung zu diesem Zweck bezeichnet man als »Amortisation von Werterhöhungen während der Pachtzeit«. In gewissem Maße kommt sie einem Abschreibungsaufwand gleich. Filialunternehmen investieren regelmäßig beträchtliche Summen in solche Werterhöhungen während der Pachtzeit und folglich können die jährlichen Absetzungen dazu von erheblicher Bedeutung für ihre Erfolgsrechnung sein.

Beispiel: Die Bilanz der *F.W. Woolworth Company* vom 31. Dezember 1938 wies »im Besitz befindliche Gebäude und Werterhöhungen von gepachteten Grundstücken, die über die Pachtzeit abgeschrieben werden müssen«, mit einem Nettowert von 46.717.000 Dollar aus. Der Aufwand, der zulasten des Ertrags von 1938 für die Abschreibung dieser Gebäude und Werterhöhungen verbucht wurde, belief sich auf 3.925.283 Dollar.

Da diese Posten zur Abschreibungsgruppe gehören, bietet sich hier dieselbe Art von willkürlicher Behandlung an, wie es auch woanders der Fall ist. Indem mit dem jährlichen Aufwand der Überschuss anstatt die Einnahmen belastet werden oder indem die gesamte Kapitalinvestition auf einen Dollar abgeschrieben wird und somit der jährliche Aufwand gänzlich wegfällt, kann ein Unternehmen diese Posten der Betriebskosten aus seinen ausgewiesenen Erträgen pro Aktie ausschließen und Letztere trügerisch hoch erscheinen lassen.

ABSCHREIBUNG VON PATENTEN – Theoretisch sollte ein Patent exakt genauso behandelt werden wie eine Bergbauanlage; *das heißt, die dem Investor entstandenen Kosten* sollten über die Restlaufzeit zulasten des Ertrags abgeschrieben werden. Es ist offensichtlich, dass die Aufwendungen, die das Unternehmen vom Ertrag absetzt und die auf dem Buchwert des Patents basieren, in der Regel kaum von Relevanz für die tatsächliche Situation sind. Die eingehende Betrachtung dieser Frage gehört vornehmlich in ein späteres Kapitel zu Abschreibungen aus Sicht des Investors; und um zu vermeiden, dass unsere Betrachtung zu sehr auseinandergerissen wird, verlegen wir dorthin auch unsere kurze Erörterung der zu den Patenten gehörenden Bilanzierungsmethoden, die in Geschäftsberichten anzutreffen sind.

ABSCHREIBUNG DES FIRMENWERTS – Dies ist von sehr untergeordneter Bedeutung. Einige wenige Unternehmen haben die ziemlich außergewöhnliche Methode verfolgt, in einer Reihe von jährlichen Raten ihr Firmenwertkonto zulasten des Ertrags abzuschreiben.

Beispiele: Das Unternehmen *Radio Corporation of America* hat zwischen 1934 und 1937

310.000 Dollar pro Jahr für diesen Zweck in Ansatz gebracht. Das galt für das Firmenwertkonto des Tochterunternehmens *National Broadcasting Company* und wurde mit dem Jahr 1938 beendet, obwohl noch 1.876.000 Dollar unabgeschrieben blieben.

Offensichtlich hat diese Verfahrensweise keine sachliche Grundlage, da der Firmenwert keine Nutzungsdauer hat, abgesehen von dem Geschäft als Ganzem. Wo der Posten eine gewisse Größe hat, sollte der Analyst den Ertrag berichtigen, indem er den Aufwand streicht.

KAPITEL 35

DIE ABSCHREIBUNGSVERFAHREN VON ÖFFENTLICHEN VERSORGUNGSUNTERNEHMEN

DAS WEGLASSEN VON ABSCHREIBUNGEN – In keinem Bereich ist die Frage eines ordnungsgemäßen Abschreibungsverfahrens von solch praktischer Bedeutung wie bei der Gruppe der öffentlichen Versorgungsunternehmen. Und dennoch gibt es nirgendwo anders größere Abweichungen, sowohl in der Theorie als auch in der Praxis. Vor einigen Jahren gab es Fälle, vor allem den der *Cities Service Company*, wo es vollständig unterlassen wurde, in den Jahresberichten irgendwelche Absetzungen für Abschreibung (und Substanzverzehr) geltend zu machen, wodurch die Aktienerträge grob falsch dargestellt wurden.²⁹¹

Oft wurde vorgebracht, dass die Abschreibungen gut und gern ignoriert werden könnten, da sie ja nur Bucheinträge seien und keine wirklichen Barauslagen darstellen würden. Das gibt ein sehr ungenaues Bild von der Sache. Abschreibung ist nicht nur ein Konzept oder Begriff aus dem Rechnungswesen, sondern verzeichnet in den meisten Fällen eine tatsächliche Minderung der Kapitalwerte, was entsprechend berücksichtigt werden muss, wenn die Gläubiger oder Besitzer sich nicht selbst betrügen wollen.²⁹²

Mehr noch, in den meisten Fällen wird der Abschreibungsaufwand über einen bestimmten Zeitraum aufgezehrt oder ausgeglichen durch noch größere Barausgaben, die für Wiederbeschaffungen oder Erweiterungen getätigt werden. Meistens stellt man fest, dass der Abschreibungsaufwand sehr wohl mit dem tatsächlichen Baraufwand zusammenhängt und genauso eine Geschäftsausgabe darstellt wie Löhne oder Mieten. In einer nicht ganz selten vorkommenden Minderheit der Fälle wird die Abschreibungsrücklage über einen langen Zeitraum kaum angerührt. In diesen Fällen kann eine Reduzierung der jährlichen Aufwendungen manchmal in der Berechnung des Investors gerechtfertigt sein, wie wir später noch erklären werden. Aber insgesamt bleibt das Prinzip bestehen, dass ein angemessener Abschreibungsbetrag unerlässlich ist, um die Erträge korrekt auszuweisen.

ANDERE IRREFÜHRENDE PRAKTIKEN – Sehr verbreitet war auch das Verfahren, bei dem nur ein Teil der Abschreibungen vom Ertrag abgesetzt wurde, wobei der Restbetrag dem Überschusskonto belastet wurde. In einigen Fällen basierten die Beträge, die zulasten der Einnahmen verbucht wurden, auf den sogenannten »indenture minima«, einem prozentualen Anteil der Bruttoerträge für Instandhaltung und Abschreibung, der zu den Bedingungen einer Anleihenemission abgesetzt werden musste. Lagen diese »indenture minima« unter der tatsächlich benötigten und vorgenommenen Abschreibung, so wurden unserer Meinung nach die Bestimmungen, die zum Schutz der Investoren festgelegt worden waren, in Wirklichkeit dazu genutzt, um sie in die Irre zu führen.²⁹³

Es ist bedauerlich, dass einige konservativ geführte Unternehmen mitunter auf Verfahren zurückgegriffen haben, die an diese Praktiken erinnern. Schauen Sie sich die Abschlüsse der *Detroit Edison Company* für 1931 und 1930 an.

Posten	1931	1930
Brutto	49.233.000 \$	53.707.000 \$
Netto vor Abschreibung	21.421.000	24.041.000
Abschreibung	4.000.000	6.900.000
(Prozent brutto)	8,1 %	12,8 %
Fixkosten	5.992.000	6.024.000
Bilanz für Stammaktien	11.429.000	11.117.000
Ertrag je Aktie	8,98 %	8,75 %
Zusätzliche Abschreibung gerechnet zum Überschuss	1.500.00	-----
Ertrag je Aktie nach Rechnung zum Überschuss	7,80 \$	8,75 %

Obwohl die Abschreibungen des Unternehmens *Detroit Edison* ungewöhnlich großzügig sind im Vergleich mit dem Branchendurchschnitt, kann die Bilanzierungsmethode, die für 1931 (und auch für 1934) angewandt wurde, aus zwei Gründen kritisiert werden. Erstens wurde im Ergebnis – wenn das nicht sogar so bezweckt worden ist – der tatsächliche Rückgang der Erträge im Vergleich zum Vorjahr verschleiert. Zweitens war es wegen des guten Rufes des Unternehmens sehr wahrscheinlich, dass andere Unternehmen ihm nacheifern würden und somit ein ungesunder Stimulus gegeben sein könnte, sich die neue Methode der Überbewertung von Erträgen zu eigen zu machen, bei der Aufwendungen in das Überschusskonto verschoben werden.

EIN ANSCHAULICHES BEISPIEL FÜR FINTENREICHES BILANZIEREN – Ein besonders anschauliches Beispiel für fintenreiches Bilanzieren hat die *Iowa Public Service Company* geliefert. Für das Jahr 1929 hat dieses Unternehmen sein Anlagenkonto mit 25.200.000 Dollar ausgewiesen, die Bruttoerträge mit 4.200.000 Dollar und Abschreibungen in einer Höhe von lediglich 78.000 Dollar. Dass diese Zahl nicht angemessen ist, dürfte offensichtlich sein. In den Folgejahren wurde der Abschreibungsbetrag schrittweise erhöht und im Jahr 1932 erreichte er 220.000 Dollar, eine Zahl, die immer noch etwas unter dem Normalen zu liegen scheint. 1932 hat das Unternehmen formal eingeräumt, dass die vergangenen Abschreibungen unzureichend gewesen seien, indem es das folgende einzigartige Verfahren angewendet hat:

- Es hat den Bilanzwert seiner Stammaktien um 1.587.000 Dollar reduziert und diesen Betrag in den Kapitalüberschuss umgebucht.
- Dieser Kapitalüberschuss wurde dann sofort aufgebraucht, indem er mit 1.500.000 Dollar für zusätzliche Abschreibungen und 87.000 Dollar für Eventualverbindlichkeiten belastet wurde.

In diesem Fall sehen wir, dass ein guter Teil der notwendigen Abschreibungen über etliche Jahre von den Gewinn- und Verlustrechnungen ausgeschlossen und schließlich dann doch noch berücksichtigt wird durch die Minderung des Werts der Stammaktien. Ein Nebeneffekt dieser nachteiligen Bilanzierung bestand darin, dem Mutterunternehmen (*American Electric Power Corporation*) zu gestatten, Dividenden in einer Höhe zu entnehmen, welche die wirklichen Erträge und den ursprünglichen Überschuss zusammengekommen übertraf, zum deutlichen Nachteil der Anleiheninhaber und der Inhaber von Vorzugsaktien.²⁹⁴

UNANGEMESSENE ABSCHREIBUNG, DIE DURCH UMBUCHUNGEN VOM ÜBERSCHUSS UND VON DEN RÜCKLAGEN OFFENGELEGT WURDE – *Beispiel:* Der Fall der *Brooklyn Union Gas* ist vielleicht das eindrucksvollste Beispiel dafür, dass versäumt wurde, in der Erfolgsrechnung die notwendigen Absetzungen für Abschreibung anzuführen. Überdeutlich wurde das Ausmaß der daraus folgenden Überbewertung der Erträge durch umfangreiche Umbuchungen, die vom Überschuss und von den Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten vorgenommen werden mussten. Die Geschichte, welche die zehn Jahre zwischen 1929 und 1938 betrifft, kann wie folgt zusammengefasst werden:

<i>Brooklyn Union Gas Company</i>	
A. Jahresdurchschnitt 1929–1938:	
Bruttoeinnahmen	23.389.000 \$

Abschreibung	729.000 \$
Abschreibung in % vom Brutto	3,1
Abschreibung in % vom Anlagevermögen	0,67
Ausgewiesener Ertrag für die Stammaktien	3.791.000 \$
Gezahlte Dividenden	2.918.000 \$
Angebener Saldo zum Überschuss	873.000 \$
B. Zehnjahreszeitraum 1929–1938:	
Überschuss und Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten, 31. Dez. 1928	29.161.000 \$
Überschuss und Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten, 31. Dez. 1938	9.840.000 \$
Minderung in dem Zeitraum	19.321.000 \$
Angebener Anstieg per obiger Erfolgsrechnung	8.730.000 \$
Differenz	28.051.000 \$
Durchschnittlicher Ertrag pro Stammaktie per Erfolgsrechnung	5,13 \$
Durchschnittlicher Ertrag pro Stammaktie per Bilanz	1,36 \$
C. Erklärung für die Differenz:	
Umgebucht vom Überschuss usw. nach:	
Rücklagen für Abschreibung oder den Abgang des Anlagevermögens	25.300.000 \$
Abschreibung von Bewertungskosten, 1937	1.781.000 \$
Sonstige Aufwendungen (netto)	970.000 \$
Gesamtaufwendungen zum Überschuss usw., 1929–1938	28.051.000 \$
D. Rücklage für den Abgang des Anlagevermögens »aufgebraucht«, 1929–1938:	
Rücklage für den Abgang des Anlagevermögens, 31. Dez. 1928	1.565.000 \$
Zugänge vom Ertrag, 1929–1938	7.290.000 \$*
Zugänge vom Überschuss und von der Rücklage für Eventualverbindlichkeiten	25.300.000 \$
Gesamt	34.155.000 \$
Saldo (Abschreibungsrücklage), 31. Dez. 1938	7.270.000 \$
Rücklage aufgebraucht durch tatsächlichen Abgang des Anlagevermögens	26.885.000 \$

* Zusätzlich wurden hier rund 130.000 \$ jährlich als Gewinnverwendung für Neuauskleidungen von Koksöfen und Einstellungen in die Wiederbeschaffungsrücklage angegeben, die 1938 mit der Abschreibungsrücklage in der Bilanz

zusammengefasst wurden. Würde dieses als Äquivalent zur Abschreibung angesehen werden, dann würden sowohl der Abschreibungsbetrag als auch die »aufgebrauchte Rücklage« für den Zehnjahreszeitraum um rund 1.300.000 \$ höher liegen.

Die Zahlen sind hier sehr detailliert wiedergegeben, da sie eine komplizierte, aber charakteristische Situation und damit die tatsächliche Ertragskraft des Unternehmens offenlegen. Der Leser wird Folgendes feststellen:

- Der durchschnittliche ausgewiesene Ertrag von 5,13 Dollar pro Aktie wurde nach Abzug der »Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens« berechnet, die im Verhältnis zu den Bruttoerträgen und dem Anlagenkonto sehr gering ausfällt.
- Diese Aufwendungen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens, mit denen der Ertrag belastet wurde, erwiesen sich als bedauerlich unangemessen, um die tatsächlichen buchmäßigen Abgänge dieses Zeitraums abzudecken. Um diese Aufwendungen zu bestreiten, musste das Unternehmen eine große Rücklage für Eventualverbindlichkeiten²⁹⁵ (13.800.000 Dollar Ende 1928) aufbrauchen und zusätzlich stark auf den Überschuss zurückgreifen.
- Obwohl das Unternehmen den Aktionären berichtet hatte, dass es in diesem Zeitraum insgesamt 51 Dollar pro Aktie erwirtschaftet hatte – das heißt, es hatte Dividenden in Höhe von 40 Dollar gezahlt und 11 Dollar pro Aktie dem Überschuss zugewiesen –, waren sein Kapitalüberschuss und seine Rücklage für Eventualverbindlichkeiten tatsächlich um 20 Dollar pro Aktie zurückgegangen. Somit lagen die Erträge, wie sie in der Bilanz angegeben waren, im Schnitt nur bei 1,36 Dollar pro Aktie, nicht aber bei 5,13 pro Aktie, wie es in der Erfolgsrechnung ausgewiesen wurde.²⁹⁶
- Der tatsächliche Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens in diesem Zeitraum belief sich im Schnitt auf 2.688.000 Dollar pro Jahr beziehungsweise 11 Prozent vom Brutto, verglichen mit dem Aufwand in Höhe von 729.000 Dollar beziehungsweise 3,1 Prozent vom Brutto, mit dem der Ertrag belastet wurde. Im Jahr 1938 gab das Unternehmen an, dass es gemäß den neuen Anforderungen der Public Service Commission of New York ein neues Abschreibungsverfahren anwenden würde, dass die Details noch nicht feststehen würden und dass jährlich 1.200.000 Dollar vorsorglich für diesen Zweck angesetzt werden würden. Den aufgeführten Fakten nach zu urteilen und mit Blick auf unsere vorhergehende Erörterung gibt es sicher Grund zur Annahme, dass selbst dieser Betrag, auch wenn er höher liegt als frühere Aufwendungen, nicht angemessen ist.²⁹⁷

EINE VIELZAHL VON ABSCHREIBUNGSVERFAHREN – Die vorangegangene Betrachtung, bei der

es darum ging, dass die Abschreibungen nicht in voller Höhe in der Erfolgsrechnung ausgewiesen werden, führt uns zu einem weiter gefassten Thema, nämlich zur Art und Weise, wie ein Unternehmen seine Abschreibungen vornimmt. Die angewandten Methoden zeugen von einer außergewöhnlichen Vielfalt; es sind nicht weniger als sieben, die hier wie folgt erklärt werden sollen:

ORDNUNGSGEMÄSSE ABSCHREIBUNG

DIE METHODE DER LINEAREN ABSCHREIBUNG – Jede Klasse abschreibbarer Vermögenswerte wird über die geschätzte Nutzungsdauer in gleichbleibenden Jahresbeträgen bis auf einen Restbuchwert abgeschrieben. Dies ist die Standardmethode zur Berechnung der Abschreibung, die von der Einkommensteuergesetzgebung erlaubt und generell von allen Unternehmen in *ihren Einkommensteuererklärungen* angewandt wird. Überraschenderweise haben nur wenige Elektrizitäts- und Gasunternehmen diese Methode in ihren veröffentlichten Erfolgsrechnungen angewendet.

Beispiel: Die *Union Electric Company of Missouri*, ein Tochterunternehmen der *North American Company*, hat die Methode der linearen Abschreibung viele Jahre lang benutzt. Doch selbst hier ist der vom Unternehmen ausgewiesene Betrag niedriger als der, den es auf der Einkommensteuererklärung geltend macht (3.899.205 Dollar gegenüber 5.549.109 Dollar im Jahr 1937), wobei die Differenz ganz offensichtlich darauf zurückzuführen ist, dass für Steuerzwecke eine kürzere Nutzungsdauer angenommen wird als für die Jahresberichte.

Wie später noch ausgeführt werden wird, macht es die Einführung der neuen Bestimmungen durch die staatlichen Kommissionen und die Bundesenergiebehörde notwendig, dass viele Unternehmen bei ihren ausgewiesenen Erträgen zur linearen oder Standard-abschreibungsmethode übergehen.

DIE METHODE DER PROGRESSIVEN ABSCHREIBUNG – Hier wird der Umstand berücksichtigt, dass die Beträge, die für Abschreibungen zur Seite gelegt werden, bis zum Abgang des Vermögenswertes Zinsen erwirtschaften werden. Bei dieser Methode werden also die Absetzungen in den Anfangsjahren etwas geringer ausfallen, um dann in späteren Jahren entsprechend höher zu sein. Sie wird generell von den kalifornischen Versorgungsunternehmen gemäß den Verträgen mit der Eisenbahnkommission des Staates angewandt, wobei der zulässige Zinssatz bei 6 Prozent liegt. (Beispiele: *Pacific Gas and Electric*, *San Diego Consolidated Gas and Electric*.) Selbst hier legen die Unternehmen in ihren Steuererklärungen die Methode der linearen Abschreibung zugrunde.

DIE PAUSCHALE METHODE – Hier wird ein einziger jährlicher Prozentsatz auf das gesamte abschreibbare Anlagenkonto in Ansatz gebracht, nicht verschiedene Sätze für verschiedene Klassen von Vermögenswerten. Das Ziel besteht hier vermutlich darin, die tatsächliche Abschreibung auf einfache Weise annähernd zu berechnen.

Beispiel: *Commonwealth Edison* setzt 3 Prozent vom Durchschnittsbuchwert des abschreibbaren Vermögens ab.

VERFAHREN DER RÜCKLAGE FÜR DEN ABGANG VON GEGENSTÄNDEN DES ANLAGEVERMÖGENS

Rücklagen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens unterscheiden sich vor allem dadurch, dass sie nicht die Abschreibung für einen bestimmten Zeitraum messen, die durch Verschleiß oder Veralterung verursacht wird. Stattdessen sollen damit Gelder bereitgestellt werden, die nach dem Dafürhalten des Managements ausreichend sind, um den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens dann aufzufangen, wenn dieser auftritt. Auf lange Sicht sollten ordnungsgemäße Abschreibungsbeträge und ordnungsgemäße Beträge für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens gleich hoch sein. Doch das Verfahren der Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens erlaubt offensichtlich willkürliche jährliche Abweichungen, damit gute oder schlechte Erträge oder das erwartete kurzfristige Erfordernis tatsächlicher Abgänge widerspiegelt werden können. Die Realität sieht allerdings so aus, dass das Verfahren der Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens überwiegend deshalb benutzt wird, um den aktuellen Verlust von Vermögenswerten unterzubewerten und somit die Erträge überzubewerten. Verschiedene Methoden zur Berechnung der Rücklagen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens sehen wie folgt aus:

PROZENTSATZ VOM BRUTTO – Mit dieser Methode würde man annähernd bei dem üblichen Abschreibungssatz liegen, wenn der verwendete Prozentsatz angemessen wäre. Im Allgemeinen ist das nicht der Fall.

Beispiel: Die *Duquesne Lighting Company* zieht 8 Prozent vom Brutto ab. Andererseits betrug die Absetzung in der Einkommensteuererklärung für 1932 bis 1934 nicht weniger als 30 Prozent vom Brutto.

FESTER SATZ PRO PRODUKTEINHEIT – Diese Methode ähnelt stark der vorhergehenden und ist deshalb genauso zu kritisieren.

Beispiele: Im Jahr 1932 hat die *Brooklyn Union Gas Company* angegeben, dass sie 3 Cent pro 1000 Kubikfuß für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens zurückstellt. (Inzwischen wurde das Verfahren geändert.) Das Unternehmen *Cincinnati Gas and Electric* hat im Jahr 1937 angegeben, mit 5 Cent pro 1000 Kubikfuß verkauften Gases und 2,70 Dollar pro Kilowattstunde verkauften Stroms Rücklagen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens zu bilden.

EIN GESAMTPROZENTSATZ VOM BRUTTO FÜR INSTANDHALTUNG UND ABSCHREIBUNG ZUSAMMEN – Bei dieser Methode wird für die Abschreibung umso weniger zurückgestellt, je höher die Beträge für die Instandhaltung ausfallen.²⁹⁸

Beispiele: Das Unternehmen *Third Avenue Railway* hat für die Jahre von 1912 bis 1918 einen Abzug von 20 Prozent für Instandhaltung und Abschreibung zusammen geltend gemacht. Die *Tidewater Power Company* benutzt unterschiedliche Gesamtsätze für verschiedene Dienstleistungen, nämlich (im Jahr 1936): Gas und Strom 15 Prozent, Wasser 12 Prozent und Eisenbahn 30 Prozent.

ABZÜGE NACH ERMESSEN – Die Mehrheit der Unternehmen, die das Verfahren der Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens anwenden, ist nicht an irgendeine mathematische Formel gebunden, sondern gründet ihren jährlichen Abzug weitestgehend auf das Urteil des Managements.

Beispiele: (1) Von Jahr zu Jahr sich ändernde Beträge: *Detroit Edison, Philadelphia Electric, American Water Works and Electric, American Power and Light*. (2) Unveränderter jährlicher Rundungsbetrag: *Tampa Electric* hat von 1933 bis 1939 jährlich 430.000 Dollar angesetzt. (3) Betrag an die Höhe der tatsächlichen Abgänge von Gegenständen des Anlagevermögens während des Jahres angepasst: *Western Union Telegraph Company* in den Jahren von 1932 bis 1936. Die Abschreibung in Höhe von 5.631.000 Dollar in ihrer Erfolgsrechnung für 1936 kommt einer Wertberichtigung in Höhe von 11.190.000 Dollar in der Einkommensteuererklärung gleich. Die Differenz würde den größten Teil der 7.199.000 Dollar ausmachen, die für die Stammaktien in diesem Jahr als erwirtschafteter Ertrag ausgewiesen waren. Dass die Beträge für Abschreibung in der Vergangenheit unangemessen gewesen sind, wurde durch die Umbuchung von 30.000.000 Dollar vom Überschuss in die Abschreibungsrücklage im Jahr 1937 gezeigt.

DOPPELTE BUCHFÜHRUNG BEI DER ABSCHREIBUNG – Wir haben bereits ausgeführt, dass praktisch jedes Unternehmen, egal welche Methode es in den Jahresberichten anwendet, das Verfahren der linearen Abschreibung benutzt, wenn es seine Einkommensteuer kalkuliert.²⁹⁹ Der Investor ist so mit einer Doppelsituation und einem schwerwiegenden Problem

konfrontiert. In vielen Fällen ist es äußerst wichtig, zu wissen, welche Abschreibungsmethode die richtige ist, da die Deckung der Anleiheninsen und die Erträge für die Stammaktien, die angemessen erscheinen können, so wie sie in den Jahresabschlüssen ausgewiesen sind, sich als völlig unzureichend erweisen würden, wenn die Einkommensteuerzahlen akzeptiert werden.

Beispiel: Die Existenz dieses Unterschieds war den Investoren generell nicht bekannt, bevor er in einem der ersten Prospekte, die gemäß den Bedingungen des Gesetzes von 1933 veröffentlicht wurden, zutage gefördert wurde. Hierbei handelte es sich um einen Prospekt für *American Water Works and Electric Company Convertible 5s*, die 1944 fällig waren.

Dieses Dokument offenbarte, dass die Abschreibung in der Einkommensteuererklärung für 1932 bei 7.023.000 Dollar gelegen hatte, die in der Erfolgsrechnung dagegen nur bei 2.747.000 Dollar.

Zu dieser Zeit gab es an der Wall Street die Tendenz, die Bedeutung dieser Unterschiede herunterzuspielen. Begründet wurde das damit, dass die Abschreibung eine äußerst technische und kontroverse Angelegenheit sei und es genauso viele Gründe gäbe, die Methode der Erfolgsrechnung genau wie die der Einkommensteuererklärung zu akzeptieren.

GRÜNDE FÜR DAS AKZEPTIEREN DER EINKOMMENSTEUERERKLÄRUNG ALS GENERELLE GRUNDLAGE – Wir waren immer davon überzeugt, dass diese Unachtsamkeit gefährlich unvernünftig war. Die Entwicklungen seit 1934 haben uns in unserer Meinung nur noch weiter bestärkt, sodass wir nunmehr nicht weniger als fünf Hauptgründe dafür anführen können, dass generell der Abschreibungsbetrag in der Einkommensteuererklärung und nicht der in der Erfolgsrechnung akzeptiert werden sollte. Diese Gründe sind:

- Die lineare Abschreibungsmethode folgt einer klar definierten und logischen Bilanzierungstheorie. Würde sie zu einem übermäßig hohen Abzug führen, würde das Finanzministerium das nicht akzeptieren. Die verschiedenen Verfahren auf der Grundlage der Rücklagen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens sind vollkommen willkürlich oder technisch unsolide.
- Die Unzulänglichkeit des Konzepts der »Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens« generell wurde dadurch bestätigt, dass in vielen Fällen große Umbuchungen vom Überschuss notwendig wurden, um das Rücklagenkonto für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens »aufzupolstern«.
- Seit 1934 hat es einen generellen Anstieg bei den Beträgen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens gegeben – sowohl absolut als auch in Prozent. Das kann man praktisch als Eingeständnis dessen ansehen, dass diese in der

Vergangenheit unzulänglich waren. Das Ausmaß dieses Anstiegs ist in unserer Tabelle auf Seite 501 f. aufgeführt, die für eine Reihe von Versorgungsunternehmen Informationen zu den Abschreibungsbeträgen beziehungsweise den Beträgen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens sowie zu den Instandhaltungskosten in den Jahren 1930 und 1938 liefert. Hier ist anzumerken, dass in dem früheren Jahr Unternehmen, die das Verfahren des Anlagenabgangs verwendet haben, generell niedrigere Aufwendungen geltend gemacht haben als jene, welche die Abschreibung zugrunde gelegt haben. Beachten Sie auch, dass eine ganze Reihe von Unternehmen, die früher die Methode des Anlagenabgangs benutzt hat, inzwischen zum Abschreibungsverfahren gewechselt hat. Mehr noch, eine beträchtliche Anzahl von Unternehmen, welche die Methode des Anlagenabgangs zugrunde gelegt hatte, war 1938 kurz davor, wegen der Anforderungen der Bundesenergiebehörde und verschiedener staatlicher Kommissionen ihre Verfahren auf die Abschreibungsgrundlage umzustellen.

- Eine ganze Reihe von staatlichen Kommissionen und die Bundesenergiebehörde haben nunmehr die Unternehmen in ihrem Zuständigkeitsbereich angewiesen, für alle ihre Konten das planmäßige Abschreibungsverfahren einzuführen. *Beispiele:* Pennsylvania, Michigan und New York.³⁰⁰ Einige wichtige Unternehmen stellen in ihren Jahresabschlüssen gezwungenermaßen auf die Einkommensteuermethode um. Die *Consolidated Edison Company of New York* beispielsweise hat für das Kalenderjahr 1938 in ihrem Bericht an die Aktionäre bei der Rücklage für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens den Betrag von 18.829.000 Dollar angesetzt und ca. 26.800.000 Dollar in ihrer Einkommensteuererklärung für Abschreibungen nach der linearen Abschreibungsmethode. Für die zwölf Monate, die am 30. September 1939 enden, hat das Unternehmen in seinem Zwischenbericht an die Aktionäre 24.217.000 Dollar für Abschreibungen angesetzt, während es in dem Bericht für den entsprechenden Zeitraum, der am 30. September 1938 endete, lediglich ein Betrag von 17.737.000 Dollar war. Der Rohertrag für die letzteren beiden Zeiträume lag bei 248.666.000 Dollar beziehungsweise 239.413.000 Dollar.
- Wo es reale Alternativen gibt, muss derjenige, der in wertbeständige Papiere investieren möchte, ausnahmslos eine strengere Prüfung der Stabilität durchführen.

Aus den im Folgenden stehenden Zahlen kann man nur schwer verstehen, wie der Investor vor sich selbst den Kauf von 5-Dollar-Vorzugsaktien von *Pennsylvania Power and Light* zu einem solchen Kurs rechtfertigen konnte, und das bei einer Rendite von nur 5,26 Prozent. Legt man den Bericht des Unternehmens selbst zugrunde, so war die Gewinnspanne oberhalb der Festkosten und Vorzugsdividenden völlig unangemessen; nimmt man die Einkommensteuer als

Grundlage für die Abschreibung, so liegt der Betrag bei weniger als der Hälfte; wendet man wie *Southern California Edison* das Verfahren des prozentualen Anteils vom Brutto an, so ist die Gewinnspanne praktisch ganz verschwunden.

Wenn wir eine sehr ähnliche Situation, wie sie 1930 existiert hat, untersuchen, werden wir sehen, wie wichtig es für den Investor ist, die Auswirkung dieser Zahlen zu verstehen. In diesem Fall gab es drei Faktoren, die gegen eine Anlage in die Vorzugsaktien von *American Power and Light* sprachen: (1) Die angegebene Deckung war zur Gewährleistung einer wirklichen Sicherheit völlig unzureichend. (2) Der Abschreibungssatz war viel zu niedrig. Eine Berichtigung nach dem Verfahren der *Pacific Lighting* hätte die Gewinnspanne oberhalb der Preferred Requirements drastisch reduziert. (3) Diese Requirements waren zeitweise um rund 2.000.000 Dollar unterbewertet, da eine Emission von Vorzugsaktien damals nur 3 Dollar in Dividenden haben durfte, wobei dieser Satz langsam auf 5 Dollar im Jahr 1933 angehoben wurde. Der Kursverfall der 6-Dollar-Vorzugsaktien im Jahr 1938 war auf Kürzungen der Dividenden zurückzuführen, die im Jahr 1933 begonnen hatten und die wiederum durch niedrigere Nettoerträge verursacht worden waren, was die geringe Gewinnspanne oberhalb der Preferred Requirements von 1929 schluckte. Ein erneuter Anstieg der ausgewiesenen Erträge nach 1933 wurde teilweise deswegen zurückgehalten, weil man den Abschreibungssatz schrittweise an die realen Gegebenheiten anpassen musste.

Unternehmen	1930								
	Brutto (in 1000 \$)	Abschreibung D oder Rückstellungs- reserve R (in 1000 \$)	Rate von D oder R zum Brutto (in %)	Unterhaltsrate zum Brutto (in %)	Unterhalt (in 1000 \$)	Rate der Jahresabschreibung oder Rückstellungs- reserve zum durchschnittlichen Liegenschaftskonto (in %)	Brutto (in 1000 \$)	Abschreibung D oder Rückstellungs- reserve R (in 1000 \$)	Rate von D oder R zum Brutto (in %)
<i>Kansas City Power & Light Co.</i>	14.504	2.036 D	14,0	--	\$?	3,2	16.365	2.321D	14,2
<i>Pacific Lighting Corp.</i>	48.838	6.784 D	13,9	--	?	3,1	45.501	5.755D	12,6
<i>Detroit Edison Co.</i>	53.707	6.900 R	12,8	6.0	3.199	3,3	54.813	7.371R	13,5
<i>Southern California Co.</i>	41.129	5.014 D	12,2	2.9	1.180	1,5	42.997	6.235D	14,5
<i>Pacific Gas & Electric Co.</i>	76.578	8.866 D	11,6	5.0	3.796	1,7	101.425	14.378D	14,1

<i>North American Co.</i>	133.751	14.274 D	10,7	--	?	2,0	116.572	14.908D	12,8
<i>Engineers Public Service Co.</i>	53.042	4.905 D	9,2	6.5	3.446	1,7	52.716	5.718R	10,8
<i>American Gas & Electric Co.</i>	68.601	5.898 D	8,6	--	?	1,4	72.502	10.607D	14,6
<i>International Hydro-Electric System</i>	46.414	3.970 R	8,6	7.2	3.321	1,0	61.217	5.525D&R	9,0
<i>Public Service Corp. Of N.J.</i>	138.162	11.904 D	8,6	9.3	12.881	1,9	126.821	10.284D	8,1
<i>Columbia Gas & Electric Corp.</i>	96.130	8.138 R	8,5	--	?	1,4	92.968	10.059R+	10,8
<i>Commonwealth Edison Co.</i>	84.004	7.109 R	8,5	--	?	2,4	139.545	16.868D	12,1
<i>Electric Power & Light Corp.</i>	75.048	6.165 R	8,2	--	?	0,8	104.233	16.016R+	15,3
<i>Duquesne Light Co.</i>	28.676	2.294 R	8,0	4.9	1.410	1,4	30.072	2.948R	9,8
<i>Northern States Power Co. (Del)</i>	33.272	2.560 R	7,7	5.3	1.778	1,1	35.616	3.093D&R	8,7
<i>American Water Works & Electric Co.</i>	54.067	4.105 R	7,6	7.9	4.252	1,1	50.004	4.759R+	9,5
<i>United Gas Improvement Co.</i>	108.374	8.040 R	7,4	5.2	5.586	1,4	107.249	9.214R&D	8,6
<i>Consolidated Gas, etc., of Baltimore</i>	28.582	2.075 R	7,3	4.9	1.389	1,7	34.557	3.345R	9,7
<i>National Power & Light Co.</i>	80.376	5.901 R	7,3	--	?	1,2	84.686	7.403R	8,8
<i>Commonwealth & Southern Corp.</i>	137.752	9.548 R	6,9	--	?	0,9	145.915	16.266R	10,9

<i>Detroit City Gas Co.^</i>	18.446	1.271 D	6,8	6.5	1.199	2,0	20.038	929R&D	4,6
<i>Public Service Co. of Northern Ill</i>	35.405	2.400 R	6,8	5.7	2.013	1,8	39.648	4.240D	10,8
<i>Peoples Gas Light & Coke Co.</i>	39.881	2.584 R	6,5	--	?	1,6	41.390	3.093D	7,5
<i>American Power & Light Co.</i>	87.088	5.556 R	6,4	--	?	0,9	96.884	9.633R+	10,0
<i>Consolidated Edison Co. (N.Y.)</i>	238.758	15.033 R	6,3	7.1	17.047	1,3	240.896	18.829R	7,8
<i>Illinois Power & Light Corp.§</i>	37.123	2.239 R	6,0	9.7	3.628	1,1	24.938	2.815R	11,3
<i>Niagara Hudson Power Corp.</i>	78.834	4.753 R	6,0	--	?	0,7	82.371	10.977D	13,3
<i>Associated Gas & Electric Co.</i>	84.219	4.849 R	5,8	--	?	0,7	129.323	11.932R	9,2
<i>Penna. Power & Light Co.</i>	31.006	1.500 R	4,8	7.9	2.464	0,7	39.237	2.934R	7,5
<i>American & Foreign Power Co.</i>	78.656	3.347 R	4,4	--	?	0,5	59.809	5.370R	9,0
<i>Brooklyn Union Gas Co.</i>	25.698	669 R	2,6	7.9	2.034	0,6	22.489	1.200D	5,3

* Siehe die Zahlen von 1939 auf S. 503.

Diese Zahl beinhaltet die Erschöpfung.

^ Jetzt Michigan Consolidated Gas Company.

§ Jetzt Illinois Iowa Power Company.

Vergleich der Abschreibung oder des Betrags für den Abgang von gegenständen des Anlagevermögens, 1930 und 1938

Posten	Ergebnisse für das am 30. Juni 1939 endende Jahr	

	<i>Pennsylvania Power & Light</i>	<i>Southern California Edison Co.</i> (zum Vergleich hinzugefügt)
Brutto	39.232.000 \$	44.421.000 \$
Abschreibung	2.815.000	6.872.000
Bruttoprozentsatz	7,2 %	15,5 %
Kostenbilanz	13.985.000	19.349.000
Kosten und Vorzugsdividenden	10.171.000	11.891.000
Mal verdient	1,38-mal	1,63-mal
Bilanz für Stammaktien	3.814.000	7.458.000
Preis je Vorzugsaktie Juli 1939	95 für 5 \$ Div.ausgabe	29 für 1,50 \$ Div.ausgabe
Rendite je Vorzugsaktie	5,26 %	5,17 %
Abschreibung auf Einkommensteuerbasis (1938)	4.947.000	----
Bruttoprozentsatz	12,6 %	----
Kosten und Vorzugsaktien verdient, Einkommensteuerbasis	1,17 mal	----

Posten	Ergebnisse für das Kalenderjahr 1929	
	<i>American Power & Light</i>	<i>Pacific Lighting</i> (zum Vergleich hinzugefügt)
Brutto	88.222.000 \$	43.275.000 \$
Abschreibung	5.317.000	5.525.000
Prozentualer Anteil vom Brutto	6,0 %	12,9 %
Saldo für Aufwendungen	44.349.000	14.257.000
Aufwendungen und Vorzugsdividenden	32.762.000	7.623.000
Deckung	1,36 mal	1,87 mal
Saldo für Stammaktien	11.587.000	6.634.000
Höchstpreis von 6 \$- Vorzugsaktien im Jahr 1930	107	106
Niedrigster Kurs im Jahr 1938	19	99

Fälle, bei denen das Verfahren auf der Grundlage der Einkommensteuer abgelehnt oder infrage gestellt werden sollte: Der Leser mag vielleicht anmerken, dass wir dazu geraten

haben, die Abschreibungsmethode auf der Grundlage der Steuererklärung »generell« zu akzeptieren. Der Einwand ist berechtigt, aber es kann mitunter Gründe geben, die Zahlen aus dem Jahresbericht zu akzeptieren oder aber eine dritte Abschreibungsmethode zu suchen.

Der Fall *Pacific Lighting*, der im letzten Beispiel zum Vergleich herangezogen wurde, veranschaulicht unsere erste Ausnahme. Die Zahlen für 1929 stammen aus dem Jahresbericht und basieren auf der Methode der progressiven Abschreibung, die laut Vertrag zwischen der Kalifornischen Kommission und den kalifornischen Versorgungsbetrieben generell angewandt wird. Es stellt sich heraus, dass die Absetzungen für Abschreibung, die das Unternehmen geltend gemacht hat, niedriger sind als die, die nach der Methode der linearen Abschreibung in der Einkommensteuererklärung auftauchen. Dennoch können die vom Unternehmen ausgewiesenen Zahlen in diesem Fall gut akzeptiert werden. Erstens, weil sie aus der Anwendung einer zulässigen Bilanzierungsmethode stammen, und zweitens, weil die Beträge großzügig zu sein scheinen, sowohl in Bezug auf das Anlagenkonto als auch auf die Bruttoerträge. Die gleiche Argumentation würde für alle kalifornischen Versorgungsunternehmen gelten.

Es gibt noch eine weitere große Gruppe von Unternehmen, deren Abschreibungsbeträge an sich großzügig zu sein scheinen, die aber immer noch erheblich unter den in der Einkommensteuer geltend gemachten Absetzungen liegen.

Beispiele: Im Jahr 1938 hat das Unternehmen *Detroit Edison* in seinem Bericht an die Aktionäre 13,5 Prozent vom Brutto angesetzt, während es in der Einkommensteuererklärung für dasselbe Jahr 18,2 Prozent vom Brutto waren. Die entsprechenden Zahlen für die *North American Company* für 1937 waren 12,8 beziehungsweise 14,8 Prozent.

In diesen Fällen mag der Investor – und insbesondere der Käufer von Stammaktien – vorbringen, dass die Einkommensteuermethode über die Maßen hart ist. Zu dieser Frage ein Urteil abzugeben ist schwierig für uns, da wir nicht über eingehende Kenntnisse der Vermögenswerte selbst verfügen und überhaupt zu wenig mit dem öffentlichen Versorgungswesen vertraut sind. Wir neigen dazu, den Kompromissvorschlag zu machen, dass, wenn die Zahl aus den Steuerunterlagen, sagen wir, 12,5 Prozent vom Brutto übersteigt, letzterer Satz vorläufig zum Zwecke der Analyse benutzt werden sollte.³⁰¹ Dazu kann angeführt werden, dass man vor einigen Jahren einen Satz von 10 bis 12 Prozent vom Brutto für eine vergleichsweise großzügige Absetzung für Abschreibung hielt.

DIE PRAKTISCHE AUSWIRKUNG VON VERSCHIEDENEN ABSCHREIBUNGSVERFAHREN – Der Leser mag diese Erörterung von Abschreibungsverfahren für ein sehr technisches und uninteressantes Unterfangen halten, aber der Fakt bleibt bestehen, dass dieser Punkt von größter praktischer Bedeutung für die Auswahl von Aktien öffentlicher Versorgungsunternehmen und deren Marktverhalten ist. Die Unternehmen, die vor 1934

unangemessene Abschreibungen geltend gemacht haben, waren generell am Aktienmarkt überbewertet, da die Investoren diesem Punkt genauso wenig die gebührende Beachtung geschenkt haben. Ein sorgfältiger Analyst würde viele Gelegenheiten gefunden haben, den Wechsel von weniger konservativen zu konservativeren Unternehmen vorzuschlagen.

Da es in den Folgejahren bei der erstgenannten Gruppe die Tendenz gegeben hat, ihre Aufwendungen wesentlich zu erhöhen, wurden ihre ausgewiesenen Erträge entsprechend gering gehalten und ihr Börsenkurs ebenso. Das folgende Beispiel wird diese Entwicklung veranschaulichen:

Posten	Durchschnitt 5 Jahre 1927–1932		Jahr, das am 30. Juni 1939 endet	
	<i>American Water Works and Electric</i>	<i>Pacific Gas and Electric</i>	<i>American Water Works and Electric</i>	<i>Pacific Gas and Electric</i>
Bruttoertrag	50.260 \$	72.175 \$	51.791 \$	104.529
Abschreibung	3.665	8.330	5.278	14.679
Bruttoprozentsatz	7,3 %	11,6 %	10,2 %	14,0 %
Erhältlich für Fixkosten	20.998	30.717	17.898	37.416
Zinsen und Vorzugsdividenden	16.290	18.785	16.768	20.198
Bilanz für Allgemeinaktien	4.708	11.932	1.130	17.218
Verdient je Aktie	2,69	2,67	0,48	2,75
Verdient je Aktie bereinigt*	1,47	2,67	def.	2,75
	Jahr 1933		Juli 1939	
Durchschnittspreis	27	23,5	10,25	31,75

* Absetzung für Abnutzung in Prozent vom Brutto, die von *Pacific Gas and Electric* geltend gemacht wurde.

***American Water Works and Electric* im Vergleich mit *Pacific Gas and Electric* (Dollarzahlen sind in tausendern angegeben, bis auf die zahlen pro Aktie.)**

Der Kurs der Stammaktie von *American Water Works* im Jahr 1933 basierte offensichtlich auf den ausgewiesenen Erträgen für die vorangegangenen Jahre, ohne Berücksichtigung der Tatsache, dass der Betrag für den Anlagenabgang definitiv

unangemessen war. Ein guter Teil des Rückgangs des Betrags, der sieben Jahre später für Stammaktien zur Verfügung stand, ist auf die Notwendigkeit zurückzuführen, den Betrag für den Anlagenabgang im Zuge der generellen Tendenz zu erhöhen.

Die Darlegung der Vermögensverhältnisse von *Pacific Gas and Electric* ist beigelegt, um zu zeigen, dass der Käufer einer Aktie eines öffentlichen Versorgungsunternehmens 1933 sehr viel mehr für sein Geld hätte bekommen können, wäre er bereit gewesen, die Abschreibungsverfahren einer sorgfältigen Prüfung zu unterziehen.

KAPITEL 36

ABSCHREIBUNGEN AUS SICHT DES INVESTORS

Wir haben bereits mehrfach darauf verwiesen, dass eine Abschreibung oder substanzbedingte Wertminderung, die aus Bilanzierungssicht technisch einwandfrei ist, die Situation möglicherweise nicht angemessen widerspiegelt, wenn es darum geht, dass jemand die Aktie eines Unternehmens zu einem bestimmten Kurs kaufen möchte.

VERDEUTLICHUNG DES PROBLEMS DURCH EIN HYPOTHETISCHES BEISPIEL – Diese umstrittene Problematik wird leichter verständlich, wenn man ein vereinfachtes und deshalb hypothetisches Beispiel an den Anfang stellt.

Nehmen wir einmal an, dass die Firmen A, B und C alle Fuhrunternehmen sind. Jede Firma besitzt einen einzigen LKW; jede ist mit 100 Aktien kapitalisiert, nennwertlos, und jede erwirtschaftet jährlich 2000 Dollar vor Abschreibung.

Firma A hat 10.000 \$ für ihren LKW bezahlt.

Firma B hat 5.000 \$ für ihren LKW bezahlt.

Firma C. hat 5.000 \$ für ihren LKW bezahlt, hat aber ein »ultrakonservatives Verfahren« angewandt und den Buchwert ihres LKWs auf einen Dollar herabgesetzt.

Gehen wir davon aus, dass der Kauf eines teureren LKWs durch Firma A ein Versehen war und dass die Managements dieser drei Firmen gleichermaßen fähig sind und ihre generelle Situation identisch ist. Die Buchhalter geben diesen LKWs eine abschreibungsfähige Nutzungsdauer von vier Jahren. Auf dieser Grundlage sehen die Vermögenskonten der drei Unternehmen wie folgt aus:

Posten	Unternehmen A (in \$)	Unternehmen B (in \$)	Unternehmen C (in \$)
Netto vor Abschreibung	2.000	2.000	2.000

Abschreibung (25 %)	2.500	1.250	0
Bilanz für Stammaktien	-500	750	2.000
Verdient je Aktie	0	7,50	20

TYPISCHE MARKTBEWERTUNGEN – Gemäß diesen Gewinn- und Verlustrechnungen verliert A Geld, verdient B 15 Prozent auf sein Kapital und bei C läuft es richtig gut. Ein »Investor«, der von den jüngsten Weisheiten der Börsenbewertungen durchdrungen ist, würde die Aktien der Firma A praktisch für wertlos halten und 5 Dollar pro Aktie vermutlich als großzügige Bewertung ansehen. Auf der anderen Seite könnte er die Aktien von B und C mit dem Zehnfachen des Ertrags bewerten, was den Kurs der Aktie von B auf 75 Dollar und den von C auf nicht weniger als 300 Dollar bringen würde. Ein solches Verfahren würde zu den folgenden Gesamtbewertungen für die drei Unternehmen führen:

Firma A	500 \$
Firma B	7.500 \$
Firma C	20.000 \$

Dass diese Bewertungen völlig absurd sind, ist wohl unbestreitbar. Dennoch repräsentieren sie die gewissenhafte Anwendung der aktuellen Bilanzierungsmethoden und die gängige Denkweise an der Wall Street. Das Ergebnis besteht darin, dass zum einen ein Unternehmen mit einem weniger wertvollen Vermögenswert aus eben diesem Grund für mehr wert erklärt wird als ein Unternehmen mit einem wertvolleren Vermögenswert und dass zum anderen ein Unternehmen durch die alleinige Geste, den Buchwert seiner Vermögenswerte auf null herabzusetzen, in der Lage ist, den Börsenkurs seiner Aktien enorm in die Höhe zu treiben.

DIE IRRATIONALITÄT DIESER BEWERTUNGEN, WIE SIE SICH IN DER BILANZ OFFENBART – Die Irrationalität dieser Schlussfolgerungen würde noch offensichtlicher werden, wenn man die Bilanzen prüfen würde. Gehen wir einmal davon aus, dass die Unternehmen drei Jahre im Geschäft sind und dass sie (der Einfachheit halber) mit keinem Umlaufvermögen angefangen haben. Firma A hat nach ihrem stetigen Geldverlust natürlich keine Dividenden gezahlt; Firma B hat zwei Drittel ihrer Erträge ausgezahlt, das heißt 5 Dollar pro Aktie jährlich; und Firma C hat drei Viertel ihres Gewinns ausgezahlt beziehungsweise 15 Dollar pro Aktie. Die Bilanzen würden dann so aussehen, wie sie in der unten stehenden Tabelle aufgeführt sind.

Obwohl Firma A ein Defizit in der Gewinn- und Verlustrechnung aufweist, hat sie den größten Barbetrag angesammelt, vermutlich als Abschreibungsrücklage »gekennzeichnet«.

Firma C hat zwar die höchsten Erträge aufzuweisen, aber bei Weitem den geringsten Barbestand. Der empfohlene Kurswert von 5 Dollar pro Aktie für Firma A würde lediglich ein Zwölftel ihres Barbestands betragen, wohingegen der Kurs von 200 Dollar für Aktien der Firma C auf das Zwölffache des dahinterstehenden Bargelds hinauslaufen würde.

EINE VERNÜNFTIGERE HERANGEHENSWEISE – Dies sind die Alice-im-Wunderland-Ergebnisse, zu denen uns die allgemein anerkannte Logik des Aktienmarktes führen würde. Lassen Sie uns nun eine vernünftigere Frage stellen, nämlich: »Wie würde ein Geschäftsmann den angemessenen Wert dieser drei Unternehmen bestimmen?« Der gesunde Menschenverstand würde ihm sofort sagen, dass alle drei Unternehmen unabhängig von ihren Vermögensgegenständen von gleichem Wert sind. Als praktischer Geschäftsmann würde er geneigt sein, dem teureren Fahrzeug, das im Besitz von Firma A ist, eine etwas höhere Bewertung zu geben als den billigeren LKWs der Firmen B und C. Auch gibt es nicht den geringsten Zweifel daran, dass dieser Geschäftsmann den relativen Barbeständen jedes Unternehmens volles Gewicht beimessen würde.

Posten	Unternehmen A (in \$)	Unternehmen B (in \$)	Unternehmen C (in \$)
Kapital			
LKW	10.000	5.000	1
Bar	<u>6.000</u>	<u>4.500</u>	<u>1.500</u>
Gesamt	16.000	9.500 \$	1.501
Verbindlichkeiten			
Aktienkapital	10.000	5.000	1
Abschreibungsreserve	7.500	3.750	----
Gewinn und Verlust	<u>-1.500</u>	<u>750</u>	<u>1.500</u>
Gesamt	16.000	9.500	1.501

Seine Überlegungen würden in diese Richtung gehen: Jedes Unternehmen ist in erster Linie den Betrag seines Barbestands zuzüglich des Verkehrswerts seines LKWs wert. Eine gewisse Summe könnte man mit Fug und Recht für den Firmenwert bezahlen, da die Erträge auf das durchschnittliche Kapital, das für die Geschäfte gebraucht wird, nachdem die notwendige Absetzung für Abnutzung vorgenommen wurde, recht beträchtlich wären. Der Firmenwert wäre für alle drei Unternehmen gleich.

Posten	Unternehmen A (in \$)	Unternehmen B (in \$)	Unternehmen C (in \$)
Bar	6.000	4.500	1.500
LKW (geschätzt)	1.500	1.000	1.000
Firmenwert (geschätzt)	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>	<u>2.000</u>
Gesamtwert	9.500	7.500	4.500

In welchem Verhältnis stehen die Abschreibungen der Firmen zu diesen Bewertungen? Die Antwort lautet: Der Aufwand, der von Firma B geltend gemacht wurde, kann durchaus als adäquat akzeptiert werden, da er recht gut den Bedingungen des Unternehmens entspricht. Zum Teil zufällig lässt dieser Fakt die Bewertung von Firma B, die ein Geschäftsmann vornimmt, identisch mit der sein, zu der man auch mit der Wall-Street-Methode kommen würde. Doch im Fall von Firma A und Firma C sind die Abschreibungen, die von den Managements vorgenommen wurden, weit weg von der Realität des Geschäftsbetriebs. In dem einen Fall sind sie viel zu hoch angesetzt wegen der übermäßig hohen Kosten des Anlagevermögens. Solch ein Fehler sollte berichtigt werden, indem der Buchwert des Anlagenkontos (und des Kapitalkontos) auf einen angemessenen Unternehmenswert herabgesetzt wird, auf den dann ein geschäftsüblicher Aufwand abzuschreiben ist.

Im Fall von Firma C sind die Vermögenswerte bewusst zu niedrig bewertet worden, und zwar zum Zwecke der Geringhaltung der Abschreibung, die zulasten des Ertrags vorgenommen werden muss, da die Investition des Eigentümers tatsächlich an Wert verliert. Wenn der Geschäftsmann oder der Investor irgendetwas für den LKW (oder das Unternehmen selbst, das einen LKW benötigt) bezahlt, kann er nicht umhin, auf diese Summe eine Abschreibung vorzunehmen, indem er einfach glauben macht, so eine Investition wäre nicht getätigt worden.

DIE PRAKTISCHE BEDEUTUNG DER VORSTEHENDEN ARGUMENTATION – Lassen Sie uns überlegen, wie die vorstehende Argumentation auf die tatsächlichen Situationen angewendet werden kann, mit denen sich ein Wertpapierkäufer konfrontiert sieht.

Beispiele: Als erstes Beispiel soll die Darlegung der Vermögensverhältnisse der *Eureka Pipe Line Company* für die drei Jahre von 1924 bis 1926 dienen.

Jahr	Bruttoeinnahmen (in \$)	Netto vor Abschreibung (in \$)	Abschreibung (in \$)	Bilanz fürs Aktienkapital
1924	1.999.000	300.000	314.000	-14.000

1925	2.102.000	541.000	498.000	43.000
1926	1.982.000	486.000	500.000	-14.000
3-Jahres-Durchschnitt	2.028.000	442.000	437.000	5.000
Pro Stammaktie (auf 50.000 Aktien)	----	8,84	8,74	0,10

Die letzte Spalte impliziert, dass die Aktien während der drei Jahre, die hier betrachtet wurden, praktisch keine Ertragskraft hatten, sodass die Aktie auf Unternehmenswertbasis vermutlich keinerlei Wert hätte. Aber wäre diese Schlussfolgerung aus geschäftlicher Sicht gerechtfertigt? Die Frage wird, wie in unseren hypothetischen Beispielen, auf die Korrektheit der Abschreibungen hinauslaufen. Die folgenden Angaben werden diesen Aspekt der Unterlagen von *Eureka Pipe Line* zusätzlich beleuchten (Zahlen in Tausend):

Wir sehen im Folgenden, dass die Aufwendungen zulasten des Anlagenkontos im Schnitt bei nur 73.000 Dollar jährlich lagen, sodass tatsächlich jedes Jahr der Betrag von 368.000 Dollar bar zur Verfügung stand, der dem Umlaufvermögen hinzuzufügen oder für Dividenden zu nutzen war (mit denen der vorher aufgelaufene Überschuss belastet wurde). Es ist klar, dass dieses Unternehmen ein Produzent von Bareinkünften für die Inhaber war und dass es aus diesem Grund einen erheblichen Unternehmenswert hatte, obwohl die hohen Abschreibungen es so aussehen ließen, als wäre das nicht der Fall.

Jahr	Für das Jahr angesetzte Abschreibung (in \$)	Tatsächlich aufgewendet für die Wiederbeschaffung von Anlagen usw. (in \$)	Nicht aufgewendeter Abschreibungsaufwand (in \$)	Erträge nach Abschreibung (in \$)
1924	314	75	239	-14
1925	498	51	549	43
1926	500	194	306	-14
3-Jahres- Durchschnitt	437	73	365	5

Jahr	Gewinnberichtigungen (in \$)	Gesamt bargeld, das von den Geschäftsvorgängen des Jahres zur Verfügung steht (in \$)	Gezahlte Dividenden (in \$)	Zugewinn an liquiden Mitteln (in \$)
1924	38	263	350	-87
1925	-43	549	200	349
1926	----	292	200	92

WIE DER ANGEMESSENE ABSCHREIBUNGS-AUFWAND ZU ERMITTELN IST – In diesem Fall muss der Investor oder Analyst – wie in unserem hypothetischen Beispiel – die Abschreibungsmethode des Unternehmens verwerfen und sich darum bemühen, eine andere, den tatsächlichen Bedingungen des Unternehmens eher entsprechende Methode anzuwenden. Wie kann die korrekte Abschreibung ermittelt werden? Die Antwort wurde für die Fuhrunternehmen ohne Schwierigkeit gegeben, da wir genau wussten, wie viel abgeschrieben werden musste, um den laufenden Geschäftsbetrieb aufrechtzuerhalten. In der Praxis jedoch stehen derart exakte Informationen kaum zur Verfügung. Wir wissen nicht, wie lange die Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens von *Eureka Pipe Line* halten werden oder was es kosten würde, sie wiederzubeschaffen. Wir können bestenfalls einige grobe Schätzungen abgeben, die auf feststellbaren Fakten basieren. Der Vorteil dieser Schätzungen kann allein darin liegen, dass sie aller Wahrscheinlichkeit nach der Realität näher kommen als die Zahlen des Unternehmens, die unhaltbar sind, wie wir gesehen haben.

DAS KONZEPT DER »AUFGEWENDETEN ABSCHREIBUNG« – Wenn man die Darlegung der Vermögensverhältnisse der *Eureka Pipe Line* aus der Sicht des Geschäftsmannes betrachtet, ist sofort offensichtlich, dass der Abschreibungsbetrag *mindestens* die Hälfte der für Vermögensgegenstände getätigten Ausgaben betragen sollte. Die Abschreibungen des Unternehmens sind hauptsächlich deshalb zu mindern, weil sie das aus den Geschäftsvorgängen stammende und zur Verfügung stehende Bargeld nicht ordnungsgemäß widerspiegeln. Die Aufwendungen zulasten des Anlagenkontos, einschließlich der für neue Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens, stellen tatsächlich den Teil der Abschreibungsrücklage dar, der nicht bar zur Verfügung steht, und dieser Anteil sollte demzufolge als der Mindestbetrag berücksichtigt werden, der beim Führen der Geschäfte abgeschrieben werden sollte. Wir können diesen Posten die *aufgewendete Abschreibung* nennen. (Wenn der Anstieg beim Anlagenkonto die Jahresabschreibung übersteigt, dann muss Letzteres vollständig als »aufgewendet« berücksichtigt werden.) Im Fall des Unternehmens *Eureka Pipe Line* beliefen sich solche Aufwendungen im Schnitt auf 73.000 Dollar für die drei Jahre zwischen 1924 und 1925. Dieser Zeitraum ist viel zu kurz, als dass man darauf seine Schlussfolgerungen begründen könnte. Aber zufällig weist *Eureka* auch über einen längeren Zeitraum die gleichen Ergebnisse vor, sodass die Zahlen von 1924 bis 1926 durchaus als Grundlage für die Berechnung genommen werden können.³⁰² Wir müssen den Leser davor warnen, irgendeine Ansicht bezüglich der normalen aufgewendeten Abschreibung zu entwickeln, ohne dass er nicht wenigstens einen Zeitraum von zehn Jahren

untersucht, es sei denn, er weiß, dass das Unternehmen solcher Art ist, dass man daraus eine Schlussfolgerung ziehen kann.

LANGFRISTIGE ABSCHREIBUNG, EINE FORM VON VERALTUNG – Die zweite Frage besteht darin, welcher Betrag als Rücklage bereitgehalten werden sollte, um für den Fall des späteren Verschleißes der gesamten Vermögensgegenstände Vorsorge zu treffen, mit anderen Worten, für die wichtigen Wiederbeschaffungen, die zu einem späteren Zeitpunkt möglicherweise zu tätigen sind. Das ist die wesentliche Funktion des Abschreibungsaufwands in den meisten theoretischen Erörterungen zu diesem Thema; und unser Beispiel mit den Fuhrunternehmen basierte auf einer einfachen Anwendung dieses Konzepts (das gesamte Anlagenkonto muss nach Ablauf von vier Jahren ersetzt werden). Allerdings müssen wir einräumen, dass es in der Praxis sehr selten zum totalen Verschleiß und zur entsprechenden Wiederbeschaffung kommt. In der Regel sammelt ein Unternehmen nicht über lange Jahre große Barbestände an, die dann schließlich dafür genutzt werden, um die gesamte Betriebsanlage am Ende ihrer Nutzungsdauer zu ersetzen. Fabriken verschleßen genau genommen gar nicht, sie veralten. In neun von zehn Fällen werden Betriebe aufgegeben, weil sich die Branche oder das Ansehen des Unternehmens oder der Ort, wo es sich befindet, wesentlich verändert hat, oder aus anderen Gründen, die nichts mit der tatsächlichen Abschreibung zu tun haben.

Diese Entwicklungen gehören zu den *Geschäftsrisiken*, die von keinen technischen oder buchhalterischen Messungen erfasst werden können. Anders ausgedrückt: Der Faktor der *langfristigen Abschreibung* ist in Wirklichkeit überschattet von dem Risiko der *Veraltung*, von dem er absorbiert wird.³⁰³ Dieses Risiko ist im Grunde ein Investitions-, kein Bilanzierungsproblem. Es sollte nicht so gehandhabt werden, dass es die Erträge mindert (wie Abschreibungen es ja tun), sondern so, dass es den Preis, der für eine – solch einem Geschäftsrisiko unterliegende – Ertragskraft zu zahlen ist, mindert.

ANWENDUNG DER VORSTEHENDEN AUSFÜHRUNGEN AUF DIE ERMITTLUNG DER ERTRAGSKRAFT – Versuchen wir doch einmal, diese Schlussfolgerungen auf das Beispiel mit der *Eureka Pipe Line* anzuwenden. Die aufgewendete Abschreibung lag ja im Schnitt bei 75.000 Dollar jährlich. Es gibt keine Hinweise darauf, dass der gesamte Betrieb zu einem vorhersagbaren Zeitpunkt ersetzt werden muss. Im Gegenteil, die Leitungen scheinen eine unbegrenzte Nutzungsdauer zu haben, was auf die laufenden Ausgaben für Instandhaltung, Reparatur und Erneuerung zurückzuführen ist. In dieser Hinsicht erinnert das Unternehmen viel eher an eine Eisenbahn, als dies ein Fuhrunternehmen tut; nach unserem Dafürhalten sollte nur die aufgewendete Abschreibung von den Erträgen abgezogen werden. Was vom Abschreibungsfaktor übrig bleibt, ist tatsächlich das Veraltungsrisiko, das sich auf die mögliche Erschöpfung der Ölfelder bezieht. Dies sollte berücksichtigt werden, nachdem die

Erträge zugeflossen sind, nicht vorher. Eine korrekte Darstellung des Falls würde so aussehen:

Posten	Gesamt	Je Aktie
Erträge vor Abschreibung	442.000 \$	8,84 \$
Überflüssige Abschreibungskosten, geschätzt	75.000	1,50
Bilanz: Ertragskraft, Thema bei Geschäftsrisiken, einschließlich Wertverlust	367.000 \$	7,34 \$

Eureka Pipe Line (1924 bis 1926 grundlage)

PROBLEM DER BEWERTUNG DER ERTRAGSKRAFT – Die Zahlen des Unternehmens wiesen keine Ertragskraft für diesen Zeitraum aus. Unsere Zahlen zeigen eine Ertragskraft von über 7 Dollar pro Aktie, was klar auf einen erheblichen Wert für das Unternehmen verweist. Der Preis, der für diese Ertragskraft angemessenerweise gezahlt werden kann, hängt davon ab, welche Erwägungen beim Kauf eines laufenden Betriebes eine Rolle spielen. Das umfasst einerseits die Möglichkeiten eines gesteigerten Gewinns und andererseits die unüberschaubaren Verlustrisiken, von denen die Veralterung des Anlagevermögens nur eines ist. Bei der eher zurückhaltend erscheinenden Forderung, 20 Prozent der Erträge auf diese Investition abzustellen, um die Risiken adäquat abzudecken, würde der angegebene Wert der Aktie von *Eureka Pipe Line* in der obigen Darstellung bei ca. 35 Dollar pro Aktie liegen. Eine eingehende Erörterung dieses Punktes muss jedoch verschoben werden, bis wir zum Thema der Bewertung von Stammaktien kommen. In diesem Kapitel soll es genügen, darauf zu verweisen, dass es in dem tatsächlichen Fall von *Eureka Pipe Line*, wie auch in dem hypothetischen Fall des Fuhrunternehmens A, für den Investor notwendig und machbar war, einen Abschreibungsbetrag zu ermitteln, der sich wesentlich von dem unterscheidet, den das Unternehmen selbst angesetzt hat.³⁰⁴

ABSCHREIBUNGEN AUF WOHN- UND GESCHÄFTSGEBÄUDE – In der gegenwärtigen Anlagepraxis findet die obige Argumentation ihre breiteste Anwendung im Bereich der Immobilienwertpapiere. Worin besteht die eigentliche Funktion der Abschreibung bei der Analyse zahlreicher Pfandbriefausgaben, die durch ein Grundpfandrecht an den Wohn- oder Geschäftsgebäuden gesichert sind? Die Absetzung für Abschreibung ist ganz klar eher eine Bilanzierungs- als eine Anlagerechnung. Sie basiert auf der Annahme, dass die ursprünglichen Kosten durch Verschleiß in gleichen Portionen über normalerweise 50 Jahre aufgebraucht werden. Aber es wäre ein äußerst seltener Zufall, wenn diese Rechnung mit den Anlagefakten übereinstimmen würde. Gebäude aus Stahl und Stein verschleifen

normalerweise nicht in 50 Jahren. Sie veralten und werden abgerissen, und zwar nach einer Lebensdauer, die nicht vom Verschleiß, sondern von den Bedingungen auf dem Immobilienmarkt abhängt. Außerdem würde im Falle der zahlreichen Grundstücksobligationen, die mit großen Abschlägen vom Nominalwert gekauft werden können, die Wertberichtigung des Investors sowohl für Abschreibung als auch für Veraltung auf Kosten beruhen, die für ihn viel niedriger sind als der Buchwert, welcher der üblichen Abschreibung unterliegt. Das Konzept der »aufgewendeten Abschreibung« kann in diesem Bereich nützlich sein, da die durchschnittlichen Aufwendungen für Wiederbeschaffung als Äquivalent für eine Betriebsausgabe in bar angesehen werden müssen. (Dies ist übrigens ein bedeutender Faktor bei der Analyse von *Hotelpfandbriefen*. Aber noch wichtiger ist es, den Investor zu warnen, dass Hotelpfandbriefe als Schuldverschreibung eines bestimmten Typs von Unternehmen angesehen werden sollten und nicht als eine Form von Immobilienwertpapier.)

Beispiel: Eine kurze Analyse der durch eine Ersthypothek gesicherten Pfandbriefe der *1088 Park Avenue Corporation*, die in New York City ein großes Apartmenthaus besitzt, wird veranschaulichen, was wir meinen.

1.851.000 Dollar dieser Emission sind im Umlauf und werden mit 2,75 Prozent fest verzinst und zusätzlich eventuell mit bis zu 2,25 Prozent, was von der Menge der abgelösten Pfandbriefe abhängt. Die gesamten Aktien des Unternehmens sind mit der Pfandbriefausgabe verbunden. Der durchschnittliche Kurs im Jahr 1939 lag bei 35. Der Gesamtkurswert aller Wertpapiere betrug 653.000 Dollar.

Zusammengefasstes Erfolgskonto für das Jahr zum 28. Februar 1939	
Bruttoertrag	251.900 \$
Betriebskosten	104.300 \$
Grundstückssteuern (geschätzter Wert: 2.150.000 \$)	63.000 \$
Abschreibung (2 % auf 2.566.000 \$, Buchwert der Gebäude)	51.000 \$
Zinssaldo	33.600 \$
Ertrag für die Pfandbriefe vor Abschreibung	4,57 %
Ertrag für die Pfandbriefe nach Abschreibung	1,82 %

Die maximal zulässige jährliche Abschreibung für Kapitalaufwand beträgt 6 Prozent vom Brutto beziehungsweise rund 15.000 Dollar. Die einzige Rückstellung für solche Aufwendungen, die seit 1934 tatsächlich vorgenommen wurde, war ein Betrag von 7000

Dollar, der im Februar 1939 den Rücklagen zugeführt wurde. Unsere Analyse würde wie folgt aussehen:

- Angenommen, die Einnahmen und Ausgaben des Jahres 1938 wären repräsentativ für die Zukunft und auch die Rückstellung für Kapitalaufwand, die in diesem Jahr gemacht wurde, ist repräsentativ, dann würden die Bareinnahmen für die Pfandbriefe mit 84.600 Dollar abzüglich 7000 Dollar, also mit 77.600 Dollar ausgewiesen werden. Das wären 4,3 Prozent vom Nennwert und 11,9 Prozent vom Börsenkurs.
- Dieser Prozentsatz muss nicht nur als auf die Rendite auf die Anlage anwendbar genommen werden, sondern auch als Abschreibungsbetrag, der für das 1925 gebaute Gebäude für die Veraltung aufläuft. Aber diese Veraltung hängt nicht nur vom Alter des Gebäudes ab, sondern auch von den Veränderungen in der Zusammensetzung der Nachbarschaft, bei den Gebäudestilen usw., Faktoren also, die von allgemeinen Geschäftsrisiken kaum zu unterscheiden sind.
- Der Investor kann davon ausgehen, dass er aus den üppigen Bareinnahmen einen Festzins von 2,75 Prozent vom Nennwert beziehungsweise 7,86 Prozent vom Börsenkurs erhalten wird. Der Saldo, der sich auf 4 Prozent vom Börsenkurs beläuft, wird vom Unternehmen zum Teil zu Tilgungszwecken genutzt, um die Pfandbriefausgabe zu reduzieren, und zum anderen Teil für zusätzliche Zinsen. Tatsächlich bedeutet das, dass der Wertverlust durch Veraltung durch die Reduzierung der Schulden aufgehoben wird. Der Investor muss nach eigenem Ermessen entscheiden, ob (a) die Zinserträge im Vergleich mit der Möglichkeit sowohl von höheren als auch von niedrigeren Nettoerträgen attraktiv sind oder nicht und (b) die Schuldentilgungsmaßnahmen den Veraltungsfaktor großzügig berücksichtigen. Wenn seine Antwort entschieden »Ja« lautet, dann würde er die Pfandbriefausgabe zu Recht als eine attraktive Anlage ansehen – nicht trotz des niedrigen Kurses, sondern wegen ihres niedrigen Kurses.³⁰⁵
- Es besteht die Möglichkeit, dass die Veraltung durch Wertsteigerung ausgeglichen werden kann wegen eines zyklischen, langfristigen oder inflationären Anstiegs des Immobilienwerts. Viele Investoren, die sich in der Vergangenheit auf eine solche Wertsteigerung verlassen haben, ließen Abschreibung und Veraltung bei ihren Immobilienkäufen außer Acht. Solche Möglichkeiten sollten nach unserem Dafürhalten als spekulativ betrachtet werden, da sie die Veraltung nicht aus der Welt schaffen, sondern lediglich den Vorzug eines Ausgleichs bieten, und da eine solche Anlage in Pfandbriefe gerechtfertigt sein muss, ohne dass man dies auf rosige Erwartungen dieser Art gründet.

UNANGEMESSENE ABSCHREIBUNGSBETRÄGE – Betrachten wir jetzt solche Beispiele, wo die Situation genau umgekehrt ist, das heißt, wo Unternehmen Bilanzierungsmethoden benutzen, die zu unangemessenen Abschreibungsbeträgen führen. Besonders in Betracht zu ziehen sind die in Mode gekommenen drastischen Herabsetzungen des Buchwerts von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens zur Verminderung der Abschreibung und folglich zur Erhöhung der ausgewiesenen Erträge. Einzug gehalten hat dieses Verfahren während der Hochkonjunktur von 1927 bis 1929, aber die stärkste Verbreitung hat es in der darauffolgenden Depression gefunden. Zwei typische Fälle werden hier zur Diskussion gestellt.

Posten	<i>Safety Car Heating & Lighting Co.</i>		<i>U.S. Industrial Alcohol Co.</i>	
	Vor Abschreibung	Nach Abschreibung	Vor Abschreibung	Nach Abschreibung
Anlagenkonto	9.578	9.578	29.116	29.116
Abzüglich Abschreibung	6.862	9.577	9.815	29.115
Anlagenkonto (netto)	2.716	1	19.301	1
Immaterielle und sonstige Anlagewerte (netto)	5.016	167	1.185	1.185
Beteiligung an Tochtergesellschaften usw.	2.330	2.330	1.416	1.416
Nettoumlaufvermögen	4.379	4.379	6.891	6.891
Gesamt	14.441	6.877	28.793	9.493
Kapital	9.862*	4.931 \$^	22.585 ⁺	3.739 \$
Überschuss	4.362	1.729	4.458	4.004
Eventualitätsreserve	217	217	1.750	1.750
Gesamt	14.441	6.877	28.793	9.493

* 98.620 Aktien zum Nennwert von 100 \$.

^ 98.620 Aktien, kein Nennwert.

+ 373.846 Aktien, kein Nennwert.

Auswirkung der Wertminderung von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens (in \$ 1.000).

Beispiele: Anfang 1933 haben die Unternehmen *United States Industrial Alcohol Company* und *Safety Car Heating and Lighting Company* Pläne verkündet, gemäß denen der Buchwert des Anlagenkontos auf einen Nettowert von einem Dollar herabgesetzt wurde, und zwar

mittels einer entsprechenden Reduzierung des ausgewiesenen Grundkapitals und des Überschusses. Die Vorgänge sind in dem Bilanzauszug auf dieser Seite zusammengefasst dargestellt.

Die durch *United States Industrial Alcohol* vorgenommene Berichtigung war von einer Erklärung begleitet, in der es hieß, dass man mit der Reduzierung des Buchwerts des Anlagevermögens auf einen Dollar die Notwendigkeit zukünftiger Abschreibungen eliminieren würde. Es wurde jedoch vorgeschlagen, ein Rücklagenkonto für Wiederbeschaffungen einzurichten, indem der Ertrag mit solchen Beträgen belastet wurde, die für die Wiederbeschaffung von Produktionsanlagen ausreichend schienen. Man glaubte, dass 300.000 Dollar für 1933 ein angemessener Betrag sein würde, der mit den ca. 900.000 Dollar verglichen werden könnte, mit denen im Jahr 1932 der Ertrag für Abschreibung belastet wurde.

Die Ankündigung von *Safety* ging sogar noch weiter. Keinerlei Rückstellungen für Abschreibungen wurden im Jahr 1932 vorgenommen, sodass ein Nettogewinn ausgewiesen wurde gegenüber einem Verlust für das Jahr 1931, obwohl der Ertrag vor Abschreibung 1932 kleiner war. Im Jahresbericht des Unternehmens für 1932 wurde angegeben: »Durch Eliminierung der Abschreibung auf das Anlagevermögen ab dem 31. Dezember 1932 könnten alle Gewinne oberhalb der Betriebskosten sowie die Abschreibung auf anschließend erworbene Wirtschaftsgüter des Anlagevermögens von den Geschäftsführern für die Ausschüttung an die Aktionäre erwogen werden, ohne dass sich das Umlaufvermögen des Unternehmens verringert.«

AUS DEM ABSCHREIBUNGSKONTO ERZEUGTER ERTRAG – Das Verfahren von *Safety Car* ist mit dem Verfahren unseres imaginären Fuhrunternehmens C identisch, das den Buchwert seines LKWs auf einen Dollar herabgesetzt und dadurch vermieden hat, eine Abschreibung zulasten der Erträge vorzunehmen. Wir haben bereits ausgeführt, dass eine Abschreibung, die tatsächlich vorgenommen werden muss, nicht durch Buchhaltungseinträge eliminiert werden kann. Der Aktionär von *Safety Car* verdient nicht einen Dollar mehr an seiner Anlage, weil der Buchwert des Anlagevermögens auf null herabgesetzt wurde. Genauso wenig können notwendige Ausgaben zum Erhalt der Betriebsanlagen oder zum Zwecke der Wiederbeschaffung in irgendeiner Weise reduziert werden, indem man glauben macht, es würde keine Betriebsanlage mehr geben. Lassen Sie uns die Darlegung der Vermögensverhältnisse durch das Unternehmen *Safety Car Heating and Lighting* in der gleichen Weise untersuchen, wie wir es bei *Eureka Pipe Line* getan haben. Über einen Zehnjahreszeitraum belief sich die aufgewendete Abschreibung im Schnitt auf 500.000 Dollar jährlich. Die Ertragsentwicklung für dieses Jahrzehnt ist in etwa so gewesen, wie in der folgenden Tabelle dargestellt.

Wäre dieses Unternehmen inmitten der unsicheren Verhältnisse von 1933 analysiert worden, hätte man unmöglich sagen können, ob die langfristigen oder die jüngsten Zahlen aussagekräftiger für die Zukunft sind. Aber welche These man auch immer dazu aufstellt, klar ist, dass eine Abschreibung vorgenommen werden muss. Wenn keine besseren Ergebnisse als die von 1932 erwartet werden können, dann würde bestenfalls eine sehr geringe Ertragskraft ausgewiesen werden, da die tatsächlichen Aufwendungen für Betriebsanlagen zweifelsohne sehr dicht an die ausgewiesenen »Erträge« in Höhe von 233.000 Dollar herankommen werden oder diese sogar übersteigen. Wenn die Gewinne zufällig zu ihrem Zehnjahresdurchschnitt zurückkehren sollten, dann würde die komplette Eliminierung der früheren Abschreibung zu einer deutlichen Überbewertung der wahren Ertragskraft führen.

Posten	Jahresdurchschnitt 1922–1931 (in \$)	Jahr 1931 (in \$)	Jahr 1932 (in \$)
Erträge vor Abschreibung	1.721.000	336.000	233.000
Angesetzte Abschreibung	669.000	442.000	keine
Erträge wie ausgewiesen	1.052.000	-106.000	233.000
»Abschreibung aufgewendet« (ungefähr)	500.000	130.000	190.000
Bareinnahmen verfügbar für Aktien	1.221.000	206.000	43.000

WAS FOLGTE: 1933 bis 1938 – In diesem Zeitraum hat das Unternehmen durchschnittliche Erträge in Höhe von 590.000 Dollar beziehungsweise 6 Dollar pro Aktie ausgewiesen, nachdem es im Schnitt eine Abschreibung von nur 18.000 Dollar vorgenommen hatte. Hätte man die Abschreibungsmethode der Jahre 1922 bis 1931 beibehalten, dann hätte es für den Sechsjahreszeitraum keine Erträge pro Aktie und einen wesentlichen Gewinn nur im Jahr 1937 gegeben. In diesem Jahr erreichten die Erträge wie ausgewiesen 19,72 Dollar pro Aktie und der Kurs stieg auf 141, um dann 1938 auf einen Tiefstand von 48 zu fallen.

Die Steigerung im Jahr 1937 kann einer zweifachen Fehlkalkulation des Marktes zugeschrieben werden: (1) Man betrachtete den großen Umfang installierter Klimaanlage in jenem Jahr als etwas, das immer wiederkehren würde, und (2) ignorierte die Notwendigkeit, eine wesentlich über der bedeutungslosen Zahl des Unternehmens liegende Abschreibung anzusetzen, wenn es bei dem Umsatz geblieben wäre.

Die Herabsetzung des Buchwerts bei der *United States Industrial Alcohol Company* führte nicht zur vollständigen Eliminierung der Abschreibung zulasten der Erträge; stattdessen wurde vorgeschlagen, eine »Wiederbeschaffungsrücklage« einzurichten, die von den Geschäftsführern willkürlich festzulegen war. Für das Jahr 1933 wurde der Betrag auf 300.000 Dollar festgelegt. Würde man sich die ungefähren Zahlen der fünf vorangegangenen

Jahre anschauen, würden garantiert starke Zweifel aufkommen, ob eine solche Aufwendung für Wiederbeschaffung unter normalen Bedingungen angemessen ist.

Posten	Durchschnitt 1928–1932 wie ausgewiesen* (in \$)	Durchschnitt 1928–1932 auf der Grundlage der 1933 vorgeschlagenen Wiederbeschaffungsrücklage (in \$)
Netto vor Abschreibung	2.090.000	2.090.000
Angesetzte Abschreibung	1.350.000	300.000
Saldo für Stammaktien	740.000	1.790.000
Ertrag pro Aktie	2	5

* Nachdem vom Ertrag bestimmte Posten abgezogen wurden, die vom Unternehmen dem Überschuss belastet wurden.

In diesem Fall ist das Nettoanlagenkonto (Bruttoanlagen abzüglich Abschreibung) in dem Fünfjahreszeitraum um 500.000 Dollar angewachsen (das heißt von 18.800.000 Dollar Ende 1927 auf 19.300.000 Dollar Ende 1932). Mit anderen Worten: Die Geldmittel, die für die Erweiterung und Wiederbeschaffung von Vermögenswerten ausgegeben wurden, lagen etwas über dem Gesamtabschreibungsbetrag in Höhe von 6.750.000 Dollar. Diese Entwicklung ist charakteristisch für die meisten großen Unternehmen, die im Laufe der Jahre tendenziell ihren Betriebsanlagen weitere hinzufügen. In allen solchen Fällen muss davon ausgegangen werden, dass die Abschreibungen, die auf den anerkannten Bilanzierungsregeln basieren, das notwendige Minimum sind, um die Situation des Unternehmens angemessen widerzuspiegeln. Sie können nicht einfach so reduziert werden, weder durch willkürliche Herabsetzungen des Buchwerts durch das Unternehmen noch durch den Investor, wenn er seine eigenen Berechnungen anstellt. Sollte die *United States Industrial Alcohol Company* also ihre frühere Fähigkeit wiedererlangen, Gewinne zu erwirtschaften, würde eine drastische Reduzierung der früheren Abschreibungsrücklagen aller Wahrscheinlichkeit nach zu einer irreführenden Überbewertung der tatsächlichen Ertragskraft führen.³⁰⁶

Andere Beispiele für die Eliminierung von Anlagevermögen: Die *Commercial Solvents Company* hat im Jahr 1932 den Buchwert ihres Anlagenkontos auf einen Dollar herabgesetzt. *May Department Stores* und *Kaufmann Department Stores* haben beide 1933 beziehungsweise 1929 den Buchwert ihrer Konten für Möbel und festes Inventar auf einen Dollar herabgesetzt.

Park and Tilford Company haben den Buchwert ihrer Konten für Maschinen und festes

Inventar 1927 auf einen Dollar herabgesetzt. In all diesen Fällen wurden die darauffolgenden Abschreibungen auf einen völlig unangemessenen Betrag reduziert.

UMGEKEHRTE KAPITALVERWÄSSERUNG – Die neue Methode, Vermögensanlagen abzuschreiben, steht in einem interessanten Zusammenhang mit den jüngsten Auffassungen von Aktienwerten. Sie ist ein direkter Auswuchs davon, den Wert von Anlagevermögen zu ignorieren und das Augenmerk allein auf den ausgewiesenen Ertrag pro Aktie zu richten. Noch eine Generation vor uns, als Investoren die Bilanzen eingesehen haben, um den Nettowert hinter ihren Aktien festzustellen, wurde dieser Nettowert künstlich in die Höhe getrieben, indem der Buchwert des Anlagevermögens weit über die tatsächlichen Kosten hinaus heraufgesetzt wurde. Das wiederum gestattete eine entsprechende Überbewertung der Kapitalisierung zum Nennwert. »Kapitalverwässerung«, wie man dieses Verfahren nannte, stellte zu der Zeit eine der am heftigsten kritisierten missbräuchlichen Handlungen der Wall Street dar.

Bezeichnend für eine veränderte Sichtweise im Finanzsektor ist der Umstand, dass der Begriff »Kapitalverwässerung« praktisch aus dem Sprachgebrauch des Anlegers verschwunden ist. Seltsam paradox scheint es, dass dieselben irreführenden Ergebnisse, zu denen man vor 1914 durch die Überbewertung der Vermögenswerte kam, nunmehr durch die entgegengesetzte List ihrer Unterbewertung angestrebt werden. Man radiere das Anlagenkonto aus, eliminiere dadurch die Abschreibung, steigere damit wiederum die ausgewiesenen Erträge und erhöhe so letztlich den Wert der Aktie. Die Vorstellung, ein solcher Taschenspielertrick könne tatsächlich zur Wertsteigerung von Wertpapieren beitragen, ist völlig absurd. Dennoch akzeptiert die Wall Street diese auf den Kopf gestellte Argumentation in feierlicher Weise. Und Unternehmensmanagements sind natürlich nicht abgeneigt, die Darstellung ihrer Leistung durch ein derart simples Manöver zu verbessern.

DIE ABSCHREIBUNG VON ERZVORKOMMEN DURCH DEN KÄUFER – Der Unterschied zwischen den Abschreibungen, die ein Unternehmen vornimmt, und denen, die ein Anleger ansetzt, wird am deutlichsten in Fällen, wo es um den Substanzverzehr von Erzreserven geht. Wie in Kapitel 34 ausgeführt wurde, basieren die Beträge, die von einem Bergbauunternehmen für den Substanzverzehr abgeschrieben werden, auf bestimmten technischen Erwägungen, die für die Situation des Aktionärs eher nicht relevant sind.

Beispiel: In der Tabelle auf Seite 523 wird eine Untersuchung der Darstellung der *Homestake Mining Company* für die Jahre 1925 und 1938 diesen Punkt veranschaulichen.

Oberflächlich betrachtet würde es scheinen, dass der Kurs von 63 Anfang 1939 durch die Erträge des Vorjahres etwas gerechtfertigter war als der Kurs von 50 zu Beginn des Jahres 1926. Doch die ausgewiesenen Erträge beruhten auf den Aufwendungen des Unternehmens für Abschreibung und Substanzverzehr, was nichts mit dem Preis zu tun hat, den der Käufer der

Aktien tatsächlich für das Bergwerk zahlt. Auch hier wird es wieder hilfreich sein, sich ein Bild aus der Sicht des Geschäftsmannes zu verschaffen, indem man den Kauf des gesamten Unternehmens aufgrund der Bewertungen in Betracht zieht, die durch den Börsenkurs der Aktie ausgedrückt werden.

Im Jahr 1926 läge die Bewertung bei 12.500.000 Dollar. Für diesen Betrag würde er Umlaufvermögen in Höhe von rund 2.500.000 Dollar (gleichbedeutend mit Bargeld) erwerben, sodass die Mine und die Betriebsanlage ihn nur 10.000.000 Dollar kosten würden. Das ist eine Kapitalanlage, die er, bevor das Vorkommen erschöpft ist, abschreiben, das heißt zulasten der Erträge wieder hereinholen müsste, zusammen mit einem angemessenen Gewinn. 1926 konnte man auf der Grundlage der erschlossenen Erzvorräte von einer Mindestnutzungsdauer der Anlage von 11 Jahren ausgehen, wenn die Förderquoten beibehalten würden. Da ständig neue Erzvorräte in einem Umfang erschlossen wurden, der fast der Abbaumenge entsprach, konnte man mit gutem Grund von einer erheblich längeren Nutzungsdauer ausgehen. Es wäre jedoch auch nicht angebracht, mit mehr als 20 Jahren zu rechnen. In einem Bergbauunternehmen dieser Art müsste normalerweise dieselbe Abschreibungsrate für die Maschinen und die anderen Ausrüstungsgegenstände gelten, da die Betriebsanlage theoretisch genauso lange hält wie die Mine und dann verschrottet werden muss.

Posten	1938		1925	
	Betrag (in \$)	Je Aktie (in \$) e	Betrag (in \$)	Je Aktie (in \$)
Bruttoerträge	19.496.000	97,0	6.080.000	24,32
Nettoerträge vor Abschreibung und Substanzverzehr	10.605.000	53,0	1.894.000	7,58
Abschreibung und Substanzverzehr	3.664.000	18,3	1.330.000	5,32
Saldo für Dividenden	6.941.000	34,7	564.000	2,25
Börsenkurs (im März des Folgejahres)	63	---	50	---
Marktwert des Unternehmens*	126.000.000	---	12.500.000	---
% verdient am Marktwert	5,5 %	---	4,5 %	---

* 250.000 Aktien 1925; 2.000.000 Aktien 1938.

Homestaking Mining Company

DIE BERECHNUNG DER ABSCHREIBUNG DURCH DEN KÜUFER – Der Abschreibungssatz des Käufers müsste deshalb pro Jahr zwischen 5 Prozent und 9 Prozent auf seine 10.000.000

Dollar Einkaufspreis für das Bergwerk liegen. Wie das funktioniert, sieht man in der folgenden Tabelle, die eine entsprechende Analyse der Situation im März 1939 enthält. Für die geschätzte Nutzungsdauer werden in beiden Fällen dieselben Höchst- und Mindestzahlen verwendet, da die ausgewiesenen Erzvorräte weiterhin eine Nutzungsdauer von mindestens elf Jahren hatten.

Posten	Auf der Grundlage der Erträge von 1925 Kurs 50	Auf der Grundlage der Erträge von 1938, Kurs 63
Gezahlt für das ganze Unternehmen	12.500.000 \$	126.000.000 \$
Abzüglich der dazugehörigen Nettobarvermögen	2.500.000	13.200.000
Gezahlt für die Bergbauanlage	10.000.000 \$	112.800.000 \$
(Wert der Bergbauanlage in der Bilanz)	(20.960.000)	(7.900.000)
Erträge vor Abschreibung	1.900.000	10.600.000
Erträge für Barvermögen	(5 %) 125.000	(3 %) 400.000
Bilanz verdient an Mineninvestition	1.775.000 \$	10.200.000 \$
% verdient vor Amortisierung	17,8 %	9,0 %
(Amortisierungskosten des Unternehmens)	(1.330.000 \$)	(3.664.000 \$)
Abschreibung des Investors:		
Höchstens 9 %	900.000	10.200.000
Mindestens 5 %	500.000	5.670.000
Ertrag auf die Investition in das Bergbauunternehmen nach Abschreibung:		
Minimalverdienst	875.000	----
Maximalverdienst	1.275.000	4.530.000
% verdient an Mineninvestition		
Minimum	8,8 %	----
Maximum	12,8 %	4 %

Homestake Mining Company, Byers Amortization Calculation

Aus Sicht des Unternehmens würde die Darstellung für 1925 (angenommen, man könnte erwarten, dass sich das so fortsetzen würde) mit 50 Dollar pro Aktie eine befriedigende

Rendite ausweisen. Soweit es die verfügbaren Fakten betrifft, ist das ganz und gar nicht der Fall, wenn es um die Erträge und den diesbezüglichen Kurs von 63 geht. Die Abschreibungen des Unternehmens für 1925 waren erheblich höher als erforderlich bei einem Kauf der Aktien zu einem Kurs von 50; ein Käufer zum Kurs von 63 jedoch konnte ganz und gar nicht sicher sein, dass die Abschreibungen des Unternehmens für 1938, obwohl sie höher waren als 1925, angemessen sein würden, damit sich seine Anlage amortisierte.³⁰⁷

In dem häufiger anzutreffenden Fall, dass ein Bergbauunternehmen den Aufwand für Substanzverzehr in seinem Geschäftsbericht gar nicht erst angibt, muss man generell genauso herangehen, wenn man eine Analyse erstellen will. Das heißt, in den Fällen, wo die Nutzungsdauer eines Vermögenswerts begrenzt ist, sollte der angegebene Abschreibungsaufwand auch ignoriert werden und die »Abschreibung des Investors« von den Erträgen vor Abschreibung abgezogen werden. Die drei zu berücksichtigenden Faktoren sind (1) der Preis, der für die Bergbauanlage bezahlt wurde (Gesamtpreis abzüglich der Barbestände), (2) die Erträge vor Abschreibung und Substanzverzehr und (3) die Mindestnutzungsdauer der Mine und alternativ ihre vermutliche Nutzungsdauer.

DIE ABSCHREIBUNG VON ÖLVORKOMMEN DURCH DEN KÄUFER – Die Anwendung dieses Prinzips auf die Ölindustrie kann am leichtesten gezeigt werden, wenn man ein Unternehmen wie die *Texas Gulf Producing Company* auswählt, die ausschließlich ein produzierendes Unternehmen ist, und die Ölvorkommen, auf denen der Kauf der Aktien basieren muss, klar angegeben hat. Natürlich trifft es zu, dass die nicht erschlossenen Pachtgrundstücke des Unternehmens über bedeutende zusätzliche Ölvorkommen verfügen können, aber das würde auch für jeden anderen großen Pachtbesitz zutreffen und kann zum jetzigen Zeitpunkt nicht mehr als der Nominalwert sein, der für die Kosten des Erwerbs steht.

Beispiel: Texas Gulf Producing Company im Jahr 1937.

DIE SITUATION: Die wesentlichen Fakten in Bezug auf die Abschreibungen des Unternehmens sind relativ einfach. Es handelt sich um ein ausschließlich produzierendes Unternehmen. Das meiste Öl kommt von einem einzigen Feld in Texas. Die Aufwendungen für Abschreibungen und Substanzverzehr pro Barrel errechnen sich, indem man die geschätzten verbliebenen Ölreserven auf die in den Büchern eingetragenen Nettowerte der Vermögensgegenstände aufteilt.

Im Jahr 1937 beliefen sich die Ölreserven auf durchschnittlich 26 Millionen Barrel und das Nettoanlagenkonto war mit rund 9,5 Millionen Dollar ausgewiesen, was eine Abschreibung von 36,05 Cent pro Barrel beziehungsweise 689.000 Dollar auf die Jahresproduktion bedeutete. Von diesem Betrag wurden jedoch nur 397.000 Dollar zulasten der Erträge verbucht, der Rest wurde von dem »Überschuss, der aus der Bewertung entsteht«

in der Bilanz abgezogen.

Der Ertrag pro Aktie lag bei 1,13 Dollar vor Abschreibung, 68 Cent pro Aktie wie ausgewiesen (auf der Grundlage der Abschreibung, die zulasten der Erträge verbucht wurde) und nur 35 Cent pro Aktie nach vollständiger Abschreibung, einschließlich des Teils, der dem Überschuss belastet wurde.

Der Buchwert belief sich auf rund 10 Dollar pro Aktie. Der Börsenkurs im Jahr 1937 schwankte zwischen 9,625 und 2.

DIE RECHNUNG DES INVESTORS: Lässt man die Möglichkeit neuer Ölfunde oder Erschließungen beiseite, was ein nicht messbarer, spekulativer Faktor ist, dann würde der Käufer dieser Aktien davon ausgehen, dass die Vermögenswerte eine verbleibende Nutzungsdauer von etwa 13 Jahren haben und deshalb rund 8 Prozent von seinem Kaufpreis für die jährlichen Abschreibungen abziehen. Folglich würde seine Abschreibung bei dem hohen Kurs von 9,625 im Jahr 1937 ungefähr der Gesamtabschreibung des Unternehmens gleichkommen und somit würden die verbleibenden Erträge nur 4 Prozent auf den gezahlten Preis betragen. Zum durchschnittlichen Jahreskurs von rund 5,75 würde sich sein Betrag dem Aufwand des Unternehmens, der den Erträgen belastet wurde, nähern; und zum niedrigen Kurs von 2 wären nur 16 Cent erforderlich und somit würde ein ausgewiesener Jahresgewinn von 97 Cent beziehungsweise rund 50 Prozent auf den gezahlten Preis verbleiben.

DIE ABSCHREIBUNG VON PATENTEN DURCH DEN KÄUFER – Eine große Zahl von wichtigen Herstellern besitzt Patente, die mit einem Dollar oder zum Selbstkostenpreis in ihren Büchern geführt werden, was ein relativ geringer Betrag ist. Es ist ein Standardverfahren in der Bilanzierung, solche Kosten über die Nutzungsdauer des Patents, die ab Erteilung 17 Jahre beträgt, durch gleichbleibende jährliche Aufwendungen zulasten der Erträge abzuschreiben. Doch der Anleger muss ganz anders an die Sache herangehen. Die Frage besteht für ihn darin, wie viel er für das Patent bezahlt, wenn er die Aktie bei einem bestimmten Kurs kauft, und diesen Betrag muss er dann von den folgenden Erträgen abschreiben.

Generelle Regel: Wenn man etwas darüber nachdenkt, wird man merken, dass im typischen Fall eine solche Berechnung nicht praktikabel ist. Der Anleger kann nicht sagen, welcher Teil des Aktienkurses für die aktuelle Bewertung der Patente steht, da er nicht in der Position ist, korrekt beurteilen zu können, wie sich das Erlöschen der Patente des Unternehmens auf dessen Erträge auswirken wird. Nimmt man solche Konzerne wie *General Electric* oder die *Radio Corporation of America*, dann wissen wir, dass deren Patente eine wesentliche Komponente darstellen; aber nur umfangreichste Recherchen könnten uns überhaupt eine leise Vorstellung davon vermitteln, wie der aktuelle Verkehrswert des Unternehmens zwischen den zahllosen Patenten und den anderen sehr realen

Vermögensgegenständen aufzuteilen ist. Selbst wenn sich die Situation wesentlich unkomplizierter darstellt, weil es nur um ein einziges wichtiges Patent geht, kann man sich bei der Einschätzung der tatsächlichen Bedeutung dieses Patents für das Unternehmen leicht vertun.

Beispiele: Im Fall der *Gillette Safety Razor Company* folgten auf das Erlöschen der Hauptpatente unerwartet etliche Jahre, in denen die Erträge höher ausfielen und der Kurswert der Aktien gewaltig anstieg. Genau das Gegenteil war der Fall bei der *American Arch Company*, einem Unternehmen, das patentierte Gewölbesteine für Lokomotiven an nahezu alle Eisenbahngesellschaften der Vereinigten Staaten lieferte. Wegen des technischen Charakters des Unternehmens und seiner starken Position auf dem Markt waren jene, die sich mit diesem Unternehmen identifizierten, überzeugt davon, dass es auch dann noch seine Kunden würde halten können, wenn die Patente im Jahr 1926 erlöschen würden. Doch unmittelbar danach sah es sich durch die Konkurrenz gezwungen, die Preise drastisch zu senken, sodass die Erträge zurückgingen und der Aktienkurs einbrach.

Wir schlussfolgern daraus, dass Patente nicht als ein quantitativer Faktor bewertet werden sollten, wenn es der Anleger mit einem normalen Produktionsbetrieb zu tun hat. Der Besitz von Patenten muss als ein Teil der wirtschaftlichen Stellung des Unternehmens betrachtet werden, die sich in dem allgemeinen Bild von der Zukunft des Unternehmens widerspiegelt. Hieraus folgt, dass die Bewertung von Patenten mit einem Dollar für die Zwecke des Anlegers am sinnvollsten ist; dass die Abschreibung von Patenten wieder ertragswirksam verbucht werden kann, wenn der Betrag erheblich ist³⁰⁸; und dass, wenn eine solche Abschreibung dem Überschuss anstatt dem Ertrag belastet wird³⁰⁹, es nicht notwendig ist, die Ertragszahlen zu korrigieren.

SONDERFÄLLE – Wenn ein Unternehmen vornehmlich darauf spezialisiert ist, Lizenzgebühren für ein Patent oder eine Gruppe von Patenten zu erheben, dann kann man klarer umrissene Vorkehrungen treffen, um die entsprechenden Kapitalanlagen abzuschreiben. Es sollte offensichtlich sein, dass solch eine Vorkehrung sich auf den vom Anleger für seinen Anteil an dem Patent bezahlten Preis beziehen sollte, nicht aber auf den Buchwert des Patents, auf den das Unternehmen selbst die Abschreibung gründet. Die folgenden drei Beispiele veranschaulichen diesen Punkt; sie unterstreichen einen noch viel signifikanteren Faktor, der bei allen Analysen von Stammaktien eine Rolle spielt, nämlich dass die Berechnungen, die auf der Gegenwart und der Vergangenheit basieren, leicht durch unvorhersagbare Ereignisse der Zukunft zunichte gemacht werden können.

Beispiel A: Centrifugal Pipe Corporation im Jahr 1929 (Ergebnis bestätigt)

DIE SITUATION: Dieses Unternehmen hat die amerikanischen und ausländischen Patente für

das De-Lavaud-Verfahren zur Herstellung von Metallrohren kontrolliert. Die Exklusivlizenz zur Herstellung von Rohren nach diesem Verfahren wurde gegen Entrichtung einer Lizenzgebühr an die *United States Cast Iron Pipe Company* vergeben. Der Vertrag wurde bis zum Jahr 1938 verlängert, obwohl die Hauptpatente offensichtlich 1934 erloschen sind. Verschiedene ausländische Lizenzen wurden erteilt, die in den Jahren von 1934 bis 1936 ausliefen.

Im Jahr 1929 schwankte die Aktie zwischen 4,25 und 13. Die Erträge für 1928 und für 1924 bis 1928 lagen bei 1,05 Dollar pro Aktie für 432.000 Aktien, bevor die Abschreibung auf die Patente vorgenommen wurde, was das Unternehmen mit einem jährlichen Satz von 1,72 Dollar pro Aktie tat. (Abgeleitet wurde dieser Satz von einer Ausgangsbewertung in Höhe von 7.000.000 Dollar, welche die Hauptpatente Ende 1923 erhielten, zu einem Zeitpunkt also, ab dem sie noch elf Jahre liefen.) Auf dieser Grundlage wies das Unternehmen nach Abschreibung einen Verlust aus.

DIE BERECHNUNG DES INVESTORS: Eine im Jahr 1929 vorgenommene Analyse wäre vielleicht von Erträgen von rund einem Dollar pro Aktie für die zehn Jahre, die mit dem Jahr 1938 enden, ausgegangen, danach hätte man keine zusätzlichen Gewinne mehr mit Sicherheit einkalkulieren können. Die jährliche Abschreibung des Investors würde so zwischen 43 Cent und 1,30 Dollar schwanken, entsprechend dem Kaufpreis zwischen 4,25 und 13. Es liegt auf der Hand, dass es bei einem Aktienpreis von 13 Dollar keine Erträge geben konnte, es sei denn, die Gewinne würden über denen der Vergangenheit liegen. Bei 5 Dollar pro Aktie würde die 1-Dollar-Schätzung allerdings einen jährlichen Gewinn von 10 Prozent nach Abzug von 50 Cent für Abschreibung abwerfen.

WAS FOLGTE: Merkwürdigerweise wurden in den folgenden zehn Jahren genau die zu Beginn des Jahres 1929 angekündigten Ergebnisse erzielt. In diesem Zeitraum erwirtschaftete das Unternehmen einen Ertrag von 10 Dollar pro Aktie, von dem 6 Dollar in Dividenden ausgeschüttet wurden. Im Jahr 1939 hat es praktisch seine Geschäfte abgewickelt, indem es 3,80 Dollar in bar sowie verbleibende Aktien im Wert von 50 Cent pro Aktie verteilt hat.

Beispiel B: Hazeltine Corporation im Jahr 1937 (Berechnung beeinflusst durch neue Entwicklungen)

DIE SITUATION: Dieses Unternehmen wurde 1924 gegründet und kontrollierte die Neutrodyne-Patente für Radioempfänger, die offenbar 1936 erloschen. Andere Patente wurden ebenfalls erworben.

In den folgenden 13 Jahren schwankten seine Ergebnisse sehr stark, aber der Ertrag pro Aktie lag bei rund 2,40 Dollar, von denen 1,50 Dollar jährlich zurückgestellt wurden, um das

Patentkonto abzuschreiben. Dividenden wurden unregelmäßig gezahlt, sie lagen im Schnitt bei 1,70 Dollar pro Jahr und wurden der Rückstellung für die Abschreibung von Patenten entnommen. Nur im Jahr 1936 lag der Ertrag vor Abschreibung bei 3,70 Dollar pro Aktie. Im Jahr 1937 wurde die Aktie zum Tiefstkurs von 7 Dollar verkauft (was ungefähr den aufgelaufenen Barbeständen entsprach) und zum Höchstkurs von 18,5.

DIE BERECHNUNG DES INVESTORS: Wenn der Investor von der Annahme ausging, dass die Haupteinnahmen des Unternehmens von den Neutrodyne-Patenten stammten, hätte er geschlussfolgert, dass der bei 18,5 liegende Kurs der Aktie zu hoch war, da das Erlöschen dieser Patente in der nahen Zukunft die zukünftige Ertragskraft offensichtlich stark vermindern würde. Bei 7 Dollar wiederum konnte man die Aktie immer noch für preiswert halten angesichts der erheblichen Barbestände und der Aussichten auf einige Erträge aus den verbleibenden Patenten. In Wirklichkeit wäre das eine oberflächliche Analyse gewesen, da die Unterlagen zeigen, dass das Unternehmen Hunderte von verschiedenartigen Patenten kontrollierte. Somit hätte nur eine sorgfältige Prüfung der Einzelheiten von *Hazeltines* Geschäften eine Schlussfolgerung bezüglich des relativen Werts der erlöschenden und weiterlaufenden Patente zugelassen.

WAS FOLGTE: Es stellte sich heraus, dass die Erträge des Unternehmens in den Jahren 1937 und 1938 genauso hoch waren wie 1936. Ein neues Patent für ein Kopplungssystem, das in den meisten Empfängern verwendet wurde, wurde 1938 auf das Unternehmen ausgestellt und gab ihm eine ebenso starke Stellung in dem Bereich, wie es diese auch früher schon innehatte. Der Aktienkurs stieg 1938 auf 30 und 1939 auf 36.

Beispiel C: International Cigar Machinery Company im Jahr 1939 (eine aktuelle Analyse)

DIE SITUATION: Die Hauptpatente des Unternehmens verschaffen ihm eine beherrschende Stellung im Bereich der maschinellen Herstellung von Zigarren. Es besitzt auch noch andere, weniger wichtige Patente in dem Bereich. Die ursprünglichen Patente für die Zigarrenmaschinen sind offensichtlich erloschen, aber durch neue Verbesserungen hat das Unternehmen seine Stellung halten können.

Die Erträge stammten hauptsächlich aus der Einnahme von Lizenzgebühren und dem Verkauf von Lizenzen. In den zehn Jahren zwischen 1929 und 1938 schwankten sie zwischen 2,08 Dollar und 3,33 Dollar pro Aktie und betrugen im Jahr 1938 auf 600.000 Aktien 2,28 Dollar. Dabei handelt es sich um die Zahlen nach einer relativ geringen »Abschreibung« von rund 30 Cent pro Aktie jährlich. In der Bilanz des Unternehmens von Ende 1938 wurden alle immateriellen Anlagenwerte mit 14.000.000 Dollar brutto zusammengefasst, von denen die

abgeschriebenen Patente einen relativ kleinen Betrag ausgemacht haben müssen und auf den nicht abschreibbaren Firmenwert der Hauptanteil entfallen sein muss. Das Nettoumlaufvermögen und andere Sachanlagenwerte betrugen nur 2 Dollar pro Aktie. Im Jahr 1939 lag der Kurs der Aktie zwischen 20 und 24.

DIE BERECHNUNG DES INVESTORS: Wenn man davon hätte ausgehen müssen, dass das Unternehmen weitestgehend von einer einzigen Gruppe Patente abhängig ist, dann wäre ein durchschnittlicher Kurs von 22 nicht gerechtfertigt. Denn in diesem Fall wäre es unwahrscheinlich, dass die zukünftigen Erträge bis zum Ablauf der Patente ausreichen würden, um das Investment vollständig zurückzuzahlen und zusätzlich noch angemessene Erträge darauf zu erwirtschaften. Mit anderen Worten: Mit jedem vorsichtig angesetzten Abschreibungsaufwand würde man den Kauf verwerfen, wenn man allein die aktuelle Patentsituation zugrunde legt.

Andererseits kann der Börsenkurs berechtigt sein, wenn das Unternehmen in der Zukunft seine Kontrolle über die Patente und Lizenzen der Branche durch den Ausbau seiner Kenntnisse in diesem Fachgebiet aufrechterhalten kann. In der Vergangenheit war ihm genau das gelungen. Profitieren kann es möglicherweise auch von einem verstärkten Einsatz von Maschinen, der sich wegen der ständig fallenden Verkaufspreise für Zigarren gegenüber der Fertigung von Hand durchsetzt. Das macht deutlich, dass die Bewertung dieses Punktes im Wesentlichen eine Sache der Branchenanalyse und -vorhersage ist und dass es hier nicht darum geht, irgendwelche Verfahren zur Anlagenbuchführung auf eine bestimmte Sachlage anzuwenden.

ZUSAMMENFASSUNG DER REGELN: Unsere ausführliche Erörterung der Abschreibungsmethoden kann mittels folgender Regeln zusammengefasst werden:

- Die Aufwendungen des Unternehmens für Abschreibungen in einer Analyse sind zu akzeptieren, wenn die folgenden beiden Bedingungen erfüllt sind:
 1. Sie basieren auf ordnungsgemäßen Bilanzierungsregeln, die auf angemessene Bewertungen von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens angewandt werden.
 2. Das Nettoanlagenkonto ist über eine ganze Reihe von Jahren nicht herabgesetzt worden.
- Die Aufwendungen des Unternehmens können in den Berechnungen des Analysten reduziert werden, wenn sie regelmäßig die Barausgaben für Vermögenswerte übersteigen. In einem solchen Fall können die durchschnittlichen Barausgaben als vorläufiger Abschreibungsaufwand von den Erträgen abgezogen und der Abschreibungssaldo als Teil des Veraltungsrisikos erfasst werden, was tendenziell die

Bewertung der durchschnittlichen Barertragskraft mindert. Der Bewertungsfreibetrag bei Ersatzbeschaffung für veraltete Wirtschaftsgüter basiert auf dem Preis, der vom Investor für das Unternehmen bezahlt wurde, und nicht auf dem Buchwert oder den Wiederbeschaffungskosten des Anlagevermögens.

- Die Aufwendungen des Unternehmens müssen in den Berechnungen des Analysten erhöht werden, wenn sie sowohl unter den durchschnittlichen Barausgaben für Vermögenswerte liegen als auch weniger als die Rücklage betragen, die von den normalen Bilanzierungsregeln für den Zeitwert von im Unternehmen genutzten Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens vorgegeben werden.

RÜCKLAGEN FÜR EVENTUALVERBINDLICHKEITEN UND VERGLEICHBARE RÜCKLAGEN – Normalerweise haben konservativ geführte Unternehmen früher die Erträge guter Jahre mit bestimmten willkürlichen Beträgen belastet, um so bestimmte Verluste, die später – normalerweise in einem schlechten Jahr – entstehen können, aufzufangen. Dahinter steckte die Absicht, Erträge in Zeiten der Hochkonjunktur mit denen während einer Depression im Wert gleichzustellen. In dieser Hinsicht erinnert es an die in Kapitel 33 erörterte Verwendung des Gewinnvortrags von Tochtergesellschaften. Die Erfahrung hat gezeigt, dass solche Verfahren zur künstlichen Abänderung der tatsächlichen Erträge leicht missbraucht werden können. Kluge Finanzfachleute, wie man sie auch an der New Yorker Börse antrifft, bestehen deshalb darauf, dass die Managements die tatsächlichen Ergebnisse eines jeden Jahres offenlegen und die Angleichung und Durchschnittsberechnung den Aktionären überlassen sollen.

Beispiele: Im Jahresbericht von *Coca-Cola* für 1928 heißt es: »Die Stellung des Unternehmens in den letzten fünf Jahren konnte dadurch erheblich gefestigt werden, dass eine Rücklage für Eventualverbindlichkeiten in Höhe von rund 5.000.000 Dollar gebildet worden war.« Berichte für die fünf vorhergehenden Jahre zeigten, dass die Rücklage angesammelt worden war, indem der Ertrag mit Aufwendungen in verschiedener Höhe und für unterschiedlichste Zwecke belastet worden war. In den Jahren 1929 bis 1939 wurde diese Politik fortgesetzt, außer 1933 und 1934, mit dem Ergebnis, dass die »Rücklage für Eventualverbindlichkeiten und sonstige Geschäftsvorgänge«, die durch Aufwendungen zulasten des Ertrags gebildet wurde, Ende 1939 13.011.479 Dollar betrug.

Im Jahr 1939 hat die *Continental Steel Company* für das zweite Halbjahr 300.000 Dollar als Rücklage für Eventualverbindlichkeiten von ihren ausgewiesenen Erträgen abgesetzt und dadurch den Ertrag pro Aktie von 4,62 Dollar auf 3,13 Dollar gemindert.

Posten	Gesamt (in \$)	Je Aktie
1931 Nettoverlust	597.000	-3,18*
1932 Nettogewinn	586.000	3,01
2-Jahres-Nettoverlust	11.000	-0,17

* Korrigiert auf 20 \$-Nennwertbasis.

American Commercial Alcohol Company

DIE VERWENDUNG VON RÜCKLAGEN FÜR EVENTUALVERBINDLICHKEITEN UND VON VERGLEICHBAREN RÜCKLAGEN ZUR VERZERRUNG DES BILDES VON DEN ERTRÄGEN – In den Jahren 1931 und 1932 bedienten sich jedoch viele Unternehmen der Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten und vergleichbarer Rücklagen in einer Weise, dass ihre Jahresabschlüsse stark verschleiert wurden und sehr verwirrend erschienen. Diese Rücklagen wurden für einen dreifachen Zweck gebildet: Damit sollten (1) Verluste dem Überschuss anstatt dem Ertrag belastet, (2) die tatsächlichen Verluste vertuscht und (3) in einigen Fällen die Grundlage für inflationäre Erträge in den Folgejahren gelegt werden. Eine genaue Analyse der Berichte der *American Commercial Alcohol Corporation* für 1931 und 1932 soll dem Leser diese Punkte noch verdeutlichen. Die Ergebnisse für die beiden Jahre, wie sie von dem Unternehmen in seinen Jahresabschlüssen angegeben worden waren, sind in der Tabelle oben aufgeführt.

Aus diesen Ziffern würde man herauslesen, dass das Unternehmen in den beiden Jahren zusammengenommen fast kostendeckend gearbeitet und im Jahr 1932 erhebliche Gewinne erzielt hatte. Doch die Bilanzen für diesen Zeitraum, die in zusammengefasster Form nachfolgend aufgeführt sind, führen in eine völlig andere Richtung. (Beachten Sie, dass in dieser Zeit keine Dividenden gezahlt wurden.)

Posten	31. Dez. 1930 (in 1000 \$)	31. Dez. 1931 (in 1000 \$)	31. Dez. 1932 (in 1000 \$)
Umlaufvermögen	2.657	2.329	2.588
Abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten	294	1.225	1.327
Nettoumlaufvermögen	2.363	1.104	1.261
Sachanlagen und verschiedene Anlagegüter abzüglich Abschreibung	6.440	6.126	6.220
Nettoaktiva insgesamt	8.803	7.230	7.481
Kapital	3.775*	3.764	3.895
Sonstige Rückstellungen	256	416	413
Überschuss	4.772	3.050	3.173
Gesamt	8.803	7.230	7.481

* Korrigiert auf 20 \$ Nennwert. (Der Bericht zeigt ein Kapital von 8.500.698 \$ und einen Überschuss von 46.484 \$.)

Bilanzauszüge der *American Commercial Alcohol Corporation*, 1930 bis 1932

Diese Bilanzen zeigen stattdessen auf, dass es anstatt eines Nominalverlustes von lediglich 11.000 Dollar für die beiden Jahre zusammen einen tatsächlichen Rückgang des Überschusses des Unternehmens in Höhe von 1.600.000 Dollar gegeben hat; der größere Teil davon wegen gestiegener laufender Schulden.

Diese außergewöhnlich große Differenz zwischen den beiden Darstellungen der Vermögensverhältnisse kam dadurch zustande, dass zahlreiche Verluste und Absetzungen vom Erfolgskonto ausgeschlossen und stattdessen zulasten des Überschusses verbucht worden waren. Dieses einfache Verfahren wurde noch weiter verkompliziert und ist deshalb für die Aktionäre nicht so leicht zu verstehen. Man hat nämlich das Bilanzierungsverfahren in drei Phasen aufgeteilt:

- Umbuchung eines großen Betrages vom Eigenkapital zum Kapitalüberschuss
- Umbuchung verschiedener Beträge vom Kapitalüberschuss zu den Rücklagen
- Verbuchen verschiedener Verluste zulasten dieser Rücklagen und anderer Verluste direkt zulasten des Überschusses

Ende 1931 hat das Unternehmen *American Commercial Alcohol* den Betrag von 4.875.000 Dollar vom Eigenkapital zum Kapitalüberschuss umgebucht. Dann hat es 576.000 Dollar von

diesem Kapitalüberschuss genommen, um das aufgelaufene Defizit in der Erfolgsrechnung zu beseitigen. Die Eintragungen beim Überschusskonto für 1931 und 1932 zeigen die folgende bemerkenswerte Mischung von außergewöhnlichen Verlusten und Berichtigungsbuchungen.

Verminderung des Bestandswerts gemäß Vorjahresverträgen	145.000 \$
Verluste, bedingt durch das Handeln mit Getreideoptionen	88.000 \$
Minderung des Werts von Wirtschaftsgütern des Anlagevermögens	157.000 \$
Verluste, bedingt durch die Neubewertung von Containern	213.000 \$
Saldo von Organisationsausgaben	73.000 \$
Einkommensteuer für vorangegangene Jahre	54.000 \$
Mehrkosten für Rohstoffe im Jahr 1932	255.000 \$
Zahlung gemäß Gehaltsvertrag	40.000 \$
Verlust beim Verkauf von eigenen Aktien usw.	46.000 \$
Sonstige Posten (10 Sollbuchungen, 1 Gutschrift)	117.000 \$
Rücklage für Eventualverbindlichkeiten	400.000 \$
Aufwendungen zulasten des Überschusses, 1931–1932	1.588.000 \$
Verlust für zwei Jahre, per Erfolgskonto	11.000 \$
Gesamtminderung des Überschusses, 1931–1932	1.599.000 \$

Es ist offensichtlich, dass ein wesentlicher Teil dieser Aufwendungen, die zulasten des Überschusses verbucht wurden, tatsächlich laufende Betriebsverluste waren, die wiederum für den starken Anstieg der laufenden Verbindlichkeiten verantwortlich waren. Ferner sollte angemerkt werden, dass das Unternehmen eine neue Rücklage für Eventualverbindlichkeiten in Höhe von 400.000 Dollar in das Jahr 1933 vorgetragen hat. Diese könnte mit zukünftigen Verlusten belastet werden, die sich ordnungsgemäß in der Erfolgsrechnung niederschlagen sollten.

Demzufolge hat das Bilanzierungsverfahren dieses Unternehmens – wie auch das von vielen anderen – in den Jahren 1931 und 1932 nicht nur das wahre Ausmaß der erlittenen Verluste verschleiert, sondern war darauf ausgerichtet, die Verluste der Folgejahre unterzubewerten und die Gewinne der Folgejahre überzubewerten.³¹⁰

Eine bestimmte und häufig anzutreffende Art der Rücklage für Eventualverbindlichkeiten ist eine Rücklage für zukünftige Bestandsminderungen. Bei der Erörterung verschiedener

zulässiger Methoden zur Berechnung des Bestands (in Kapitel 32) haben wir ausgeführt, dass die Normal-Lagerbestands-Methode darauf abzielt, den Grundstock so weit im Wert herabzusetzen, dass kein Preisrückgang eine weitere Aufwendung zulasten der Erträge erforderlich macht. Diese Methode umfasst im Wesentlichen die Verwendung der Rücklage für Eventualverbindlichkeiten für zukünftige Bestandsminderungen, die gemäß einer bestimmten und fortgesetzten Methode berechnet werden. Insgesamt verdient ein solches Verfahren aus unserer Sicht eher Lob als Kritik. Doch es ist unerlässlich, dass der Analyst die Verwendung solcher Rücklagen berücksichtigt, wenn er die Ergebnisse eines einzigen Jahres studiert, vor allem wenn er verschiedene Unternehmen im selben Bereich vergleicht. Weiterhin soll der Leser daran erinnert werden, dass die Bildung einer Bestandsreserve *aus dem Überschuss*, welche Theorie auch immer dahinterstehen mag, fast unweigerlich zu einer Überbewertung der ausgewiesenen Gewinne für einen Zeitraum von mehreren Jahren führt.

KAPITEL 37

BEDEUTUNG DES ERTRAGSVERLAUFS

In den letzten sechs Kapiteln konzentrierte sich unsere Aufmerksamkeit auf eine kritische Prüfung der Erfolgsrechnung, um eine angemessene und aufschlussreiche Aufstellung der Ergebnisse für die Berichtszeit zu erzielen. Die zweite Kernfrage für den Analysten behandelt den Nutzen dieses vergangenen Verlaufs als Indikator für zukünftige Erträge. Hierbei handelt es sich gleichzeitig um den wichtigsten und am wenigsten zufriedenstellenden Aspekt der Wertpapieranalyse. Es handelt sich um den wichtigsten Aspekt, weil der einzige praktische Wert unserer aufwendigen Untersuchung der Vergangenheit darin liegt, welchen Aufschluss sie uns für die Zukunft geben kann, und um den am wenigsten zufriedenstellenden, weil diese Information nie absolut verlässlich ist und sich oftmals als recht wertlos herausstellt. Diese Unzulänglichkeiten tun dem Wert der Arbeit des Analysten ernsthaften Abbruch, sie zerstören ihn jedoch nicht. Die frühere Aufstellung bleibt in genügend Fällen ein ausreichend verlässlicher Leitfaden, um ihren kontinuierlichen Einsatz als zentrale Ausgangsbasis bei der Bewertung und Auswahl von Wertpapieren zu rechtfertigen.

DAS KONZEPT DER ERTRAGSKRAFT – Das Konzept der *Ertragskraft* nimmt in der Investmenttheorie einen ganz bestimmten und wichtigen Platz ein. Sie kombiniert die Aufstellung der effektiven Erträge, dargestellt über einen Zeitraum von mehreren Jahren, mit der Aussicht auf eine zukünftige Annäherung an diese Erträge, sofern keine außergewöhnlichen Umstände auftreten. Der Ertragsverlauf muss mehrere Jahre umfassen, erstens, weil eine kontinuierliche oder wiederholte Leistung immer beeindruckender ist als ein einmaliges Auftreten, und zweitens, weil der Durchschnitt eines recht langen Zeitraums tendenziell die den Geschäftszyklus verzerrenden Einflüsse absorbiert und ausgleicht.

Es muss jedoch zwischen einem Durchschnittswert, der nur das arithmetische Ergebnis einer Auswahl unzusammenhängender Zahlen ist, und einem Durchschnittswert unterschieden werden, der »normal« oder »modal« ist in dem Sinne, dass die Jahresergebnisse eine eindeutige Tendenz der Annäherung an den Durchschnittswert aufweisen. Der Kontrast zwischen diesen beiden Arten der Ertragskraft wird anhand der nachfolgenden Beispiele deutlicher:

Jahr	<i>S. H. Kress</i> (in \$)	<i>Hudson Motors</i> (in \$)
1932	2,80	-3,54
1931	4,19	-1,25
1930	4,49	0,20
1929	5,92	7,26
1928	5,76	8,43
1927	5,26	9,04
1926	4,65	3,37
1925	4,12	13,39
1924	3,06	5,09
1923	3,39	5,56
10-Jahres-Durchschnitt	4,36	4,75

Angepasster gewinn je Aktie 1923 bis 1932

Die von der *S. H. Kress Company* aufgezeigten durchschnittlichen Erträge von rund 4,50 Dollar je Aktie können wahrlich als ihre »ausgewiesene Ertragskraft« bezeichnet werden, da die Zahlen eines jeden einzelnen Jahres nur geringe Abweichungen von dieser Norm aufweisen. Auf der anderen Seite ist der Durchschnittswert von *Hudson Motors* von 4,75 Dollar je Aktie lediglich eine Verallgemeinerung von zehn stark voneinander abweichenden Zahlen. Und es gab keinen überzeugenden Grund dafür, anzunehmen, dass die Erträge aus dem Jahre 1933 und den darauffolgenden Jahren in einem erkennbaren Verhältnis zu diesem Durchschnitt stehen. Aus unserer Erörterung der Aufstellung der *J. I. Case Company* auf Seite 538 wurde eine ähnliche Schlussfolgerung gezogen.

Die Ergebnisse der folgenden sechs Jahre untermauern die Schlussfolgerungen, zu denen man im Jahre 1933 kam:

Jahr	<i>S. H. Kress*</i> (in \$)	<i>Hudson Motors</i> (in \$)	<i>J. I. Case</i> (in \$)
1933	4,23	-2,87	-14,66
1934	4,76	-2,10	-7,38
1935	4,63	0,38	5,70
1936	4,62	2,14	12,37
1937	4,62	0,42	19,20
1938	2,76	-2,94	8,89
1939	3,86	-0,86	-1,87

* Angabe auf Grundlage der alten Kapitalisierung vor dem 2-für-1-Aktiensplit im Jahre 1938.

Gewinn je Aktie

DIE QUANTITATIVE ANALYSE SOLLTE DURCH QUALITATIVE ÜBERLEGUNGEN ERGÄNZT WERDEN – Bei der Untersuchung von Ertragsverläufen gilt es, einen wichtigen Grundsatz der Wertpapieranalyse zu beachten:

Quantitative Daten sind nur dann nützlich, wenn sie von einer qualitativen Prüfung des Unternehmens unterstützt werden.

Um die Geschäfte eines Unternehmens als angemessen stabil anzusehen, genügt es nicht, dass die früheren Verläufe Stabilität aufweisen. Neben der reinen Prüfung der Zahlen muss sich auch eine grundsätzliche Dauerhaftigkeit der Ertragskraft aufzeigen lassen. Die Bedeutung dieses zusätzlichen Kriteriums wurde anhand des Falles der *Studebaker Corporation* dargestellt, der als gutes Beispiel für unsere Erörterung der qualitativen Analysefaktoren auf Seite 58 diente. Auf der anderen Seite können die Jahreserträge möglicherweise erheblich voneinander abweichen, es gibt jedoch trotzdem gute Gründe dafür, den Durchschnitt zumindest für zukünftige Ergebnisse als groben Index heranzuziehen. Im Jahre 1934 führten wir die *United States Steel Corporation* als typisches Beispiel an. Der Wortlaut unserer Erörterung war wie folgt:

Jahr	Ertrag je Stammaktie* (in \$)	Fertige Stahlproduktion (in Tonnen)	Gesamtproduktion des Landes (in %)	Netto pro Tonne vor Abschreibung (in \$)
1932	-11,08	3.591.000	34,4	-3,54

1931	-1,40	7.196.000	37,5	5,71
1930	9,12	11.609.000	39,3	13,10
1929	21,19	15.303.000	37,3	16,90
1928	12,50	13.972.000	37,1	13,83
1927	8,81	12.979.000	39,5	12,66
1926	12,85	14.334.000	40,4	13,89
1925	9,19	13.271.000	39,7	12,49
1924	8,41	11.723.000	41,7	13,05
1923	11,73	14.721.000	44,2	12,20
10-Jahres-Durchschnitt	8,13	11.870.000	39,1	11,03

* An Kapitalisierungsänderungen angepasst.

Im Vergleich zu den Erträgen der Jahre 1920 bis 1929 von *Studebaker* weisen die obigen Erträge eine viel größere Instabilität auf. Dennoch hat der Durchschnittswert von rund 8 Dollar je Aktie für den Zeitraum von zehn Jahren eine viel größere Bedeutung als Leitfaden für die Zukunft als die ausgewiesene Ertragskraft von *Studebaker* von rund 6,75 Dollar je Aktie. Diese größere Verlässlichkeit ergibt sich aus der etablierten Stellung der *United States Steel* in ihrer Branche und auch aus den relativ begrenzten Schwankungen sowohl bei der jährlichen Produktion als auch beim Gewinn pro Tonne über einen Groß-teil dieses Zeitraums hinweg. Diese beiden Elemente können wie folgt als Grundlage für die Berechnung annähernd »normaler Erträge« der *U.S. Steel* verwendet werden:

Normale oder übliche Produktion von Fertigwaren	13.000.000 Tonnen
Bruttoeinnahmen pro Tonne Fertigprodukte	100,00 \$
Nettoerträge pro Tonne vor Abschreibung	12,50 \$
Nettoerträge für 13.000.000 Tonnen	160.000.000,00 \$
Abschreibung, Zins für Obligationen und Vorzugsdividenden	90.000.000,00 \$
Saldo für 8.700.000 Stammaktien	70.000.000,00 \$
Normale Erträge je Aktie	8,00 \$

Die durchschnittlichen Erträge aus den zehn Jahren von 1923 bis 1932 scheinen sich daher

einer theoretischen Zahl auf Grundlage einer recht eindeutig definierten »normalen« Produktion und Gewinnspanne anzunähern. (Die steigende Anzahl ausgegebener Aktien verhindert, dass diese normale Zahl den Zehnjahresdurchschnitt überschreitet.) Obwohl bei einer derartigen Berechnung eine beträchtliche Fehlerquote einkalkuliert werden muss, liefert sie zumindest eine Ausgangsbasis für eine vernünftige Einschätzung zukünftiger Wahrscheinlichkeiten.

Bei der Prüfung dieser Analyse nach sechs Jahren lassen sich gegebenenfalls widerstreitende Schlussfolgerungen hinsichtlich ihres Werts ziehen. Die Erträge der *United States Steel* sind im Jahre 1937 mit 7,88 Dollar je Aktie wieder gestiegen (8,31 Dollar vor dem Steuerzuschlag auf nicht ausgeschüttete Gewinne). Der Kurs stieg von dem Durchschnitt von 45,5 im Jahre 1933 auf einen Höchststand von 126 im März 1937. Unsere Schlussfolgerung, dass das Unternehmen eine bessere Ertragskraft verzeichnete, als die Ergebnisse und Aktienkurse von 1932 es wiedergaben, scheint dadurch weitgehend gerechtfertigt.

Tatsächlich sind jedoch die durchschnittlichen Erträge der Jahre 1934 bis 1939 recht enttäuschend (sie belaufen sich auf nicht mehr als 14 Cent je Aktie). Sofern diese Ergebnisse ebenso für die Stahlindustrie wie für die meisten anderen Branchen gelten, müssen wir einräumen, dass die Analyse auf Grundlage der Jahre 1923 bis 1932 keinen wirklichen Nutzen hatte, weil sich die grundlegenden Bedingungen für Stahl verschlechtert haben. (Dies liegt hauptsächlich an viel höheren Stückkosten und weniger Produktion im Durchschnitt, wobei die Verkaufspreise insgesamt sehr wohl beibehalten wurden.³¹¹)

DIE LAUFENDEN ERTRÄGE SOLLTEN NICHT ALS HAUPTGRUNDLAGE FÜR DIE BEWERTUNG DIENEN – Das *Marktniveau* der Stammaktien wird mehr von den laufenden Erträgen als von ihrem langfristigen Durchschnittswert bestimmt. Diese Tatsache trägt zu einem Gutteil zu den großen Schwankungen der Stammaktienkurse bei, die im Großen und Ganzen (jedoch auf keinen Fall ausnahmslos) ihren unterschiedlichen Erträgen in guten und schlechten Jahren entsprechen. Es erscheint recht unlogisch, dass sich der Wert eines Unternehmens an der Wertpapierbörse proportional zu den zeitlich begrenzten Änderungen der ausgewiesenen Gewinne des Unternehmens verändert.³¹² Ein privates Unternehmen kann in einem Boomjahr problemlos das Doppelte verdienen wie in schlechten Zeiten, doch der Inhaber würde niemals auf die Idee kommen, den Wert seiner Kapitalanlage entsprechend zu heben oder zu senken.

Hierbei handelt es sich um einen der wichtigsten Punkte, in dem die an der Wall Street übliche Praxis und die Grundsätze des normalen Geschäftslebens auseinanderklaffen. Da sich die spekulative Öffentlichkeit diesbezüglich eindeutig falsch verhält, scheinen ihre Fehler den eher logisch Denkenden gewinnbringende Gelegenheiten zu bieten, Stammaktien zu einem aufgrund der geschmälernten Gewinne vorübergehend niedrigen Kurs zu kaufen und sie zu

überhöhten Kursen zu verkaufen, die durch einen ungewöhnlichen Wohlstand verursacht wurden.

DIE KLASSISCHE FORMEL ZUR »BEZWINGUNG DER WERTPAPIERBÜRSE« – Hier haben wir die bewährte und klassische Formel zur »Bezwingung der Wertpapierbörse«. Offenbar erfordert es Charakterstärke, den allgemeinen Gewohnheiten entgegengesetzt zu denken und zu handeln, sowie Geduld, auf Gelegenheiten zu warten, die sich möglicherweise über mehrere Jahre erstrecken. Es gibt aber nach wie vor noch andere Überlegungen, die diese scheinbar einfache Regel für erfolgreiche Wertpapiergeschäfte enorm erschweren. In der aktuellen Praxis stellt sich die Auswahl eines geeigneten Kauf- und Verkaufsniveaus als schwierige Angelegenheit dar. Betrachtet man den langen Marktzyklus von 1921 bis 1933, hätte ein Anleger Ende 1925 sehr wohl verkaufen, sich in den Jahren 1926 bis 1930 nicht am Markt beteiligen und im Krisenjahr 1931 wieder kaufen können. Der erste dieser Schritte hätte sich später als Fehlentscheidung herausgestellt und der letzte hätte verheerendste Folgen gehabt. Bei Marktzyklen von kürzerer Dauer sind derart schwerwiegende Fehlkalkulationen nicht so wahrscheinlich; Bedenken bezüglich des richtigen Zeitpunkts zur Anwendung des einfachen Grundsatzes »günstig kaufen und teuer verkaufen« sind jedoch stets angebracht.

Es trifft auch zu, dass sich die grundlegenden Werte in verschiedenen Marktzyklen möglicherweise wesentlich voneinander unterscheiden, was natürlich eher für einzelne Emissionen als für den Markt als Ganzes gilt. Wird folglich eine Stammaktie zu einem Kurs verkauft, der im Verhältnis zu den durchschnittlichen früheren Erträgen großzügig erscheint, kann sie später dadurch möglicherweise ihre Position verbessern, sodass sogar in der nächsten Krise eine noch höhere Börsennotierung gerechtfertigt ist. Gegenteiliges kann beim Kauf von Wertpapieren zu subnormalen Preisen geschehen. Haben sich derartige dauerhafte Änderungen nicht regelmäßig entwickelt, ist zweifelhaft, ob der Markt so energisch auf aktuelle Abweichungen im Geschäftsbild reagieren würde. Der Fehler des Marktes liegt in seiner Annahme, dass derartige Änderungen *in jedem Fall* mit Wahrscheinlichkeit weitergehen oder zumindest bestehen bleiben, wohingegen die Erfahrung zeigt, dass derartige Entwicklungen eine Ausnahme darstellen und dass die *Wahrscheinlichkeiten* einen Ausschlag des Pendels in die entgegengesetzte Richtung begünstigen.

Der Analyst kann der Wertpapierbörse in ihrer unterschiedslosen Tendenz der Bewertung von Emissionen auf Grundlage der laufenden Erträge nicht folgen. Er kann den jüngsten Zahlen gelegentlich mehr Gewicht beimessen als dem Durchschnittswert, jedoch nur, wenn überzeugende Beweise dafür vorliegen, dass bei diesen laufenden Ergebnissen eine Kontinuität besteht.

DURCHSCHNITTSWERT VERSUS ERTRAGSTREND – Zusätzlich zur gegenwärtig erzielten Leistung

eines Unternehmens misst die Börse dem angegebenen *Ertragstrend* eine große Bedeutung bei. In Kapitel 27 haben wir auf die doppelte Gefahr hingewiesen, die in dieser Verherrlichung des Trends liegt – erstens, dass sich der vermeintliche Trend möglicherweise als trügerisch erweist, und zweitens, dass die auf dem Trend basierenden Bewertungen keinen arithmetischen Regeln folgen und somit zu leicht übertrieben werden können. Es besteht tatsächlich ein grundsätzlicher Konflikt zwischen den Konzepten des *Durchschnittswertes* und des *Trends* bei der Anwendung auf einen Ertragsverlauf. Dies lässt sich anhand des folgenden vereinfachten Beispiels darstellen:

Unternehmen	Verdient je Aktie in aufeinanderfolgenden Jahren (in \$)							Durchschnitt von 7 Jahren (in \$)	Trend
	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7. (laufend)		
A	1	2	3	4	5	6	7	4	Hervorragend
B	7	7	7	7	7	7	7	7	Neutral
C	13	12	11	10	9	8	7	10	Schlecht

Auf Grundlage dieser Zahlen gilt: Je besser der Trend im Vergleich zu denselben laufenden Erträgen (in diesem Fall 7 Dollar je Aktie) ist, desto schlechter ist der Durchschnittswert. Und je höher der Durchschnittswert ist, desto schlechter ist der Trend. Die Zahlen werfen eine wichtige Frage in Bezug auf die theoretische und praktische Interpretation der Ertragsverläufe auf: Ist der Trend nicht mindestens genauso wichtig für die Zukunft wie der Durchschnittswert? Gäbe es, genauer gesagt, nicht mehr Gründe dafür, bei der Bewertung der möglichen Leistung der Unternehmen A und C innerhalb der nächsten fünf Jahre an eine Abfolge von 8 Dollar, 9 Dollar, 10 Dollar, 11 Dollar und 12 Dollar bei Unternehmen A und eine Abfolge von 7 Dollar, 6 Dollar, 5 Dollar, 4 Dollar und 3 Dollar bei Unternehmen C zu denken anstatt an den früheren Durchschnittswert von 4 Dollar bei Unternehmen A und 10 Dollar bei Unternehmen C?

Die Lösung dieses Problems ergibt sich eher aus dem gesunden Menschenverstand als aus einer formalen oder einer *A-priori*-Logik. Sicherlich gilt es, den positiven Trend der Ergebnisse des Unternehmens A zu berücksichtigen, jedoch nicht anhand einer bloßen automatischen Projektion der Wachstumskurve auf eine ferne Zukunft. Ganz im Gegenteil darf nicht vergessen werden, dass die automatischen oder normalen Wirtschaftskräfte *gegen* die unbestimmte Kontinuität eines beliebigen Trends kämpfen.³¹³ Wettbewerb, Regulierung, das Gesetz der rückläufigen Einnahmen usw. sind starke Gegner der unbeschränkten Expansion und in geringerem Ausmaß dienen gegensätzliche Elemente möglicherweise zur Kontrolle eines kontinuierlichen Rückgangs. Anstatt also den Fortlauf des positiven Trends als

selbstverständlich vorauszusetzen – wie es die Wertpapierbörse für gewöhnlich tut –, muss sich der Analyst dieser Angelegenheit vorsichtig nähern und versuchen, die Ursachen für die bessere Leistung zu bestimmen und die speziellen Elemente der Stärke bezüglich der Position des Unternehmens gegen die allgemeinen Hindernisse auf dem Weg zu fortlaufendem Wachstum abwägen.

VERHALTEN DES ANALYSTEN, WENN DER TREND NACH OBEN GEHT – Sofern diese qualitative Untersuchung zu einem positiven Urteil führt – wie es häufig der Fall sein dürfte –, muss die Philosophie des Analysten ihn nach wie vor dazu antreiben, seine Anlagebewertung auf eine geschätzte Ertragskraft zu stützen, welche die vom Unternehmen innerhalb eines normalen Geschäftszyklus erzielte Ertragskraft nicht überschreitet. Dies wird angeregt, weil unserer Meinung nach die Anlagewerte nur mit nachweisbaren Leistungen in Verbindung gebracht werden können. So dienen weder ein erwartetes Wachstum noch frühere Ergebnisse unter ungewöhnlichen Voraussetzungen für die Geschäftstätigkeit als Grundlage. Wie es im nächsten Kapitel aufzuzeigen gilt, kann die richtige Kapitalisierung dieser geschätzten Ertragskraft, wenn die Aussichten hervorragend sind, liberaler erfolgen als in einem gewöhnlichen Fall. Wir empfehlen jedoch auch, den Höchstfaktor an einer konservativen Zahl zu orientieren (zum Beispiel 20 unter den Voraussetzungen von 1940), wenn die erzielte Bewertung innerhalb strenger *Anlage*-Grenzen bleiben soll. Auf dieser Grundlage und davon ausgehend, dass die allgemeinen Geschäftsumstände in dem laufenden Jahr nicht ungewöhnlich gut sind, könnte man die Ertragskraft des Unternehmens A von 7 Dollar je Aktie nehmen und seinen Anlagewert sogar auf 140 festsetzen.³¹⁴ Aufgrund der voneinander abweichenden Methoden der Wertpapierbörse und des Analysten – so wie wir seinen Standpunkt definieren – würde dem konservativen Betrachter im Allgemeinen das für die sogenannten »guten Aktien« herrschende Kursniveau unter normalen Marktbedingungen wahrscheinlich übermäßig großzügig erscheinen. Das heißt nicht, dass der Analyst davon überzeugt ist, dass die Marktbewertung falsch ist, sondern eher, dass er nicht davon überzeugt ist, dass sie richtig ist. Er würde einen Großteil des Aktienpreises als »spekulative Komponente« bezeichnen – in dem Sinne, dass er nicht für *nachweisliche*, sondern für erwartete Ergebnisse gezahlt wird. (Dieses Thema wird in Kapitel 39 ausführlicher behandelt.)

VERHALTEN DES ANALYSTEN, WENN DER TREND NACH UNTEN GEHT – Geht der Trend definitiv nach unten, wie dies bei Unternehmen C der Fall ist, wird der Analyst diesem negativen Faktor großes Gewicht beimessen. Er wird nicht davon ausgehen, dass der Abwärtstrend in Kürze nach oben gehen muss, noch kann er den früheren Durchschnitt – der viel höher als die aktuelle Zahl ist – als normalen Index für zukünftige Erträge akzeptieren. Er wird jedoch gleichermaßen vorsichtig mit vorschnellen Schlussfolgerungen dahingehend sein, dass die

Aussichten des Unternehmens hoffnungslos sind, dass seine Erträge mit Sicherheit gänzlich verschwinden und dass die Aktie somit keinerlei Vorteile oder Wert hat. Auch hier ist wieder eine qualitative Untersuchung der Unternehmenssituation und der Aussichten des Unternehmens von Bedeutung, um sich eine Meinung darüber zu bilden, ob die Emission nicht möglicherweise trotz ihres rückläufigen Ertragstrends zu einem gewissen Preis, natürlich einem relativ niedrigen, günstig ist. Wir setzen den Standpunkt des Analysten erneut mit dem eines vernünftigen Geschäftsmannes gleich, der die Vor- und Nachteile eines Privatunternehmens betrachtet. Zur Veranschaulichung dieser Denkweise fügen wir den Verlauf der Nettoerträge für die Jahre 1925 bis 1933 der Unternehmen *Continental Baking Corporation* und *American Laundry Machinery* an.

Jahr	<i>Continental Baking</i> (in \$)	<i>American Laundry Machinery</i> (in \$)
1933	2.788.000 \$	-1.187.000
1932	2.759.000	-986.000
1931	4.243.000	772.000
1930	6.114.000	1.849.000
1929	6.671.000	3.542.000
1928	5.273.000	4.128.000
1927	5.570.000	4.221.000
1926	6.547.000	4.807.000
1925	8.794.000	5.101.000

Die Gewinne der *American Laundry Machinery* enthüllen einen ununterbrochenen Rückgang und der von *Continental Baking* angegebene Trend ist fast genauso schlecht. Die Gewinne dieser Konzerne waren im Jahre 1929 – als die meisten Unternehmen auf dem Höhepunkt ihres Wohlstands waren – bedeutend geringer als vier Jahre zuvor.

Die Wall Street würde aus dieser Aufstellung tendenziell ableiten, dass sich beide Unternehmen definitiv im Abwärtstrend befinden. Doch ein solch extremer Pessimismus wäre alles andere als logisch. Eine Untersuchung dieser beiden Unternehmen aus qualitativer Sicht würde aufzeigen, dass die jeweiligen Branchen erstens dauerhaft und angemessen stabil sind, und zweitens, dass sie eine Führungsposition in ihren Branchen einnehmen und finanziell gut abgesichert sind. Sicherlich würde der Rückschluss folgen, dass die negative Tendenz der Jahre 1925 bis 1932 möglicherweise auf zufällige oder nicht andauernde Umstände zurückzuführen ist und dass bei der Messung der künftigen Ertragskraft der beträchtliche

Durchschnitt mehr zur Aufklärung beiträgt als der scheinbar verheerende Trend.³¹⁵

DEFIZITE ALS QUALITATIVER, NICHT ALS QUANTITATIVER FAKTOR – Wenn ein Unternehmen in einem bestimmten Jahr ein Defizit verzeichnet, ist es üblich, den Betrag in Dollar je Aktie oder im Verhältnis zum Zinsbedarf zu berechnen. In den Statistischen Handbüchern wird zum Beispiel angegeben, dass die *United States Steel Corporation* im Jahre 1932 ihr »12,4-faches Defizit« des Zinses für Obligationen verdient hat und dass sie ein Defizit von 11,08 Dollar je Aktie ihres Stammkapitals aufwies. Es gilt zu beachten, dass derartige Zahlen für sich genommen keine quantitative Bedeutung haben und dass ihr Wert bei der Bildung eines Durchschnitts häufig sehr umstritten ist.

Nehmen wir an, dass Unternehmen A im letzten Jahr 5 Dollar je Stammaktie und Unternehmen B 8 Dollar je Stammaktie verloren hat. Beide Emissionen sind bei 25 platziert. Deutet dies in irgendeiner Weise darauf hin, dass die Aktien von Unternehmen A gegenüber denen von Unternehmen B vorzuziehen wären? Offensichtlich nicht. Wenn man jedoch davon ausginge, so hätte jede einzelne Aktie mehr Wert, je mehr Aktien ausgegeben wurden. Würde Unternehmen B also zwei Aktien für eine ausgeben, würde sich der Verlust auf 3,50 Dollar je Aktie verringern und jede neue Aktie wäre somit mehr wert als eine alte. Dieselbe Denkweise gilt für Zinsen für Obligationen. Angenommen, Unternehmen A und Unternehmen B hätten 1932 jeweils 1.000.000 Dollar Verlust gemacht. Unternehmen A verfügt über 4.000.000 Dollar in 5-Prozent-Obligationen und Unternehmen B über 10.000.000 Dollar in 5-Prozent-Obligationen. Unternehmen A würde dann als Zinsgewinn das »fünffache Defizit« und Unternehmen B das »zweifache Defizit« verzeichnen. Diese Zahlen deuten keineswegs darauf hin, dass die Obligationen von Unternehmen A weniger sicher sind als die von Unternehmen B. Wäre dies der Fall, so hieße dies: Je kleiner die Anleihenemission, desto schlechter ihre Position – eine offenkundige Absurdität.

Nimmt man den Durchschnitt eines Zeitraums mit mehreren Defiziten, stellt sich gewissermaßen die Frage, ob das Ergebnis tatsächlich kennzeichnend für die Ertragskraft ist. Denn die große Abweichung der einzelnen Zahlen muss den repräsentativen Charakter des Durchschnittswerts beeinträchtigen. Dieser Punkt ist im Hinblick auf die vorherrschenden Defizite während der Depression der 1930er-Jahre von großer Bedeutung. Bei den meisten Unternehmen kann nun der Durchschnitt der Jahre ab 1933 eher als repräsentativ für die ausgewiesene Ertragskraft angesehen werden als zum Beispiel der Zehnjahresdurchschnitt von 1930 bis 1939.³¹⁶

EINGEBUNG GEHÖRT NICHT ZUM HANDWERKSZEUG DES ANALYSTEN – In Ermangelung gegenteiliger Anhaltspunkte akzeptieren wir den früheren Verlauf als Grundlage für die Bewertung der Zukunft. Der Analyst muss jedoch Ausschau nach derartigen gegenteiligen

Anhaltspunkten halten. Hier müssen wir zwischen Vision oder Eingebung auf der einen Seite und der normalen fundierten Denkweise auf der anderen Seite unterscheiden. Die Fähigkeit, das zu sehen, was kommt, ist von unschätzbarem Wert, es kann jedoch nicht erwartet werden, dass dies zum Handwerkszeug des Analysten gehört. (Sonst könnte er auf die Analyse verzichten.) Es kann lediglich das Maß an moderater Voraussicht von ihm erwartet werden, das aus Logik und vernünftig durchdachter Erfahrung stammt. Es konnte dem Wertpapierstatistiker zum Beispiel nicht abverlangt werden, dass er die enorme Zunahme des Zigarettenkonsums ab 1915 voraussagte oder den Rückgang in der Zigarrenindustrie oder die erstaunliche Stabilität der Schnupftabakindustrie, noch hätte er vorhersagen können – um ein weiteres Beispiel zu nennen –, dass die beiden großen Dosenhersteller in den Genuss kämen, aus der steigenden Nachfrage nach ihren Produkten den vollen Nutzen zu ziehen, ohne Einmischung der entmutigenden Konkurrenz, welche die Gewinne derjenigen Branchen ruiniert hat, die sogar noch schneller gewachsen sind, wie zum Beispiel Radio.

DIE ANALYSE DER ZUKUNFT SOLLTE EHER GRÜNDLICH STATT PROPHETISCH sein – Die analytische Denkweise hinsichtlich der Zukunft ist gewissermaßen von anderer Natur, da sie eher gründlich statt prophetisch ist.³¹⁷

Beispiel: Nehmen wir die von der *Intertype Corporation* im März bis Juli 1939 dargestellte Situation, als die Aktien zu je 8 Dollar verkauft wurden. Diese alteingesessene Firma gehörte zu den führenden Unternehmen in einer relativ kleinen Branche (Zeilensetzmaschinen usw. für das Druckhandwerk). In jüngster Zeit verzeichnete das Unternehmen weder positive Erträge noch schien es besondere Gründe dafür zu geben, den kurzfristigen Aussichten mit Optimismus zu begegnen. Der Analyst war jedoch von der Bilanz beeindruckt, die ein dem Aktienkapital zur Verfügung stehendes Nettoumlaufvermögen aufwies, das sich auf fast 20 Dollar je Aktie belief. Die Zehnjahreserträge, die Dividende und die Preisentwicklung sind in der folgenden Tabelle aufgeführt.

Sicherlich ist dieser durch Unregelmäßigkeit und das Fehlen eines positiven Trends gekennzeichnete Verlauf nicht gerade verlockend. Doch obwohl diese Fakten die Emission aus Sicht des Spekulanten zweifelsohne verurteilen würden, ist es denkbar, dass der Analyst anders argumentiert.

Jahr	Verdient je Aktie (in \$)	Gezahlte Dividende	Preisspanne
1938	0,57	0,45	12,75–8
1937	1,41	0,80	26,5–9
1936	1,42	0,75	22,75–15

1935	0,75	0,40	16–6,125
1934	0,21	----	10–5,625
1933	-0,77	----	11,25–1,875
1932	-1,82	---	7–2,5
1931	0,56	1,00	18,5–4,625
1930	1,46	2,00	32–12
1929	3,05	1,75	38,875–17
Durchschnitt 1934–1938	0,87	----	----
Durchschnitt 1929–1938	0,68	----	---

Die Kernfrage, die der Analyst sich stellen würde, wäre, ob damit zu rechnen ist, dass das Unternehmen im Geschäft bleibt und in guten und schlechten Zeiten in etwa so beteiligt ist wie zuvor. In diesem Punkt wäre die Frage in Anbetracht der bedeutenden Position des Unternehmens in seiner Branche und der guten finanziellen Verhältnisse eindeutig zu bejahen. Wäre dies gewährleistet, würde der Analyst darauf aufmerksam machen, dass die Aktien mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit eines Verlusts zu 8 Dollar gekauft werden könnten und dass sich der Wert der Aktien mit großer Wahrscheinlichkeit im Zuge der nächsten günstigen Voraussetzungen verdoppeln würde. Beachten Sie, dass die Aktien in der Vergangenheit in drei von fünf Jahren und in sechs von zehn Jahren zum Zwei- bis Vierfachen des Preises vom Juli 1939 verkauft wurden.

Diese Art der Argumentation legt den Schwerpunkt nicht auf eine exakte Vorhersage des künftigen Trends, sondern vielmehr darauf, zu der allgemeinen Schlussfolgerung zu kommen, dass das Unternehmen seine Geschäfte weiterhin annähernd so betreiben wird wie früher.

Die Wall Street zweifelt tendenziell daran, dass sich eine solche Vermutung auf Unternehmen mit einem unregelmäßigen Trend anwenden lässt, und neigt zu der Überlegung, dass es gleichermaßen schwierig und riskant ist, zu einer derartigen Schlussfolgerung zu kommen, wie festzustellen, dass ein »wachsendes Unternehmen« weiter wachsen wird. Unserer Ansicht nach hat die Art der Argumentation von *Intertype* zwei klare Vorteile gegenüber der herkömmlichen Einstellung, die zum Beispiel ein Unternehmen wie *Coca-Cola* mit dem 22-Fachen seiner Erträge und dem 35-Fachen seines Vermögenswerts aufgrund seiner nahezu ununterbrochenen Gewinnsteigerung innerhalb von mehr als 15 Jahren vorziehen würde.

Der erste Vorteil besteht darin, dass ein privates Unternehmen letztendlich anhand derselben Vermutungen geführt wird, wie wir sie bei *Intertype* angestellt haben, und

dementsprechend Investitionen getätigt werden. Der zweite Vorteil ist, dass eine derartige Argumentation *konservativ* sein kann, da sie einen großzügigen Sicherheitsspielraum für den Fall eines Fehlers oder Misserfolgs zulässt. Es besteht ein viel geringeres Risiko, »Vertrauen in die Zukunft« mit reinem spekulativem Enthusiasmus zu verwechseln.

HOHE GEWINNE SIND HÄUFIG TRANSITORISCH – Es kommt viel häufiger vor, dass anstelle der eben erörterten die entgegengesetzte Situation eintritt. Dies gibt dem Analysten Anlass, die unbestimmte Dauer des früheren Wohlstands infrage zu stellen.

Beispiele: Nehmen Sie ein Unternehmen wie die *J. W. Watson (»Stabilator«) Company*, die hauptsächlich in der Herstellung eines einzelnen Automobilzubehörteils tätig ist.

Jahr	Netto für Stammaktien (in \$)	Je Aktie (in \$)	Preisspanne für Stammaktien (in \$)	Dividende
1932	-214.026	-1,07	0,375–0,125	----
1931	-240.149	-1,20	2–0,125	----
1930	-264.269	-1,32	6–1	----
1929	-323.137	-1,61	14,875–1,625	----
1928	-348.930	-1,74	20–5,75	50 Cent
1927	503.725	2,16	25,75–18,875	50 Cent
1926	577.450*	2,88*	(keine Angaben vor 1927)	
1925	502.593*	2,51*		
1924	29.285*	0,15*		
1923	173.907*	0,86*		
1922	142.701*	0,71*		

* Die Erträge gelten für vorhergehende Unternehmen, angewandt auf die Kapitalisierung von 1932.

Der Erfolg eines solchen »Zubehörteils« ist normalerweise von kurzer Dauer; Wettbewerb und technische Änderungen stellen eine konstante Bedrohung für die Stabilität der Ertragskraft dar. Folglich hätte der Studierende der Wertpapieranalyse in einem derartigen Fall darauf hinweisen können, dass der Marktpreis, der das übliche Verhältnis von laufenden und durchschnittlichen Erträgen beinhaltet, ein recht unbegründetes Vertrauen in die Dauerhaftigkeit der Gewinne widerspiegelt, die von Natur aus wahrscheinlich transitorisch sind. Einige der einschlägigen Zahlen in Verbindung mit diesem Unternehmen und bezüglich

dieses Urteils sind in unten stehender Tabelle aufgeführt.³¹⁸

Eine ähnliche Überlegung ließe sich für die Aufstellung der *Coty, Inc.*, im Jahre 1928 anstellen. Es handelte sich um ein Unternehmen mit einer hervorragenden Ertragskraft; die Erträge waren jedoch auf die Beliebtheit der Markenkosmetiklinie zurückzuführen. Dies war ein Bereich, in dem der sich ändernde Geschmack der Frauen die Gewinne ebenso schnell reduzieren wie steigern konnte. Der Rückschluss, dass die schnell steigenden Gewinne der vorherigen Jahre viel größere Gewinne für die Zukunft bedeuten würden, war somit in diesem Fall besonders trügerisch, weil *aufgrund der Natur des Geschäfts* wahrscheinlich in nicht allzu ferner Zukunft ein Höchstmaß an Beliebtheit erzielt werden konnte, worauf höchstwahrscheinlich, wenn nicht gar zwangsläufig, ein erheblicher Rückgang folgen würde. Hier ein Auszug aus den in der Aufstellung von *Coty* aufgeführten Daten:

Jahr	Nettoeinnahmen (in \$)	Gewinn je Aktie (korrigiert, in \$)
1923	1.070.000	0,86
1924	2.046.000	1,66
1925	2.505.000	2,02
1926	2.943.000	2,38
1927	3.341.000	2,70
1928	4.047.000	3,09
1929	4.058.000	2,73

Zum hohen Preis von 82 wurde die *Coty, Inc.*, im Jahre 1929 auf dem Markt für rund 120.000.000 Dollar beziehungsweise zum 30-Fachen ihrer maximalen Erträge verkauft. Die tatsächliche Geschäftseinlage (Kapital und Überschuss) betrug rund 14.000.000 Dollar. Die darauffolgenden Erträge sind in der folgenden Tabelle aufgeführt.

Jahr	Nettoeinkommen (in \$)	Verdient je Aktie (in \$)
1930	1.318.000	0,86
1931	991.000	0,65
1932	521.000	0,34 (niedrige Preise 1932 – 1,5)

Coty, Inc.

Eine dritte Variante dieser Art von Argumentation ließe sich auf das In-Umlauf-Setzen der Brauereiaktien im Jahre 1933 anwenden. Diese Emissionen wiesen beträchtliche laufende oder in Aussicht stehende Erträge auf Grundlage der Kapazitätsauslastung und des ausgewiesenen Gewinns pro Barrel auf. Ohne über hellseherische Fähigkeiten zu verfügen, könnte der Analyst getrost vorhersagen, dass der in diese neue Branche geleitete Kapitalfluss letztlich zu Überkapazitäten und scharfem Wettbewerb führen würde.

Folglich war eine fortlaufend große Rentabilität der tatsächlichen Bareinlagen kaum möglich; zudem war es wahrscheinlich, dass viele der Einzelunternehmen finanzielle Ausfälle verzeichnen würden und die meisten anderen Unternehmen nicht in der Lage sein würden, genug zu verdienen, um die durch ihren anfänglichen Erfolg erzeugten optimistischen Kursnotierungen zu rechtfertigen.³¹⁹

KAPITEL 38

BESONDERE GRÜNDE FÜR DIE KRITISCHE BETRACHTUNG ODER ABLEHNUNG DES FÜHRENDEN VERLAUFES

Bei der Analyse eines einzelnen Unternehmens müssen alle maßgeblichen Elemente der Betriebsergebnisse auf Anzeichen möglicher negativer Veränderungen in der Zukunft geprüft werden. Dieses Verfahren lässt sich anhand von verschiedenen Beispielen aus der Bergbauindustrie veranschaulichen. *Die vier maßgeblichen Elemente hierbei sind:* (1) Lebensdauer des Bergwerks, (2) Jahresproduktion, (3) Produktionskosten und (4) Verkaufspreis. Die Bedeutung des ersten Faktors wurde bereits in Verbindung mit der Belastung der Erträge für Substanzverzehr erörtert. Sowohl die Produktion als auch die Kosten können nachteilig beeinflusst werden, wenn sich das zukünftig abzubauenen Erz von dem zuvor abgebauten Erz hinsichtlich des Standorts, der Beschaffenheit oder der Qualität unterscheidet.³²⁰

AUSSTOSSZIFFER UND BETRIEBSKOSTEN – *Beispiele: Calumet and Hecla Consolidated Copper Company.* Die Berichte dieses Kupferproduzenten aus dem Jahr 1936 und früheren Jahren verdeutlichen verschiedene Fragestellungen im Hinblick auf Erzreserven. Die Erfolgsrechnung für 1936 lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Produziertes Kupfer	78.500.000 Pfund
Verkauftes Kupfer	95.200.000 Pfund zu 9,80 Cent
Gewinn vor Abschreibung und Substanzverzehr	3.855.000 \$
Abschreibung	1.276.000 \$
Substanzverzehr	1.726.000 \$
Gewinn je Aktie nach Abschreibung und vor Substanzverzehr bei 2.006.000 Aktien	1,29 \$

Die Aktie verkaufte sich Anfang 1937 zu 20 Dollar, was einer Schätzung des Unternehmens auf 40.000.000 Dollar beziehungsweise 30.000.000 Dollar für die Bergwerke zuzüglich 10.000.000 Dollar für das Nettoumlaufvermögen entspricht.

Eine detaillierte Analyse der Zusammensetzung der Erträge von 1936 hätte gezeigt, dass sich diese aus vier unterschiedlichen Quellen ableiten lassen, in etwa wie folgt:

Kupferquelle	Pfundzahl, Millionen	Gewinn vor Abschreibung und Erschöpfung	
		Cent pro Pfund (ca.)	Gesamt (ca.)
Kupfer zuvor produziert	17,3	4,5	775.000 \$
<i>Conglomerate Mine</i>	36,3	3,6	1.305.000
<i>Ahmeek Mine</i>	23,0	3,3	760.000
Rückgewinnungsfabriken	<u>19,2</u>	<u>5,3</u>	<u>1.015.000</u>
	95,8	4,0	3.855.000 \$

Von diesen vier Gewinnquellen waren alle außer der kleinsten eindeutig von eingeschränkter Lebensdauer. Der Verkauf des in vorherigen Jahren produzierten Kupfers war offensichtlich einmalig. Das wichtigste Produktionsstandbein der letzten 70 Jahre – die *Konglomerat-Mine* – würde »innerhalb der nächsten zwölf bis 14 Monate« erschöpft sein. Das Kupfer aus den Rückgewinnungsanlagen, das aus der Aufbereitung alter Tailings gewonnen wurde und das billigste Metall bereitstellte, war auf eine Lebensdauer von fünf bis sieben Jahren beschränkt. Als einzige dauerhafte Quelle für die zukünftige Produktion blieb die *Ahmeek-Mine*, die am meisten Kosten verursachte und daher von April 1932 bis 1935 geschlossen worden war. (Es gab auch einige andere Bergwerke, die hohe Kosten verursachten und 1936 nach wie vor geschlossen waren.)

Eine Analyse würde daher ergeben, dass zukünftig möglicherweise nicht mehr als ca. 7 bis 8 Millionen Gesamtgewinn von der *Konglomerat-Mine* und den Rückgewinnungswerken zu erwarten war. Folglich wäre, abgesehen von neuen Entwicklungen spekulativer Natur, der größere Teil der Schätzung des Unternehmens auf 40 Millionen durch die Erträge der Bergwerke aufzufangen, die höhere Kosten verursachten und *die nur geringfügig zu den Ergebnissen von 1936 beigetragen hatten*.³²¹

FREEPORT SULPHUR COMPANY – Die Aufstellung der damaligen *Freeport Texas Company* von 1933 stellt den Analysten vor ein gleichartiges Problem und wirft auch die Frage auf, ob die Verwendung der vergangenen Ertragsverläufe zur Unterstützung des Verkaufs von neuen Wertpapieren unter derartigen Umständen angemessen war. Im Januar 1933 wurde eine

Emission von 2.500.000 Dollar in 6 Prozent kumulativ konvertierbaren Vorzugsaktien zu 100 Dollar je Aktie platziert, um Geldmittel für die Ausstattung einer neuen Schwefelanlage zu beschaffen, die von einigen anderen Unternehmen gepachtet wurde.

In dem Emissionsschreiben hieß es unter anderem,

- dass die Schwefelreserven eine zu erwartende Lebensdauer von mindestens 25 Jahren, basierend auf den durchschnittlichen Umsätzen pro Jahr von 1928 bis 1932, hatten;
- dass sich die durchschnittlichen Erträge innerhalb des Zeitraums von 1928 bis 1932 auf 2.952.500 Dollar oder das 19,6-Fache des Vorzugsdividendenbedarfs beliefen.

Vorausgesetzt, es käme zu keinerlei Änderungen des Schwefelpreises, wäre die logische Schlussfolgerung aus diesen Angaben, dass innerhalb der nächsten 25 Jahre ohne Zweifel in etwa die in der Vergangenheit eingenommenen Beträge von dem Unternehmen zu erwarten wären.

Die Fakten sprechen in diesem Fall jedoch gegen eine derartige Schlussfolgerung. Die früheren Erträge des Unternehmens stammten aus dem Betrieb zweier Werke, nämlich in Bryanmound und in Hoskins Mound. Das Areal in Bryanmound war Eigentum des Unternehmens und sein Beitrag zum Hauptteil des Gewinns war schlecht. 1933 war seine Lebensdauer »eindeutig beschränkt« (Wortlaut aus dem Antrag auf Börsenzulassung); *tatsächlich würden die Reserven wahrscheinlich innerhalb der nächsten drei Jahre aufgebraucht sein.* Das Areal Hoskins Mound wurde von der *Texas Company* gepachtet. Nach Zahlung feststehender Nutzungsgebühren von 1,06 Dollar pro Tonne waren nicht weniger als 70 Prozent der verbleibenden Gewinne als Pacht an die *Texas Company* zu zahlen.³²² Die Hälfte der Verkäufe von *Freeport* musste durch den in Hoskins produzierten Schwefel erfolgen. Für die neue Produktionsstätte in Grande Ecaille, L. A., die nun zu errichten wäre, würden Nutzungsgebühren in Höhe von ca. 40 Prozent der Nettoerträge anfallen.

Bei Betrachtung dieser Fakten lässt sich erkennen, dass die Erträge der *Freeport Texas* von 1928 bis 1932 keinen direkten Einfluss auf die zu erwartenden Gewinne aus zukünftigen Vorhaben hatten. Bei den Schwefelreserven, die laut Angaben 25 Jahre halten sollten, handelte es sich um Mineralien, die an einem gänzlich anderen Ort gelegen waren und zu komplett anderen Bedingungen abgebaut werden sollten als in der Vergangenheit. Auf den Schwefel, der im Rahmen des neuen Projekts produziert wurde, wäre eine hohe Gewinnbeteiligungsgebühr zu zahlen, wohingegen das alte Bryanmound-Areal gänzlich Eigentum der *Freeport* war und die Gewinne somit zu 100 Prozent dem Unternehmen zuflossen.

Zusätzlich zu diesem bekannten Element der höheren Kosten muss auch der Tatsache, dass

der Großteil der zukünftigen Gewinne der *Freeport* nun von einem *neuen Projekt* zu erwarten war, große Bedeutung beigemessen werden. Die Produktionsstätte in Grande Ecaille war bisher weder in Betrieb noch ausgestattet und somit war sie den zahlreichen Risiken ausgesetzt, mit denen Unternehmen in der Entwicklungsphase konfrontiert werden. Die Produktionskosten der neuen Schwefelmine könnten entweder weitaus höher oder niedriger sein als in Bryanmound. Aus Sicht der Wertpapieranalyse ist maßgeblich, dass es sich praktisch um zwei gesondert zu betrachtende Unternehmen handelt, sofern zwei unterschiedliche Produktionsstätten beteiligt sind. Der Bericht von *Freeport Texas* von 1928 bis 1932 hatte folglich kaum mehr Bedeutung für die künftige Entwicklung als die Zahlen eines ganz anderen Schwefelunternehmens, wie zum Beispiel der *Texas Gulf Sulphur*.

Kehren wir noch einmal zu dem Standpunkt des Geschäftsmannes hinsichtlich des Werts eines Wertpapiers zurück, so ergibt sich aus der Aufstellung von *Texas Freeport* folgende interessante Denkmethode. Im Juni 1933 wurde das Unternehmen am Markt zu einem Preis von rund 32.000.000 Dollar (25.000 Vorzugsaktien zu 125 und 730.000 Stammaktien zu 40) verkauft. Der Großteil der künftigen Gewinne war von einer Investition von 3.000.000 Dollar zu erwarten, mit der ein neues Grundstück von drei großen Ölkonzernen gepachtet werden sollte. Vermutlich hatten diese drei Ölkonzerne bei den Pachtbedingungen den für sie bestmöglichen Abschluss getätigt. Der Markt platzierte tatsächlich eine Bewertung von rund 20.000.000 Dollar oder mehr für ein neues Unternehmen, in das nur 3.000.000 Dollar zu investieren waren. Natürlich war es möglich, dass sich dieses Unternehmen als viel wertvoller herausstellen würde als das Sechsfache des Geldes, das investiert worden war. Doch aus Sicht der normalen Geschäftspraxis würde die Zahlung einer derart großen Prämie für imaginäre zukünftige Gewinne extrem unklug erscheinen.³²³

Offensichtlich hat die Börse – wie das Herz in dem französischen Sprichwort – ihre ganz eigenen Gründe. Aus Sicht der Verfasser verlieren Käufer von Stammaktien zwangsläufig letzten Endes Geld, wenn diese Gründe stark von der Vernunft und der Geschäftserfahrung abweichen, selbst wenn gegebenenfalls vorübergehend große spekulative Gewinne anfallen und selbst wenn sich gewisse günstige Käufe unter Umständen als dauerhaft gewinnbringend herausstellen.

DER ZUKÜNFTIGE PREIS DES PRODUKTS – Die drei vorhergehenden Beispiele bezogen sich auf die zukünftige Beständigkeit der Produktionsrate und der Betriebskosten, auf deren Grundlage der frühere Ertragsverlauf vorhergesagt wurde. Wir müssen auch die Anhaltspunkte berücksichtigen, die gegebenenfalls im Hinblick auf den *künftigen Verkaufspreis* des Produkts zur Verfügung stehen. Hierbei müssen wir uns für gewöhnlich in den Bereich der Vermutung oder Prophezeiung begeben. Der Analyst kann wenig wahrheitsgemäße Angaben über zukünftige Preise machen, außer dass sie außerhalb des Bereichs einer fundierten

Vorhersage liegen. Bleibt man bei dem Beispiel aus dem Bergbau, sind die enormen Gewinne der Bergwerkproduzenten während des Ersten Weltkriegs aufgrund des hohen Zinkpreises zu nennen. Das Unternehmen *Butte and Superior Mining Company* verdiente nicht weniger als 64 Dollar je Aktie vor Abschreibung und Substanzverzehr in den zwei Jahren 1915 und 1916, da es gegenüber dem Durchschnitt vor dem Krieg von rund 5,25 Cent nun 13 Cent pro produziertem Pfund Zink erhielt. Offensichtlich war es so gut wie sicher, dass die künftige Ertragskraft dieses Unternehmens weit unter die Zahlen zu Kriegszeiten schrumpfen würde, auch konnten diese nicht in geeigneter Weise mit den Ergebnissen anderer Jahre zusammengenommen werden, um den Durchschnitt oder vermeintlich »normale« Erträge zu erreichen.³²⁴

ÄNDERUNG DES STATUS DER KOSTENGÜNSTIGEN PRODUZENTEN – Die Kupferbergbauindustrie liefert ein Beispiel von größerer Bedeutung. Bei einer Analyse der Unternehmen aus dieser Branche muss die Tatsache berücksichtigt werden, dass sich seit 1914 eine beträchtliche Anzahl neuer kostengünstiger Produzenten herausgebildet hat und dass es anderen Unternehmen gelungen ist, die Förderungskosten durch metallurgische Verbesserungen zu senken. Das bedeutet, dass es eine eindeutige Senkung des »Gravitationszentrums« der Produktionskosten für die gesamte Industrie gab. Unter gleichbleibenden Umständen führt dies in der Zukunft zu einem niedrigeren Verkaufspreis verglichen mit dem Preis, der in der Vergangenheit galt. (Diese Entwicklung lässt sich anhand der Rohkautschukindustrie besser darstellen.) Anders gesagt haben Bergwerke, die früher als kostengünstige Produzenten galten, deren Kosten also weit unter dem Durchschnitt lagen, diesen Vorteil möglicherweise verloren, es sei denn, sie hätten ihre Produktionstechniken auch deutlich verbessert. Der Analyst müsste diese Entwicklungen bei seinen Berechnungen dahingehend berücksichtigen, dass er einen vorsichtigen Blick auf die zukünftigen Kupferpreise wirft – zumindest im Vergleich zu dem Durchschnitt vor dem Krieg oder der Krise.³²⁵

ANORMALE PREISE UND PREISVERHÄLTNISSE IN DER GESCHICHTE DES *I.R.T. SYSTEM* – Die bewegte Geschichte des *Interborough Rapid Transit System* in New York City liefert eine Vielzahl von Abweichungen zwischen den Marktpreisen und den mittels Analyse ermittelbaren realen oder relativen Werten. Zwei dieser Abweichungen spiegeln die Tatsache wider, dass die damals aktuellen und früheren Erträge *aus bestimmten Gründen* nicht als Beispiel für die zukünftige Ertragskraft hätten dienen sollen. Im Einzelnen lassen sich diese beiden Situationen in verkürzter Form wie folgt darstellen:

Die *Interborough Rapid Transit Company* war vor 1918 viele Jahre lang sehr erfolgreich. In den zwölf Monaten, die am 30. Juni 1917 endeten, verdiente sie 26 Dollar je Aktie an ihrem Stammkapital und zahlte Dividenden von 20 Dollar je Aktie. Fast das gesamte

Kapital gehörte der *Interborough Consolidated Corporation*, einem Holdingkonzern (zuvor *Interborough-Metropolitan Corporation* genannt), der wiederum über gesicherte Treuhandobligationen, 6-Prozent-Vorzugsaktien und Stammaktien verfügte. Einschließlich des Anteils an den nicht ausgeschütteten Erträgen der Betreibergesellschaft verdiente sie rund 11,50 Dollar je Aktie an ihren Vorzugsaktien und rund 2,50 Dollar an den Stammaktien. Die Vorzugsaktien wurden an der Börse zu 60 und die Stammaktien zu 10 gehandelt. Mit diesen Emissionen wurde aktiv Handel betrieben und sie wurden der Öffentlichkeit von verschiedenen Finanzberatungen, die das phänomenale Wachstum des U-Bahn-Verkehrs betonten, sehr empfohlen.

Ein Mindestmaß an Analyse hätte gezeigt, dass das tatsächliche Bild grundverschieden von dem war, was sich an der Oberfläche zeigte. Der Nahverkehr wurde im Rahmen von Verträgen zwischen der Stadt New York und der *Interborough* sowie zwischen der Stadt und der *Brooklyn Rapid Transit Company* ausgebaut. Sobald die neuen Strecken in Betrieb genommen wurden, was im darauffolgenden Jahr geschehen sollte, wären die der *Interborough* zur Verfügung stehenden Erträge im Rahmen des Vertrags auf die Zahlen zu beschränken, die von 1911 bis 1913 vorgeherrscht hatten und *weit unter den laufenden Gewinnen lagen*. Die Stadt wäre dann berechtigt, eine hohe Rendite für ihre enormen Investitionen in die neuen Strecken zu erhalten. Sofern letztendlich, wenn überhaupt, derartige Zahlungen einschließlich der Rückstellungen voll geleistet würden, würden die Stadt und die *Interborough* die überschüssigen Gewinne zu gleichen Teilen erhalten. Die vorrangig der Stadt geschuldeten Zahlungen wären jedoch so hoch, dass Experten bezeugt hatten, dass es unter den günstigsten Umständen *über 30 Jahre* dauern würde, bevor ein Einkommensüberschuss zu verzeichnen wäre, den man mit dem Unternehmen hätte teilen können. Die angefügte kurze Tabelle zeigt die Bedeutung dieser Fakten.

Posten	Aktuelle Erträge 1917 (in \$)	Maximale Erträge, als der Vertrag mit der Stadt in Kraft trat (in \$)
Saldo der <i>I.R.T.</i> -Aktie	9.100.000	5.200.000
Auf die <i>Interborough Consolidated Corp.</i> anwendbare Aktien	8.800.000	5.000.000
Zinsen für Obligationen der <i>Inter. Consol.</i>	3.520.000	3.520.000
Saldo der <i>Inter. Consol.</i> -Vorzugsaktien	5.280.000	1.480.000
Vorzugsdividendenbedarf	2.740.000	2.740.000
Saldo der <i>Inter. Consol.</i> -Stammaktien	2.540.000	-1.260.000
Gewinn je Aktie, <i>Inter. Consol.</i> -Vorzugsaktien	11,50 \$	3,25
Gewinn je Aktie, <i>Inter. Consol.</i> -Stammaktien	2,50	----

Interborough Rapid Transit System

Die zugrunde liegenden Fakten bewiesen daher zweifellos, dass der *Interborough* nicht etwa eine glanzvolle Zukunft bevorstand, sondern dass sie vielmehr dazu bestimmt war, innerhalb von einem Jahr einen großen Verlust der Ertragskraft zu erleiden. Es wäre dann so gut wie unmöglich, die Dividende von 6 Dollar der Vorzugsaktie der Holdinggesellschaft zu halten, und für eine oder mehr Generationen stünden keinerlei Erträge mehr für die Stammaktien zur Verfügung. Aufgrund dessen stand mathematisch gesehen fest, dass beide Aktienemissionen der *Interborough Consolidated* weit weniger wert waren als ihr gegenwärtiger Verkaufspreis.³²⁶

Der Ablauf hat nicht nur diese Kritik erhärtet, wie zu erwarten war, sondern auch gezeigt, dass in Fällen, in denen eine *Höchstgrenze* für die Erträge oder den Wert festgelegt wird, für gewöhnlich die Gefahr besteht, dass die aktuelle Zahl niedriger sein wird als der Höchstwert. Die Eröffnung der neuen U-Bahn-Strecken fiel mit einem starken Anstieg der Betriebskosten aufgrund der Kriegsinflation zusammen und verringerte auch, wie zu erwarten war, die Gewinne aus den alten Strecken. Die *Interborough Rapid Transit Company* war auf der Stelle dazu gezwungen, ihre Dividenden zu senken, und ließ sie 1919 komplett ausfallen. Infolgedessen setzte die Holdinggesellschaft, die *Interborough Consolidated*, 1918 ihre Vorzugsdividenden aus. Im nächsten Jahr geriet sie mit ihren Zinsen für ihre Obligationen in Verzug, machte Bankrott und verschwand von der Bildfläche, wobei sich sowohl ihre Vorzugsaktien als auch ihre Stammaktien vollständig auflösten. Zwei Jahre später entkam die einst so erfolgreiche *Interborough Rapid Transit Company* nur knapp einer unmittelbar drohenden Konkursverwaltung mittels einer »freiwilligen« Umstrukturierung, bei der die

Fälligkeit der Wechselemission verlängert wurde. Als diese Emission 1932 fällig wurde, war das Unternehmen wieder zahlungsunfähig und dieses Mal übernahmen Konkursverwalter das Vermögen.

Während des Zeitraums von zehn Jahren zwischen den beiden Anträgen auf Konkursverwaltung entwickelte sich eine andere Ertragssituation, die der von 1917 in gewisser Weise ähnelte.³²⁷ Im Jahre 1928 wies die *Interborough* Erträge von 3.000.000 Dollar oder 8,50 Dollar je Aktie ihres Stammkapitals aus und die Aktien notierten sogar bei 62. Zu diesen Erträgen zählten jedoch 4.000.000 Dollar der »früheren Bevorrechtigungen« aus dem U-Bahn-Sektor. Letztere repräsentierten einen der *Interborough Rapid Transit* aus den U-Bahn-Erträgen zahlbaren begrenzten Betrag zur Wiedergutmachung eines Gewinnausfalls in den ersten Jahren des Betriebs der neuen Strecken. Am 30. Juni 1928 belief sich der restliche an das Unternehmen zu zahlende Betrag für die früheren Bevorrechtigungen nur noch auf 1.413.000 Dollar. Folglich wurden sämtliche Gewinne, die für die Aktien der *Interborough* zur Verfügung standen, aus einer besonderen Einkommensquelle bezogen, die nur noch ein paar Monate bestehen würde. Rücksichtslose Spekulanten kapitalisierten jedoch eine Ertragskraft der *Interborough*-Aktien als dauerhaft, deren Analyse ihre gänzlich einmalige und vorübergehende Natur aufgezeigt hätte.

KAPITEL 39

KURS-GEWINN-VERHÄLTNISSE BEI STAMMAKTIEN. ANPASSUNGEN BEI KAPITALISIERUNGSÄNDERUNGEN

In den vorangegangenen Kapiteln wurde verschiedentlich Bezug auf die Vorstellungen der Wall Street von dem Verhältnis der Erträge zum Wert genommen. Der Wert einer bestimmten Stammaktie ergibt sich in der Regel aus einem gewissen Vielfachen ihrer laufenden Erträge. Dieses Vielfache oder dieser Multiplikator hängt zum Teil von der vorherrschenden Psychologie und zum Teil von der Natur des Unternehmens und dem Unternehmensverlauf ab. Vor dem Bullenmarkt von 1927 bis 1929 galten die zehnfachen Erträge als allgemein akzeptierter Messstandard. Genauer gesagt war dies der gemeinsame Ausgangspunkt bei der Bewertung von Stammaktien, sodass eine Emission als besonders begehrenswert gelten musste, um ein höheres Verhältnis zu rechtfertigen, und umgekehrt.

Ungefähr ab 1927 wurde dieser Standard des Zehnfachen der Erträge durch eine Reihe eher verwirrender neuer Maßstäbe ersetzt. Auf der einen Seite gab es die Tendenz, Stammaktien im Allgemeinen großzügiger zu bewerten als zuvor. Dies wurde in einem berühmten Ausspruch eines führenden Finanzexperten zusammengefasst, aus dem hervorging, dass gute Aktien den 15-fachen Wert ihrer Erträge haben.³²⁸ Es gab ebenso die Tendenz, radikalere Unterschiede bei der Bewertung verschiedenartiger Stammaktien zu machen. Unternehmen aus besonders begehrten Bereichen, zum Beispiel Versorgungsbetriebe und Filialunternehmen, wurden von 1928 bis 1929 zu einem sehr hohen Vielfachen der laufenden Erträge verkauft, zum Beispiel zum 25- oder 40-Fachen. Dies galt auch für die Emission von »Spitzenaktien« der führenden Betriebe aus verschiedenen Bereichen. Wie bereits zuvor aufgezeigt, basierten diese großzügigen Bewertungen auf der vorausgesetzten Beständigkeit des Aufwärtstrends, der sich über einen längeren oder kürzeren Zeitraum in der Vergangenheit gezeigt hatte. Nach 1932 entwickelte sich die Tendenz aufgrund des starken Rückgangs der langfristigen Zinsen in Richtung höhere Kurse im Verhältnis zu den Erträgen.

EINE GENAUE SCHÄTZUNG IST UNMÖGLICH – Die Wertpapieranalyse kann nicht vorgeben, allgemeine Regeln für den »richtigen Wert« einer beliebigen Stammaktie aufzustellen. Praktisch gesehen gibt es so etwas nicht. Die Bezugsgrößen eines Wertes sind zu wenig konstant, als dass sie eine Formulierung zuließen, von der man behaupten könnte, sie sei auch nur einigermaßen genau. Die Idee an sich, die laufenden Erträge als Basis für den Wert anzusetzen, scheint schon absurd, da sich bekanntermaßen die laufenden Erträge kontinuierlich ändern. Und ob der Multiplikator bei zehn oder 15 oder 30 liegen sollte, scheint im Grunde eine rein willkürliche Wahl zu sein.

Die Börse selbst hat keine Zeit für derart wissenschaftliche Einwände. Sie muss erst ihre Werte festlegen und danach die Gründe dafür finden. Ihre Lage ähnelt der einer Jury in einem Verfahren wegen Bruch eines Versprechens; es gibt keinen richtigen Weg, die betroffenen Werte zu messen, und dennoch müssen sie irgendwie gemessen und es muss ein Urteil gefällt werden. Folglich handelt es sich bei den Kursen der Stammaktien nicht um sorgfältig durchdachte Berechnungen, sondern um die Ergebnisse einer Vielzahl menschlicher Reaktionen. An der Börse wird viel mehr abgestimmt als abgewogen. Sie reagiert nicht direkt auf faktische Daten, sondern nur insofern, als diese die Entscheidungen der Käufer und Verkäufer betreffen.

EINGESCHRÄNKTE TÄTIGKEIT DES ANALYSTEN IM BEREICH DER SCHÄTZUNG DER AKTIENKURSE – Mit dieser Mischung aus sich ändernden Fakten und schwankenden menschlichen Launen konfrontiert, ist der Wertpapieranalyst eindeutig unfähig, ein allgemeines Urteil über Stammaktienpreise zu fällen. Es gibt jedoch ein paar konkrete, wenn auch begrenzte Tätigkeiten, die er in diesem Bereich ausführen kann. Nachfolgend sind die Tätigkeiten aufgeführt, die maßgeblich sind:

- Er kann eine Bemessungsgrundlage für eine *konservative* Bewertung oder eine *Anlage*-Bewertung im Gegensatz zu spekulativen Bewertungen der Stammaktien erstellen.
- Er kann auf die Bedeutung hinweisen, die (a) die Kapitalisierungsstruktur und (b) die Einnahmequelle hat, da sie mit der Bewertung einer beliebigen Aktienemission verbunden sind.
- Er kann auf unübliche Elemente in der Bilanz stoßen, welche die Auswirkung des Ertragsbildes beeinträchtigen.

EINE EMPFOHLENE GRUNDLAGE FÜR DIE MAXIMALBEWERTUNG EINER ANLAGE – Der Stammaktieninvestor hängt ebenso wie der Spekulant eher von den zukünftigen als von den früheren Erträgen ab. Seine wichtigste Bewertungsgrundlage muss eine vernünftige und

konservative Schätzung der zukünftigen Ertragskraft sein. Doch sein Maßstab für die Zukunft kann nur konservativ sein, wenn er sich auf die tatsächliche Leistung über einen bestimmten Zeitraum hinweg beschränkt. Wir haben jedoch angedeutet, dass die Gewinne des letzten Jahres für sich genommen gegebenenfalls als Maßstab für zukünftige Erträge dienen können, wenn (1) die allgemeinen Geschäftsvoraussetzungen in dem Jahr nicht außergewöhnlich gut waren, (2) das Unternehmen einen Aufwärtstrend hinsichtlich der Erträge über einige Jahre verzeichnet hat und (3) die Beobachtung der Branche seitens des Anlegers diesem das Vertrauen gibt, dass das Unternehmen kontinuierlich wächst. Im Ausnahmefall könnte es gerechtfertigt sein, dass der Anleger mit höheren Erträgen in der Zukunft rechnet, als sie zu einem beliebigen Zeitpunkt in der Vergangenheit verzeichnet wurden. Dies ergibt sich möglicherweise aus Entwicklungen, die mit einem Patent oder einem neuen Erfindung in einem Bergwerk oder mit ähnlich speziellen und bedeutenden Ereignissen verbunden sind. In den meisten Fällen wird er jedoch den Anlagewert der Stammaktien von den durchschnittlichen Erträgen innerhalb eines Zeitraums von fünf bis zehn Jahren ableiten. Das heißt nicht, dass sämtliche Stammaktien mit denselben durchschnittlichen Erträgen denselben Wert haben. Der Stammaktienanleger (das heißt der konservative Käufer) wird diejenigen Emissionen eher großzügig bewerten, deren laufende Erträge über dem Durchschnittswert liegen oder bei denen man vernünftigerweise davon ausgehen kann, dass ihre Aussichten überdurchschnittlich sind oder dass sie grundsätzlich über eine stabile Ertragskraft verfügen. Im Wesentlichen kommt es bei unserem Standpunkt jedoch darauf an, dass dem Multiplikator auf jeden Fall eine gewisse moderate Höchstgrenze gesetzt werden muss, um innerhalb der Grenzen der konservativen Bewertung zu bleiben. Wir meinen, dass das rund 20-Fache der durchschnittlichen Erträge ein Preis ist, der bei einem Kauf von Stammaktien gezahlt werden kann.

Obwohl diese Regel zwangsläufig von Natur aus willkürlich ist, ist sie es dennoch nicht gänzlich. Bei einer Anlage wird ein nachweisbarer Wert vorausgesetzt: Und der Wert, der für Stammaktien kennzeichnend ist, kann nur anhand einer festgelegten, das heißt durchschnittlichen Ertragskraft nachgewiesen werden. Es ist jedoch schwer vorstellbar, dass durchschnittliche Erträge von weniger als 5 Prozent des Börsenkurses jemals diesen Preis rechtfertigen könnten. Ein derartiges Verhältnis von Preis und Ertrag kann eindeutig nicht den *Sicherheitsspielraum* bieten, den wir mit dem Standpunkt des Anlegers in Verbindung gebracht haben. Ein Käufer kann dies gegebenenfalls in der Hoffnung hinnehmen, dass die zukünftigen Erträge größer sind als in der Vergangenheit. Doch in ihrer ursprünglichen und nützlichsten Bedeutung ist der Begriff der Bemessungsgrundlage für die Bewertung *spekulativ*.³²⁹ Sie liegt außerhalb des Bereichs der Stammaktienanlage.

HÖHERE PREISE AUFGRUND SPEKULATIVER ENGAGEMENTS – Die Absicht, die in dieser

Unterscheidung steckt, darf nicht falsch verstanden werden. Wir unterstellen nicht, dass es falsch ist, mehr als das 20-Fache der durchschnittlichen Erträge für Stammaktien zu zahlen. Wir meinen, dass ein derartiger Preis spekulativ wäre. Der Kauf könnte sich leicht als äußerst profitabel herausstellen, doch in diesem Fall hätte er sich als kluge oder glückliche Spekulation erwiesen. Außerdem ist die Bemerkung angemessen, dass nur sehr wenige Menschen bei ihren Spekulationen immer wieder vernünftig handeln oder Glück haben. Folglich können wir als logische Konsequenz von nicht geringer Bedeutung für die Praxis vorbringen, *dass Menschen, die für gewöhnlich Stammaktien zu dem mehr als 20-Fachen der durchschnittlichen Erträge kaufen, wahrscheinlich langfristig gesehen beträchtliche Geldsummen verlieren*. Die Wahrscheinlichkeit ist insofern noch größer, als sie in Ermangelung einer solch mechanischen Prüfung dazu neigen, immer wieder an den Köder der Bullenmärkte anzubeißen, die stets ein fadenscheiniges Argument dafür finden, die Zahlung von überhöhten Preisen für Stammaktien zu rechtfertigen.

SONSTIGE VORAUSSETZUNGEN FÜR ALS ANLAGE EMPFOHLENE STAMMAKTIEEN UND LOGISCHE SCHLUSSFOLGERUNGEN DARAUS – Wir weisen darauf hin, dass bei einer Festsetzung des 20-Fachen der durchschnittlichen Erträge als Preishöchstgrenze bei einem Anlagekauf der gezahlte Preis für gewöhnlich wesentlich niedriger als dieser Höchstwert sein sollte. Das heißt, dass sich das rund 12- oder 12,5-Fache der durchschnittlichen Erträge für den typischen Fall eines Unternehmens mit neutralen Aussichten eignen würde. Wir müssen auch betonen, dass ein vernünftiges Verhältnis von Börsenkurs und durchschnittlichen Erträgen nicht die einzige Voraussetzung für eine Stammaktienanlage ist. Es handelt sich um eine notwendige, aber keine hinreichende Voraussetzung. Das Unternehmen muss auch hinsichtlich seines Finanzsystems und Finanzmanagements zufriedenstellend sein und darf keine unzulänglichen Aussichten haben.

Auf diesen Grundsatz folgt eine weitere logische Schlussfolgerung, nämlich: *Eine attraktive Stammaktienanlage ist eine attraktive Spekulation*. Dies ist zutreffend, weil eine Stammaktie, sofern sie den Anforderungen eines konservativen Anlegers entsprechen kann, den vollen Wert für sein Geld *zuzüglich* zufriedenstellender Zukunftsaussichten zu erhalten, auch eine faire Chance auf einen steigenden Börsenkurs haben muss.

BEISPIELE FÜR SPEKULATIVE STAMMAKTIEEN UND ANLAGESTAMMAKTIEEN – Unsere Definition einer Anlagebasis beim Kauf von Stammaktien unterscheidet sich von der an der Wall Street üblichen Praxis in Bezug auf Stammaktien mit hohem Rating. Für derartige Emissionen wird ein erheblich höherer Preis als das 20-Fache der durchschnittlichen Erträge als gerechtfertigt angesehen. Und außerdem werden diese Aktien unabhängig von dem Kurs, zu dem sie verkauft werden, als »Anlageemissionen« bezeichnet. Unserer Ansicht nach machen die

hohen Kurse, die für »die besten Stammaktien« gezahlt werden, diese Käufe tatsächlich zu Spekulationskäufen, weil sie ein zukünftiges Wachstum erfordern, um sie zu rechtfertigen. Folglich sind Anlagengeschäfte mit Stammaktien, so wie wir sie definieren, im mittleren Bereich der Börse anzusiedeln und liegen zwischen Emissionen mit niedrigem Kurs, die aufgrund von zweifelhafter Qualität spekulativ sind, und gut bewährten Emissionen, die gleichwohl aufgrund ihres hohen Kurses spekulativ sind. Diese Unterscheidungen werden anhand³³⁰ der angefügten neun Beispiele vom 31. Dezember 1938 dargestellt.

Posten	Gruppe A		
	<i>General Electric</i> (in \$)	<i>Coca-Cola</i> (in \$)	<i>Johns-Manville</i> (in \$)
Summe verdient je Stammaktie:			
1938	0,96	5,95	1,09
1937	2,20	5,73	5,80
1936	1,52	4,66	5,13
1935	0,97	3,48	2,17
1934	0,59	3,12	0,22
1933	0,38	2,20	-0,64
1932	0,41	2,17	-4,47
1931	1,33	2,96	0,45
1930	1,90	2,79	3,66
1929	2,24	2,56	8,09
10-Jahres-Durchschnitt	1,25 \$	3,56	2,15
5-Jahres-Durchschnitt (1934–1938)	1,25	4,59	2,88
Bonds	----	----	----
Vorzugsaktien	----	600.000 Aktien zu 60 36.000.000	75.000 Aktien zu 130 9.750.000
Stammaktien	28.784.000 Aktien zu 43,5 1.250.000.000	3.992.000 Aktien zu 132,25 529.500.000	850.000 Aktien zu 105 89.300.000
Gesamtkapitalisierung	1.250.000.000	565.500.000	99.050.000
Verfügbare Nettovermögenswerte 31.12.38	335.182.000	43.486.000	48.001.000

Laufende Nettovermögenswerte 31.12.38	155.023.000	25.094.000 \$	17.418.000
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	2,9 %	2,7 %	2,0 %
Maximalerträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	5,1 %	4,5 %	7,7 %
Minimalerträge aus Stammaktienpreis, 1934–1938	0,9 %	1,6 %	
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1934–1938	2,9 %	3,5 %	2,7 %

Gruppe A: Im Dezember 1938 aufgrund ihres hohen Kurses als spekulativ zu bezeichnende Stammaktien (angepasste zahlen zur Wiedergabe der Kapitalisierungsänderungen)

Posten	Gruppe B		
	<i>Goodyear Tire and Rubber</i> (in \$)	<i>Simmons</i> (in \$)	<i>Youngstone Sheet and Tube</i> (in \$)
Summe verdient je Stammaktie:			
1938	1,34 \$	1,42 \$	0,89 \$(d)
1937	1,95 \$	2,88 \$	6,79 \$
1936	3,90 \$	3,53 \$	7,03 \$
1935	0,12 \$	1,14 \$	0,64 \$
1934	0,66 \$(d)	0,84 \$(d)	2,95 \$(d)
1933	0,79 \$(d)	0,04 \$	7,76 \$(d)
1932	4,24 \$(d)	2,57 \$(d)	11,75 \$(d)
1931	0,04 \$	0,79 \$(d)	6,55 \$(d)
1930	0,37 \$(d)	1,05 \$(d)	5,17 \$
1929	10,23 \$	4,15 \$	17,28 \$
10-Jahres-Durchschnitt	1,15 \$	0,79 \$	0,70 \$
5-Jahres-Durchschnitt (1934–1938)	1,35 \$	1,63 \$	2,12 \$
Bonds	50.235.000 \$	10.000.000 \$	87.000.000 \$

Vorzugsaktien	650.000 Aktien zu 108 70.250.000 \$	----	150.000 Aktien zu 81 12.165.000 \$
Stammaktien	2.059.000 Aktien zu 37,625 77.500.000 \$	1.158.000 Aktien zu 32 37.050.000 \$	1.675.000 Aktien zu 54,25 90.900.000 \$
Gesamtkapitalisierung	197.985.000 \$	47.050.000 \$	190.065.000 \$
Verfügbare Nettovermögenswerte 31.12.38	170.322.000 \$	28.446.000 \$	224.678.000 \$
Laufende Nettovermögenswerte 31.12.38	96.979.000 \$	14.788.000 \$	83.375.000 \$
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	3,1 %	2,5 %	1,3 %
Maximalerträge aus Stammaktienpreis, 1934–1938	27,2 %	13,0 %	31,8 %
Minimalerträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	(d)	(d)	(d)
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1934–1938	3,6 %	5,1 %	3,9 %

Gruppe B: Im Dezember 1938 aufgrund ihrer irregulären Verläufe als spekulativ zu bezeichnende Stammaktien

Posten	Gruppe C		
	<i>Adam-Mills</i>	<i>American Safety Razor</i>	<i>J.J. Newberry</i>
Summe verdient je Stammaktie:			
1938	3,21 \$	1,48 \$	4,05 \$
1937	2,77 \$	2,47 \$	5,27 \$
1936	2,55 \$	2,70 \$	6,03 \$
1935	2,93 \$	2,42 \$	4,94 \$
1934	3,41 \$	2,03 \$	5,38 \$
1933	2,63 \$	1,40 \$	3,06 \$
1932	1,03 \$	1,14 \$	1,07 \$
1931	4,72 \$	1,58 \$	1,73 \$
1930	4,83 \$	2,50 \$	2,27 \$

1929	4,83 \$	2,57 \$	3,15 \$
10-Jahres-Durchschnitt	3,29 \$	2,03 \$	3,70 \$
5-Jahres-Durchschnitt (1934–1938)	2,97 \$	2,22 \$	5,13 \$
Bond	----	----	5.587.000 \$
Vorzugsaktien	----	----	51.000 Aktien zu 106 5.405.000 \$
Stammaktien	156.000 Aktien zu 21 3.280.000 \$	524.000 Aktien zu 14,875 7.800.000 \$	380.000 Aktien zu 34,5 13.110.000
Gesamtkapitalisierung	3.280.000 \$	7.800.000 \$	24.102.000 \$
Verfügbare Nettovermögenswerte 31.12.38	3.320.000 \$	6.484.000 \$	25.551.000 \$
Laufende Nettovermögenswerte 31.12.38	926.000 \$	3.649.000 \$	8.745.000 \$
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	15,7 %	13,7 %	10,7 %
Maximalerträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	23,0 %	18,2 %	17,5 %
Minimalerträge aus Stammaktienpreis, 1929–1938	4,9 %	7,7 %	3,1 %
Durchschnittserträge aus Stammaktienpreis, 1934–1938	14,1 %	14,9 %	14,9 %

Gruppe C: Stammaktien, die im Dezember 1938 aus quantitativer Sicht den Anlageprüfungen standhielten

Die in Gruppe C aufgeführten Stammaktien sind Beispiele für die Aktien, die speziellen und quantitativen Prüfungen zur Anlagenqualität standhielten. Diese Prüfungen beinhalten Folgendes:

- Die Erträge waren angemessen stabil, wobei die enormen Schwankungen innerhalb des Zeitraums von zehn Jahren berücksichtigt wurden.
- Die durchschnittlichen Erträge weisen ein zufriedenstellendes Verhältnis zum Kurs auf.³³¹
- Das Finanzsystem ist ausreichend konservativ und die Position des Nettoumlaufvermögens ist stark.

Obwohl wir nicht meinen, dass eine Stammaktie, die zu Anlagezwecken gekauft wurde, *notwendigerweise* dem gezahlten Preis entsprechende Buchwerte aufweisen muss, ist trotzdem für die Emissionen aus Gruppe C charakteristisch, dass sie sich insgesamt nicht zu einer hohen Prämie oberhalb der aktuellen Ressourcen des Unternehmens verkaufen lassen werden.

Die Anlage in Stammaktien, wie wir sie uns vorstellen, wird sich auf Emissionen beschränken, die Aufstellungen vorweisen können, wie sie in Gruppe C dargestellt sind. Doch beim tatsächlichen Kauf derartiger Emissionen muss auch der Käufer dahingehend zufriedengestellt werden, dass die Aussichten des Unternehmens zumindest angemessen positiv sind.

BERÜCKSICHTIGUNG VON KAPITALISIERUNGSÄNDERUNGEN

Im Umgang mit dem früheren Ertragsverlauf, der je Aktie angegeben wird, ist ausschlaggebend, dass die Zahlen angepasst werden müssen, um wichtige Kapitalisierungsänderungen widerzuspiegeln, die innerhalb des Zeitraums stattgefunden haben. Im einfachsten Fall hängen diese nur mit einer Änderung der Anzahl der Stammaktien aufgrund von Aktiendividenden, Aktiensplits usw. zusammen. Dann muss nur die Kapitalisierung innerhalb des Zeitraums auf Grundlage der gegenwärtigen Anzahl an Aktien neu berechnet werden. (Derartige Neuberechnungen werden bei einigen statistischen Diensten vorgenommen, bei anderen nicht.)

Wenn die Änderung der Kapitalisierung auf den Verkauf zusätzlicher Aktien zu einem vergleichsweise niedrigen Preis (in der Regel durch Ausübung von Bezugsrechten oder Optionsscheinen) oder auf die Wandlung vorrangiger Wertpapiere zurückzuführen ist, ist die Anpassung schwerer. In solchen Fällen müssen die für die Stammaktien während des früheren Zeitraums zur Verfügung stehenden Erträge um den Gewinn erhöht werden, der sich aus der Emission der zusätzlichen Aktien ergeben hätte. Wenn Obligationen oder Vorzugsaktien in Stammaktien gewandelt wurden, müssen die zuvor darauf gezahlten Gebühren wieder auf die Erträge angerechnet werden und die neue Zahl muss dann auf die größere Anzahl an Aktien angewendet werden. Wenn Aktien zu einem relativ niedrigen Preis verkauft wurden, würde eine geeignete Anpassung Erträge von, sagen wir, 5 bis 8 Prozent auf die Verkaufserlöse ermöglichen. (Derartige Neuberechnungen müssen nicht angestellt werden, wenn die dadurch aufgezeigten Änderungen unerheblich sind.)

Ab und zu muss eine entsprechende Anpassung der Erträge je Aktie vorgenommen

werden, um den möglichen zukünftigen Anstieg der Anzahl der ausgegebenen Aktien als Ergebnis der Wandlungen oder der Ausübung von Bezugsscheinen wiederzugeben. Haben andere Inhaber von Wertpapieren die Wahl, muss die fundierte Analyse mögliche negative Auswirkungen auf die Erträge je Stammaktie berücksichtigen, die sich aus der Ausübung der Option ergeben.

Beispiele: Diese Art Anpassung muss bei der Analyse der ausgewiesenen Erträge von *American Airlines, Inc.*, für die zwölf Monate bis zum 30. September 1939 vorgenommen werden.

Ausgewiesene Erträge	1.128.000 \$
Je Aktie bei rund 300.000 ausgegebenen Aktien	3,76 \$
(Kurs Dezember 1939 rund 37)	

Es waren jedoch 2.600.000 Dollar der 43,5-Prozent-Schuldverschreibungen ausstehend, die in Stammaktien zu 12,50 Dollar je Aktie wandelbar waren. Der Analyst muss von einer Wandlung der Obligationen *ausgehen* und kommt hierbei zu folgendem angepasstem Ergebnis:

Erträge, 117.000 \$ Zinsen zurückaddiert	1.245.000 \$
Je Aktie bei 508.000 Aktien	2,45 \$

Mehr als ein Drittel der ausgewiesenen Erträge je Aktie gehen verloren, wenn die erforderliche Anpassung vorgenommen wird.

Das Unternehmen *American Water Works and Electric Company* dient zur Veranschaulichung der beiden Anpassungsarten (siehe Seite 570).

Anpassung A gibt die Zahlung von Aktiendividenden in den Jahren 1928, 1929 und 1930 wieder. Anpassung B geht von einer Wandlung von 15.000.000 Dollar konvertier-barer 5s aus, die 1934 emittiert wurden, und erhöht somit die Erträge um den Betrag der Zinskosten, erhöht jedoch auch die Stammaktienemission um 750.000 Aktien. (Die vorhergehenden Anpassungen sind unabhängig von möglichen Modifikationen der ausgewiesenen Erträge, die sich aus der Fragestellung der Abschreibungskosten ergeben, wie zuvor erörtert wurde.)

Jahr	Erträge* für Stammaktien wie berichtet			Korrektur A		Korrektur B		
	Betrag	Anzahl der	Je Aktie	Zahl der	Gewinn je Aktie	Betrag	Anzahl der	Gewinn je Aktie

	(in \$)	Aktien	(in \$)	Aktien	(in \$)	(in \$)	Aktien	(in \$)
1933	2.392	1.751	1,37	1.751	1,37	3.140	2.501	1,26
1932	2.491	1.751	1,42	1.751	1,42	3.240	2.501	1,30
1931	4.904	1.751	2,80	1.751	2,80	5.650	2.501	2,26
1930	5.424	1.751	3,10	1.751	3,10	6.170	2.501	2,47
1929	6.621	1.657	4,00	1.741	3,80	7.370	2.491	2,95
1928	5.009	1.432	3,49	1.739	2,88	5.760	2.489	2,30
1927	3.660	1.361	2,69	1.737	2,11	4.410	2.487	1,76
7-Jahres-Durchschnitt	----	----	2,70 \$	----	2,50 \$	----	----	2,04

* Zahl der Aktien und Erträge in Tausend.

Entsprechende Anpassungen der Buchwerte oder der Werte des Umlaufvermögens je Stammaktie sind in der Bilanz vorzunehmen. Diese Technik wird bei unserer Erörterung der Aufstellung im Anhang, Anmerkung 70, bei dem Unternehmen *Baldwin Locomotive Works* verfolgt, bei der ausstehende Optionsscheine berücksichtigt werden.

BERÜCKSICHTIGUNG VON BETEILIGUNGEN

Bei der Berechnung der Erträge, die für Stammaktien zur Verfügung stehen, müssen die Rechte der Beteiligungsinhaber voll anerkannt werden, egal ob die entsprechenden Beträge tatsächlich darauf gezahlt werden oder nicht. Ähnliche Berücksichtigungen müssen bei Managementverträgen vorgenommen werden, die einen wesentlichen Prozentsatz der Gewinne als Entschädigung vorsehen. Manchmal treten ungewöhnliche Fälle in Verbindung mit »beschränkten Aktien« auf, deren Dividenden von Erträgen oder sonstigen Faktoren abhängen.

Beispiel: Das Unternehmen *Trico Products Corporation*, ein großer Hersteller von Automobilzubehörteilen, ist mit 675.000 Stammaktien kapitalisiert, von denen ursprünglich 450.000 Aktien (im Besitz des Vorsitzenden) hinsichtlich der Dividenden »beschränkt« waren. Den unbeschränkten Aktien stehen zunächst die Dividenden von 2,50 Dollar je Aktie zu, wonach beide Klassen den gleichen Anteil an weiteren Dividenden erhalten. Zusätzlich sind aufeinanderfolgende Blöcke beschränkter Aktien von der Beschränkung zu befreien, sofern die Erträge aus dem Jahr 1925 und den darauffolgenden Jahren gewisse festgelegte

Zahlen erreicht haben. (Ende 1938 waren insgesamt 239.951 Aktien in dieser Weise freigegeben worden.)

Jahr	Erträge aus Stammaktien (in \$)	Verdient je Aktien auf unbegrenzten Bestand		
		A. Keine Berücksichtigung der beschränkten Aktien (in \$)	B. Maximale Verteilung auf unbeschränkte Aktien (in \$)	C. Berücksichtigung der Freigabe unbeschränkter Aktien (d. h. auf Gesamtkapitalisierung) (in \$)
1929	2.250.000	6,67	4,58	3,33
1930	1.908.000	5,09	3,94	2,83
1931	1.763.000	4,70	3,72	2,61
1932	965.000	2,57	2,54	1,44
1933	1.418.000	3,78	3,21	2,10
1934	1.772.000	4,72	3,74	2,62
1935	3.567.000	9,84	6,52	5,38
1936	4.185.000	9,75	7,25	6,39
1937	3.792.000	8,97	6,82	5,99
1938	2.320.000	5,56	4,53	3,70
7-Jahres-Durchschnitt	3.394.000	6,17 \$	4,69 \$	3,64 \$

Die Kalkulationen für die Jahre 1935–1938 wurden von Rückkäufen unbegrenzter Aktien durch die Aktiengesellschaft beeinflusst.

In der obigen Tabelle liefert Spalte C den besten Maßstab für die Ertragskraft der unbeschränkten Aktien. Spalte A ist irrelevant.

Eine ähnliche Situation wie bei der *Trico Products Corporation* trat bei den Aktien der *Montana Power Company* vor Juni 1921 auf.

ALLGEMEINE REGEL – Inhaltlich lassen sich die letzten paar Seiten anhand der nachfolgenden allgemeinen Regel zusammenfassen:

Der eigentliche Wert einer Stammaktie, der ein konvertierbares Wertpapier vorausgegangen ist oder die aufgrund der Ausübung von Optionen oder Vorrechten, die andere Wertpapierinhaber aufgrund ihrer Beteiligungen genießen, der Verwässerung unterliegt, kann nicht auf einen höheren Betrag geschätzt werden, als bei vollständiger

Ausübung sämtlicher derartiger Vorrechte gerechtfertigt wäre.

KAPITEL 40

KAPITALSTRUKTUR

Die Aufteilung des Gesellschaftskapitals einer Firma in vorrangige Wertpapiere und Aktienkapital hat erhebliche Auswirkungen auf den Ertragswert pro Aktie. Einige hypothetische Beispiele werden diesen Aspekt verdeutlichen. Nehmen wir drei Industrieunternehmen A, B und C, jedes mit einer Ertragskraft (das heißt durchschnittlichen und aktuellen Ertragswerten) von einer Million US-Dollar. Sie gleichen sich in jeder Hinsicht bis auf die Kapitalstruktur. Unternehmen A finanziert seinen Kapitalwert ausschließlich aus Aktienkapital (100.000 Aktien). Unternehmen B hat Schulden in Höhe von 6.000.000 Dollar in 4 -Prozent-Anleihen und Aktienkapital in Höhe von 100.000 Aktien. Unternehmen C hat 12.000.000 Dollar in 4-Prozent-Anleihen und 100.000 Aktien ausgegeben. Gehen wir einmal davon aus, dass die Anleihen zum Nennwert und die Aktien zum Zwölffachen der Gewinne gehandelt werden. Dann errechnet sich der Wert der drei Unternehmen wie folgt:

Unternehmen	Aktienrendite (in \$)	Wert des Aktienkapitals (in \$)	Wert der Anleihen (in \$)	Gesamtwert des Unternehmens (in \$)
A	1.000.000 \$	12.000.000 \$	----	12.000.000 \$
B	760.000	9.000.000	6.000.000 \$	15.000.000
C	520.000	6.000.000	12.000.000	18.000.000

Diese Ergebnisse sollten unsere Aufmerksamkeit wecken. Unternehmen mit identischen Ertragswerten scheinen sehr unterschiedliche Festwerte zu haben, und das allein aufgrund der Zusammensetzung des Unternehmenskapitals. Doch die Kapitalstruktur liegt in den Händen der Unternehmensleitung. Bedeutet dies nun, dass der Marktwert eines Unternehmens durch die Veränderung der Anteile von Anleihen- und Aktienkapital beliebig gesteigert oder verringert werden kann?

KANN DER MARKTWERT EINES UNTERNEHMENS DURCH WILLKÜRLICHE VERSCHIEBUNGEN DER KAPITALVERTEILUNG BEEINFLUSST WERDEN? – Zur besseren Beantwortung dieser Frage werden

wir unsere Beispiele etwas genauer untersuchen. Bei der Berechnung des Wertes der drei Unternehmen gingen wir von der Annahme aus, dass die Anleihen den Nennwert und die Stammaktien den zwölffachen Gewinn wert seien. Sind diese Annahmen haltbar? Schauen wir uns zunächst Firma B an. Die Anleihen lassen sich mit einem Wert von 100 verkaufen, sofern keine unwägbaren Ereignisse eintreten, da die Zinsen viermal verdient werden. Auch die langfristigen Verbindlichkeiten würden nicht verhindern, dass das Aktienkapital zum Zwölffachen der stabilen Gewinne verkauft werden könnte. Dennoch kann Folgendes eingewandt werden: Wenn die Aktien der Firma B den zwölffachen Ertragswert erzielen, werden die Aktien der Firma A zu einem höheren Faktor gehandelt, da sie nicht mit Verbindlichkeiten belastet sind. Deshalb ist das Risiko geringer und sie sind weniger anfällig für Wertminderungen als die Aktien der Firma B. Dies ist richtig und ebenso wahr ist, dass die Anteile der Firma B eher auf eine Wertsteigerung ansprechen werden. Die folgenden Zahlen heben dies deutlich hervor:

Geschätzte Erträge (in \$)	Ertrag pro Aktie (in \$)		Veränderung der Erträge pro Aktie vom Bezugswert aus (in %)	
	Firma A	Firma B	Firma A	Firma B
1.000.000	10,00	7,60	Basis	Basis
750.000	7,50	5,10	-25 %	-33 %
1.250.000	12,50	10,10	+25 %	+33 %

Wäre es nicht angemessen, vorauszusetzen, dass die größere Anfälligkeit für mögliche Verluste bei Firma B durch die größere Möglichkeit von Wertsteigerungen kompensiert wird? Wenn darüber hinaus der Investor Gewinnzuwächse für die Zukunft erwartet – und vermutlich wählt er seine Aktien mit Blick darauf aus –, hätte er dann nicht recht, die Anlage auszuwählen, die von einer Ergebnisverbesserung am meisten profitieren würde? Dies führt uns zu der anfänglichen Schlussfolgerung zurück, dass Unternehmen B 3.000.000 Dollar oder 25 Prozent mehr wert sein könnte als Unternehmen A, allein wegen der Aufteilung seines Gesellschaftskapitals zwischen Obligationen und Aktien.

DAS PRINZIP DER OPTIMALEN KAPITALSTRUKTUR – So paradox diese Schlussfolgerung sein mag, das Verhalten der Aktien am Markt unterstützt sie. Unterziehen wir diesen Widerspruch einer genaueren Analyse, dann werden wir feststellen, dass er sich aus der, wenn man es so nennen will, übermäßigen Vereinfachung der Kapitalstruktur von Firma A ergibt. Das Aktienkapital der Firma A enthält offenkundig die beiden Elemente des Kapitals, das bei Unternehmen B durch Aktien und Anleihen repräsentiert wird. Ein Teil des Aktienkapitals der

Firma A hat sozusagen den gleichen Wert wie die Anleihen der Firma B und müsste theoretisch auf der gleichen Grundlage bewertet werden, das heißt mit 4 Prozent. Der Restbestand des Aktienkapitals von Firma A müsste dann mit seinem zwölffachen Gewinn bewertet werden. Diese theoretische Berechnung würde einen kombinierten Wert von 15.000.000 Dollar ergeben, das heißt eine Durchschnittsrendite von 62,66 Prozent für die beiden Teile des Aktienkapitals der Firma A. Dies entspricht natürlich der Durchschnittsrendite der Obligationen und Aktien der Firma B.

Doch dieser Wert von 15.000.000 Dollar für das Aktienkapital der Firma A würde normalerweise nicht wirklich erzielt werden. Der offensichtliche Grund ist, dass der normale Aktienkäufer kaum die Existenz einer »Anleihenkomponente« in einer gewöhnlichen Aktienemission erkennen würde. Und dass er, da er diese Anleihenkomponente ohnehin nicht wollte, auch nicht extra dafür zahlen würde.³³² Diese Tatsache führt uns zu einem wichtigen Prinzip sowohl für den auf Sicherheit bedachten Käufer wie für das Unternehmensmanagement, und zwar:

Die optimale Kapitalstruktur für ein Unternehmen enthält auch in dem Umfang Anleihen, wie diese sicher platziert und verkauft werden können.

Konkret heißt das, die Kapitalverteilung von Firma B ist, vom Standpunkt der Aktionäre aus betrachtet, derjenigen der Firma A vorzuziehen, vorausgesetzt, dass in beiden Fällen die Anleihenemission von 6.000.000 Dollar eine solide Investition darstellt. (Das könnte unter anderem voraussetzen, dass die Firmen ein Nettoumlaufvermögen von mindestens 6.000.000 Dollar aufweisen, in Übereinstimmung mit strengen Auflagen für solide Industrieemissionen wie in Kap. 13 empfohlen). Unter solchen Bedingungen mag die Komplettfinanzierung des Unternehmenskapitals durch Aktionäre als überkonservative Struktur bezeichnet werden, weil dies den Dollar des Aktionärs weniger effektiv arbeiten lässt als bei Aufnahme eines angemessenen Kreditanteils. Ähnliches gilt für Privatunternehmen, wo es als lohnend und lukrativ erachtet wird, für das laufende Geschäft lieber einen moderaten Betrag als Bankkredit aufzunehmen, als das Unternehmen gänzlich durch Eigenkapital zu finanzieren.

UNTERNEHMENS PRAKTIKEN, DIE ZU EINEM MANGEL AN SICHEREN INDUSTRIEOBLIGATIONEN FÜHREN – Genau wie es für die Bank wünschenswert ist, dass solide Unternehmen die Schwankungen ihres Kapitalbedarfs durch Kredite ausgleichen, ist es auch für Investoren allgemein erstrebenswert, dass stabile Industrieunternehmen einen angemessenen Teil ihres Kapitals durch die Emission von Anleihen aufbringen. So eine Strategie würde die Anzahl hochwertiger Anleihen auf dem Markt erhöhen, dabei dem Investor eine größere Auswahl bieten und den Verkauf unsolider Anleihen zu Recht erschweren. Bedauerlicherweise führte

das Vorgehen von Industrieunternehmen in den letzten Jahren zu einem Mangel an guten Industrieanleihen. Stabile Unternehmen nahmen generell Abstand von variabel verzinslichen neuen Anleihen und haben in vielen Fällen alte auslaufen lassen. Doch diese Vermeidung von Anleihenschulden durch die stärksten Industrieunternehmen hat im Endeffekt zu Ergebnissen geführt, die sowohl Investoren als auch die Investment-politik in vieler Hinsicht entmutigten. Die folgenden Beobachtungen zu diesem Aspekt, geschrieben 1934, treffen nach wie vor größtenteils zu:

- Das Vorgehen der Unternehmen führte zur Beschränkung der Anleihenfinanzierung auf schwächere Unternehmen. Der relative Mangel an guten Anleihen trieb Investmenthäuser zum Verkauf und Investoren zum Kauf von geringwertigen Emissionen – mit den zwangsläufigen katastrophalen Folgen.
- Der Mangel an guten Anleihen trieb Investoren auch auf das Gebiet der Vorzugsaktien. Aus den vorher genannten Gründen (Kap. 14) sind die reinen Vorzugsaktien in der Theorie unsolide und erweisen sich daher als unzulänglicher Gegenstand von Investitionen.
- Die (fast) komplette Vermeidung von vorrangigen Wertpapieren in der Kapitalstruktur vieler großer Gesellschaften hat natürlich etwas zur Investmentqualität ihrer Stammaktien, aber noch mehr zur Nachfrage nach diesen Stammaktien bei den Investoren beigetragen. Dies wiederum führte zu großen Aktienkäufen durch Personen, deren Lebensverhältnisse es eigentlich erfordern, sichere Anleihen zu erwerben. Darüber hinaus lieferte es eine oberflächliche Rechtfertigung für die Erzeugung exzessiv hoher Kurse bei diesen Stammaktien. Letztlich trug es stark zu der Vermischung von investiven und spekulativen Motivationen bei, die von 1927 bis 1929 eine so große Zahl ehemals vorsichtiger Investoren verleitete.

DIE BEWERTUNG DER GEWINNE BEI EINEM ZU HOHEN VERSCHULDUNGSGRAD DER KAPITALSTRUKTUR – Um diese Theorie der Kapitalstrukturen einen Schritt weiterzuführen, wollen wir den Fall des Unternehmens C untersuchen. Wir kamen zu einem Wert von 18.000.000 Dollar für das Unternehmen, vorausgesetzt, dass seine 12.000.000 Dollar in Anleihenemissionen zum Nennwert und die Aktien mit dem Zwölffachen des Ertrags von 5,20 Dollar pro Aktie verkauft werden können. Doch diese Annahme ist bezüglich des Anleihenurses offensichtlich trügerisch. Gewinne in Höhe der zweifachen Zinskosten sind keine ausreichende Sicherung für eine Industrieanleihe. Daher wäre es unklug von Investoren, so eine Anleihe zum Nennwert zu kaufen. Dies ist ein gutes Beispiel für unsere Behauptung, dass eine Deckung in Höhe der doppelten Verzinsung unzureichend ist. Wenn sie hinreichend wäre, wie einige Investoren zu glauben scheinen, dann könnten die Eigner halbwegs

prosperierender Unternehmen mit 8 Prozent Gewinn aufs investierte Kapital ihr gesamtes Kapital durch den Verkauf von 4-prozentigen Anleihen zurückerhalten. Und sie hätten weiterhin die Kontrolle über das Unternehmen und darüber hinaus die Hälfte des Gewinns. So ein Arrangement wäre außerordentlich attraktiv für die Firmeninhaber, aber unsinnig aus Sicht der Aktienkäufer.

Unser Beispiel der Firma C wirft also etwas Licht auf den Einfluss des Zinssatzes auf die scheinbare Sicherheit der vorrangigen Wertpapiere. Wenn die Anleihenemission von 12.000.000 Dollar einen 6-prozentigen Zinssatz mit sich brächte, dann wären die Gewinne weniger als eineinhalbmals so hoch wie die Zinskosten von 720.000 Dollar. Nehmen wir nun an, Unternehmen D besitzt so eine Anleihenemission. Ein unachtsamer Investor, der sich beide Aufstellungen ansieht, könnte die 6-Prozent-Anleihen des Unternehmens D als unsicher ablehnen, weil die Zinsdeckung nur das 1,39-Fache beträgt, aber die Anleihen von Unternehmen C zum Nennwert akzeptieren, weil er mit einem Gewinn der doppelten Fixkosten zufrieden wäre. So eine unterschiedliche Einschätzung wäre kaum vernünftig. Unser Investor würde eine Anleihe ablehnen, nur weil er höhere Anleihenzinsen erhalten würde, und eine andere akzeptieren, weil er einen niedrigeren Zinssatz bekäme. Das Entscheidende jedoch ist, dass der Sicherheitsaufschlag hinter den Anleihenemissionen hoch genug angesetzt sein muss, um zu vermeiden, dass auch nur der Eindruck entsteht, die Sicherheit könne allein durch die Minderung des Zinssatzes erreicht werden.

Die gleiche Argumentation kann auf die Dividendenrendite von Vorzugsaktien angewendet werden. Da die Anleihen der Firma C aufgrund der überzogenen Höhe der Emission nicht sicher sind, werden sie wahrscheinlich mit einem beträchtlichen Abschlag gegenüber dem Nennwert gehandelt. Wir können nicht das korrekte Preisniveau für so eine Emission empfehlen, aber in Kap. 26 haben wir darauf hingewiesen, dass eine wegen mangelnder Sicherheitsmarge spekulative Anleihe gewöhnlich nicht über 70 gekauft werden sollte. Es ist auch möglich, dass die Aktien aufgrund der überhöhten Emission von Anleihen nicht zum Zwölffachen der Gewinne verkauft werden. Denn vorsichtige Aktienkäufer würden Unternehmen C als zu anfällig für finanzielle Risiken im Falle ungünstiger Entwicklungen meiden. Das Ergebnis könnte gut sein, dass Unternehmen C am Markt nicht wie geschätzt 18.000.000 Dollar wert ist, sondern die Kombination aus Aktien- und Anleihenemissionen weniger als 15.000.000 Dollar (Wert für Unternehmen B) oder sogar weniger als 12.000.000 Dollar (Wert für Unternehmen A) erzielen kann.

Als nüchterne Tatsache sollte erkannt werden, dass dieses ungünstige Ergebnis nicht unbedingt die Folge sein muss. Wenn Investoren unbedacht und Spekulanten enthusiastisch genug sind, könnten die Wertpapiere des Unternehmens C möglicherweise für 18.000.000 Dollar oder mehr am Markt verkauft werden. Doch so eine Position wäre unverbürgt und unsicher.³³³ Unsere Theorie der Kapitalstruktur kann die Verteilung des Unternehmens C in

keiner Hinsicht als mustergültig oder tragfähig anerkennen. Das deutet darauf hin, dass den Vorteilen, die man durch die Fremdkapitalfinanzierung gewinnt, klare Grenzen gesetzt sind. Diesen Punkt haben wir bereits in unseren Ausführungen zur optimalen Kapitalstruktur dargelegt, denn vorrangige Wertpapiere sind an dem Punkt kein Vorteil mehr, da ihre Summe höher ist als der Betrag, der sicher ausgegeben oder investiert werden kann.

Wir haben Unternehmen A als »überkonservativen« Typ der Kapitalaufteilung dargestellt; Unternehmen C könnte als »spekulativ« bezeichnet werden, wohingegen Unternehmen B sehr gut als »angemessen« oder »geeignet« eingestuft werden kann.

DER FAKTOR FREMDVERSCHULDUNG BEI DER SPEKULATIVEN KAPITALSTRUKTUR – Obwohl eine spekulative Kapitalstruktur die Gesamtheit der Wertpapiere eines Unternehmens aus dem üblichen Investmentkorridor wirft, vermag es, dem Aktienkapital einen klaren spekulativen Vorteil zu verschaffen. Eine 25-prozentige Gewinnsteigerung des Unternehmens C (von 1.000.000 Dollar auf 1.250.000 Dollar) bedeutet eine 50-prozentige Gewinnsteigerung pro Stammaktie (von 5,20 Dollar auf 7,70 Dollar). Deswegen werden spekulativ kapitalisierte Unternehmen während guter Zeiten oder *guter Märkte* zu relativ hohen Preisen gehandelt. Umgekehrt können sie natürlich einem höheren Wertverlust in Krisenzeiten unterliegen. Doch besteht ein deutlicher Vorteil darin, dass diese Emissionen, wenn sie inflationsbereinigt verkauft werden, viel mehr gewinnen als verlieren können.

Posten	1921	1923	1924	1929	Verhältnis der Zahlen von 1929 zu denen von 1921
Bruttoeinnahmen abzüglich Ausgaben*	20.574 \$	36.380 \$	38.356 \$	54.119 \$	2,63 : 1
Netto für Gebühren*	6.692	12.684	13.770	22.776	3,44 : 1
Feste Kosten und Vorzugsdividenden*	6.353	11.315	12.780	16.154	2,54 : 1
Bilanz für Stammaktien*	339	1.369	990	6.622	19,53 : 1
Basis 1921:†					
Anzahl der Stammaktien	92.000	100.000	100.000	130.000	1,41 : 1
Gewinn pro Aktie	3,68 \$	13,69 \$	9,90 \$	51,00 \$	13,86 : 1
Höchster Aktienkurs	6,5	44,75	209	ca. 2500	385,00 : 1
Prozentualer Gewinn beim Höchstkurs	56,6 %	30,6 %	4,7 %	2,04 %	0,037 : 1
Laut Bericht:					
Anzahl der Stammaktien	92.000	100.000	500.000	1.657.000	----
Gewinn pro Aktie	3,68 \$	13,69 \$	1,98 \$	4,00 \$	----
Höchster Aktienkurs	6,5	44,75	41,875	199	----

* In 1000

+ Zahl der Aktien und Preis korrigiert, um den Effekt der Bestandsdividenden und Split-ups zu eliminieren.

American Water Works and Electric Company

Die Aufzeichnungen über die Stammaktien der *American Water Works and Electric Company* von 1921 bis 1929 bieten ein geradezu märchenhaftes Bild in puncto Wertsteigerung, die zu einem großen Teil auf den Einfluss der spekulativen Kapitalstruktur zurückzuführen ist. Vier Jahresberichte aus der Zeit sind in der Tabelle oben zusammengefasst.

Der Käufer einer Stammaktie der *American Water Works* zum Höchstkurs des Jahres 1921 von 6,5 hätte, wenn er die Ausschüttungen in Aktien gehalten hätte, 1929 bei einem Höchstkurs von 199 12,5 Aktien besessen. Seine 6,50 Dollar wären also auf ca. 2500 Dollar angestiegen. Während der Marktwert der Stammaktien sich somit um den Faktor 400 erhöhte, hatten sich die Bruttoeinnahmen nur um das 2,6-Fache erhöht. Der überproportionale Anstieg der Marktkapitalisierung war, in der Reihenfolge ihrer Bedeutung, auf folgende Faktoren

zurückzuführen:

- Eine sehr viel höhere Gewichtung des Kriteriums Gewinn pro Aktie. 1921 wurde die Kapitalstruktur des Unternehmens so eingeschätzt, dass sie einen zu hohen Verschuldungsgrad aufwies. Seine Anleihen wurden zu einem niedrigen Preis gehandelt und der Gewinn pro Stammaktie wurde nicht ernst genommen, insbesondere da nicht einmal eine Dividende auf die Vorzugsaktien gezahlt wurde. 1929 führte die allgemeine Begeisterung für Versorgeraktien zu einer Bewertung, die fast das 50-Fache der höchsten jemals registrierten Gewinne betrug.
- Die spekulative Kapitalstruktur verschaffte den Stammaktien einen enormen Vorteil infolge der Expansion der Vermögensgegenstände und Gewinne. Fast alle zusätzlichen notwendigen Kapitalmittel wurden durch den Verkauf vorrangiger Wertpapiere aufgebracht. Folgendes ist zu bemerken: Während die Bruttoeinnahmen zwischen 1921 und 1929 um ca. 160 Prozent anstiegen, war der Saldo pro alter Stammaktie in der gleichen Zeit um das 14-Fache gestiegen.
- Wie das günstigere Netto-Brutto-Verhältnis zeigt, vergrößerte sich die Gewinnmarge in diesen Jahren. Die spekulative Kapitalstruktur verstärkt den Nutzen der zusätzlichen Nettogewinne für die Stammaktien überproportional.³³⁴

Andere Beispiele: Das Verhalten von Unternehmen mit spekulativer Kapitalstruktur unter verschiedenen äußeren Bedingungen wird in der folgenden Auswertung der *A. E. Staley Manufacturing Company*, eines Herstellers von Maisprodukten, gut verdeutlicht. Zum Vergleich dient eine entsprechende Auswertung der *American Maize Products Company*, eines konservativ kapitalisierten Unternehmens in der gleichen Branche.

Der eindrucksvollste Aspekt bei der *Staley*-Darstellung ist die ungewöhnliche Fluktuation der Jahresgewinne pro Stammaktie. Das Geschäft selbst unterliegt offensichtlich großen Schwankungen im jährlichen Nettogewinn. Die Auswirkungen dieser Gewinnschwankungen auf die Aktie werden durch die im Verhältnis zum Umfang der vorrangigen Wertpapiere sehr geringe Aktienkapitalisierung ungemein verstärkt.³³⁵ Die hohen Abschreibungen sind ein Äquivalent für hohe Fixkosten. Deshalb führte ein Verfall der Nettogewinne vor Abschreibungen von 3.266.000 Dollar im Jahr 1929 auf 1.540.000 Dollar im nächsten Jahr, also ein Rückgang um etwas über 50 Prozent, zu einem Gewinnrückgang pro Stammaktie von 84 Dollar auf nur 3,74 Dollar. Die Nettogewinne von *American Maize Products* waren ebenso variabel, doch die niedrigeren Vorbelastungen schmäleren die Fluktuationen bei den Gewinnen im Stammkapital.

Jahr	Netto vor Abschreibung (in 1000 \$)	Abschreibung (in 1000 \$)	Fixkosten und Dividenden der Vorzugsaktien (in 1000 \$)	Saldo für Stammaktien (in 1000 \$)	Gewinn pro Aktie (in \$)
1933	2.563	743	652	1.168	55,63
1932	1.546	753	678	114	5,43
1931	892	696	692	496 (d)	23,60 (d)
1930	1.540	753	708	79	3,74
1929	3.266	743	757	1.766	84,09
1928	1.491	641	696	154	7,35
1927	1.303	531	541	231	11,01
1926	2.433	495	430	1.506	71,77
1925	792	452	358	18 (d)	0,78 (d)
1924	1.339	419	439	481	22,89

A. E. Staley

Jahr	Netto vor Abschreibung (in 1000 \$)	Abschreibung (in 1000 \$)	Fixkosten und Dividenden der Vorzugsaktien (in 1000 \$)	Saldo für Stammaktien (in 1000 \$)	Gewinn pro Aktie (in \$)
1933	1.022	301	--	721	2,40
1932	687	299	--	388	1,29
1931	460	299	--	161	0,54
1930	1.246	306	22	918	3,06
1929	1.835	312	80	1.443	4,81
1928	906	317	105	484	1,61
1927	400	318	105	23 (d)	0,08 (d)

American Maize Products

Posten	<i>A. E. Staley</i>	<i>American Maize Products</i>
6 %-Anleihen	(4.000.000* zu 75) 3.000.000 \$	-----
7 \$-Vorzugsaktien	(50.000 Aktien zu 44) 2.200.000	-----
Stammaktien	(21.000 Aktien zu 45) 950.000	(300.000 Aktien zu 20) 6.000.000 \$
Gesamtkapitalisierung	6.150.000 \$	6.000.000 \$
Durchschnittserträge, 1927–1932, ungefähr	900.000	615.000
Prozentualer Gewinnanteil auf die Kapitalisierung von 1933	14,6 %	10,3 %**
Durchschnittliche Gewinne pro Stammaktie	14,76 \$	1,87 \$
Prozentuale Rendite auf den Stammaktienkurs	32,8 %	9,4 %**
Nettoumlaufvermögen, 31.12.1932	3.664.000 \$	2.843.000 \$
Nettoanlagevermögen, 31.12.1932	15.000.000 \$	4.827.000 \$

* Abzüglich der geschätzten Summe der nicht verkauften Anleihen

** Der Unterschied zwischen diesen beiden Zahlen ergibt sich aus der veränderten Behandlung der Vorzugsaktien zwischen 1927 bis 1930. Eine sehr kleine Menge an verbleibenden Vorzugsaktien von 1931 bis 1933 ist in der obigen Aufstellung unberücksichtigt.

Marktkapitalisierung (Stand Januar 1933)

EINE SPEKULATIVE KAPITALISIERUNG KANN ZU EINER UNANGEMESSENEN UNTERBEWERTUNG DES GESAMTUNTERNEHMENS FÜHREN – Die Marktsituation der *Staley*-Wertpapiere im Januar 1933 stellt eine praktische Bestätigung unserer theoretischen Auswertung von Unternehmen C dar. Die Kapitalstruktur mit ihrem zu hohen Verschuldungsgrad hatte für Anleihen und Vorzugsaktien einen niedrigen Kurs zur Folge; Letztere waren dabei von der temporären Aussetzung der Dividende 1931 betroffen. Das Ergebnis war, dass anstelle eines gestiegenen Gesamtwertes aufgrund der vorrangigen Wertpapiere das Unternehmen am Markt zu einem niedrigeren Wert gehandelt wurde als das konservative Unternehmen *American Maize Products*. (Letzteres zeigte ein normales Verhältnis von durchschnittlichen Gewinnen und Marktwert. Es sollte nicht als überkonservativ kapitalisiert bezeichnet werden, denn die Schwankungen bei den Jahresgewinnen würden sogar eine völlige Vermeidung von nennenswerten Emissionen vorrangiger Wertpapiere rechtfertigen. Andererseits wäre eine Anleihen- oder Vorzugsaktienemission von sehr geringer Größe weder von Vorteil noch von Nachteil.)

Die Feststellung, dass die *A. E. Staley Company* im Januar 1933 im Verhältnis zu *American Maize Products* unterbewertet war, wird durch die Zahlen für das aktuelle Umlaufvermögen und das Gesamtkapital bekräftigt. Die *Staley Company* wurde pro Dollar Buchwert lediglich zu einem Drittel des Kurses von *American Maize* gehandelt.

Die übermäßige Deflation einer spekulativen Anlage wie der *Staley-Aktien* während ungünstiger Märkte schafft die Möglichkeit einer erstaunlichen Kurssteigerung, wenn sich die Bedingungen verbessern, weil die Gewinne pro Aktie dann einen so gewaltigen Anstieg aufweisen. Man beachte, dass zu Anfang des Jahres 1927 die *Staley-Aktie* bei ungefähr 75 notierte und ein Jahr später bei fast 300. Ebenso entwickelten sich die Aktien von einem niedrigen Kurs von 33 im Jahr 1932 zu einem Kurs von 320 im Jahr 1939.

Ein spektakuläreres Beispiel für riesige Kursentwicklungen liefert uns *Mohawk Rubber*. 1927 verkaufte sich die Stammaktie für 15, womit die nachrangigen Wertpapiere, denen 1.960.000 Dollar in Vorzugsaktien vorgeordnet waren, nur mit insgesamt 300.000 Dollar bewertet wurden. Im Jahr 1926 verlor das Unternehmen 610.000 Dollar bei 6.400.000 Dollar Umsatzerlösen. 1927 fielen die Umsatzerlöse auf 5.700.000 Dollar, doch gab es einen Nettogewinn von 630.000 Dollar. Wegen der geringen Menge an Stammaktien führte das zu einem Gewinn pro Stammaktie von 23 Dollar. Der Kurs der Aktie stieg infolgedessen von seinem niedrigsten Stand von 15 im Jahr 1927 auf 251 im Jahr 1928. 1930 verlor das Unternehmen wiederum 669.000 Dollar und im nächsten Jahr fiel der Kurs auf den Gegenwert von nur 4 Dollar.

In einem Unternehmen mit spekulativer Kapitalstruktur profitieren die Aktionäre auf Kosten der Inhaber vorrangiger Wertpapiere. Der Aktionär setzt wenig eigenes Geld und viel von dem Geld der Besitzer vorrangiger Wertpapiere ein. Das Verhältnis zwischen beiden ist ein Fall von »Ich gewinne bei Kopf, du verlierst bei Zahl«. Diese strategisch vorteilhafte Position des Stammaktionärs bei relativ geringem Einsatz ist ein Extremfall des sogenannten »Handels mit Eigenkapital«. Oder mit anderen Worten, er hat eine »preiswerte Wette« auf die zukünftigen Gewinne des Unternehmens abgeschlossen.

DER SPEKULATIVE REIZ DES »FINANZSCHWACHEN« AKTIENKAPITALS – Unsere Erörterung der festverzinslichen Anlage hat die (bis zur Unbilligkeit) nachteilige Position der Besitzer vorrangiger Wertpapiere bei relativ geringem Eigenkapital so stark wie möglich hervorgehoben. Es stellt sich unweigerlich die Frage, ob es bei so einer Aufteilung nicht entsprechende Vorteile für die Stammaktie gibt, von denen sie ein hohes Maß an spekulativer Attraktivität erfährt. Diese Untersuchung würde uns vollends außerhalb des Feldes der Aktieninvestition führen und stattdessen eine Expedition in das Gefilde der intelligenten oder sogar wissenschaftlichen Spekulation darstellen.

Wir haben an dem *Staley*-Beispiel bereits gesehen, dass sich eine spekulative

Kapitalstruktur in schlechten Zeiten gegensätzlich auf den Börsenkurs von vorrangigen Wertpapieren auf der einen und Stammaktien auf der anderen Seite auswirken kann. Während so einer Zeit erzielen die Aktionäre keinen gegenwärtigen Nutzen auf Kosten der Anleiheninhaber. Diese Tatsache beeinträchtigt deutlich den Spekulationsvorteil, der den Stammaktien innewohnt. Es ist leicht, zu empfehlen, dass diese Aktien nur zu Zeiten gekauft werden sollten, wenn sie infolge vorübergehend ungünstiger Geschäftsbedingungen außergewöhnlich günstig gehandelt werden.

Doch das geht an der eigentlichen Frage vorbei, da vorausgesetzt wird, dass der kluge Spekulant diese unnormalen und kurzzeitigen Konditionen immer feststellen und erwarten kann. Wenn dem so wäre, könnte er viel Geld verdienen, unabhängig von der Art der gekauften Stammaktien. Unter solchen Bedingungen wäre er besser beraten, hochwertige Stammaktien zu günstigen Kursen zu kaufen anstatt spekulative Emissionen.

PRAKTISCHE KONSEQUENZEN DES GESAGTEN – Um all das auf Praxistauglichkeit zu prüfen, muss der Kauf von spekulativen Stammaktien bei allgemeinen oder Marktbedingungen, die als normal gelten, untersucht werden, also bei Kursen, die nicht eine offensichtliche Über- oder Unterbewertung darstellen. Vorausgesetzt, dass der Anleger (1) sein Kapital streut und (2) eine einigermaßen gute Urteilskraft besitzt, um Unternehmen mit zufriedenstellenden Prognosen auszuwählen, sollte er langfristig ganz erheblich von Engagements dieser Art profitieren. Bei solchen Käufen sollte vernünftigerweise solchen Unternehmen der Vorzug gegeben werden, in denen das Gros der vorrangigen Wertpapiere aus Vorzugsaktien anstatt aus Anleihen besteht. Eine derartige Anlage behebt oder verringert die Gefahr des Untergangs der Stammaktien durch Zahlungsverzug in schlechten Zeiten und gestattet es dem Stammaktionär, seine Position zu halten, bis der Aufschwung wieder einsetzt. (Doch gerade weil der Vorzugsaktienvertrag den Inhaber von Stammaktien auf diese Weise begünstigt, ist es für den Inhaber von Vorzugsaktien nachteilig.)

Wir dürfen dennoch nicht die besonderen praktischen Schwierigkeiten bei jeder Einzelinvestition vergessen, den erwarteten Gewinn in voller Höhe zu erzielen. Wie in dem analogen Fall der Wandelanleihen bereits dargelegt, kommt der Inhaber in ein Dilemma, sobald sich ein nennenswerter Gewinn einstellt, denn er kann nur weitere Gewinne erzielen, indem er die bereits aufgelaufenen wieder riskiert. So wie eine Wandelanleihe ihren spezifischen Vorteil verliert, wenn der Kurs bis zu einem Punkt ansteigt, der außerhalb der reinen Investmentkategorie steht, wird ein Investment in spekulative Stammaktien mit steigenden Kursen allmählich zu einer immer substanzielleren Anlage. In unserem *Mohawk-Rubber*-Beispiel konnte der kluge Käufer zu einem Kurs von 15 nicht erwarten, die Aktie bis jenseits von 100 zu halten – obwohl der Kurs später bis auf 250 anstieg –, denn bei 100 oder schon darunter hatten die Aktien den typischen Charakter einer spekulativen Stammaktie

bereits verloren.

KAPITEL 41

PREISGÜNSTIGE STAMMAKTIEN. EINE ANALYSE DER EINKOMMENSQUELLE

PREISGÜNSTIGE AKTIEN

Die im vorherigen Kapitel erörterten Charakteristika werden in der Öffentlichkeit im Zusammenhang mit *preisgünstigen Stammaktien* gesehen. Die Mehrheit der Emissionen aus Spekulationsgeschäften wird in der Tat zu günstigen Kursen verkauft. Die Definition von »preisgünstig« muss natürlich ein wenig flexibel sein. Kurse unter 10 Dollar pro Aktie gehören ohne Frage in diese Kategorie. Jene über 20 Dollar pro Aktie sind für gewöhnlich ausgenommen, sodass die Trennlinie irgendwo zwischen 10 Dollar und 20 Dollar liegt.

ARITHMETISCHER VORTEIL PREISGÜNSTIGER EMISSIONEN – Preisgünstige Stammaktien haben scheinbar einen inhärenten arithmetischen Vorteil, der sich aus der Tatsache ergibt, dass sie stärker steigen als fallen können. Es ist ein Allgemeinplatz des Wertpapiermarkts, dass eine Aktie leichter von 10 auf 40 steigt als von 100 auf 400. Diese Tatsache ergibt sich teilweise aus den Präferenzen der Spekulanten-Öffentlichkeit, die im Allgemeinen Aktien im Bereich von 10 bis 40 eher zugetan ist als denen über 100. Aber es ist auch richtig, dass in vielen Fällen preisgünstige Stammaktien dem Inhaber die Möglichkeit verschaffen, mit relativ geringem finanziellen Engagement Teilhaber eines ziemlich großen Unternehmens zu sein.

Eine statistische Untersuchung zum relativen Preisverhalten von Industrieaktien in unterschiedlichen Preissegmenten wurde in der Aprilausgabe 1936 des *Journal of Business of the University of Chicago* veröffentlicht.³³⁶ Die Studie war der Periode 1926 bis 1935 gewidmet³³⁷ und enthüllte eine anhaltende Überlegenheit der gestreuten niedrigpreisigen Emissionen gegenüber den gestreuten hochpreisigen Emissionen als Spekulationsobjekt. Das folgende Zitat aus der Studie fasst die Ergebnisse und Schlussfolgerungen des Autors zusammen:

»Sofern es keine ernsthaften nicht kompensierten Fehler im statistischen Teil gibt,

scheint die Untersuchung geeignet, die Existenz bestimmter Beziehungen zwischen Kursniveau und Kursfluktuationen nachzuweisen, über die bisher nicht von Studenten als Phänomen des Aktienmarkts berichtet wurde. Diese Beziehungen können kurz dargelegt werden:

- Preisgünstige Aktien scheinen verhältnismäßig stärker zu fluktuieren als hochpreisige Aktien.
- Auf einem Hausse-Markt neigen die preisgünstigen Aktien zu einem verhältnismäßig höheren Anstieg als die hochpreisigen Aktien und sie verlieren diese besseren Gewinne nicht in den folgenden Rezessionen. Mit anderen Worten, die Abwärtsbewegungen der preisgünstigen Aktien entsprechen nicht ihren Aufwärtsbewegungen im Vergleich zu den Auf- und Abwärtsbewegungen der hochpreisigen Aktien.«

Vorausgesetzt, (1) das zukünftige Verhalten der unterschiedlichen Preissegmente wäre ähnlich ihrem Verhalten in der Vergangenheit und (2) die Aktienauswahl auf der Basis der Aktivitäten des laufenden Jahres wäre, wenn überhaupt, nicht vollständig für die Überlegenheit der Aktien mit niedrigen Kursen verantwortlich, könnte man daraus die folgenden Schlussfolgerungen ziehen:

- Preisgünstige Industrieaktien bieten größere Chancen auf Spekulationsprofite als hochpreisige Industrieaktien.
- Für den Fall, dass zwei oder mehr Industrieunternehmen gleiche Gewinnaussichten versprechen, sollte der Spekulant die Aktie mit dem niedrigsten Preis kaufen.

EINIGE GRÜNDE, WARUM DIE MEISTEN KÜUFER PREISGÜNSTIGER AKTIEN GELD VERLIEREN – Die ausgesprochene Vorliebe der Öffentlichkeit für »billige Aktien« würde demnach eine solide logische Basis haben. Doch ist zweifellos wahr, dass die meisten Besitzer preisgünstiger Aktien Geld verlieren. Warum ist das so? Die Ursache ist, dass die Öffentlichkeit Aktien kauft, die ihr von jemandem *verkauft* werden, und die Verkaufsanstrengung dient der Begünstigung des Verkäufers und nicht des Käufers. Folge ist, dass das Gros »preisgünstiger« Aktienkäufe verkehrt ist, das heißt, sie bringen dem Käufer nicht die eigentlichen Vorteile dieser Wertpapierart. Der Grund dafür mag entweder sein, dass die Unternehmen in einer schlechten finanziellen Situation sind oder die Stammaktien nur preisgünstig scheinen und faktisch eine überzogene Verbindlichkeit in Relation zur Größe des Unternehmens darstellen. Letzteres trifft überwiegend für Neuemissionen im preisgünstigen Segment zu. In solchen Fällen wird ein Pseudo-Niedrigkurs durch den einfachen Kunstgriff ausgebildet, dass eine so

große Aktienmenge geschaffen wird, dass auch bei einem kleinen Betrag pro Aktie die Gesamtkapitalisierung enorm groß ist. Dies trifft von jeher für die Emission von Minenaktien zu, es traf ebenso bei den Emissionen von Spirituosenaktien von 1933 und den Flugzeugemissionen von 1938 bis 1939 zu.

Wirklich preisgünstige Stammaktien haben eine Gesamtkapitalisierung, die im Vergleich zu den Vermögenswerten, Umsätzen sowie vergangenen und erwarteten zukünftigen Gewinnen gering ist. Die folgenden Beispiele werden den Unterschied zwischen »echtem« und »scheinbarem Niedrigkurs« erläutern.

Posten	<i>Wright-Hargreaves Mines, Ltd. (Goldminen)</i> (in \$)	<i>Barker Bros. Corp. (Einzelhandel)</i> (in \$)
Juli 1933:		
Kurs Stammaktien	7 \$	5 \$
Zahl der ausgegebenen Aktien	5.500.000	148.000
Gesamte Aktienkapitalisierung	38.500.000	743.000
Nennwert der Vorzugsaktien	-----	2.815.000
Marktwert der Vorzugsaktien	-----	500.000
Jahr 1932:		
Umsätze	3.983.000	8.154.000
Nettogewinn	2.001.000*	703.000(d)
1924–1932:		
Höchste Umsätze	3.983.000	16.261.000
Höchste Nettogewinne	2.001.000*	1.100.000
Höchste Gewinne pro Stammaktie	0,36*	7,59
Nettoumlaufvermögen, Dez. 1932	1.930.000	5.010.000
Nettosachvermögen, Dez. 1932	4.544.000	7.200.000

* Vor Substanzverzehr.

Die *Wright-Hargreaves*-Emission war nur dem Schein nach preisgünstig, denn tatsächlich verzeichnete der Kurs einen sehr hohen Wert für das Unternehmen im Vergleich zu allen

Teilen seiner finanziellen Ausstattung. Das Gegenteil war der Fall bei *Barker Brothers*, denn hier war die Bewertung mit 743.000 Dollar in Stammaktien besonders niedrig im Verhältnis zur Größe des Unternehmens. (Man beachte auch, dass die gleiche Aufstellung für die *Barker-Brothers*-Vorzugsaktie gelten könnte, die bei ihrer Kursnotierung von 18 an den Qualitäten einer preisgünstigen Stammaktie teilhatte.)³³⁸

Die Beobachtung des Aktienmarkts wird zeigen, dass die Stammaktien von Gesellschaften, die einer Konkursverwaltung entgegensehen, wahrscheinlich stärker gehandelt werden als solche, die nur wegen ihrer momentan schwachen Gewinne sehr niedrig im Kurs stehen. Dieses Phänomen wird durch den Wunsch von Insidern hervorgerufen, ihren Aktienbesitz zu veräußern, bevor die Konkursverwaltung ihn auslöscht. Dadurch wird ein großes Angebot dieser Aktien zu einem niedrigen Kurs veräußert und gelegentlich auch durch skrupellose Versuche, sie an die unvorsichtige Öffentlichkeit zu verkaufen. Doch wo preisgünstige Stammaktien unsere Bedingungen für attraktive Spekulationen erfüllen, gibt es keinen Druck, zu verkaufen, und kein Bestreben, den Handel anzuregen. Somit ruht die Emission und findet nur wenig öffentliches Interesse. Diese Analyse mag erklären, warum die Öffentlichkeit fast immer die verkehrten preisgünstigen Aktien kauft und die wirklich aussichtsreichen Gelegenheiten ignoriert.

NIEDRIGER PREIS GEKOPPELT AN SPEKULATIONSKAPITALISIERUNG – Spekulativ kapitalisierte Unternehmen sind gemäß unserer Definition von einer hohen Anzahl an vorrangigen Wertpapieren und einer vergleichsweise kleinen Ausgabe an Stammaktien gekennzeichnet. Obwohl die Stammaktien in den meisten Fällen zu einem niedrigen Kurs pro Aktie notieren, muss dies nicht unbedingt der Fall sein, wenn der Aktienanteil gering ist. Im *Staley*-Fall zum Beispiel wäre die Kapitalisierungsstruktur 1933 sogar noch bei 50 Dollar pro Stammaktie spekulativ, da Anleihen und Vorzugsaktien zum Nennwert über 90 Prozent der Gesamtsumme des Unternehmenswerts ausmachten. Und es ist richtig, dass sogar dort, wo es keine vorrangigen Wertpapiere gibt, die Stammaktien gleiche Möglichkeiten haben wie diejenigen von spekulativ kapitalisierten Unternehmen. Diese Möglichkeiten kommen vor, wo immer der kumulierte Marktwert der Stammaktien im Verhältnis zur Unternehmensgröße eine kleine Summe ausmacht, wie auch immer die Kapitalstruktur sich zusammensetzt. Dies soll die folgende Gegenüberstellung von *Mandel Brothers, Inc.*, und *Gimbel Brothers, Inc.*, zwei Kaufhausunternehmen, von September 1939 illustrieren.

Posten	<i>Gimbel Bros.</i>	<i>Mandel Bros.</i>
September 1939:		
Nennwert der Anleihen	26.753.000 \$	-----

Vorzugsaktien	197.000 Aktien zu 50	-----
Stammaktien	9.850.000 \$	-----
Gesamtkapitalisierung	977.000 Aktien zu 8	297.000 Aktien zu 5
Ergebnisse für 12 Monate zum 31. Juli 1939:	7.816.000	1.485.000 \$
Umsätze	44.419.000 \$	1.485.000 \$
Nettoergebnis vor Zinsen	87.963.000 \$	17.883.000 \$
Saldo für Stammaktien	1.073	155.000
Gewinn pro Aktie	1.105(d)	155.000
Zeitraum 1934–1938*:	1,13(d)	0,52
Höchster Umsatz (1937)	100.081.000 \$	19.378.000 \$
Maximale Nettoerträge (1937) für Stammaktien	2.032.000	414.000
Maximale Erträge je Stammaktie (1937)	2,08	1,33
Stammaktienhöchstpreis	29,375 (1937)	18 (1938)
Durchschnittliche Erträge je Stammaktie 31. Januar 1939:	0,23	0,46
Nettobetriebskapital	22.916.000 \$	4.043.000 \$
Nettosachanlagen	75.614.000	6.001.000
Mietkosten 1937	1.401.000	867.000

* Basierend auf den Schätzungen der Bilanz vom 31. Januar.

Gimbel Brothers präsentiert ein typisches Bild eines spekulativ kapitalisierten Unternehmens. Andererseits haben die *Mandel Brothers* keine den Stammaktien gegenüber vorrangigen Wertpapiere emittiert. Unabhängig davon verleiht der verhältnismäßig niedrige kumulierte Marktwert aller Aktien den Anteilen jedoch ähnliche Spekulationsmöglichkeiten wie bei der *Gimbel Brothers, Inc.*, (wenn auch in geringerem Maße). Man beachte indes, dass die Mietzahlungen der *Mandel Brothers* proportional viel höher sind als die der *Gimbel Brothers* und diese Mietzahlungen eigentlich vorrangigen Wertpapieren entsprechen.

GROSSER UMSATZ UND HOHE PRODUKTIONSKOSTEN, DIE SPEKULATIVEN KAPITALSTRUKTUREN ENTSPRECHEN – Dieses Beispiel sollte unsere Auffassung von spekulativ angelegten Stammaktien erweitern. Die spekulative oder *Grenz*-Position kann aus irgendeinem Grund entstehen, der den Stammaktien zur Verfügung stehenden Bruttoanteil auf einen unterdurchschnittlichen Wert absenkt und daher einen in Relation zum Geschäftsvolumen

niedrigen Stammaktienkurs erzeugt. Ungewöhnlich hohe Betriebs- oder Produktionskosten haben den gleichen Effekt wie überhöhte Kosten für vorrangige Wertpapiere, die den für die Stammaktien verfügbaren Bruttoanteil reduzieren. Das folgende hypothetische Beispiel von drei Kupferproduzenten wird diesen Punkt verständlicher machen und zu einigen Schlüssen zum Thema großer Output versus geringe betriebliche Aufwendungen führen.

Posten	Unternehmen A	Unternehmen B	Unternehmen C
Kapitalisierung:			
6 %-Anleihen	----	50.000.000	-----
Stammaktien	1.000.000 Aktien	1.000.000 Aktien	1.000.000 Aktien
Output	100.000.000 Pfund	150.000.000 Pfund	150.000.000 Pfund
Produktionskosten (vor Zinsen)	7c	7c	9c
Zinskosten pro Pfund	----	2c	--
Gesamtkosten pro Pfund A	7c	9c	9c
Geschätzter Kupferpreis	10c	10c	
Gewinn pro Pfund	3c	1c	
Produktion je Aktie	100 Pfund	150 Pfund	
Gewinn pro Aktie	3 \$	1,50 \$	
Fiktiver Aktienkurs bei 10-Fachem des Gewinns	30 \$	15 \$	
Output pro Dollar Marktkapitalisierung B	3,33 Pfund	10 Pfund	
Angenommener Kupferpreis	13c	13c	
Gewinn pro Pfund	6c	4c	
Gewinn je Aktie	6 \$	6 \$	
Fiktiver Aktienkurs bei 10-maligen Erträgen	60 \$	60 \$	
Output pro Dollar Marktkapitalisierung	1,66 Pfund	2,5 Pfund	

Es ist kaum erforderlich, darauf hinzuweisen, dass die höheren Produktionskosten des Unternehmens C genau den gleichen Effekt haben werden wie die höheren Zinskosten von Unternehmen B (vorausgesetzt, dass Output und Produktionskosten gleich bleiben).

DAS ABGELEITETE GRUNDPRINZIP – Die vorangehende Tabelle ist vielleicht eher deswegen

nützlich, weil sie konkret das antiproportionale Verhältnis aufzeigt, das normalerweise zwischen Gewinn pro Einheit und Output pro Dollar Marktkapitalisierung besteht.

Das Grundprinzip kann so formuliert werden: Je geringer die Stückkosten sind, desto geringer ist die Produktion pro Dollar Marktkapitalisierung und umgekehrt. Da Unternehmen A Kosten pro Einheit von 7 Cent hat, erzielen seine Aktien einen höheren Kurs pro Pfund Output als die von Unternehmen C mit seinen Kosten von 9 Cent. Umgekehrt produziert Unternehmen C mehr Pfund pro Dollar an Aktienkapitalisierung. Diese Tatsache ist nicht ohne Bedeutung vom Standpunkt der Spekulationsmethode. Wenn ein Preisanstieg der Gebrauchsgüter stattfindet, dann wird normalerweise bei den Aktien der teuren Produzenten ein größerer prozentualer Kursgewinn als bei den Aktien der preiswerten Produzenten erfolgen. Die vorangehende Tabelle zeigt, dass ein Preisanstieg bei Kupfer von 10 auf 13 Cent den Wert der Aktien von Unternehmen A um 100 Prozent und den Wert der Aktien von Unternehmen B und C um 300 Prozent steigern würde. Im Gegensatz zur allseitigen Überzeugung an der Wall Street sind die Aktien der teuren Produzenten vernünftligere Anlagen als die der preiswerten Produzenten, wenn der Käufer davon überzeugt ist, dass ein Preisanstieg des Produkts bevorsteht und er diese Überzeugung bis zum Äußersten ausschöpfen möchte.³³⁹ Genau der gleiche Vorteil trifft beim Verkauf von spekulativ kapitalisierten Stammaktien zu, wenn eine deutliche Verbesserung von Umsätzen und Gewinnen mit großer Wahrscheinlichkeit erwartet werden kann.

DIE EINKOMMENSQUELLEN

»Einkommensquelle« wird normalerweise als gleichbedeutend mit »Art des Geschäfts« angesehen. Diese Erwägung hat viel damit zu tun, auf welcher Grundlage Investoren die Gewinne pro Aktie eines Unternehmens bewerten. Verschiedene »Multiplikatoren« werden für verschiedene Branchen eingesetzt, doch müssen wir darauf hinweisen, dass diese Unterschiede mit dem Wechsel der Zeiten selbst Veränderungen unterliegen.³⁴⁰ Vor dem Zweiten Weltkrieg waren die Eisenbahnaktien aufgrund ihrer vermeintlichen Stabilität am großzügigsten von allen bewertet. Von 1927 bis 1929 wurde die Gruppe der Versorgungsbetriebe wegen ihres stabilen Wachstums in der Vergangenheit mit dem höchsten Kurs-Gewinn-Verhältnis gehandelt. Zwischen 1933 und 1939 verringerten ungünstige Gesetze und insbesondere die Furcht vor Konkurrenz durch Staatsbetriebe die Attraktivität der Versorger. Die großzügigsten Bewertungen kamen den großen und gut verwurzelten Industrieunternehmen zugute, die während der Depression beträchtliche Gewinne beibehalten konnten und günstige Langzeitperspektiven aufwiesen. Wegen dieser wiederholten Schwankungen in Verhalten und Popularität muss die Wertpapieranalyse in der Festsetzung

von eindeutigen Regeln zur Bewertung eines Unternehmenstyps gegenüber einem anderen zögerlich sein. Es ist eine Binsenweisheit, festzustellen, dass die Aktiengewinne umso großzügiger bewertet werden sollten, je beeindruckender die bisherige Bilanz ist und je aussichtsreicher die Perspektiven für Stabilität und Wachstum sind – gemäß unserem Prinzip, dass ein Multiplikator von höher als ca. 20 (das heißt eine Gewinnbasis von weniger als 5 Prozent) die Aktie aus der lohnenden Investmentkursspanne herausführt.

EINE BESONDERE PHASE – *Drei Beispiele*: Ein ertragreicheres Feld für die Analysetechnik wird in solchen Fällen vorgefunden, wo die Einkommensquelle im Verhältnis zu spezifischen Aktivposten des Unternehmens untersucht werden muss, anstatt nur im Verhältnis zur Branche des Unternehmens. Dieser Punkt ist ganz wichtig, wenn ein beträchtlicher Anteil des Gewinns aus Beteiligungen oder einer anderen fixen und zuverlässigen Quelle hervorgeht. Drei Beispiele mögen diesen eher spitzfindigen Aspekt der Stammaktienanalyse beleuchten:

NORTHERN PIPE LINE COMPANY – Für die Jahre 1923 bis 1925 wies die Gesellschaft folgende Gewinne und Dividenden aus:

Jahr	Nettogewinne (in \$)	Gewinn pro Aktie* (in \$)	Gezahlte Dividende (in \$)
1923	308.000	7,70	10 plus 15 extra
1924	214.000	5,35	8
1925	311.000	7,77	6

* Kapitalisierung, 40.000 Stammaktien.

Im Jahr 1924 wurden die Aktien für nur 72, im Jahr 1925 für nur 67,5 und im Jahr 1926 für 64 verkauft. Diese Kurse waren insgesamt etwas weniger als das Zehnfache des ausgewiesenen Gewinns und spiegelten einen Mangel an Begeisterung für die Aktien wider infolge eines angekündigten Gewinnrückgangs im Vergleich zu den Zahlen der Vorjahre und infolge gefallener Dividenden.

Eine Analyse des Erfolgskontos hätte jedoch die folgende Aufteilung der Einkommensquellen enthüllt:³⁴¹

Einkommen	1923 (in \$)		1924 (in \$)		1925 (in \$)	
	Gesamt	Je Aktie	Gesamt	Je Aktie	Gesamt	Je Aktie
Eingenommen aus:	179.000	4,48	69.000	1,71	103.000	2,57

Pipelinegeschäften	164.000	4,10	159.000	3,99	170.000	4,25
Zinsen und Mieten	-35.000	-0,88	-14.000	0,35	38.000	0,95
Einmalerträgen	308.000	7,70	214.000	5,35	311.000	7,77

Dieses Erfolgskonto ist bemerkenswert, da der größere Teil der Gewinne anderen Quellen entstammt als dem Pipelinegeschäft selber. Ungefähr 4 Dollar pro Aktie wurden regulär aus Investment- und Mietbeteiligungen eingenommen. Die Bilanz zeigte Bestände von nahezu 3.200.000 Dollar (oder 80 Dollar pro Aktie) in Kriegsanleihen (Liberty Bonds) und anderen erstklassigen vermarktbareren Wertpapieren mit Zinserträgen von etwa 4 Prozent.

Diese Tatsache bedeutete, dass eine besondere Bewertungsgrundlage auf die Gewinne pro Aktie angewandt werden muss, weil die normale »Zehnfach-Gewinn«-Basis zu einem widersinnigen Ergebnis führen würde. Erstklassige Investments von 80 Dollar pro Aktie würden einen Gewinn von 3,20 Dollar pro Aktie einbringen, bei einem Kurs-Gewinn-Faktor von zehn wären diese 80 Dollar also nur 32 Dollar pro Aktie wert, eine *reductio ad absurdum*. Offensichtlich sollte der Teil der Gewinne der *Northern Pipe Line Company*, der aus ihren Anleihenbeständen hervorging, folgerichtig höher bewertet werden als der Gewinnanteil aus dem volatilen Pipelinegeschäft. Eine solide Bewertung der *Northern Pipe Line*-Aktien hätte somit analog zu den nachstehenden Vorschlägen erfolgen müssen. Die Pipelinegewinne hätten aufgrund ihrer ungünstigen Prognose auf einer niedrigen Basis bewertet werden müssen. Die Zins- und Mieteinnahmen müssen demnach auf einer Basis bewertet werden, die mit dem aktuellen Wert der das Einkommen erzielenden Vermögenswerte übereinstimmt. Diese Analyse macht deutlich, dass die *Northern Pipe Line*-Aktie bei einem Kurs von 64 im Jahr 1926 weit unter ihrem eigentlichen Wert gehandelt wurde.³⁴²

	Durchschnitt 1923–1925* (in \$)	Bewertungsbasis (in %)	Wert pro Aktie (in \$)
Gewinn pro Aktie aus dem Pipelinegeschäft	2,92	15 (6,66-malige Erträge)	20
Gewinn pro Aktie aus Zinsen und Mieten	4,10	5 (20-facher Gewinn)	80
Gesamt	7,02	-----	100

* Einmalige Gewinne und Verluste sind nicht berücksichtigt.

DIE LACKAWANNA SECURITIES COMPANY – Diese Gesellschaft wurde gegründet, um ein großes Paket von 4-Prozent-Anleihen der *Glen Alden Coal Company* zu halten, das sich vorher im

Besitz der *Delaware, Lackawanna and Western Railroad Company* befunden hatte, und ihre Aktien wurden anteilig an die *Delaware, Lackawanna and Western*-Aktionäre ausgeschüttet. Die *Securities Company* hatte 844.000 Stammaktien ausgegeben. Am 31.12.1931 bestand der einzige Aktivposten – neben ungefähr einem Dollar pro Aktie in bar – aus 4-prozentigen erststelligen Hypothekenanleihen der *Glen Alden Company* mit einem Nennwert von 51.000.000 Dollar. Im Jahr 1931 sah das Erfolgskonto so aus:

Zinseinnahmen aus <i>Glen-Alden</i>-Anleihen	2.084.000 \$
Abzüglich:	
Ausgaben	17.000 \$
Bundessteuern	250.000 \$
Saldo für Aktien	1.817.000 \$
Gewinn pro Aktie	2,15 \$

Oberflächlich betrachtet schien der Kurs von 23 im Jahr 1932 für einen Aktienertrag von 2,15 Dollar nicht aus dem Rahmen zu fallen. Doch diese Erträge resultierten nicht aus den üblichen Handels- oder Produktionsprozessen, sondern aus Anleihen, die wahrscheinlich eine hochwertige Investition waren. (1931 verdiente die *Glen Alden Coal Company* 9.550.000 Dollar, von denen 2.151.000 Dollar für Zinszahlungen zur Verfügung standen, womit die Anleihen viereinhalbfach gedeckt waren.) Durch die Bewertung dieser Zinserträge auf einer Basis von circa 10 Prozent bewertete der Markt die *Glen Alden*-Anleihen mit nur 37 Cent auf den Dollar. (Der Kurs von 23 einer Aktie der *Lackawanna Securities* entsprach einer *Glen Alden*-Anleihe mit Nennwert 60 Dollar zum Kurs von 37 plus einem Dollar in bar.)

Auch hier führte die Analyse, wie bei dem Beispiel der *Northern Pipe Line*, zu einer offenkundigen Unterbewertung dieser besonders situierten Emission.

Posten	Kurs vom Dezember 1931 (in \$)	Marktwert (in \$)
Kapitalisierung		
2.240.000 Aktien von 7 % Klasse A (Nennwert 20 \$)	6	13.440.000
3.300.000 Stammaktien	2,25	<u>7.425.000</u>
Gesamt	----	20.825.000
Nettogewinn für das Jahr 1931	----	ca. 2.200.000
Gewinn pro Aktie der Klasse A	----	ca. 1
Gewinn für Stammaktie nach Zahlung der Klasse A-Dividende	----	nichts
Dividende gezahlt auf Klasse A	----	0,80

Tobacco Products Corporation

TOBACCO PRODUCTS CORPORATION OF VIRGINIA – Bei diesem Beispiel, wie in den anderen beiden, notierte die Gesellschaft am Markt mit dem Zehnfachen der letzten gemeldeten Gewinne. Doch die Gewinne der *Tobacco Products* von 1931 stammten gänzlich aus der Verpachtung bestimmter Wirtschaftsgüter an die *American Tobacco Company*, die eine jährliche Pacht von 2.500.000 Dollar für 99 Jahre von 1923 an vorsah. Weil die *American Tobacco Company* ohne Zweifel imstande war, ihren Verpflichtungen nachzukommen, hatte diese jährliche Pacht den gleichen Wert wie Zinsen auf eine hochwertige Investition. Sie war daher viel mehr als das Zehnfache der daraus resultierenden Gewinne wert. Dies bedeutete, der Marktwert der *Tobacco Products*-Aktien lag im Dezember 1931 weit unter dem, was durch die damalige Lage des Unternehmens gerechtfertigt gewesen wäre. (Der Pachtwert war tatsächlich auf etwa 35.600.000 Dollar auf amortisierter Basis berechnet. Die Gesellschaft besaß auch eine große Menge an Aktien der *United Cigar Stores*, die sich später als praktisch wertlos erwiesen, doch diese zusätzlichen Bestände beeinträchtigten natürlich nicht den Wert der *American Tobacco*-Verpachtung.)

DER STELLENWERT DERARTIGER SITUATIONEN – Das Analysefeld der vorangehenden Beispiele ist nicht quantitativ wichtig, denn nur ein sehr kleiner Prozentsatz der untersuchten Gesellschaften fällt in diese Gruppe. Situationen dieser Art treten aber häufig genug auf, um dieser Erörterung einen praktischen Wert zu geben. Dieser könnte auch darin bestehen, noch einmal die beträchtliche methodische Differenz zwischen der kritischen Herangehensweise der Wertpapieranalyse und den höchst oberflächlichen Reaktionen und Wertungen des Aktienmarktes aufzuzeigen.

ZWEI EMPFOHLENE VERFAHRENSGRUNDSÄTZE – Wenn gezeigt werden kann, dass bestimmte Bedingungen wie die zuletzt erörterten der Unterbewertung Vorschub zu leisten scheinen, dann sind zwei unterschiedliche Verfahrensgrundsätze zu empfehlen. Zuerst bieten wir Wertpapieranalysten die Möglichkeit, diese Unterbewertungen aufzuspüren und schlussendlich von ihnen zu profitieren. Doch gibt es auch Anzeichen dafür, dass die Kapitaldisposition, die zu solchen Unterbewertungen führt, falsch ist und dass die Aktionärsinteressen eine Korrektur dieses Fehlers erfordern. Schon die Tatsache, dass Unternehmen, die wie *Northern Pipe Line* oder *Lackawanna Securities* konstituiert sind, dazu neigen, am Markt weit unter ihrem wahren Wert gehandelt zu werden, beweist klar und deutlich, dass das ganze Konzept vom Standpunkt der Geschäftsinhaber verkehrt ist.

Unter dem Strich geht es bei diesen Fällen um ein Grundprinzip der Konsistenz. Für ein Unternehmen der Pipelinebranche ist es inkonsistent, einen großen Teil seines Geldes in festverzinsliche Wertpapiere zu stecken. Der ganze Aufbau von *Lackawanna Securities* war insofern inkonsistent, als eine vermutlich hochwertige Anleihe, die Investoren bereitwillig zu einem fairen Preis kaufen würden, durch eine gesichtslose Aktie ersetzt wurde, die niemand kaufen wollte, es sei denn zu einem außergewöhnlich niedrigen Preis. (Hinzu kam eine schwere und unnötige Last in Form der Unternehmenseinkommensteuer wie im Fall der *Tobacco Products*.)

Unvernünftige Absprachen dieser Art sollten von den wirklichen Interessenparteien, das heißt den Aktionären, erkannt werden und sie sollten darauf bestehen, dass diese Anomalie korrigiert wird. Dies geschah bei den drei genannten Beispielen am Ende auch. Im Fall der *Northern Pipe Line* wurde das nicht benötigte Kapital über spezielle Ausschüttungen, die sich auf 70 Dollar pro Aktie beliefen, an die Aktionäre zurückgegeben. Die *Lackawanna Securities Company* wurde komplett aufgelöst und die Aktionäre erhielten anstatt der *Lackawanna*-Aktien anteilig *Glen Alden*-Aktien. Die *Tobacco Products Corporation* endlich wurde rekapitalisiert, indem auf die *American Tobacco*-Pacht 6,5-prozentige Unternehmensanleihen emittiert wurden – der feste Vermögenswert der Pachteinahmen wurde also durch ein festverzinsliches Wertpapier repräsentiert (das später zum Nennwert abgelöst wurde), anstatt im Rahmen einer Aktiengesellschaft Gegenstand hochspekulativer Einflüsse zu sein. Mithilfe dieser Unternehmensneugestaltungen wurden die Realwerte rasch im Börsenkurs repräsentiert.³⁴³

Die gerade analysierten Fallbeispiele erforderten eine Verlagerung der Aufmerksamkeit vom Erfolgskonto zu bestimmten verwandten Zahlen in der Bilanzaufstellung. Deswegen führt uns das vorangegangene Thema – Einkommensquellen – hinüber zu unserem nächsten Untersuchungsfeld: der Bilanzaufstellung.

TEIL VI

BILANZANALYSE. DIE AUSWIRKUNG VON VERMÖGENSWERTEN

KAPITEL 42

BILANZANALYSE: DIE BEDEUTUNG DES BUCHWERTES

An zahlreichen vorangehenden Stellen haben wir bereits unsere Überzeugung dargelegt, dass der Bilanz mehr Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte, als die Wall Street dies in den vergangenen Jahren getan hat. Als Einführung zu diesem Kapitel führen wir fünf Arten von Hinweisen und Handlungsempfehlungen an, die der Investor bei Betrachtung einer Bilanz beachten sollte:

- Sie zeigt die Höhe des in das Unternehmen investierten Kapitals an.
- Sie lässt die Ausstattung bzw. Knappheit der finanziellen Mittel des Unternehmens erkennen, d. h. die Position des Nettoumlaufvermögens.
- Sie enthält Einzelheiten über die Kapitalisierungsstruktur.
- Sie ermöglicht eine wesentliche Kontrolle über die Validität der berichteten Gewinne.
- Sie stellt die Basis für eine Analyse der Einnahmequellen dar.

Beim Umgang mit diesen ersten Funktionen einer Bilanz beginnen wir mit der Einführung einiger Definitionen. Der *Buchwert* einer Aktie ist der Wert der dazu maßgeblichen Vermögenswerte in der Bilanz. Es ist üblich, diesen Wert auf die materiellen Vermögenswerte zu beschränken, d. h., Werte wie Firmenwert, Markennamen, Patente, Konzessionen und Pachtrechte herauszurechnen. Der Buchwert wird auch als »Vermögenswert« bezeichnet, zuweilen auch als »Wert des materiellen Vermögens«, um die Ausschließung der immateriellen Vermögenswerte hervorzuheben. Bei Stammaktien wird er häufig auch als »Stammkapital« bezeichnet.

DIE BERECHNUNG DES BUCHWERTES – Die Ermittlung des Buchwertes je Anteil einer Stammaktie erfolgt durch die Addition aller materiellen Vermögenswerte, die anschließende Subtraktion aller Verbindlichkeiten und Aktienemissionen, die Vorrang vor den Stammaktien haben, und die abschließende Division des Ergebnisses durch die Anzahl der Aktien.

Zur Abkürzung wird in vielen Fällen folgende Formel verwendet:

$$\text{Buchwert pro Stammaktie} = \frac{\text{Stammaktien} + \text{Rücklagen} - \text{immaterielle Vermögenswerte}}{\text{Anzahl ausstehender Aktien}}$$

Als Rücklagen werden nicht nur Bilanzpositionen bezeichnet, die deutlich als Reserven ausgewiesen sind, sondern auch Aufgelder auf das Aktienkapital und die Reserven, die wirklich einen Teil der Rücklagen darstellen. Dies können zum Beispiel auch Rückstellungen für die Ablösung von Vorzugsaktien, für die Erneuerung von Fabrikanlagen und Reserven für Eventualverbindlichkeiten (sofern die tatsächliche Höhe nicht bekannt ist) sein. Rückstellungen dieser Art können auch als »freiwillige Reserven« bezeichnet werden.

Aktiva		Passiva	
1. Anlagenkonto (abzgl. Abschreibungen)	1,666 \$	7. Stammaktien	653 \$
2. Schürfrechte	9 \$	8. Vorzugsaktien	360 \$
3. Rechnungsabgrenzungsposten*	4 \$	9. Aktien verbundener Unternehmen	5 \$
4. Sonstige Finanzanlagen	19 \$	10. Anleihenverbindlichkeiten	232 \$
5. Sonstiges übriges Anlagevermögen	3 \$	11. Lizenzverbindlichkeiten für Schürfrechte	12 \$
6. Umlaufvermögen	510 \$	12. Kurzfristige Verbindlichkeiten	79 \$
		13. Eventualverbindlichkeiten und andere Rückstellungen	39 \$
		14. Rückstellungen für Versicherungen	46 \$
		15. Kapitalrücklage	38 \$
		16. Gewinnrücklage	247 \$
	1.711 \$		1.711 \$

* Bezüglich der Frage, ob Rechnungsabgrenzungsposten materielle oder immaterielle Vermögensgegenstände sind, können erhebliche Meinungsverschiedenheiten aufkommen. Da der betreffende Betrag jedoch meist gering ist, besitzt der Sachverhalt eine mindere Relevanz. Gewiss ist es einfacher, Rechnungsabgrenzungsposten in die anderen Vermögenswerte aufzunehmen.

Materielle Vermögenswerte:	1.711.000.000 \$
Abzüglich aller Verbindlichkeiten nach den Stammaktien (Summe der Positionen 8–12)	688.000.000 \$
Nettovermögenswerte der Stammaktien	1.023.000.000 \$
Buchwert je Aktie (bei 8.700.000 Aktien)	117,59 \$

Berechnung des Buchwertes der Stammaktien von *United States Steel* am 31. Dezember 1938, gekürzte Bilanz (in mio. Dollar)

Eine alternative und gewöhnlich schnellere Berechnungsmethode als die vorhergehende ist folgende:

Stammaktien	653.000.000 \$
Rücklagen und freiwillige Rückstellungen (Summe der Positionen 13–16)	370.000.000 \$
Nettovermögenswerte der Stammaktien	1.023.000.000 \$

DIE BEHANDLUNG VON VORZUGSAKTIE BEI DER BERECHNUNG DES BUCHWERTES DER STAMMAKTIE – Bei der Berechnung der für die Stammaktie zur Verfügung stehenden Vermögenswerte muss darauf geachtet werden, die Vorzugsaktie mit dem richtigen Wert herauszurechnen. Normalerweise ist dies der Nennwert oder der festgestellte Wert der Vorzugsaktie in einer Bilanz. Es gibt jedoch eine wachsende Zahl von Fällen, in denen Vorzugsaktie zu beliebigen Werten bilanziert werden, die weit unter den dazugehörigen tatsächlichen Verbindlichkeiten liegen.

Die *Island Creek Coal Company* hat Vorzugsaktie zum Nennwert von einem Dollar, die zu einer jährlichen Dividende von 6 Dollar und im Falle der Auflösung zu 120 Dollar je Aktie berechtigen. 1939 betrug der Kurs dieser Aktie etwa 120. Bei der Berechnung des Vermögenswertes der Stammaktie von *Island Creek Coal* sollten die Vorzugsaktie nicht zu einem Dollar je Aktie herausgerechnet werden, sondern zu ihrem »wahren« Wert von 100 Dollar je Aktie oder zu 120. Die Kapitalanlagegesellschaft *Capital Administration Company Ltd.* hat ausstehende Vorzugsaktie, die zu einer kumulativen Dividende von 3 Dollar und zu 50 Dollar bzw. 55 Dollar bei einer Liquidation berechtigen, ihr Nennwert beträgt jedoch nur 10 Dollar. Zusätzlich besitzt die Gesellschaft Klasse-A-Aktie, die bei Liquidation zu 20 Dollar zuzüglich 70 Prozent der verbleibenden Vermögenswerte sowie 70 Prozent der Gewinne (nach Zahlung der Vorzugsdividenden) berechtigen, der Nennwert der Aktie beträgt jedoch nur einen Dollar. Schließlich hat die Gesellschaft Klasse-B-Aktie mit dem Nennwert von einem Cent, die zum Restwert der Gewinne und Vermögenswerte berechtigen. Eine auf

der Basis von Nennwerten aufgesetzte Bilanz ist in diesem Fall offensichtlich mehr als bedeutungslos und muss durch den Analysten wie folgt berichtigt werden:

Veröffentlicht		Bereinigt	
Summe Vermögenswerte (zu Anschaffungswerten)	5.335.300	(zu Börsenkursen)	5.862.500
Verbindlichkeiten und Rückstellungen	1.661.200		1.661.200
Vorzugsaktien (Nennwert 10 \$)	434.000	(zu 55*)	2.387.000
Klasse-A-Aktien (Nennwert 1 \$)	143.400	(zu 20*)	2.868.000
Stammaktien (Nennwert 1 Cent)	2.400	-1.043.600	
Rücklagen und Rückstellungen	3.094.300	----	
Summe Verbindlichkeiten	5.335.300	5.862.600	

* Näherungswerte für die tatsächlichen Nennwerte dieser Emissionen

Bilanz zum 31. Dezember 1938 (in \$)

Die *Coca-Cola Company* hat eine ausstehende Klasse-A-Aktie ohne Nennwert, die zu kumulativen Vorzugsdividenden von 3 Dollar je Aktie berechtigen und bei 55 Dollar einlösbar sind. Die Aktie ist als Verbindlichkeit zu ihrem »festgelegten Wert« von 5 Dollar je Aktie bilanziert, obwohl der wahre Nennwert eindeutig 50 Dollar beträgt.³⁴⁴

In sämtlichen Fällen wie den oben genannten muss für die Vorzugsaktien ein »effektiver Nennwert« angesetzt werden, der ihrem Dividendensatz in angemessener Weise entspricht. Es kann ein überzeugendes Argument dafür vorgebracht werden, alle Vorzugsaktien auf einer einheitlichen Dividendenbasis, zum Beispiel 5 Prozent, zu bewerten, sofern sie nicht zu einem niedrigeren Wert kündbar sind. Das bedeutet, dass eine Emission bei 5 Prozent zu 1.000.000 Dollar mit 1.000.000 Dollar bewertet wird, eine Emission von 4 Prozent zu 1.000.000 Dollar mit 800.000 Dollar und eine nicht kündbare Emission von 7 Prozent zu 1.000.000 Dollar einen effektiven Wert von 1.400.000 Dollar hat. Es ist natürlich bequemer, den Nennwert zu verwenden, und in den meisten Fällen ist das Ergebnis hinreichend genau.³⁴⁵ Eine einfachere Methode, die für die meisten praktischen Zwecke gut funktioniert, besteht darin, Vorzugsaktien zum jeweils höheren Nennwert (zzgl. Dividendenrückflüsse) oder Marktwert zu bewerten.

BERECHNUNG DES BUCHWERTES VON VORZUGSAKTIE – Bei der Berechnung des Buchwertes einer Emission von Vorzugsaktien werden diese wie Stammaktien behandelt, die

nachrangigen Emissionen werden nicht in Betracht gezogen. Die folgenden Berechnungen aus der Bilanz der *Tubize Chatillon Corporation* vom 31. Dezember 1932 zeigen die angewandten Grundsätze.

Aktiva		Passiva	
Vermögensgegenstände und Einrichtungen	19.009.000 \$	7 % Vorrangige Vorzugsaktien (Nennwert 100 \$)	2.500.000 \$
Patente etc.	802.000 \$	7 % Nachrangige Vorzugsaktien (Nennwert 1 \$)	136.000 \$
Sonstiges Anlagevermögen	478.000 \$	Stammaktien (Nennwert 1 \$)	294.000 \$
Umlaufvermögen	4.258.000 \$	Anleihenverbindlichkeiten	2.000.000 \$
		Kurzfristige Verbindlichkeiten	613.000 \$
		Rückstellungen für Abschreibungen usw.	11.456.000 \$
		Rücklagen	7.548.000 \$
Summe Aktiva	24.547.000 \$	Summe Passiva	24.547.000 \$

Tubize Chatillon Corporation Bilanz zum 31. Dezember

Der Buchwert der vorrangigen Vorzugsaktien wird wie folgt berechnet:

Summe Aktiva Abzüglich:		24.547.000 \$
Immaterielle Vermögenswerte	802.000 \$	
Rückstellungen für Abschreibungen usw.	11.456.000 \$	
Anleihen	2.000.000 \$	
Kurzfristige Verbindlichkeiten	613.000 \$	<u>14.871.000 \$</u>
Nettovermögenswerte der Vorzugsaktien		9.676.000 \$
Buchwert je Aktie		387 \$
Alternative Berechnungsmethode:		
Aktienkapital zum Nennwert		2.930.000 \$
Rücklagen		<u>7.548.000 \$</u>
		10.478.000 \$
Abzüglich immaterielle Vermögenswerte		<u>802.000 \$</u>

Nettovermögenswerte der vorrangigen Vorzugsaktien

9.676.000 \$

Die Rückstellungen für Abschreibungen und sonstige Zwecke waren sehr hoch angesetzt und enthielten eventuell willkürliche Rückstellungen, die zu den Rücklagen gehören. In Ermangelung genauer Angaben muss eine derartige Rückstellung von den Vermögenswerten abgezogen werden. (Später wurde bekannt, dass ein nennenswerter Teil der Reserven für die Abschreibung aufgrund der Veralterung einer Fabrik aufgegeben wurde.)

Der Buchwert der nachrangigen Vorzugsaktien berechnet sich leicht aus den vorangehenden Werten:

Nettovermögenswerte der vorrangigen Vorzugsaktien	9.676.000 \$
Abzüglich vorrangige Vorzugsaktien zum Nennwert	2.500.000 \$
Nettovermögenswerte der nachrangigen Vorzugsaktien	7.176.000 \$
Buchwert je Aktie	52,75 \$

Bei der Berechnung des Buchwertes der Stammaktien wäre es ein Fehler, die nachrangigen Vorzugsaktien zu ihrem nicht maßgeblichen Nennwert von einem Dollar abzuziehen. Der »effektive Nennwert« sollte – in Anbetracht der Dividende von 7 Dollar – mit mindestens 100 Dollar pro Aktie angesetzt werden. Demzufolge sind für die Stammaktien keine Vermögenswerte vorhanden, ihr Buchwert ist dementsprechend gleich null.

UMLAUFVERMÖGENSWERT UND BARVERMÖGENSWERT – In Ergänzung zum altbekannten Konzept des Buchwertes möchten wir auf zwei weitere Konzeptionen ähnlichen Charakters eingehen, den Umlaufvermögenswert und den Barvermögenswert.

Der Umlaufvermögenswert einer Aktie setzt sich allein aus dem Umlaufvermögen zusammen, abzüglich aller noch ausstehenden Verbindlichkeiten. Dies schließt nicht nur die immateriellen Vermögenswerte, sondern auch die Sachanlagen und sonstigen Vermögensgegenstände aus.³⁴⁶ Zum Barvermögen zählen – außer Barmitteln – solche Werte, die den Barmitteln gleichbedeutend sind und stattdessen gehalten werden. Sie beinhalten Einlagenzertifikate, kurzfristige Darlehen, börsenfähige Wertpapiere zum Marktwert und Rückkaufsrechte von Versicherungspolicen. Das nachfolgende Beispiel zeigt die Berechnung der drei Kategorien von Vermögenswerten:

Otis Company (Baumwollwaren) Bilanz zum 29. Juni 1929

Aktiva		Passiva	
--------	--	---------	--

1. Barmittel	532.000 \$	8. Laufende Verbindlichkeiten	79.000 \$
2. Kurzfristige Darlehen	1.200.000 \$	9. Erhaltene Anzahlungen usw.	291.000 \$
3. Forderungen (abzüglich Rückstellungen)	1.090.000 \$	10. Rückstellungen für Betriebs ausstattung usw.	210.000 \$
4. Vorräte (abzüglich Rückstellungen von 425.000 \$)*	1.648.000 \$	11. Vorzugsaktien	400.000 \$
5. Geleistete Anzahlungen	108.000 \$	12. Stammaktien	4.079.00 \$0
6. Finanzanlagen	15.000 \$	13. Gewinnrücklage	1.944.000 \$
7. Maschinen und Anlagen (abzüglich Abschreibungen)	3.564.000 \$	14. Rücklage für eigene Anteile	1.154.000 \$
	8.157.000 \$		8.157.000 \$

* Die Vorräte inklusive Rückstellungen sind zum jeweils geringeren Markt- oder Einstandswert bewertet.

A. Berechnung des Buchwertes der Stammaktien			
Summe Aktiva, abzüglich:			8.157.000 \$
	Laufende Verbindlichkeiten	79.000 \$	
	Erhaltene Anzahlungen	291.000 \$	
	Vorzugsaktien	400.000 \$	
			<u>770.000 \$</u>
			7.387.000 \$
Hinzurechnung der von den Vorräten abgezogenen willkürlichen Rückstellung von Nettovermögenswerten der Stammaktien			<u>425.000 \$</u> 7.812.000 \$
Buchwert je Aktie (bei 40.790 Aktien)			191 \$
B. Berechnung des Umlaufvermögenswertes der Stammaktien			
			4.470.000

Summe Umlaufvermögen (Positionen 1–4)	\$
Hinzurechnung der willkürlichen Rückstellung zu den Vorräten	<u>425.000 \$</u>
	4.895.000 \$
Abzüglich der Verbindlichkeiten vor den Stammaktien (Positionen 8,9,11)	<u>770.000 \$</u>
Umlaufvermögen der Stammaktien	4.125.000 \$
Umlaufvermögenswert je Aktie	101 \$
C. Berechnung des Barvermögenswertes der Stammaktien	
Summe Barvermögen (Position 1–2)	1.732.000 \$
Abzüglich Verbindlichkeiten vor den Stammaktien (Positionen 8,9,11)	<u>770.000 \$</u>
Barvermögen der Stammaktien	962.000 \$
Barvermögenswert je Aktie	23,50 \$

Bei den Berechnungen kann zuallererst festgestellt werden, dass das Vorratsvermögen durch die Zuführung der Rücklage von 425.000 Dollar, die in der Bilanz abgezogen wurde, erhöht wird. Dies wurde gemacht, da der durch das Unternehmen vorgenommene Abzug eindeutig eine Rückstellung für ungewisse Wertminderungen darstellt, die noch nicht eingetreten sind. Er ist daher als vollkommen willkürlich oder freiwillig zu betrachten und die Konsistenz der Methode würde es erfordern, dass der Analyst ihn als Zusatzposten betrachtet. Dasselbe gilt für die »Rückstellungen für Betriebsausstattung und andere Aufwendungen« von 210.000 Dollar, die, soweit ersichtlich, weder eine tatsächliche Verbindlichkeit noch eine notwendige Wertminderung eines bestimmten Vermögenswertes darstellen.

Im Juni 1929 notierte die Stammaktie der *Otis Company* bei 35 Dollar. Der Leser wird eine außergewöhnliche Abweichung zwischen diesem Börsenkurs und dem Umlaufvermögenswert der Aktien feststellen können. Die Bedeutung werden wir später eruieren.

DIE PRAKTISCHE BEDEUTUNG DES BUCHWERTES – Der Buchwert einer Stammaktie war ursprünglich der wichtigste Bestandteil der Finanzaufstellung. Er sollte den »Aktienwert« genauso darstellen wie die kaufmännische Bilanz. Dieser Gedanke ist mittlerweile vollständig aus dem Blickfeld verschwunden.

Bevor wir dieses altherwürdige Konzept des Buchwertes vollständig verwerfen, wollen wir danach fragen, ob es für den Analysten je eine praktische Bedeutung haben könnte. Im Normalfall wahrscheinlich nicht, aber wie sieht es in außergewöhnlichen oder extremen Fällen aus? Betrachten wir die vier Auflistungen auf Seite 509, die extreme Abweichungen von Buchwert und Börsenkurs zeigen.

Kein aufmerksamer Beobachter wäre von den dargestellten Unterschieden in den Beispielen unbeeindruckt. Im Fall von *General Electric* und *Commercial Solvents* verkünden die Zahlen mehr als die nackte Tatsache, dass der Markt diese Aktien zu einem Vielfachen ihres Buchwertes bewertete. Der Aktienticker scheint hier eine Gesamtbewertung für diese Unternehmen festzustellen, die in keinem Zusammenhang zu ihrer Position als gewöhnliche Wirtschaftsunternehmen steht. Anders gesagt sind es in keiner Hinsicht wirtschaftliche Bewertungen, sondern Produkte der Börsenspielerei an der Wall Street, möglicherweise auch ihrer Scharfsichtigkeit.

FINANZIELLE VERSUS GESCHÄFTLICHE ARGUMENTATION – Hier haben wir ein Argument, das die sich verbreiternde Kluft zwischen finanziellem und normalem unternehmerischen Denken vielleicht deutlicher macht als jedes andere. Es ist eine nahezu unglaubliche Tatsache, dass an der Wall Street niemals die Frage gestellt wird: »Zu welchem Betrag wird das Unternehmen verkauft?« Dies sollte jedoch die erste Frage bei einem Aktienkauf sein. Wenn einem Geschäftsmann ein 5-Prozent-Anteil an einem Konzern für 10.000 Dollar angeboten wird, würde er zuerst daran denken, den Preis mit 20 zu multiplizieren und somit auf einen geplanten Wert von 200.000 Dollar für das gesamte Unternehmen kommen. Der Rest seiner Berechnung würde sich um die Frage drehen, ob dieses Unternehmen zu einem Preis von 200.000 Dollar ein »gutes Geschäft« wäre.

Posten	<i>General Electric</i> (in \$)	<i>Pepperell Manufacturing</i> (in \$)
Kurs	(1930) 95	(1932) 18
Anzahl der Aktien	28.850.000	97.600
Marktwert der Stammaktien	2.740.000.000	1.760.000
Bilanz	Dezember 1929	Juni 1932
Sachanlagen (abzgl. Abschreibung)	52.000.000	7.830.000
Sonstige Vermögensgegenstände	183.000.00	230.000
Nettoumlaufvermögen	206.000.000	9.120.00
Summe Nettovermögen	441.000.000	17.080.000

Abzgl. Anleihen und Vorzugsaktien	45.000.000	-----
Buchwert der Stammaktien	396.000.000	17.180.000
Buchwert je Aktie	13,75	176

Posten	<i>Commercial Solvents</i> (in \$)	<i>Pennsylvania Coal and Coke</i> (in \$)
Kurs	(Juli 1933) 57	(Juli 1933) 3
Anzahl der Aktien	2.493.000	165.000
Marktwert der Stammaktien	142.000.000	495.000
Bilanz	Dezember 1932	Dezember 1932
Sachanlagen (abzgl. Abschreibung)	-----	6.500.000
Sonstige Vermögensgegenstände	2.600.000	990.000
Nettoumlaufvermögen	6.000.000	740.000
Buchwert der Stammaktien	8.600.000	8.230.000
Buchwert je Aktie	3,50	50

Dieser elementare und unentbehrliche Ansatz wurde von den Anlegern so gut wie aufgegeben. Von den Tausenden, die 1929 bis 1930 in *General Electric* investiert haben, hatte wahrscheinlich nur eine kleine Anzahl von Investoren eine Vorstellung davon, dass sie die Aktien des Unternehmens auf einer Basis von 2,5 Mrd. Dollar gekauft haben, wovon über 2 Milliarden einen Aufschlag zu dem tatsächlich vom Unternehmen investierten Kapital darstellten. Der Kurs für *Commercial Solvents* von 57 Dollar im Juli 1933 glich mehr einer Spekulationserscheinung, die durch die erwartete Aufhebung der Prohibition verursacht wurde. Doch die Spieler agierten in diesem Fall nicht anders als solche, die sich Investoren nennen, in ihrer munteren Missachtung der Tatsache, dass sie 140 Mio. Dollar für ein Unternehmen mit Ressourcen von etwa 10 Mio. Dollar bezahlten (die in der Bilanz bis auf null abgeschriebenen Sachanlagen von *Commercial Solvents* hatten einen tatsächlichen Wert, jedoch nicht höher als einige Millionen).

Fast genauso beeindruckend ist der in unserem Beispiel gezeigte Gegensatz in die andere Richtung. Nahezu am gleichen Tag kann der Marktwert eines operierenden, aber erfolglosen Konzerns wie *Pennsylvania Coal and Coke* ein Sechzehntel seiner angegebenen Ressourcen betragen, während für eine attraktive spekulative Aktie 16-mal mehr geboten wird als ihr Eigenkapital. Das Beispiel *Pepperell* ist vielleicht noch eindrucksvoller aufgrund der unbestrittenen Realität des Buchwertes, aber auch wegen des guten Rufes des Unternehmens,

seiner hohen Gewinne und großzügigen Dividenden über eine langjährige Periode. Dennoch waren Teileigentümer des Unternehmens – zugegebenermaßen unter dem Druck der Depression – gewillt, ihre Anteile zu einem Zehntel des Wertes zu verkaufen, den ein einzelner Privateigentümer ohne zu zögern darin investiert hätte.

Empfehlung: Diese Beispiele beweisen – so extrem sie auch sind – ziemlich eindrucksvoll, dass die Öffentlichkeit zumindest einen flüchtigen Blick auf den Buchwert werfen sollte, bevor sie Aktien an einem Unternehmen erwirbt oder verkauft. In besonderen Fällen kann sich die Aussage, die der Buchwert enthält, durchaus als inkonsequent und nicht beachtenswert erweisen. Jedoch sollte diese Aussage überprüft werden, bevor sie abgelehnt wird. Der Anleger sollte sich, falls er einen Anspruch auf Intelligenz erhebt, auf jeden Fall beantworten können, mit welchem Wert er das Unternehmen tatsächlich bewertet und was er in Form von Sachanlagen tatsächlich für sein Geld bekommt.

Es gibt allerdings bestimmte Annahmen zugunsten von Käufen, die weit unter Buchwert getätigt werden, und solchen, die mit einem hohen Aufschlag darüber vorgenommen werden. (Es wird angenommen, dass die Buchwerte im Normalfall als grober Indikator für die tatsächlich in das Unternehmen investierten Barmittel übernommen werden können.) Ein Unternehmen wird mit einem Aufschlag gehandelt, weil es eine hohe Kapitalrendite hat; diese zieht Wettbewerber an und es ist im Allgemeinen unwahrscheinlich, dass jene unendlich aufrechterhalten wird. Umgekehrt wird ein Unternehmen wegen seiner ungewöhnlich niedrigen Gewinne mit einem Abschlag gehandelt. Das Fehlen von neuen Wettbewerbern, der Rückzug von alten Wettbewerbern aus dem Markt und weitere natürliche wirtschaftliche Kräfte können letztendlich dazu führen, die Situation zu verbessern und eine übliche Kapitalrendite zu erwirtschaften.

Obwohl diese orthodoxe ökonomische Theorie im weiten Sinn unzweifelhaft gültig ist, zweifeln wir daran – auch wenn es mit ausreichender Sicherheit und Geschwindigkeit eintritt –, dass sie als Einflussgröße für die Aktienselektion nützlich ist. Es kann hervorgehoben werden, dass unter modernen Bedingungen sogenannte »immaterielle Vermögenswerte«, zum Beispiel der Firmenwert oder eine sehr effiziente Unternehmensorganisation, von einem ökonomischen Standpunkt aus genauso real sind wie Gebäude und Maschinenanlagen.³⁴⁷ Die auf diesen immateriellen Vermögenswerten basierenden Gewinne können sogar weniger anfällig für Wettbewerb sein als solche, die nur eine Investition in Produktionsanlagen erfordern. Zudem wird unter günstigen Bedingungen das Unternehmen mit einer geringeren Kapitalinvestition vermutlich eine schnellere Wachstumsrate aufweisen. Gewöhnlich kann es seinen Absatz und Gewinn zu geringen Kosten und somit schneller und für seine Aktionäre profitabler erweitern als ein Unternehmen, bei dem jede Umsatzsteigerung hohe Anlageninvestitionen erfordert.

Demzufolge gehen wir nicht davon aus, dass hinsichtlich des Kurs-Buchwert-

Verhältnisses in vernünftiger Form Richtlinien festgelegt werden können, außer der bereits festgestellten soliden Empfehlung, dass der Anleger weiß, was er diesbezüglich tut, und damit zufrieden sein sollte, dass er überlegt handelt.

KAPITEL 43

DIE BEDEUTUNG DES UMLAUFVERMÖGENSWERTES

Der Umlaufvermögenswert einer Stammaktie stellt eher eine wichtige Kennzahl dar als der Buchwert, der die Sachanlagen miteinschließt. In unserer Erörterung dieses Ansatzes werden wir folgende Thesen aufstellen:

- Der Umlaufvermögenswert ist allgemein ein grober Indikator für den Liquidationswert.
- Viele Stammaktien notieren unter ihrem Umlaufvermögenswert, d. h. unter dem in einer Liquidation erzielbaren Wert.
- Das Phänomen, dass viele Aktien dauerhaft unter ihrem Liquidationswert notieren, ist im Grunde genommen unlogisch. Es bedeutet, dass ein schwerwiegender Fehler begangen wird (a) bei der Beurteilung des Aktienmarktes, (b) in der strategischen Unternehmensführung oder (c) in der Einstellung der Aktionäre gegenüber ihrem Eigentum.

LIQUIDATIONSWERT – Als Liquidationswert eines Unternehmens bezeichnen wir den Betrag, den die Eigentümer bei einer Aufgabe des Unternehmens erzielen können. Gemäß dem Fortführungsprinzip könnten sie es ganz oder zu Teilen an Dritte verkaufen oder die verschiedenen Vermögensgegenstände einzeln in Barmittel umwandeln, um über einen beliebigen Zeitraum den jeweils vorteilhaftesten Preis zu erzielen. Bei privaten Unternehmen gehören derartige Liquidationen zum alltäglichen Geschäft, wohingegen sie bei börsennotierten Unternehmen äußerst selten vorkommen. Es stimmt zwar, dass ein Unternehmen oft zu einem Preis verkauft wird, der weit über dem Liquidationswert liegt. Ebenso endet eine Insolvenz hin und wieder in einem Verkauf der einzelnen Vermögenswerte; aber die freiwillige Aufgabe eines unprofitablen Betriebs – einhergehend mit einer sorgfältigen Abwicklung der Vermögenswerte – kommt bei privaten Unternehmen unendlich häufiger vor als bei börsennotierten. Wie wir später zeigen werden, besteht dieser

Unterschied nicht ohne Grund.

DER REALISIERBARE WERT DER VERMÖGENSGEGENSTÄNDE DIFFERIERT MIT IHREM CHARAKTER – Die Bilanz eines Unternehmens enthält keine genauen Informationen über dessen Liquidationswert, jedoch liefert sie Rückschlüsse und Hinweise, die dafür nützlich sein können. Die erste Regel bei der Berechnung des Liquidationswertes ist, dass die Verbindlichkeiten feststehen, wohingegen der Wert der Vermögensgegenstände fraglich ist. Daher müssen alle tatsächlichen Verbindlichkeiten in der Bilanz zu ihrem Nennwert angesetzt werden. Der den Vermögenswerten beizulegende Wert ist gemäß ihrem Charakter jedoch unterschiedlich. Die folgende Aufstellung zeigt ziemlich gut die relative Zuverlässigkeit der verschiedenen Arten von liquidierbaren Vermögensgegenständen.

Art des Vermögensgegenstandes	% des Liquidationswertes vom Buchwert	
	Normale Bandbreite	Grober Durchschnitt
Umlaufvermögen: Barvermögen (einschließlich Wertpapiere zum Börsenkurs)	100	100
Forderungen (abzüglich üblicher Rückstellungen)*	75–90	80
Vorräte (zum Niederstwertprinzip)	50–75	66,66
Sachanlagen und sonstige Vermögenswerte (Grundstücke, Gebäude, Maschinenanlagen, Betriebsausstattung, nicht börsenfähige Finanzanlagen, immaterielle Vermögensgegenstände usw.)	1–50	15

* HINWEIS: Teilzahlungskonten für Einzelhändler müssen bei einer Liquidation zum niedrigeren Satz bewertet werden. Die normale Bandbreite beträgt etwa 30–60 Prozent, der Durchschnitt etwa 50 Prozent.

ERLÄUTERUNG DER BERECHNUNG – Eine Berechnung des überschlägigen Liquidationswertes in einem besonderen Fall wird am *Beispiel* der *White Motor Company* gezeigt.

ZIELSETZUNG DIESER BERECHNUNG – Bei Untersuchung dieser Berechnung muss beachtet werden, dass unser Ziel nicht in der Bestimmung des exakten Liquidationswertes der *White Motor Company* liegt, sondern lediglich in der Bildung einer groben Vorstellung, um zu bestimmen, ob die Aktien eventuell zu einem geringeren Wert gehandelt werden, als die Aktionäre dem Unternehmen tatsächlich entnehmen könnten. Letztere Problemstellung kann eindeutig bejaht werden. Unter vollständiger Berücksichtigung möglicher Fehler gab es (im Jahr 1931) keinen Zweifel, dass *White Motor* zu einem weitaus höheren Betrag als 8 Dollar pro Aktie bzw. 5.200.000 Dollar liquidiert werden würde. Der bemerkenswerte Umstand,

dass die Barmittel allein diesen Betrag – nach Abzug aller Verbindlichkeiten – weit übersteigen, ist ein entscheidendes Argument dafür.

White Motor Company

Börsenkapitalisierung: 650.000 Stammaktien

Kurs im Dezember 1931: 8 \$ pro Aktie

Gesamtmarktwert des Unternehmens: 5.200.000 \$

Posten	Buchwert (in 1000 \$)	Geschätzter Liquidationswert	
		% des Buchwerts	Betrag
Barmittel	4.057	100	8.600
U.S.-Staatsanleihen und Anleihen der Stadt New York City	4.573		
Forderungen (abzüglich Rückstellungen)	5.611	80	4.500
Vorräte (zum Niederstwertprinzip)	9.219	50	4.600
Summe Umlaufvermögen	23.460	—	17.700
Abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten	1.353	—	1.400
Nettoumlaufvermögen	22.107	—	16.300
Fabrikanlagen	16.036	20	4.000
Abzüglich Abschreibungen	7.491		
Fabrikanlagen (bereinigt)	8.545		
Anteile an verbundenen Unternehmen etc.	4.996		
Rechnungsabgrenzungsposten	388		
Firmenwert	5.389		
Summe Nettoanlagevermögen der Stammaktien	41.425	—	20.300

Bilanz zum 31. Dezember 1931, in 1000 \$

Geschätzter Liquidationswert pro Aktie	31 \$
Buchwert pro Aktie	55 \$
Umlaufvermögen pro Aktie	34 \$
Barmittelwert pro Aktie	11 \$
Börsenkurs	8 \$

DER UMLAUFVERMÖGENSWERT ALS GROBER INDIKATOR FÜR DEN LIQUIDATIONSWERT – Die geschätzten Liquidationswerte für *White Motor* sind bezüglich der Vorräte etwas niedriger und bezüglich der Sachanlagen und sonstigen Vermögensgegenstände etwas höher, als man bereit wäre, dies in anderen Fällen anzunehmen. Wir berücksichtigen den Umstand, dass Lagerbestände an LKWs durchschnittlich vermutlich schwieriger verkäuflich sind. Andererseits würden einige langfristige Vermögensgegenstände, besonders der Anteil an der *White Motor Securities Corporation*, wahrscheinlich eine höhere Quote ihres Buchwertes erbringen als der durchschnittliche Grundstücksbestand. Es wird sich zeigen, dass der geschätzte Liquidationswert für *White Motor* (etwa 31 Dollar pro Aktie) keine große Abweichung vom Umlaufvermögenswert (34 Dollar pro Aktie) hatte. Im Normalfall kann gesagt werden, dass die langfristigen Vermögenswerte wahrscheinlich genug erbringen, um den größten Teil der bei der Liquidation des Umlaufvermögens erlittenen Wertminderung zu kompensieren. Demzufolge lautet unsere erste These, dass der Umlaufvermögenswert ein grober Indikator für den Liquidationswert ist.

DIE VORHERRSCHAFT VON AKTIEN, DIE UNTER IHREM LIQUIDATIONSWERT NOTIEREN – Unser zweiter Punkt befasst sich mit dem Umstand, dass seit einigen Jahren eine beträchtliche Anzahl von Stammaktien deutlich unter ihrem Liquidationswert notiert. Am höchsten war dieser Anteil natürlich während der Depression, doch selbst während der Hausse von 1926 bis 1929 waren Beispiele dieser Art keineswegs selten. Es wird sich zeigen, dass die bemerkenswerte Situation der *Otis Company* (siehe letztes Kapitel) im Juni 1929, auf dem Höhepunkt des Booms, entstanden ist. Das Beispiel *Northern Pipeline* aus Kapitel 41 stammt aus dem Jahr 1926. Dagegen spiegeln unsere Darstellungen von *Pepperell* und *White Motor* den Zusammenbruch von 1931 bis 1933 wider.

Es hat für uns den Anschein, dass das charakteristischste Merkmal des Aktienmarktes dieser drei Jahre der große Anteil von Aktien war, die unterhalb ihres Liquidationswertes notierten. Unsere Berechnungen zeigen, dass über 40 Prozent aller an der New York Stock Exchange gelisteten Industrieunternehmen im Jahr 1932 zeitweilig unter ihrem Nettoumlaufvermögen notierten. Eine beträchtliche Anzahl notierte sogar unter ihrem Barmittelwert, wie im Fall von *White Motor*³⁴⁸. Bei genauerer Überlegung muss dies als ein außergewöhnlicher Umstand erscheinen. Die typische amerikanische Kapitalgesellschaft war offensichtlich tot mehr wert als lebendig. Die Eigentümer dieser bedeutenden Unternehmen konnten durch die Schließung mehr für ihre Anteile erlangen als durch Aufrechterhaltung des Geschäftsbetriebes.

In der Rezession von 1937 bis 1938 wiederholte sich diese Situation in kleinerem Ausmaß. Die verfügbaren Daten verdeutlichen, dass 20,5 Prozent der an der New York Stock Exchange gelisteten Industrieunternehmen Anfang 1938 unter ihrem

Nettoumlaufvermögenswert gehandelt wurden. (Zum Börsenschluss 1938, als das allgemeine Kursniveau keineswegs außergewöhnlich niedrig war, wurden insgesamt 54 von 648 untersuchten Industrieunternehmen unter ihrem Nettoumlaufvermögen gehandelt.³⁴⁹)

Es ist wichtig, zu bemerken, dass diese weitverbreiteten Abweichungen zwischen Kurs und Umlaufvermögenswert eine vergleichsweise junge Entwicklung darstellen. Während der schweren Depression von 1921 war der Anteil von Industrieaktien in dieser Kategorie recht gering. Offensichtlich waren die Erscheinungen von 1932 (und 1938) ein direkter Auswuchs der Doktrin des neuen Zeitalters, in dem sich *alle* Wertuntersuchungen auf die Erfolgsrechnung konzentrierten, die Bilanz hingegen vollständig ignoriert wurde. Demzufolge wurde ein Unternehmen ohne laufende Gewinne als geringwertig erachtet und wahrscheinlich zu einem Bruchteil seines erzielbaren Marktwertes gehandelt. Die meisten Verkäufer waren sich nicht bewusst, dass sie ihre Anteile weit unter Schrottwert veräußerten. Viele, denen dieser Umstand eventuell bewusst war, hätten den niedrigen Preis mit der Begründung gerechtfertigt, dass der Liquidationswert keine praktische Bedeutung habe, weil das Unternehmen keine Liquidation beabsichtige.

LOGISCHE BEDEUTUNG DIESES PHÄNOMENS – Dies bringt uns zum dritten Punkt, der logischen Bedeutung dieses »Subliquidationswert«-Phänomens aus der Sicht des Marktes, des Managements und der Aktionäre. Der gesamte Sachverhalt kann in Form eines Grundprinzips zusammengefasst werden:

Wenn eine Stammaktie dauerhaft unter ihrem Liquidationswert notiert, ist entweder der Kurs zu niedrig oder das Unternehmen sollte liquidiert werden.

Von diesem Prinzip lassen sich zwei Schlussfolgerungen ableiten:

SCHLUSSFOLGERUNG EINS: Ein derartiger Kurs sollte die Aktionäre zu der Frage führen, ob eine Weiterführung des Unternehmens in ihrem Interesse ist.

SCHLUSSFOLGERUNG ZWEI: Ein derartiger Kurs sollte das Management dazu führen, alle dazugehörigen Schritte zu unternehmen, die deutliche Abweichung zwischen der Börsennotierung und dem inneren Wert (des Unternehmens) zu beseitigen, einschließlich einer Überprüfung der Unternehmensstrategie sowie einer offenen Rechtfertigung gegenüber den Aktionären über seine Entscheidung, das Unternehmen fortzuführen.

Die Wahrheit des oben angeführten Grundsatzes sollte augenscheinlich sein. Es kann keine *vernünftige* ökonomische Begründung dafür geben, dass eine Aktie dauerhaft unter ihrem Liquidationswert notiert. Falls das Unternehmen bei Fortführung nicht mehr wert ist als

bei Liquidation, sollte es liquidiert werden. Ist der Wert bei Fortführung höher, sollte die Aktie über dem Liquidationswert des Unternehmens notieren. Demzufolge ist – unter beiden Voraussetzungen – ein Kurs unter dem Liquidationswert nicht zu rechtfertigen.

ZWEIFACHE ANWENDUNG DES VORANGEHENDEN GRUNDSATZES – In Form einer logischen Alternative fordert unser Grundsatz zu einer zweifachen Anwendung auf. Aktien, die unter dem Liquidationswert notieren, sind in vielen Fällen unterbewertet und bieten eine attraktive Kaufgelegenheit. Folglich haben wir hier ein nutzbringendes Einsatzgebiet für die Technik der Wertpapieranalyse. In vielen Fällen ist jedoch die Tatsache, dass eine Aktie unter dem Liquidationswert notiert, ein Zeichen dafür, dass eine falsche Unternehmensstrategie verfolgt wird und das Management daher eine Kurskorrektur vornehmen sollte – freiwillig oder unter Druck der Aktionäre. Betrachten wir diese beiden Untersuchungsgegenstände der Reihe nach.

DIE ATTRAKTIVITÄT SOLCHER AKTIEN ALS VERPFLICHTUNG

Stammaktien dieser Kategorie haben nahezu immer eine unbefriedigende Ertragsentwicklung. Wären die Erträge fortlaufend gestiegen, würden die Aktien offensichtlich nicht zu einem derart niedrigen Kurs notieren. Einwände gegen einen Kauf dieser Aktien liegen in der Wahrscheinlichkeit oder zumindest der Möglichkeit, dass die Erträge weiter zurückgehen bzw. die Verluste anhalten, die Rücklagen verbraucht werden und der innere Wert letzten Endes weniger als der Kaufpreis beträgt. Es soll nicht bestritten werden, dass dies in Einzelfällen tatsächlich eintritt. Demgegenüber gibt es mehrere Szenarien möglicher Entwicklungen, die zu einem höheren Kurs führen können, wie zum Beispiel:

- Die Erzielung einer dem Vermögen des Unternehmens angemessenen Rentabilität. Dies kann folgende Ursachen haben:
 - Allgemeine Verbesserung der Branchensituation
 - Positive Veränderungen in der operativen Unternehmensführung, verbunden mit einem Wechsel des Managements. Diese Veränderungen beinhalten effizientere Methoden, neue Produkte, die Aufgabe von unrentablen Betriebsteilen etc.
- Verkauf oder Fusion, da ein anderer Konzern die Ressourcen gewinnbringender nutzen kann und somit zumindest den Liquidationswert für die Vermögenswerte zahlen kann.
- Vollständige oder teilweise Liquidation.

BEISPIELE DER WIRKUNG VON GÜNSTIGEN ENTWICKLUNGEN AUF SOLCHE AKTIEN. ALLGEMEINE VERBESSERUNG DER BRANCHENSITUATION – Die bereits erwähnten sowie einige weitere Beispiele zeigen den Ablauf dieser verschiedenen Arten von günstigen Entwicklungen. Im Fall *Pepperell* fiel der niedrige Kurs von 17,5 mit einem hohen Verlust zum Ende des Geschäftsjahres am 30. Juni 1932 zusammen. Im darauffolgenden Jahr verbesserten sich die Bedingungen in der Textilindustrie; *Pepperell* verdiente über 9 Dollar pro Aktie und nahm die Dividende wieder auf. Der Aktienkurs stieg daraufhin im Januar 1934 auf 100 Dollar und in 1936 auf 149,75 Dollar.

VERÄNDERUNGEN IN DER OPERATIVEN UNTERNEHMENSFÜHRUNG – Die *Hamilton Woolen Company*, ein weiteres Beispiel aus der Textilindustrie, ist eher ein Fall von individueller statt allgemeiner Erholung. Seit etlichen Jahren vor 1928 hatte das Unternehmen erhebliche Verluste erwirtschaftet, die sich 1926 auf etwa 20 Dollar je Aktie und 1927 auf etwa 12 Dollar je Aktie beliefen. Zum Ende des Jahres 1927 notierte die Stammaktie bei 13 Dollar pro Aktie, obwohl das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt ein Nettoumlaufvermögen von 38,50 Dollar je Aktie hatte. 1928 und 1929 wurden Veränderungen im Management und in der Unternehmenspolitik vorgenommen, neue Produktlinien und Direktvertriebssysteme eingeführt sowie Produktionsprozesse reorganisiert. Das Ergebnis waren außerordentliche Ertragssteigerungen von durchschnittlich 5,50 Dollar je Aktie während der nachfolgenden vier Jahre. Innerhalb eines einzigen Jahres war die Aktie auf etwa 40 Dollar angestiegen.³⁵⁰

VERKAUF ODER FUSION – Das Beispiel von *White Motor* ist charakteristisch für die Entstehung und die umgehende Folge eines Verkaufs oder einer Fusion bei einer Aktie, die unterhalb ihres Liquidationswertes notiert. (Die späteren Entwicklungen waren jedoch eher ungewöhnlich.) Die immensen Verluste von *White Motor* in den Jahren 1930 bis 1932 veranlassten das Management zu einer neuen Ausrichtung des Unternehmens. Die *Studebaker Corporation* nahm an, ihren Geschäftsbereich zu beiderseitigem Vorteil mit dem von *White Motor* zusammenlegen zu können. Die hohen Barmittelbestände von *White Motor* erschienen zudem überaus attraktiv. Demzufolge bot *Studebaker* im September 1932 an, alle Aktien von *White Motor* zu folgenden Konditionen pro Aktie zu kaufen:

5 \$ in bar

25 \$ in 10-jährigen 6 %-Anleihen der Studebaker Corporation

1 Stammaktie von *Studebaker* zu einem Kurs von etwa 10 \$

Es wird sich zeigen, dass diese Kaufbedingungen nicht auf dem aktuellen Kurs von *White Motor* (unter 7 Dollar je Aktie) basierten, sondern in erster Linie auf dem

Umlaufvermögenswert. Die Aktien von *White Motor* stiegen umgehend auf 27 Dollar und notierten später bei einem Wert von 31,5.³⁵¹

Ein interessantes Beispiel gleicher Art, aber neueren Datums, liefert die *Standard Oil Company of Nebraska*. Die Umstände stellen sich wie folgt dar: Anfang 1939 notierte die Aktie bei etwa 6 Dollar, was einer Marktkapitalisierung von 1.000.000 Dollar bei 161.000 Aktien entspricht. Die Bilanz zum 31. Dezember 1938 ist in der folgenden Tabelle zusammengefasst.

Aktiva		Passiva	
Sachanlagen und sonstige Vermögensgegenstände (netto)	2.794.000 \$	Kurzfristige Verbindlichkeiten	176.000 \$
Barmittel	1.155.000 \$	Aktienkapital und Rücklage	4.734.000 \$
Sonstiges Umlaufvermögen	961.000 \$		
	4.910.000 \$		4.910.000 \$
	(Netto-)Barvermögen je Aktie		6,07 \$
	Nettoumlaufvermögen je Aktie		12,05 \$
	Nettosachanlagen je Aktie		29,33 \$

Das Unternehmen war in den Vertrieb von Erdölerzeugnissen in Nebraska involviert. Der jährliche Umsatz betrug etwa 5.000.000 Dollar, ohne nennenswerte Gewinne. Für den Zeitraum 1935 bis 1938 betrugen die berichteten Gewinne vor Abschreibungen durchschnittlich 0,69 Dollar je Aktie, nach »tatsächlichen Abschreibungen« etwa 0,39 Dollar je Aktie, und nach den durch das Unternehmen vorgenommenen Abschreibungen entstand ein durchschnittlicher Verlust von 0,39 Dollar je Aktie. Dieses Unternehmen wurde deutlich unter seinem Liquidationswert gehandelt – aufgrund seiner unbefriedigenden Gewinnentwicklung. Es gab jedoch guten Grund, anzunehmen, dass das Unternehmen in Wirklichkeit mehr wert war als sein bloßer Liquidationswert. Sein Absatzkanal für Benzin etc. stellte mit seinen zahlreichen Einzel- und Großhandelsposten ein Akquisitionsziel für einige Großraffinerien dar.

Im April 1939 boten private Interessenten 12 Dollar je Aktie für 66,66 Prozent der

ausstehenden Aktien. Dieses Gebot scheiterte an einer ausreichenden Mehrheit, wurde jedoch sofort erhöht auf 17,50 Dollar je Aktie durch die *Standard Oil Company of Indiana*, einer Raffinerie, welche die *Standard Oil Company of Nebraska* mit Benzin belieferte und die offensichtlich ungern diesen wichtigen Abnehmer verlieren wollte. Die Transaktion wurde umgehend bewilligt, woraufhin sich der Kurs von *Standard Oil of Nebraska* innerhalb von vier Monaten nahezu verdreifachte, während der allgemeine Markt einen Rückgang verzeichnete.³⁵²

VOLLSTÖNDIGE LIQUIDATION – Die *Mohawk Mining Company* liefert ein ausgezeichnetes Beispiel für einen durch die tatsächliche Liquidation des Unternehmens erzielten Barge-winn, der einer deutlichen Steigerung des Marktwertes gleichkommt.

Im Dezember 1931 notierte die Aktie bei 11 Dollar, was einer Gesamtbewertung von 1.230.000 Dollar für die 112.000 ausstehenden Aktien entsprach. Die Bilanz zum Ende des Jahres 1931 stellt sich wie folgt dar (in Dollar):

Barmittel und börsenfähige Wertpapiere zum Marktwert	1.381.000
Forderungen	9.000
Kupfer (zum Marktwert, ca.)	1.800.000
Betriebsmittel	71.000
	3.261.000
Abzüglich kurzfristiger Verbindlichkeiten	68.000
Nettoumlaufvermögen	3.193.000
Sachanlagen (abzgl. Abschreibungen und Wertminderung)	2.460.000
Sonstige Vermögensgegenstände	168.000
Summe Aktiva der Stammaktien	5.821.000
Buchwert je Aktie*	52
Umlaufvermögenswert je Aktie*	28,50
Barvermögenswert je Aktie*	11,75
Aktueller Kurs der Aktie	11

* Nach Abzug von Wertpapieren und Kupfervorräten zum Marktwert.

Kurz darauf entschied sich das Management, die Sachanlagen zu liquidieren. Während der

Jahre 1932 bis 1934 wurden reguläre Dividenden und Liquidationsdividenden gezahlt von kumulativ 28,50 Dollar je Aktie. Es ist ersichtlich, dass der bei Liquidation tatsächlich vereinnahmte Betrag nachweislich identisch mit dem Umlaufvermögenswert unmittelbar vor der Liquidation war und das 2,5-Fache des zu diesem Zeitpunkt bestehenden Kurses betrug.

TEILWEISE LIQUIDATION – Die *Northern Pipe Line Company* und *Otis Company* sind – wie gerade erörtert – Beispiele für die Bildung eines höheren Marktwertes aufgrund partieller Liquidation. Die Zahlenwerte der beiden Unternehmen sind in der folgenden Tabelle dargestellt.

Im September 1929 zahlte die *Otis Company* eine außerordentliche Dividende von 4 Dollar und schüttete 1930 – aufgrund der teilweisen Liquidation – 20 Dollar je Aktie aus, wodurch ihr Nennwert von 100 Dollar auf 80 Dollar reduziert wurde. Im April 1931 stand die Aktie bei 45 Dollar, im April 1932 bei 41 Dollar. Diese Kurse waren höher als die Notierung im Juni 1929 – trotz der zwischenzeitlichen Ausschüttungen von 24 Dollar je Aktie und trotz des Umstandes, dass die *allgemeine* Marktsituation von einer galoppierenden Inflation in eine galoppierende Deflation umgeschlagen war. Später gab das Unternehmen das Geschäft vollständig auf und zahlte seinen Aktionären zusätzlich 74 Dollar je Aktie aus der Liquidation – eine Gesamtzahlung an die Aktionäre von 102 Dollar je Aktie seit Juni 1929 (einschließlich weiterer Dividenden in den Jahren 1929 bis 1934 in Höhe von 4 Dollar je Aktie).³⁵³

Position	<i>Northern Pipeline</i>	<i>Otis Company</i>
Datum	1926	Juni 1929
Kurs	64	35
Barvermögenswert je Aktie	79	23,5
Umlaufvermögenswert je Aktie	82	101
Buchwert je Aktie	116	191

Bilanz zum 31. Dezember 1931 (in mio. \$)

Im Jahr 1928 schüttete die *Northern Pipe Line Company* 50 Dollar je Aktie als Kapitalrückzahlung an Aktionäre aus, d. h. für teilweise Liquidation. Diese Entwicklung zog eine annähernde Verdoppelung des Kurses zwischen 1926 und 1928 nach sich. Später erfolgte eine zweite Ausschüttung von 20 Dollar je Aktie, wodurch die Aktionäre insgesamt mehr in bar erhielten als bei dem niedrigen Kurs in 1925 und 1926. Zudem behielten sie ihren

vollständigen Anteil am Unternehmen. Ähnlich großzügige Ausschüttungen wurden durch die meisten Öllieferunternehmen der sogenannten *Standard Oil Gruppe* vorgenommen. (Beachten Sie auch die teilweise Liquidation der *Davis Coal and Coke Company* auf S. 595).

DIE AUSWAHL SOLCHER AKTIEN ERFORDERT DIFFERENZIERUNG – Es gibt selten Zweifel, dass Stammaktien, die deutlich unter dem Liquidationswert notieren, insgesamt eine Kategorie unterbewerteter Aktien darstellen. Ihr Kursverfall war dramatischer, als die tatsächlichen Umstände dies rechtfertigen. Dies müsste bedeuten, dass diese Aktien im Großen und Ganzen lukrative Kaufgelegenheiten darstellen. Dennoch sollte der Wertpapieranalyst bei der Auswahl der Aktien, die in diese Kategorie fallen, so viel Differenzierung wie möglich vornehmen. Er wird zu solchen tendieren, bei denen er eine unmittelbar bevorstehende Aussicht auf einige der oben genannten günstigen Entwicklungen sieht. Anders gesagt wird er solchen Aktien zugetan sein, die neben ihren liquiden Vermögenswerten weitere attraktive quantitative Merkmale aufweisen, zum Beispiel ausreichende laufende Erträge und Dividenden oder eine hohe durchschnittliche Rentabilität in der Vergangenheit. Der Analyst wird Aktien meiden, die ihr Umlaufvermögen schnell verlieren und keine klaren Anzeichen aufweisen.

Beispiele: Der letzte Punkt wird durch den folgenden Vergleich von zwei Unternehmen klar, deren Aktien Anfang 1933 deutlich unter ihrem Liquidationswert notierten.

Position	Manhattan Shirt Company (in \$)		Hupp Motor Car Corporation (in \$)	
Kurs im Januar 1933	6		2,5	
Marktkapitalisierung	1.476.000		3.323.000	
Bilanz:	30. Nov. 1932	30. Nov. 1929	31. Dez. 1932	31. Dez. 1929
Vorzugsaktien (zum Nennwert)	-----	300.000	-----	-----
Anzahl Stammaktien	246.000	281.000	1.329.000	1.475.000
Barmittel	1.961.000	885.000	4.615.000	10.156.000
Forderungen	771.000	2.621.000	226.000	1.246.000
Vorräte	1.289.000	4.330.000	2.115.000	8.481.000
Summe Umlaufvermögen	4.021.000	7.836.000	6.956.000	19.883.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten	100.000	2.574.000	1.181.000	2.541.000
Nettoumlaufvermögen	3.921.000	5.262.000	5.775.000	17.342.000
Sonstige materielle Vermögenswerte	1.124.000	2.066.000	9.757.000	17.870.000

Summe Aktiva der Stammaktien	5.045.000	7.328.000	15.532.000	35.212.000
Barvermögenswert je Aktie	7,50	-----	2,625	5,125
Umlaufvermögenswert je Aktie	16,00	17,50	4,375	11,75

Beide Unternehmen zeigen zum Börsenschluss des Jahres 1932 eine interessante Beziehung zwischen Kurs und Umlaufvermögen auf. Verglichen mit der Bilanzsituation der drei vorhergehenden Jahre liefert *Manhattan Shirt* jedoch ein zufriedenstellenderes Bild als *Hupp Motor*. Letzteres Unternehmen hatte während der Depression mehr als 50 Prozent seiner Barmittelreserven und über 60 Prozent seines Nettoumlaufvermögens verloren. Dagegen wurde der Umlaufvermögenswert der Stammaktien von *Manhattan Shirt* nur um 10 Prozent während dieser schwierigen Phase reduziert, zudem veränderte sich die Barmittelposition überaus positiv. Dieses Ergebnis wurde durch die Liquidation von Forderungen und Vorräten erreicht. Aus den Einnahmen wurden Bankdarlehen des Jahres 1929 zurückgezahlt und die Barreserven großzügig aufgestockt.

Vom Standpunkt der vorherigen Angaben aus müssen die beiden Unternehmen daher in zwei unterschiedliche Kategorien eingeteilt werden. Im Fall von *Hupp Motors* sollten wir die Möglichkeit berücksichtigen, dass der verbleibende Überschuss, um den das Umlaufvermögen den Kurs übersteigt, bald aufgebraucht sein könnte. Für *Manhattan Shirt* trifft dies nicht zu, vielmehr muss der Leistung des Unternehmens, seine Barmittelposition während der Depression gestärkt zu haben, positive Beachtung geschenkt werden. Wir werden später auf diesen Abschnitt der Wertpapieranalyse, den periodenweisen Vergleich von Bilanzen zur Bestimmung des tatsächlichen Fortschritts eines Unternehmens, zurückkommen. Der vorherige Punkt, dass auch den vergangenen Gewinnrechnungen Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte, kann durch einen kurzen Vergleich von zwei Unternehmen zu Anfang des Jahres 1939 deutlich gemacht werden.

Position	<i>Elly & Walker Dry Goods Co.</i>		<i>Pacific Mills</i>	
Kurs Januar 1939	17		14	
Je Aktie:	31. Dez. 1932	31. Dez. 1938	31. Dez. 1932	31. Dez. 1938
Nettoumlaufvermögen	30,00	39,50	26,95	24,50
Nettosachvermögen	37,73	46,42	90,85	79,50
Durchschnittlicher Gewinn (1933–1938)	--	1,82	--	-2,41
Durchschnittliche Dividende (1933–1938)	--	1,25	--	0,50

Die Verluste von *Pacific Mills* hatten keine gravierenden Auswirkungen auf die Bilanz allgemein, da sie hauptsächlich durch Abschreibungen verursacht wurden. Doch sofern es keine besonderen Gründe für eine Umkehr des Betriebsergebnisses gab, würde der Analyst offenbar *Elly and Walker* als Anlagealternative vorziehen.

GELEGENHEITEN DIESER ART – Stammaktien, die (1) unter ihrem liquiden Vermögenswert notieren, (2) offenbar nicht der Gefahr unterliegen, diese Vermögenswerte zu verbrauchen, und (3) zuvor einen hohen Gewinn je Aktie aufwiesen, können wahrhaft als eine Kategorie *günstiger Anlagen* bezeichnet werden. Sie sind zweifellos erheblich mehr *wert* als ihr Kurs und es besteht eine halbwegs gute Chance, dass sich dieser höhere Wert früher oder später in ihrem Kurs widerspiegelt. Diese günstigen Aktien genießen zu ihrem niedrigen Kurs ein hohes Maß an Sicherheit, d. h. ein vergleichsweise geringes Risiko des Kapitalverlustes.

Es kann jedoch hervorgehoben werden, dass Anlagen in derart günstige Aktien mit einer gewissen Beachtung der allgemeinen Marktlage vorgenommen werden müssen. Merkwürdigerweise funktioniert dies vergleichsweise am besten, wenn das Kursniveau weder sehr hoch noch extrem niedrig ist. Der Kauf von »billigen Aktien« bei einem insgesamt deutlich höheren Marktniveau als üblich – zum Beispiel 1929 oder Anfang 1937 – wird sich nicht lohnen, da sich der anschließende Kursverfall auf die vernachlässigten oder unbeachteten Titel vermutlich genauso schwer auswirkt wie auf die übrigen Aktien. Wenn dagegen wie 1932 alle Aktien sehr günstig sind, gäbe es ebenso viele Gründe, unterbewertete erstklassige Aktien zu kaufen wie weniger beliebte, selbst wenn diese zu vergleichsweise niedrigeren Kursen notieren würden.

EINE STAMMAKTIE ALS ANTEIL AM GESAMTWERT DES UNTERNEHMENS KANN NICHT UNSICHERER SEIN ALS EINE ANLEIHE, DIE EINEN NUR TEILWEISEN ANSPRUCH DARAN BEGRÜNDET – Bei Betrachtung dieser Thematik ist es hilfreich, das Gegenteil der Behauptung anzuwenden, die wir in Bezug auf vorrangige Wertpapiere zuvor in diesem Buch aufgestellt haben. In Kapitel 26 haben wir darauf hingewiesen, dass eine Anleihe oder Vorzugsaktie nicht mehr wert sein kann als ihr Wert bei Verkörperung eines vollständigen Eigentumsrechts am Unternehmen, d. h. eine Stammaktie, über der keine vorrangigen Ansprüche stehen. Das Gegenteil ist ebenso wahr. Eine Stammaktie kann nicht unsicherer sein, als sie es als Anleihe wäre, d. h. falls sie, anstatt ein vollständiges Eigentumsrechts am Unternehmen zu verkörpern, mit einem feststehenden und begrenzten Anspruch ausgestattet wäre. Dieser Gedanke, der zunächst etwas abstrakt erscheinen mag, soll anhand des konkreten Vergleichs einer Stammaktie mit einer Anleihe der gerade beschriebenen Kategorien verdeutlicht werden. Die beiden Unternehmen aus der Investmentfondsbranche sind besonders gut geeignet, um unseren Standpunkt zu verdeutlichen, da sie die gleichen Geschäftsinteressen und das gleiche

Management haben.

Unsere Tabelle (S. 626) sollte deutlich machen, dass die Aktie der *Shawmut Association* in Wirklichkeit nicht unsicherer sein kann als die vorrangigen Anleihen von *Investment Trust* bei einem Kurs von 85 Dollar. Die Aktienanlage ist – bei demselben Management – durch 180 Prozent Vermögenswerte abgesichert, die Anleihen hingegen nur durch 122 Prozent (gemessen an ihrem Börsenkurs). Zusätzlich zu dieser höheren Absicherung verkörpert die Aktie der *Shawmut Association* das vollständige Eigentumsrecht am Vermögen des Unternehmens, wohingegen die Verzinsung der Anleihen von *Investment Trust* auf ihren Nennwert begrenzt ist, den Restbetrag des Kapitals, der den nachrangigen Gläubigern zusteht. (Dieses nachrangige Kapital kann – gemessen am Börsenkurs – in der Tat beträchtlich sein, selbst wenn die Anleihen erheblich unterbewertet sind.)

Dass die Aktien der *Shawmut Association* zu den angegebenen Kursen attraktiver sind als die Anleihen von *Investment Trust*, kann kaum infrage gestellt werden. Unzweifelhaft wird auch der Anleger, der die Anleihe als »sicherer« als die Aktien der *Shawmut Association* erachten würde, durch die *Anlageform* irregeleitet, wodurch er das *Wesentliche* übersieht. Dennoch muss etwas über die Wirkung dieser verschiedenen Anlageformen auf die Erfahrung des Anlegers und somit auf sein Verhalten gesagt werden. Die Anleihen von *Investment Trust* besitzen eine gewisse Garantie kontinuierlicher Einkünfte, da Zinsen regelmäßig gezahlt werden müssen oder das Unternehmen ansonsten der Insolvenz ausgesetzt ist. Aus diesem Grund wird das Unternehmen besondere Anstrengungen unternehmen, die Anleihen um oder vor dem Laufzeitende 1942 und 1952 zurückzuzahlen. Wir stellen daher fest, dass das Unternehmen einen besonderen Anreiz hat, die Anleihen zu einem Abschlag zurückzukaufen, da sie letztendlich zum Nennwert zurückgezahlt werden müssen. Somit wäre ein Drittel der Emission zurückerworben. Diese Methode diene dazu, den Kurs in einem entscheidenden Ausmaß zu unterstützen und die Position der verbleibenden Anleihen zu verbessern.

Ab Dezember 1939	<i>Shawmut Association</i>	<i>Shawmut Bank Investment Trust</i>
Anleihen	-----	3.040.000 \$ vorrangige Anleihen 4,5 % und 5s zu 85 \$ (Durchschnitt) = 2.585.000 \$ 950.000 \$ nachrangige Anleihen 6s zu 50 \$ (geschätzt) = 480.000 \$
Aktien	390.000 Aktien zu 10,25 \$ = 4.000.000 \$	75.000 Aktien zu 3,5 \$ = 260.000 \$
Gesamtmarkt kapitalisierung	4.000.000 \$	3.325.000 \$
Nettovermögen (September 1939)	7.201.000	3.153.000 \$
Verhältnis vorrangige Anleihen zum Börsenkurs/ Nettovermögen	-----	82 %

Verhältnis Gesamtmärktpitalisierung zum Marktwert/ Nettovermögen	55 %	107 %
Gewinn über 12 Monate*	198.000	114.000
Kapitalrendite zum Marktwert	5,0	3,5

* Ohne Gewinn bzw. Verlust aus Aktienverkäufen.

Nichts hiervon trifft auf die Aktien der *Shawmut Association* zu. Vielmehr wurden seit 1929 kontinuierlich Dividenden gezahlt, durchschnittlich 65 Cent bzw. 6,5 Prozent des aktuellen Kurses. Da dieser Anteil jedoch variabel war, nimmt der normale Aktionär an, der Gnade der Entscheidungen des Managements zu unterliegen. (Dies stimmt nicht vollständig, da die Strafklauseln im Revenue Act gewissermaßen zur Auszahlung des durch den Investmentfonds erzielten Überschusses verpflichten.) Auch wurde der Kurs nicht durch Rückkäufe des Unternehmens zu einem angemessenen Abschlag vom Schrottwert unterstützt, sodass der Anleger nicht auf das Management zählen konnte, um ihn vor der harten Unumgänglichkeit zu bewahren, seine Anteile zu 50 Prozent unter ihrem inneren Wert zu opfern.

In der Ausgabe von 1934 erläuterten wir den gleichen Standpunkt am Beispiel der Aktie von *American Laundry Machinery* bei einem Kurs von 7 Dollar im Januar 1933, der einem Wert von 4.300.000 Dollar für das gesamte Unternehmen entsprach – verglichen mit über 4.000.000 Dollar Barreserven, 21.000.000 Dollar Nettoumlaufvermögen, 27.000.000 Dollar Sachanlagen und durchschnittlichen Gewinnen von 3.000.000 Dollar über einen Zeitraum von zehn Jahren (einschließlich eines Verlustes von 1.000.000 Dollar im Jahr 1932). Die beiden letzten Abschnitte des Kapitels lauten wie folgt:

Die Wall Street hätte die Aktie von *American Laundry Machinery* zu 7 Dollar als »unsicher« erachtet, jedoch zweifelsohne eine Anleihenemission über 4.500.00 Dollar desselben Unternehmens akzeptiert. Ihre »Argumentation« wäre so verlaufen, dass die Zinszahlung auf die Anleihe mit Sicherheit erfolgt wäre, die auf die Aktie gezahlte Dividende von 40 Cent jedoch sehr unsicher war. Im ersten Fall hätte der Aufsichtsrat nur die Wahl der Zahlung der Zinsen gehabt, die daher auch erfolgt wäre; im zweiten Fall konnte der Aufsichtsrat die Zahlung nach Belieben vornehmen und hätte daher sehr wahrscheinlich die Dividende ausgesetzt. Die Wall Street verwechselt hier jedoch die vorübergehende Fortsetzung von Einkünften mit der grundlegenderen Frage der Kapitalsicherheit. An Stammaktionäre gezahlte Dividenden erhöhen die Sicherheit von Aktien nicht an sich. Der Aufsichtsrat händigt den Aktionären lediglich einen Teil ihres eigenen Vermögens aus; falls das Geld in der Kasse des Unternehmens verbliebe, wäre es immer noch Eigentum der Aktionäre. Es muss daher ein Trugschluss in der Annahme bestehen, dass es die Position der Aktionäre an sich solider machen würde, wenn ihnen die Macht gegeben wäre,

Einkommenszahlungen zu erzwingen, d. h., wenn man sie ganz oder teilweise zu Anleiheninhabern machen würde. Es ist fast schon Dummheit, anzunehmen, dass die Aktionäre besser daran wären, ihre vollständigen Eigentumsrechte am Unternehmen gegen einen begrenzten Anspruch auf dasselbe Eigentum zu einer Quote von 5 oder 6 Prozent der Anlage abzutreten. Genau dies würde das Publikum jedoch tun, wenn es bereit wäre, eine Anleihenemission von *American Laundry Machinery* zu 4.500.000 Dollar zu kaufen, die gegenwärtigen Stammaktien zu einem Kurs von 7 Dollar je Aktie jedoch als »unsicher« ablehnen würde.

Nichtsdestoweniger besteht die Wall Street darauf, in diesen irrationalen Begriffen zu denken, teilweise auch mit praktischer Begründung. Irgendwie scheinen die Eigentumsrechte von Stammaktien dem Publikum nicht die gleichen Einflussmöglichkeiten bzw. gleichen Werte zu ermöglichen, wie sie Eigentümer eines privaten Unternehmens innehaben. Dies bringt uns zur zweiten Argumentation bezüglich Aktien, die unter ihrem Liquidationswert notieren.

KAPITEL 44

AUSWIRKUNGEN DES LIQUIDATIONS- WERTES. BEZIEHUNGEN ZWISCHEN AKTIONÄREN UND MANAGEMENT

Die Wall Street ist der Überzeugung, dass der Liquidationswert von geringer Bedeutung ist, da ein normales Unternehmen nicht die Absicht der Liquidation hat. Diese Ansicht ist so weit logisch. Für eine Aktie, die unter ihrem Schrottwert notiert, kann diese Auffassung wie folgt erweitert werden: Obwohl diese Aktie bei Liquidation mehr wert ist als ihr Marktwert, ist sie nicht kaufenswert, da (1) das Unternehmen keinen zufriedenstellenden Gewinn erwirtschaften kann und (2) nicht die Absicht der Liquidation hat. Im vorherigen Kapitel haben wir angenommen, dass der erste Punkt in vielen Fällen nicht zu stimmen scheint, da für einen Konzern, obwohl die vergangenen Gewinne eventuell enttäuschend waren, grundsätzlich die Möglichkeit besteht, durch externe oder interne Veränderungen einen angemessenen Gewinn zu erzielen. Bei einer beträchtlichen Anzahl von Fällen *scheint* der Pessimismus des Marktes zumindest angemessen. Dies führt uns daher zu der Frage: »Warum erlauben die Eigentümer eines Unternehmens, dass es, ganz gleich, wie dürftig dessen Aussicht auch ist, fortgeführt wird, bis seine Ressourcen aufgebraucht sind?«

Die Antwort auf diese Frage führt uns zum Kern eines der sonderbarsten Phänomene des amerikanischen Finanzwesens – der Beziehung der Aktionäre zum Unternehmen, das ihnen gehört. Das Thema berührt in seinem Anwendungsbereich das enge Fachgebiet der Wertpapieranalyse. Wir möchten es hier jedoch kurz ansprechen, da es zwischen dem Preis von Wertpapieren und der Klugheit und Aufmerksamkeit derer, die sie besitzen, eine ungleiche Beziehung gibt. Die Auswahl einer Aktie ist eine Einzelhandlung, ihr Besitz ein fortlaufender Prozess. Es besteht allerdings – sowohl wenn man Aktionär ist als auch wenn man es werden möchte – gleichermaßen Anlass, Sorgfalt und Urteilsvermögen anzuwenden.

TEILNAHMSLOSIGKEIT UND FÜGSAMKEIT ALS CHARAKTEREIGENSCHAFT DER AKTIONÄRE – Es ist eine allgemein bekannte Tatsache, dass der typische amerikanische Aktionär sozusagen das

fügsamste und gleichgültigste Tier in Gefangenschaft ist. Er tut, was der Aufsichtsrat ihm vorschreibt, und denkt selten daran, seine individuellen Rechte als Eigentümer des Unternehmens und Arbeitgeber der bezahlten Führungskräfte durchzusetzen. Das Ergebnis ist, dass eine wirksame Kontrolle vieler, vielleicht der meisten großen amerikanischen Kapitalgesellschaften nicht durch die Personen ausgeübt wird, die zusammen die Aktienmehrheit besitzen, sondern von einer kleinen Gruppe namens »Management«. Diese Situation wurde wirkungsvoll durch Berle und Means in ihrem bedeutsamen Werk *The Modern Corporation and Private Property* beschrieben. In Kapitel I Buch IV schreiben die Autoren:

Es ist üblich, dass eine Kapitalgesellschaft zum Wohl ihrer Eigentümer, der Aktionäre, geführt werden sollte und diese alle ausgeschütteten Gewinne erhalten. Wir wissen aber nunmehr, dass eine herrschende Gruppe die Macht besitzen kann, Gewinne in ihre eigene Tasche umzuleiten. Es besteht nicht länger die Gewissheit, dass eine Kapitalgesellschaft in erster Linie im Interesse der Aktionäre geführt wird. Die weitgehende Trennung von Eigentumsrecht und Führung sowie eine Stärkung der Leitungsorgane bringen eine neue Situation mit sich. Hierbei muss entschieden werden, ob mithilfe sozialen und rechtlichen Drucks sichergestellt werden soll, dass eine Kapitalgesellschaft in erster Linie im Interesse der Eigentümer geführt wird, oder ob ein solcher Druck im Interesse einer anderen oder breiteren Gruppe ausgeübt werden sollte.

Auf Seite 335 wiederholen die Autoren diesen Standpunkt in ihrem abschließenden Kapitel:

... Es besteht allerdings eine dritte Möglichkeit. Einerseits haben die Eigentümer von passivem Eigentum durch die Abtretung der Kontrolle und Verantwortung über das aktive Eigentum auch das Recht abgetreten, dass die Kapitalgesellschaft in ihrem alleinigen Interesse geführt wird – sie haben die Gemeinschaft von der Verpflichtung entbunden, sie in vollem Ausmaß zu schützen, wie es der Grundsatz präziser Eigentumsrechte einschließt. Zur gleichen Zeit haben die Führungsorgane – mittels der Ausweitung der Unternehmensmacht – in ihrem eigenen Interesse die Schranken der Tradition durchbrochen, die verlangen, dass eine Kapitalgesellschaft allein zum Wohl der Eigentümer passiven Eigentums geführt wird. Die Ausschaltung des alleinigen Interesses der passiven Eigentümer schafft jedoch nicht notwendigerweise die Basis für die alternative Behauptung, dass die neue Macht im Interesse der Führungsorgane ausgeübt werden sollte. Letztere haben weder in Handlungen noch in Worten in akzeptabler Weise die Aussage

verteidigt, dass diese Macht derart genutzt werden sollte. Diese Behauptung wird auch von keiner Tradition unterstützt. Die Führungsorgane haben vielmehr den Weg bereitet für die Ansprüche einer Gruppe, die weitaus breiter ist als die der Eigentümer oder des Managements. Sie haben der Gemeinschaft die Position eingeräumt, zu fordern, dass eine moderne Kapitalgesellschaft nicht den Interessen der Eigentümer oder des Managements dient, sondern der Gesellschaft insgesamt.

PLAUSIBLE, ABER TEILWEISE IREFÜHRENDE ANNAHMEN VON AKTIONÄREN – Wachsame Aktionäre, falls es dergleichen gibt, werden der Behauptung der Herren Berle und Means vermutlich nicht vollständig zustimmen, dass sie ihr »Recht, dass das Unternehmen in ihrem alleinigen Interesse geführt werden sollte, endgültig aufgeben haben«. Doch letztendlich hat der amerikanische Aktionär zwar nicht gewollt, aber kampflos darauf verzichtet. Er kann die Kontrollrechte, die dem Eigentumsrecht innewohnen, von Neuem geltend machen. Dies würde er sehr wahrscheinlich auch tun, wenn er angemessen informiert und unterstützt würde. Seine Fügsamkeit und scheinbare Teilnahmslosigkeit sind weitgehend das Ergebnis von bestimmten herkömmlichen, doch unvernünftigen Standpunkten, die er anscheinend entweder durch Vererbung oder Ansteckung übernimmt. Diese in Ehren gehaltenen Vorstellungen schließen folgende ein:

- Das Management kennt das Unternehmen besser als die Aktionäre, weshalb seine Beurteilung in allen strategischen Belangen akzeptiert werden muss.
- Das Management hat kein Interesse an oder Verantwortung für den Kurs, zu dem die Aktien des Unternehmens gehandelt werden.
- Falls ein Aktionär irgendeine wesentliche Vorgehensweise des Managements missbilligt, ist seine richtige Reaktion der Verkauf der Aktien.

DIE ANGEBLICHE KLUGHEIT UND EFFIZIENZ DES MANAGEMENTS IST NICHT IMMER GERECHTFERTIGT – Diese Behauptungen erscheinen plausibel, sie sind jedoch nur Halbwahrheiten – und damit gefährlicher, da sie nicht vollkommen falsch sind. Es trifft fast immer zu, dass das Management in der besten Position ist, zu beurteilen, welche Strategien am vorteilhaftesten sind. Daraus folgt aber nicht, dass es den für die Aktionäre vorteilhaftesten Kurs auch immer erkennt oder einschlägt. Es kann sich aufgrund von Inkompetenz schmerzhaft irren. Die Aktionäre fast jedes Unternehmens nehmen es anscheinend als gegeben hin, dass ihr Management fähig ist. Dennoch soll die Kunst der Aktienselektion größtenteils auf der Auswahl gut geführter Unternehmen und der Ausmusterung der übrigen beruhen. Das vermittelt den Eindruck, dass viele Unternehmen schlecht geführt werden. Und sollte das nicht auch bedeuten, dass die Aktionäre jedes

Unternehmens der Frage gegenüber aufgeschlossen sein sollten, ob dessen Management effizient ist oder nicht?

INTERESSEN VON AKTIONÄREN UND MANAGEMENT WIDERSPRECHEN SICH IN BESTIMMTEN PUNKTEN – Ein weiterer Grund, die Entscheidungen des Managements nicht in jedem Fall bedingungslos hinzunehmen, liegt darin, dass es *in bestimmten Punkten* Interessenkonflikte zwischen Vorständen und Aktionären geben kann, zum Beispiel die folgenden:

- Vergütung von Vorständen – einschließlich Gehälter, Boni und Aktienbezugsrechte.
- Expansion des Unternehmens – mit der Folge von Gehaltserhöhungen und der Schaffung eines größeren Machtbereiches und höherem Ansehen für die Vorstände.
- Die Zahlung von Dividenden: Sollten die Gewinne unter der Kontrolle des Managements bleiben oder den Aktionären ausgehändigt werden?
- Verbleib der Anlage der Aktionäre im Unternehmen: Sollte das Unternehmen, obwohl es unprofitabel ist, wie bisher fortgeführt werden, oder sollte ein Teil des Kapitals abgezogen werden bzw. das Unternehmen vollständig abgewickelt werden?
- Information der Aktionäre: Sollte das Management von dem Besitz von Informationen profitieren, die den Aktionären allgemein nicht bekannt sind?

Bei all diesen Fragestellungen sind die Entscheidungen des Managements von persönlichen Interessen tangiert und sie bedürfen daher einer genauen Überprüfung durch die Aktionäre. Wir unterstellen nicht, dass jeder Unternehmensführung an sich nicht vertraut werden kann. Im Gegenteil stellen die Vorstände unserer großen Kapitalgesellschaften eine Gruppe von Personen mit überdurchschnittlicher Integrität und Befähigung dar. Dies sollte jedoch nicht bedeuten, dass ihnen in allen Angelegenheiten, die ihre eigenen Interessen berühren, eine Blankovollmacht ausgestellt werden sollte. Ein privater Arbeitgeber stellt nur Personen ein, denen er vertrauen kann, aber er überlässt ihnen nicht die Entscheidung über ihre eigenen Gehälter oder darüber, wie viel Kapital er in das Unternehmen investieren sollte.

DIE AUFSICHTSRÄTE HANDELN IN SOLCHEN ANGELEGENHEITEN NICHT IMMER OHNE SELBSTINTERESSE – In börsennotierten Kapitalgesellschaften ist für solche Angelegenheiten der Aufsichtsrat zuständig, der von den Aktionären gewählt wird und dem der Vorstand verantwortlich ist. Theoretisch repräsentiert der Aufsichtsrat die Interessen der Aktionäre, und wenn nötig, auch gegen die widersprechenden Interessen des Vorstandes. In der Praxis kann jedoch darauf nicht gezählt werden. In vielen Unternehmen besteht ein Großteil, in den meisten Unternehmen ein wesentlicher Teil des Aufsichtsrates aus bezahlten Vorständen. Aufsichtsräte, die keine Vorstände sind, unterhalten häufig enge Bindungen zu

Vorstandsvorsitzenden. Vielmehr kann behauptet werden, dass Vorstände öfter Aufsichtsräte auswählen als umgekehrt. Demzufolge besteht für die Aktionäre weiterhin die Notwendigkeit, eine kritische und unabhängige Beurteilung in allen Angelegenheiten auszuüben, in denen der persönliche Vorteil der Vorstände ihrem eigenen entgegenstehen kann. Anders gesagt sollte in diesem Bereich die gängige Annahme des überlegeneren Wissens und der besseren Urteilsfähigkeit des Managements verworfen werden und jede in gutem Glauben angebotene Kritik bedarf sorgfältiger Betrachtung durch die Aktionäre.

MISSBRÄUHLICHE AUSNUTZUNG DER MANAGEMENTVERGÜTUNGEN – Es sind zahlreiche Fälle zutage getreten, in denen die Handlungen des Managements hinsichtlich seiner eigenen Vergütung sich als äußerst fragwürdig erwiesen haben. Die meisten beziehen sich auf die Jahre vor 1933. Im Fall der *Bethlehem Steel Corporation* wurden deutlich überhöhte Barvergütungen gezahlt. Bei der *American Tobacco Company* wurden den Vorständen Aktienbezugsrechte weit unter dem Börsenkurs in enormer Höhe gewährt. Diese Privilegien des Aktienkaufs unterliegen leicht dem Missbrauch. Im Fall der *Electric Bond and Share Company* gestattete sich das Management den Kauf von Aktien weit unter dem Börsenkurs. Als später der Kurs der Aktie unter den Bezugspreis fiel, wurde die Verpflichtung der Bezahlung der Aktien aufgehoben und bereits gezahlte Beträge wurden den Vorständen zurückerstattet. Ein ähnliches Verfahren wurde bei der *White Motor Company* angewandt – wir werden es später in diesem Kapitel ausführlicher untersuchen.

Einige dieser Transaktionen können durch die außergewöhnlichen Umstände der Jahre 1928 bis 1932 erklärt bzw. teilweise gerechtfertigt werden. Andere sind von jedem Standpunkt aus unentschuldig. Nichtsdestoweniger sind solche Vorkommnisse – aufgrund der Natur des Menschen – nicht im Geringsten überraschend. Sie spiegeln nicht unbedingt den Charakter von Unternehmensführungen wider, sondern eher die offenkundige Unklugheit, solche Angelegenheiten dem nahezu unbeaufsichtigten Ermessen derer zu überlassen, die von ihren eigenen Entscheidungen profitieren.

Die neuen Bestimmungen haben viel dazu beigetragen, den Dunst der Heimlichkeit zu vertreiben, der zuvor die Vergütungen und den Aktienbesitz von Führungskräften umhüllt hat. Angaben über Gehälter, Boni und Aktienoptionen müssen bei neuen Wertpapieremissionen, der Zulassung von Aktien an einer inländischen Börse, in fortlaufenden Jahresberichten an die SEC sowie beim Ersuchen um Stimmrechtsvollmachten eingereicht werden.³⁵⁴ Obwohl diese Aufstellung nicht vollständig ist, genügt sie dem praktischen Zweck, den Aktionären die Kosten ihres Managements mitzuteilen. In ähnlicher Weise muss der Aktienbesitz von Vorständen, Aufsichtsräten und anderen Personen, die 10 Prozent einer Aktie halten, monatlich veröffentlicht werden.

Da diese Informationen für den einzelnen Aktionär nicht leicht zugänglich sind, könnten

die statistischen Institute ihren bisher ausgezeichneten Service weiter verbessern, indem sie Daten über die Gehälter und den Aktienbesitz von Vorständen und Aufsichtsräten in ihre Jahresverzeichnisse mitaufnehmen.

Das Problem überhöhter Managementvergütungen hat in den letzten Jahren beträchtliche Aufmerksamkeit hervorgerufen und die Öffentlichkeit versteht sehr gut, dass dies ein Bereich ist, wo die Sichtweise der Vorstände nicht notwendigerweise die höchste Weisheit verkörpert. Es ist jedoch nicht so eindeutig, dass die gleichen Einschränkungen in erheblichem Ausmaß für Angelegenheiten gelten, welche die Verwendung des Aktionärskapitals und der Gewinne beeinflussen. Auf einige Aspekte dieses Themas haben wir in unserer Erörterung der Dividendenpolitik hingewiesen (Kapitel 29). Ferner sollte einleuchtend sein, dass für die Beschaffung neuen Kapitals zur Expansion die gleiche Logik zutrifft wie für die Einbehaltung der Dividende für diesen Zweck.

DIE KLUGHEIT DER FORTFÜHRUNG DES UNTERNEHMENS SOLLTE ÜBERLEGT WERDEN – Die dritte Fragestellung der Einbehaltung des Aktionärskapitals im Unternehmen erfordert im Grunde ähnliche Überlegungen. Manager sind gewöhnlich abgeneigt, Aktionären irgendeinen Teil ihres Kapitals zurückzuzahlen, selbst wenn das Kapital weitaus nützlicher – und damit wertvoller – außerhalb des Unternehmens eingesetzt wäre. Die Rückgabe eines *Teils* des Kapitals (z. B. aufgrund von überschüssigen Barmitteln) bedeutet eine Beschneidung der Unternehmensressourcen, eventuell verbunden mit zukünftigen Finanzproblemen sowie einer gewissen Herabsetzung des Prestiges des Vorstandes. Eine vollständige Liquidation bedeutet dagegen den Verlust des Arbeitsplatzes. Es kann daher kaum erwartet werden, dass bezahlte Vorstände die Frage der Fortführung oder Abwicklung des Unternehmens allein von dem Standpunkt aus erwägen, was den Interessen der Eigentümer am dienlichsten ist. Wir betonen erneut, dass Aufsichtsräte oft eng mit Vorständen – die ihrerseits wiederum Mitglieder des Aufsichtsrates sind – verbündet sind, sodass man sich auch auf sie nicht verlassen kann, solche Probleme rein aus der Sicht der Aktionäre zu betrachten.

Daher scheint die Frage der Fortführung eines Unternehmens bisweilen eine unabhängige Überlegung durch seine Eigentümer, die Aktionäre, zu verdienen. (Es sollte auch darauf hingewiesen werden, dass dies – durch seinen formellen oder rechtlichen Charakter – ein Problem der Eigentümer und nicht des Managements ist.) Die Tatsache, dass eine Aktie einen langen Zeitraum deutlich unter ihrem Liquidationswert notiert, liefert eine logische Begründung, diesen Sachverhalt zu überdenken. Denn schlussendlich muss es bedeuten, dass entweder der Markt in seiner Bewertung oder das Management in seiner Aufrechterhaltung des Unternehmens falschliegt. Die Aktionäre sollten gänzlich selbst bestimmen, welches Argument stimmt. Hierbei verdienen die Ansichten und Erklärungen des Managements durchaus anerkennende Aufmerksamkeit, jedoch würde der ganze Prozess zunichte gemacht

werden, wenn die Ansicht des Managements in dieser Angelegenheit als abschließend akzeptiert würde.

Es ist ein unglücklicher Umstand, dass in vielen Fällen, in denen die Strategien des Managements angegriffen werden, die Kritiker ihr eigenes Süppchen kochen. Unter Umständen ist es auch unvermeidbar, denn es gibt wenig Altruismus in Finanzangelegenheiten. Kriege gegen das Unternehmensmanagement erfordern Zeit, Geld und Energie. Es kann daher kaum erwartet werden, dass Privatpersonen all dies nur um der gerechten Sache willen auf sich nehmen. In solchen Angelegenheiten werden die eindrucksvollsten und anerkanntesten Aktionen von einer Gruppe vermögender Aktionäre durchgeführt, die ihre substanzielle Beteiligung schützen will und dadurch angetrieben wird, im Allgemeininteresse der Aktionäre zu handeln. *In jedem Fall, in dem die Interessen der Vorstände und Eigentümer einander entgegenstehen können*, sollten Kleinaktionäre derartigen Vertreternachtungsvolleres Gehör widmen, als es bisher der Fall war.³⁵⁵

Breit angelegte Kritik durch die Aktionäre, Proxy-Auseinandersetzungen (das Werben um Aktionärsstimmen) und verschiedene Arten von Gerichtsprozessen sind extrem schikanös für das Management und in vielen Fällen sind sie unklug oder unangemessen veranlasst. Dennoch stellen sie eines der Hindernisse für einen Unternehmensvorstand dar und sind teils der Preis für eine wachsame Aktionärsschaft. Die Öffentlichkeit muss lernen, solche Streitigkeiten anhand von Tatsachenbehauptungen und begründeten Argumenten selbst zu beurteilen. Sie darf sich nicht durch bloße Anschuldigungen oder durch irrelevante Persönlichkeiten beeinflussen lassen.

Das Thema der Liquidation darf nicht ohne Bezugnahme auf die grundlegenden Interessen der Arbeitnehmer abgeschlossen werden. Es erscheint aufs Äußerste herzlos, eine derartige Entscheidung allein vom Standpunkt des größten monetären Vorteils für die Aktionäre zu betrachten. Dennoch wird nichts dadurch gewonnen, den Sachverhalt zu verkomplizieren. Falls der Grund für eine Fortführung des Unternehmens in erster Linie in der Beschäftigung der Arbeiter liegt und dies ein wirkliches Opfer für die Eigentümer darstellt, sind sie berechtigt, dies zu erfahren und den Tatsachen ins Auge zu sehen. Es sollte ihnen nicht gesagt werden, dass es unklug wäre, das Unternehmen zu liquidieren, wenn dieser Schritt in Wahrheit profitabel, aber unmenschlich wäre. Es ist wichtig, aufzuzeigen, dass in unserem gegenwärtigen ökonomischen System von den Eigentümern eines Unternehmens nicht erwartet wird, ihr Kapital für den Erhalt von Arbeitsplätzen zu vergeuden. Bei privaten Unternehmen ist eine derartige Menschenliebe selten zu finden. Fraglich ist ebenso, ob der Kapitalverlust für einen solchen Zweck der ökonomischen Wohlfahrt des Landes insgesamt hilft, doch ist dies nicht Gegenstand unserer Erörterung. Unser Ziel lag in der Verdeutlichung des Themas und der Hervorhebung der Tatsache, dass ein Kurs unter dem Liquidationswert von

besonderer Wichtigkeit für die Aktionäre ist und sie dazu führen sollte, ihrem Management eindringliche Fragen zu stellen.

DAS MANAGEMENT KANN IN GEEIGNETER WEISE INTERESSE AM AKTIENKURS HABEN – Manager sind solchen Fragen mithilfe des althergebrachten Prinzips, dass Aktienkurse nicht ihrer Verantwortlichkeit unterliegen, bisher erfolgreich ausgewichen. Gewiss stimmt es, dass der Vorstand eines Unternehmens nicht für dessen Aktienkursschwankungen verantwortlich ist. Dies heißt jedoch alles andere, als dass der Aktienkurs *niemals* eine Angelegenheit des Managements sein sollte. Diese Vorstellung ist nicht nur grundsätzlich falsch, sondern hat den zusätzlichen Mangel vollständiger Verlogenheit. Sie ist deswegen falsch, weil die Börsenfähigkeit von Aktien eine der Haupteigenschaften bei ihrem Kauf darstellt. Börsenfähigkeit setzt nicht nur einen Ort voraus, an dem sie gehandelt werden können, sondern auch die Möglichkeit, sie zu einem angemessenen Preis zu handeln. Für Aktionäre ist die Erzielung eines angemessenen Preises für ihre Aktien mindestens genauso wichtig wie die Erhaltung und Steigerung der Dividenden, Gewinne und Vermögenswerte. Daraus folgt, dass die Verantwortung des Managements, im Interesse seiner Aktionäre zu handeln, die Verpflichtung einschließt, die Bildung sowohl von unsinnig hohen als auch von unangemessen niedrigen Aktienkursen zu vermeiden (soweit es dazu in der Lage ist).

Es ist schwer, die Geduld zu bewahren bei der scheinheiligen Einstellung mancher Vorstände, die behaupten, nicht einmal den Kurs ihrer Aktie zu kennen. In vielen Fällen haben sie ein entscheidendes Interesse an eben diesen Kursen und gelegentlich nutzen sie ihre Insiderkenntnisse, um sich gegenüber der Öffentlichkeit und ihren Aktionären Vorteile am Markt zu verschaffen.³⁵⁶ Wir befürworten daher – und dies ist nicht als überraschende Neuerung anzusehen, sondern als Betrachtung der bestehenden Tatsachen mit gesundem Menschenverstand –, dass Aufsichtsräten die Verpflichtung auferlegt werden sollte, den Aktienkurs ihres Unternehmens zu beobachten und alle angemessenen Anstrengungen zu unternehmen, um offenkundige Abweichungen zu korrigieren. Dies sollte in der gleichen Weise geschehen, in der sie bemüht wären, jede andere für die Aktionäre nachteilige Unternehmenssituation zu beseitigen.

VERSCHIEDENE MÖGLICHE SCHRITTE ZUR KORREKTUR DES AKTIENKURSES – Diese Bemühungen können verschiedene Ausprägungen annehmen. An erster Stelle kann die Aufmerksamkeit der Aktionäre offiziell auf den Umstand gelenkt werden, dass der Liquidationswert – und damit der Mindestwert – der Aktien erheblich höher ist als der Börsenkurs. Falls der Aufsichtsrat – wie gewöhnlich der Fall – davon überzeugt ist, dass die Fortführung einer Liquidation vorgezogen wird, sollten zu gleicher Zeit die Gründe für diesen Entschluss beigebracht werden. Eine zweite Vorgehensweise liegt in der Ausrichtung der Dividenden. Es sollten

besondere Anstrengungen unternommen werden, um einen mindestens zum Liquidationswert proportionalen Dividendensatz festzulegen, damit die Aktionäre durch die Aufrechterhaltung des Unternehmens keinen Einkommensausfall erleiden. Dies kann selbst bei nicht ausreichenden laufenden Gewinnen erfolgen, vorausgesetzt, es existieren nicht ausgeschüttete Gewinne und der Barmittelbestand erlaubt solche Zahlungen.

Ein drittes Verfahren besteht darin, den Aktionären jene Barmittel zurückzugeben, die nicht für die Fortführung des Unternehmens benötigt werden. Dies kann durch anteilmäßige Ausschüttung erfolgen, normalerweise einhergehend mit der Herabsetzung des Nennwertes, oder durch das Angebot, eine bestimmte Anzahl von Aktien anteilmäßig zu einem festgelegten Preis zu kaufen. Schließlich kann der Aufsichtsrat durch eine sorgfältige Betrachtung der Abweichung zwischen Ertragskraft und Liquidationswert den Entschluss fassen, dass ein Verkauf oder eine Abwicklung des Unternehmens die vernünftigste korrigierende Maßnahme ist – und er sollte in diesem Fall entsprechend handeln.

Beispiele: Otis Company, 1929 bis 1939. Die vom Management der *Otis Company* in den Jahren 1929 bis 1930 verfolgte Vorgehensweise kombinierte etliche dieser hilfreichen Maßnahmen. Im Juli 1929 legte der Präsident den Aktionären eine Zwischenbilanz zum 30. Juni vor und hob hierbei die Abweichung zwischen dem aktuellen Aktienkurs und dem Liquidationswert hervor. Im September des gleichen Jahres wurde – obwohl die Gewinne nicht höher waren als zuvor – die Dividendenzahlung wieder aufgenommen, da die Barmittelbestände des Unternehmens und ein beträchtlicher Überschuss dies ermöglichten. 1930 wurde den Aktionären ein guter Teil der Barmittel, die das Unternehmen anscheinend nicht benötigte, durch Rückkauf einer kleinen Charge von Vorzugsaktien und einer Abschlagszahlung von 20 Dollar je Stammaktie zurückgegeben.³⁵⁷

Daraufhin begann das Unternehmen mit einer teilweisen Liquidation, die eine Reihe von Abschlagszahlungen zur Folge hatte. Ab September 1929 bis zur letzten Ausschüttung 1940 wurden insgesamt 94 Dollar je Aktie als Kapitalrückzahlung getätigt sowie 8 Dollar in Form einer Dividende. Wie bereits im vorhergehenden Kapitel gezeigt, waren diese Maßnahmen äußerst effektiv, um die Lage der *Otis*-Aktionäre während einer Periode zu verbessern, in der die meisten anderen Aktien Wertverluste zu verzeichnen hatten. Letzten Endes konnten die Aktionäre dadurch eine weitaus höhere Rendite erzielen, als durch die Fortführung des Unternehmens anzunehmen war.

HAMILTON WOOLEN COMPANY – Die Geschichte des Unternehmens seit 1926 ist gerade in diesem Zusammenhang interessant, da es ein beispielhaftes Prozedere aufzeigt, wie ein Aufsichtsrat Probleme handhaben kann, die das Aktionärskapital betreffen. Andauernde Betriebsverluste hatten 1927 zu einem Aktienkurs weit unter dem Liquidationswert geführt.

Es bestand die Gefahr, dass die Verluste andauerten und das Kapital aufzehrten. Andererseits gab es – vor allem durch die Verfolgung einer anderen Unternehmenspolitik – die Möglichkeit verbesserter Ergebnisse in der Zukunft. Den Aktionären wurde eine Auflistung von Argumenten für und gegen eine Liquidation vorgelegt und sie wurden zur Abstimmung gebeten. Ihre Entscheidung, das Unternehmen mit einer neuen Betriebsleitung fortzuführen, stellte sich als klug heraus, da ausreichende Erträge erzielt wurden und der Aktienkurs über den Liquidationswert stieg.

1934 erlitt das Unternehmen jedoch erneut einen hohen Verlust, der weitgehend durch gravierende Schwierigkeiten mit der Belegschaft hervorgerufen wurde. Das Management stellte den Aktionären erneut die Frage der Liquidation und diese stimmten diesmal für eine Abwicklung des Unternehmens. Umgehend wurde der Verkauf des Unternehmens veranlasst und die Aktionäre erhielten einen etwas höheren Betrag als den Umlaufvermögenswert im November des Jahres 1934.

Besonders bemerkenswert war die Vorgehensweise im Jahr 1927. Die endgültige Entscheidung der Fortführung bzw. Schließung wurde den Aktionären vorgelegt, die darüber zu entscheiden hatten; das Management lieferte die notwendigen Informationen in Form einer eigenen Beurteilung sowie der Bitte um Stellungnahme durch die andere Seite.

WEITERE BEISPIELE FREIWILLIGER LIQUIDATION – Die folgende Tabelle zeigt einen eindeutigen und elementaren Umstand: Die Liquidation (oder der Verkauf) eines unprofitablen Unternehmens mit umfangreichen Vermögenswerten (insbesondere Umlaufvermögen) erbringt den Aktionären mit Sicherheit einen erheblich größeren Betrag als der zuvor existierende Börsenkurs. Der Grund dafür liegt freilich darin, dass der Börsenkurs hauptsächlich durch die Gewinne beeinflusst wird, die Einnahmen aus der Liquidation dagegen von den Vermögenswerten abhängen.

Unternehmen	Jahr der Abstimmung für Liquidation oder Verkauf	Kurs kurz vor der Abstimmung zur Liquidation oder zum Verkauf (in \$)	Für die Aktie erzielter Betrag (in \$)
<i>American Glue</i>	1930	53	139,00
<i>I. Benesch & Sons</i>	1939	2,25	6,63
<i>Federal Knitting Mills</i>	1937	20	34,20
<i>Lyman Mills</i>	1927	112	220,2
<i>Mohawk Mining</i>	1933	11	28,5

<i>Signature Hosiery Pfd.</i>	1931	3,125	17,00
<i>Standard Oil of Nebraska</i>	1939	6	17,50
<i>United Shipyards A</i>	1938	2,25	11,10*

* Zum 31. Dezember 1939.

ANTEILSMÄSSIGER AKTIENRÜCKKAUF VON DEN AKTIONÄREN – Das Management von *Hamilton Woolen* muss ebenfalls dafür gelobt werden, während der Jahre 1932 und 1933 überschüssige Barmittel eingesetzt zu haben, um zu einem angemessenen Preis eine beträchtliche Anzahl von Aktien anteilig zurückzukaufen. Dadurch wurde die im Jahr 1929 angewandte Vorgehensweise rückgängig gemacht, als den Aktionären zusätzliche Aktien zur Zeichnung angeboten worden waren. Durch den mit der Depression einhergehenden Auftragsrückgang wurde dieses zusätzliche Kapital überflüssig und es erschien logisch, den Aktionären einen Großteil des Kapitals zurückzugeben, das diese selbst besser nutzen konnten als das Unternehmen.³⁵⁸

SCHÄDIGUNG DER AKTIONÄRE DURCH AKTIENKÄUFE AM FREIEN MARKT – Während der Depression der Jahre 1930 bis 1933 wurden von vielen Industrieunternehmen Rückkäufe eigener Aktien mithilfe ihrer Barrücklagen³⁵⁹ vorgenommen, das Vorgehen allgemein unterlag jedoch schweren Bedenken. Die Aktien wurden auf dem freien Markt ohne Benachrichtigung der Aktionäre gekauft. Dieses Verfahren brachte eine Reihe von ungesunden Elementen mit sich, da es als »im Interesse des Unternehmens« angesehen wurde, die Aktien zum möglichst niedrigen Kurs zu erwerben. Im Resultat erleiden die Aktionäre, die ihre Aktien dem Unternehmen verkaufen, einen erheblichen Verlust zugunsten derer, die ihre Aktien halten. Obwohl dieses Vorgehen hinsichtlich des Erwerbs anderer Vermögensgegenstände richtig ist, gibt es keine logische oder ethische Berechtigung, dies beim Kauf von Aktien von den eigenen Aktionären anzuwenden. Ferner ist das Management verpflichtet, die Verkäufer fair zu behandeln, da das Unternehmen selbst als Käufer auftritt.

In Wirklichkeit kann jedoch das Anliegen, Aktien zu einem günstigen Preis zurückzukaufen, zu dem Entschluss führen, die Dividende zu reduzieren oder auszusetzen, besonders in Zeiten allgemeiner Unsicherheit. Ein solches Verhalten wäre für nahezu alle Aktionäre schädlich, unabhängig davon, ob sie ihre Aktien verkaufen oder nicht. Aus diesem Grund haben wir den Rückkauf von Aktien zu einem gewissenlos niedrigen Preis nur als *vermutlichen* Vorteil für die Aktionäre bezeichnet, die ihre Anteile halten.

Beispiel: White Motor Company – Im vorangegangenen Kapitel haben wir die außergewöhnliche Abweichung zwischen dem Marktwert der Aktien von *White Motor* im Zeitraum 1931 bis 1932 und ihrem Mindestliquidationswert aufgezeigt. Es wird aufschlussreich sein, zu sehen, wie die durch das Management verfolgte Unternehmenspolitik in erheblichem Maße zur Herbeiführung der für die Aktionäre so misslichen Umstände beitrug.

Die *White Motor Company* zahlte seit ihrer Eintragung im Jahr 1916 bis zum Jahr 1926 Dividenden von 4 Dollar pro Aktie (8 Prozent). Diese Periode schloss das Depressionsjahr 1921 mit ein, in dem das Unternehmen einen Verlust von etwa 5.000.000 Dollar berichtete. Das Unternehmen zahlte jedoch aus seinen Rücklagen die volle Dividende. Durch diese Vorgehensweise konnte vermieden werden, dass der Aktienkurs unter 29 Dollar fiel. Mit der Erholung der Wirtschaft stieg die Aktie auf 72,5 im Jahr 1924 und 104,5 im Jahr 1925. 1926 wurden den Aktionären 200.000 Aktien zum Nennwert von 50 Dollar angeboten, was das Unternehmenskapital um 10.000.000 Dollar erhöhte. Zur gleichen Zeit wurde eine Aktiendividende von 20 Prozent gezahlt.

Kaum hatten die Eigentümer des Unternehmens die zusätzlichen Barmittel eingezahlt, als die Gewinne schrumpften und die Dividende reduziert wurde. 1928 wurden etwa 3 Dollar erzielt (auf konsolidierter Basis), jedoch nur ein Dollar ausgezahlt. In den zwölf Monaten vor Ende Juni 1931 verlor das Unternehmen etwa 2.500.000 Dollar. Die nächste Dividende entfiel und der Aktienkurs sank auf 7,5.

Der Gegensatz zwischen 1931 und 1921 ist hervorstechend. Im früheren Jahr waren die Verluste größer, die Gewinnrücklagen kleiner und die Barmittel weitaus geringer als 1931. Im Jahr 1921 wurde jedoch die Dividende beibehalten und der Aktienkurs dadurch unterstützt. Zehn Jahre später genügte – trotz überflüssiger Barmittelbestände und erheblicher nicht ausgeschütteter Gewinne – der Betriebsverlust eines einzigen Jahres, das Management zur Aussetzung der Dividende zu veranlassen und zu gestatten, dass der Aktienkurs auf einen grotesk niedrigen Wert sank.

Während der Phase vor und nach der Aussetzung der Dividende war das Unternehmen aktiv damit beschäftigt, eigene Aktien auf dem freien Markt zu kaufen. Die Käufe begannen 1929 anhand eines Plans zugunsten von »bestimmten Führungspersonen«. Ende Juni 1931 wurden etwa 100.000 Aktien zum Preis von 2.800.000 Dollar gekauft. Mit dem Aussetzen der Dividende wurde der Plan fallen gelassen und die Vorstände und Angestellten wurden von allen von ihnen übernommenen Verpflichtungen zur Bezahlung der Aktien befreit. In den darauffolgenden sechs Monaten erwarb das Unternehmen – unterstützt durch den Fall des Aktienkurses – 50.000 zusätzliche Aktien am freien Markt zu einem durchschnittlichen Preis von 11 Dollar je Aktie. Der gesamte Aktienbesitz von 150.000 Stück wurde dann rückgängig gemacht.

Dieser Sachverhalt, soweit kurz dargestellt, zeigt die verwerflichen Möglichkeiten auf, die mit der Erlaubnis einhergehen, dass das Management nach eigenem Ermessen Aktienkäufe mit dem Kapital des Unternehmens durchführen kann. Als Erstes zeigen wir den unangenehmen Gegensatz zwischen der Behandlung des Managements und der Aktionäre von *White Motor*. Zugunsten des Vorstandes wurde ein außergewöhnlich großes Aktienpaket zu einem scheinbar günstigen Preis erworben. Das Geld zum Erwerb dieser Aktien stammte von den Aktionären. Bei einer Verbesserung der Unternehmenssituation wäre der Wert der Aktien erheblich gestiegen und der Vorstand hätte den alleinigen Nutzen daraus gezogen. Als die Situation sich jedoch verschlechterte, blieb den Führungskräften jeder Verlust erspart, während die Aktionäre die gesamte Last tragen mussten.³⁶⁰

White Motor hat im Jahr 1926 in den direkt mit seinen Aktionären durchgeführten Transaktionen um 10.000.000 Dollar neues Kapital ersucht. Ein Teil dieses zusätzlichen Kapitals (das nicht zur Absatzfinanzierung benötigt wurde) wurde eingesetzt, um viele dieser Aktien zu einem Fünftel des Ausgabepreises zurückzukaufen. Die Aussetzung der Dividende war ein entscheidender Umstand, diese Rückkäufe zu solch einem niedrigen Kurs durchzuführen. Diese ohne weitere Beweise geschilderten Umstände können bei Aktionären durchaus den Verdacht erwecken, dass die Aussetzung der Dividende mit dem Anliegen in Zusammenhang stand, den Aktienkurs zu senken. Falls deren Ursache jedoch die Erhaltung des Barmittelbestandes war, ist dies schwer verständlich, da zwar Geld für den Aktienrückkauf zur Verfügung stand, jedoch nicht für die Aufrechterhaltung der Dividende, die zuvor ohne Unterbrechung 15 Jahre lang gezahlt worden war. Das Schauspiel eines Unternehmens, das trotz üppiger Barmittel seine Dividende aussetzt, um verzweifelte Aktionäre zum Verkauf ihrer Anteile zu einem ruinösen Preis zu treiben, ist kein erfreulicher Anblick.

Westmoreland Coal Company. Dieses Beispiel liefert eine aktuellere Darstellung des fragwürdigen Nutzens, der den Aktionären durch Aktienrückkäufe auf dem freien Markt zugutekommt. In der Dekade 1929 bis 1938 berichtete das Unternehmen einen kumulierten Nettoverlust von 309.000 Dollar bzw. 1,70 Dollar je Aktie. Diese Verluste entstanden allerdings durch Abschreibungen und Wertberichtigungen von insgesamt 2.658.000 Dollar, die weitaus höher waren als die neuen Investitionsausgaben. Dadurch verbesserte sich die Barmittelposition des Unternehmens während dieser Periode erheblich – trotz unregelmäßig gezahlter Dividenden von insgesamt 4,10 Dollar je Aktie.

Laut dem Jahresbericht des Unternehmens wurden ab 1935 eigene Aktien am freien Markt zurückgekauft. Zum Ende des Jahres 1938 hatte es 44.634 Aktien erworben, mehr als 22 Prozent der gesamten Emission. Der durchschnittlich je Aktie gezahlte Preis betrug 8,67 Dollar. Beachtlich hierbei ist der außergewöhnliche Umstand, dass dieser Preis niedriger als die Hälfte der Barmittel je Aktie allein war, die überaus hohen anderen

Vermögensgegenstände nicht mit eingerechnet. Ebenso ist zu erkennen, dass die Aktie zu keinem Zeitpunkt zwischen 1930 und 1939 so hoch notierte wie allein ihre Barmittel. (Zum Ende des Jahres 1938 berichtete das Unternehmen Barmittel und börsengängige Wertpapiere von insgesamt 2.772.000 Dollar, wohingegen die Gesamtmarktkapitalisierung 1.400.000 Dollar betrug.)

Eine Analyse der Situation verdeutlicht die folgenden Fakten:

- Der niedrige Aktienkurs war das Resultat ausbleibender Gewinne und unregelmäßiger Dividenden. Unter solchen Bedingungen spiegelte der Aktienkurs nicht die äußerst hohen Barmittelbestände wider, die für die Aktien theoretisch zur Verfügung standen. Aktien werden auf der Grundlage von Gewinnen und Dividenden gehandelt. Der Barvermögenswert ist nur relevant, falls die Aussicht auf eine Ausschüttung der Barmittel besteht.
- Die wahre Verpflichtung des Managements besteht darin, die tatsächlichen Gegebenheiten einer derartigen Situation zu erkennen und alles in seiner Macht Stehende zu tun, um jeden Aktionär vor einer ungerechtfertigten Wertminderung seiner Anlage zu schützen, besonders vor dem unnötigen Verlust eines Großteils des tatsächlichen Wertes seiner Anteile. Solche Verluste sind unter derartigen Bedingungen vermutlich weit verbreitet, da viele Aktionäre aus Not oder aus dem Wunsch nach einem konstanten Einkommen oder durch die entmutigenden Aussichten in der Kohleindustrie veranlasst sind, ihre Anteile zu jedem beliebigen Betrag zu verkaufen.
- Die Besonderheit außergewöhnlich hoher Barmittelbestände und eines absurd niedrigen Aktienkurses war offensichtlich vermeidbar. Der Überschuss an Barmitteln, über den das Unternehmen verfügte, zeigt sich daran, dass Geld für einen günstigen Aktienrückkauf zur Verfügung stand – auch wenn dies aus einer Analyse der ungewöhnlichen Beziehung zwischen den Barmittelbeständen und dem jährlichen Geschäft nicht offensichtlich hervorging.
- Alle eventuell nicht benötigten Barmittel hätten den Aktionären anteilig zurückgegeben werden sollen. Die teilweise Verwendung zum Rückkauf von Aktien zum möglichst niedrigen Preis ist ungerecht gegenüber solchen Aktionären, die durch Notlage oder Unkenntnis zum Verkauf veranlasst werden. Sie kommt solchen Aktionären zugute, die standhaft genug sind, ihre Anteile auf unbestimmte Zeit zu halten. Und besonders profitiert die Unternehmensleitung, da in ihrem Fall die Barmittel des Unternehmens für ihre Aktien jederzeit leicht zur Verfügung stehen, wenn sie diese benötigt (da sie dann eine Ausschüttung vornehmen kann). Nur weil diese Situation nicht auf die einfachen Kleinaktionäre zutrifft, wertet der Markt den Wert ihrer Barmittel auf so grausame Weise ab, wenn das Unternehmen darüber verfügt und nicht sie selbst.³⁶¹

ZUSAMMENFASSUNG UND AUSBLICK – Die Beziehungen zwischen Aktionären und ihrem Management unterlagen nach vielen gestörten Entwicklungen während der hektischen Jahre von 1928 bis 1933 positiv wirkenden Kontrollen – entstehend sowohl aus Regulierungen durch die SEC als auch aufgrund allgemeiner Kritik. Bestimmte wesentliche Umstände, die nahezu vergessen waren, sollen hier herausgehoben werden: Kapitalgesellschaften sind rechtlich bloße Erfüllungsgehilfen und Eigentum der Aktionäre; Vorstände sind lediglich bezahlte Arbeitnehmer der Aktionäre; Aufsichtsräte, wie auch immer gewählt, sind eigentlich Treuhänder, deren rechtliche Verpflichtung darin besteht, allein im Namen der Eigentümer des Unternehmens zu handeln.³⁶²

Um diese allgemeinen Wahrheiten für die Praxis effektiver zu gestalten, ist es notwendig, dass die Aktien besitzende Öffentlichkeit eine klarere Vorstellung davon bekommt, welche tatsächlichen Interessen die Aktionäre haben hinsichtlich der Dividenden- und Expansionspolitik, des Einsatzes von Barmitteln für Aktienrückkäufe, der verschiedenen Methoden von Managementvergütungen sowie der grundlegenden Frage, ob das Kapital der Eigentümer im Unternehmen verbleiben oder ob es ganz oder teilweise entnommen werden sollte.

KAPITEL 45

BILANZANALYSE (ABSCHLUSS)

Unsere Erörterung in den vorangehenden Kapiteln bezog sich hauptsächlich auf Situationen, in denen die Bilanzdarstellung scheinbar einen höheren Aktienkurs rechtfertigte als am Markt vorherrschend. Der gebräuchlichere Zweck einer Bilanzanalyse ist jedoch die Feststellung der gegenteiligen Sachlage, des Vorhandenseins finanzieller Schwächen, die eine Aktienanlage oder die spekulativen Vorzüge einer Aktie beeinträchtigen können. Vorsichtige Anleger prüfen eine Bilanz genau, um zu sehen, ob die Barmittel ausreichend sind, ob das Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten angemessen ist und ob eine Verbindlichkeit mit naher Fälligkeit ansteht, die sich zu einem drohenden Refinanzierungsproblem entwickeln könnte.

DAS NETTOUMLAFVERMÖGEN UND DIE FÄLLIGKEIT VON VERBINDLICHKEITEN

Grundregeln bezüglich des Nettoumlaufvermögens – Zu der Frage, wie viel Barmittel ein Unternehmen halten sollte, kann hier nichts Zweckdienliches gesagt werden. Der Anleger muss seine eigene Meinung darüber bilden, wie viel im Einzelfall benötigt wird und wie ernsthaft ein offensichtlicher Mangel an Barmitteln anzusehen ist. Hinsichtlich des Nettoumlaufvermögen-Verhältnisses wurde früher ein Mindestbetrag von 2 Dollar Umlaufvermögen je 1 Dollar kurzfristiger Verbindlichkeiten als Standard für Industrieunternehmen erachtet.³⁶³

Seit Ende der 20er-Jahre des 20. Jahrhunderts gibt es in den meisten Branchen jedoch die Tendenz zu einer solideren Marktposition, wobei die Mehrheit der Industrieunternehmen einen Anteil von deutlich über zwei zu eins aufweist. Ein Unternehmen, das unter den Durchschnitt in seiner Gruppe fällt, wird nunmehr tendenziell mit Argwohn betrachtet.³⁶⁴ Diese Vorstellung enthält für uns einen gewissen Fehlschluss, da notwendigerweise die untere Hälfte der Gruppe bestraft wird, ohne Rücksicht auf die erzielte Leistung an sich. Für eine

eindeutige quantitative Überprüfung einer ausreichend komfortablen Finanzlage können wir keinen besseren Wert als das alte Zwei-zu-eins-Kriterium empfehlen. Normalerweise würde der Anleger Unternehmen bevorzugen, die diese Minimalanforderung weit überschreiten. Die Schwierigkeit liegt jedoch darin, ob als Voraussetzung für den Kauf einer Aktie ein höheres Verhältnis gefordert werden *muss*. Dadurch würde eine ansonsten zufriedenstellende Aktie notwendigerweise verworfen, wenn das Umlaufvermögen nur dem Zweifachen der kurzfristigen Verbindlichkeiten entspricht. Daher zögern wir, eine solche Regel vorzuschlagen, noch kennen wir den angemessenen Wert hierfür.

Ein zweites Maß finanzieller Stärke stellt die sogenannte »Liquiditätsprüfung« dar, die erfordert, dass das Umlaufvermögen – ohne die Lagerbestände – mindestens den kurzfristigen Verbindlichkeiten entspricht. Normalerweise würde der Anleger von einem Unternehmen erwarten, dass es sowohl die Zwei-zu-eins-Prüfung als auch die Liquiditätsprüfung besteht. Falls keines dieser Kriterien erfüllt wird, wirkt sich dies in den meisten Fällen auf den Ruf einer Stammaktie als Kapitalanlage aus (wie auch bei einer Anleihe oder Vorzugsaktie) und liefert auch von einem spekulativen Standpunkt eine Begründung, sich gegen das Wertpapier zu entscheiden.

Position	30. Juni 1933 (in \$)	30. Juni 1932 (in \$)
Barmittel	1.392.000	3.230.000
Forderungen	4.391.000	2.279.000
Lagerbestände	12.184.000	4.081.000
Summe Umlaufvermögen	17.967.000	9.590.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten	8.387.000	778.000
Nettoumlaufvermögen	9.580.000	8.812.000
Nettoumlaufvermögen ohne Lagerbestände	-2.604.000	+4.731.000

Archer-Daniels-Midland Company

Ausnahmen und Beispiele: Wie bei allen willkürlichen Regeln dieser Art müssen Ausnahmen zugelassen werden, falls sie durch besondere Umstände gerechtfertigt sind. Betrachten wir dazu das Beispiel zur Situation der *Archer-Daniels-Midland Company* am 30. Juni 1933, verglichen mit den Vorjahreszahlen.

Die Lage des Unternehmens am 30. Juni 1933 war offensichtlich beunruhigender als im Jahr zuvor und es scheint nach gewöhnlichen Maßstäben beurteilt etwas zu hoch mit Krediten

belastet gewesen zu sein. In diesem Fall stellte die Erhöhung der Verbindlichkeiten jedoch eine Rückkehr zur normalen Praxis in der Pflanzenölindustrie dar, wo regelmäßig hohe saisonbedingte Kreditverbindlichkeiten anfallen, um Korn- und Leinsamenlieferungen zu begleichen. Demzufolge würde ein Analyst die finanzielle Situation der Bilanz des Jahres 1933 keineswegs als beunruhigend erachten.

Gegensätzliche Beispiele zu dieser Argumentation stellen die *Douglas Aircraft Company* und *Stokely Brothers and Company* 1936 bis 1938 dar.

Position	<i>Stokely Brothers and Company</i>			<i>Douglas Aircraft Company</i>		
	31. Mai 1936 (in \$)	31. Mai 1937 (in \$)	31. Mai 1938 (in \$)	30. Nov. 1936 (in \$)	30. Nov. 1937 (in \$)	30. Nov. 1938 (in \$)
Umlaufvermögen:						
Barmittel und Forderungen	2.274	2.176	1.827	2.885	2.559	4.673
Lagerbestände	5.282	7.323	6.034	6.392	12.240	4.084
Summe	7.556	9.499	8.861	9.277	14.749	8.757
Kurzfristige Verbindlichkeiten:						
Wechselverbindlichkeiten	2.000	2.000	2.500	1.390	5.230	--
Sonstige	1.527	1.286	1.320	1.179	3.183	2.129
Summe	3.527	3.286	3.820	2.569	8.413	2.129
Bankdarlehen 1–3 Jahre	--	3.000	3.000	--	--	--
Summe kurzfristiger Verbindlichkeiten und 1- bis 3-jährige Wechsel	3.527	6.286	6.820	2.569	8.413	2.129
Jahresüberschuss	1.382	–353	–713	976	1.082	2.147

Vergleich des Nettoumlaufvermögens (in 1000 \$)

Die Lage bei *Douglas Aircraft* 1937 war – wie im Fall von *Archer-Daniels-Midland* – nicht saisonbedingt, sondern entstand durch die Annahme von Aufträgen, die ein beträchtliches Nettoumlaufvermögen erforderten. Bei Prüfung hätte sich der Anleger damit zufriedengeben können, dass der Bedarf an Bankkrediten wahrscheinlich nur vorübergehend bestand und das zusätzliche Geschäft in jedem Fall ausreichend rentabel war, um weitere notwendige Finanzierungen zu erleichtern. Die Lage von *Stokely* dagegen war anders, da sich die hohe kurzfristige Verschuldung aus wachsenden Lagerbeständen in einem unrentablen Markt entwickelt hatte. Demzufolge lieferte die Bilanz von *Stokely* zum Mai 1937 – wie die

Tabelle zeigt – eine ernsthafte Warnung für die Vorzugs- und Stammaktionäre.

Bereits ein Jahr später hatte *Douglas Aircraft* seine Bankdarlehen zurückgezahlt und wies ein Verhältnis von Vermögen zu Verbindlichkeiten von 4:1 auf. *Stokely* setzte im Oktober 1938 die Vorzugsdividende aus, im gleichen Jahr fiel der Kurs von 21 Dollar (Nennwert 25 Dollar) auf 10 Dollar.

Wie wir in unserer Erörterung zur Anleihenselektion (Kapitel 13) aufgezeigt haben, sind für Eisenbahn- und öffentliche Versorgungsunternehmen solche Standardanforderungen, wie wir sie erörtert haben, nicht anwendbar. Daraus darf nicht der Rückschluss gezogen werden, dass das Nettoumlaufvermögen solcher Unternehmen vollkommen belanglos wäre (bald wird sich das Gegenteil bewahrheiten), es sollte jedoch nicht mit festgelegten Schemata analysiert werden.

HOHE BANKKREDITE SIND HÄUFIG EIN ANZEICHEN FÜR SCHWÄCHE – Finanzielle Schwierigkeiten werden fast immer verkündet, wenn hohe Bankkredite oder andere kurzfristig fällige Verbindlichkeiten bestehen. Anders gesagt ist es ungewöhnlich, dass eine finanziell schwache Lage allein durch alltägliche Verbindlichkeiten aus Warengeschäften verursacht wird. Das bedeutet nicht, dass Bankkredite an sich ein schlechtes Zeichen sind; die Verwendung eines vernünftigen Anteils von Bankdarlehen – besonders für saisonbedingte Erfordernisse – ist nicht nur legitim, sondern wünschenswert. Doch falls die Bilanz Wechselverbindlichkeiten aufweist, wird der Analyst die finanzielle Situation einer genaueren Prüfung unterziehen als bei einer »sauberen« Bilanz.

Der Nachkriegsboom des Jahres 1919 war durch eine enorme Aufstockung industrieller Lagerbestände gekennzeichnet, die zu hohen Preisen ausgewiesen und größtenteils durch Bankdarlehen finanziert waren. Der Einbruch der Rohstoffpreise 1920 bis 1921 machte diese industriellen Bankdarlehen zu einem vorrangigen Problem. Die Depression der 30er-Jahre wies dagegen andere Merkmale auf. Industrielle Kreditaufnahmen waren 1929 bemerkenswert gering, da es keine Rohstoff- oder Vorratsspekulationen gab und zudem immense Aktienverkäufe getätigt wurden, um zusätzliches Nettoumlaufvermögen bereitzustellen. (Natürlich gab es Ausnahmen, zum Beispiel *Anaconda Copper Mining Company*, die Ende des Jahres 1929 35.000.000 Dollar Bankverbindlichkeiten hatte, die drei Jahre später auf 70.500.000 Dollar angestiegen waren.) Die großen Bankdarlehen wurden häufiger von Eisenbahn und öffentlichen Versorgungsunternehmen ausgewiesen. Sie dienten zur Finanzierung zusätzlicher Grundstücke, zur Begleichung fällig werdender Verbindlichkeiten oder – wie bei einigen Eisenbahngesellschaften – zur Begleichung ausstehender Hypotheken. In allen Fällen wurde davon ausgegangen, die Bankdarlehen aus einer Dauerfinanzierung zurückzahlen zu können, was in vielen Fällen jedoch unmöglich war und zur Konkursverwaltung führte. Der Zusammenbruch des *Insull* -Systems öffentlicher

Versorgungsunternehmen wurde auf diese Art beschleunigt.

Beispiele: Es ist schwierig, genau zu sagen, wie bedenklich der Anleger oder Spekulant die vorhandenen Bankdarlehen von 68.000.000 Dollar in der Bilanz von *New York Central* Ende 1932 oder die fälligen Verbindlichkeiten der *Cities Services Company* von 69.000.000 Dollar am 31. Dezember 1931 hätte bewerten sollen. Aber sicherlich hätten diese ungünstigen Vorzeichen nicht ignoriert werden sollen. Der vorsichtigere Anleger hätte sie als überzeugendes Argument gegen Wertpapiere von Unternehmen in solcher Lage angesehen, außer von den Aktien, die durch ihren äußerst niedrigen Preis ein bewusstes, aber attraktives Wagnis darstellen. Bei einer Verbesserung der Situation können solche Bankdarlehen natürlich zurückgezahlt werden, die Logik sagt uns, dass eine Verbesserung nur voraussichtlich ist, Bankdarlehen hingegen äußerst gegenwärtig und bedrohlich.³⁶⁵

Sind die Gewinne eines Unternehmens beständig, ist eine Insolvenz aufgrund von Bankdarlehen selten. Doch falls eine Refinanzierung – wie es in der Periode 1931 bis 1933 häufig der Fall war – nicht durchführbar ist, verlangen Darlehensgeber eventuell eine Aussetzung der Dividenden, um alle verfügbaren Gewinne zur Reduzierung der Darlehen aufzuwenden. Aus diesem Grund wurde die Dividende im Jahr 1932 für die Stammaktien der *Brooklyn-Manhattan Transit Corporation* sowie im Jahr 1931 für die Vorzugsaktien der *New York Water Service Corporation* ausgesetzt, obwohl die berichteten Gewinne beider Unternehmen ähnlich hoch waren wie in den vorhergehenden Jahren.

Die Rezession von 1937 bis 1938 brachte keine solchen finanziellen Probleme für die Unternehmen mit sich, die vergleichbar mit denen der beiden vorherigen Depressionen waren. In dieser Hinsicht gibt es einen deutlichen Unterschied zwischen dem Aktienmarkt von 1919 bis 1921 und 1937 bis 1938. Denn der Rückgang der Aktienkurse war – sowohl in Dollar als auch prozentual – in der letzten Periode tatsächlich größer als im Nachkriegseinbruch, obwohl der Abschwung 1937 bis 1938 an sich von geringerer Wichtigkeit war, da er allgemein einen vergleichsweise unbedeutenden Effekt auf die Situation amerikanischer Unternehmen hatte.³⁶⁶ Dies kann als beunruhigendes Anzeichen dafür aufgefasst werden, dass die Aktienkurse empfindlich gegenüber vorübergehenden Auftragsschwankungen geworden sind und sich irrationaler entwickelt haben – wir führen diesen Umstand tendenziell auf das Verschwinden der konservativen Unterscheidungen zwischen Aktienanlegern und Aktienspekulanten zurück.

ZWISCHENGESELLSCHAFTLICHE VERSCHULDUNG – Kurzfristige Verbindlichkeiten gegenüber der Muttergesellschaft oder verbundenen Unternehmen sind theoretisch genauso ernst zu nehmen wie jede andere kurzfristige Verbindlichkeit, in Wirklichkeit liegt diesen jedoch selten eine unangenehme Zahlungsforderung zugrunde.

Beispiel: Seit 1930 schuldete die *United Gas Corporation* ihrer Muttergesellschaft *Electric Bond and Share Company* 26.000.000 Dollar aus laufenden Rechnungen – sodass sie fortwährend einen hohen Überschuss von kurzfristigen Verbindlichkeiten über das Umlaufvermögen berichtete. Dennoch hat die Verschuldung das Unternehmen nicht davon abgehalten, in den Jahren 1936 bis 1939 Vorzugsdividenden zu zahlen. 1932 war es – mit etwas höheren Gewinnen als 1939 – genötigt, die vorrangige Dividende auszusetzen, da es neben seinen zwischengesellschaftlichen Verbindlichkeiten große Bankdarlehen hatte. Der konservative Anleger würde es normalerweise bevorzugen, dass Verpflichtungen gegenüber verbundenen Unternehmen nicht in Form kurzfristiger Verbindlichkeiten betrachtet werden.

DIE GEFAHR VON FRÜHZEITIG FÄLLIG WERDENDEN LANGFRISTIGEN VERBINDLICHKEITEN – Eine große Emission von Anleihen mit kurzer Fälligkeit stellt ein entscheidendes finanzielles Problem dar, wenn das Betriebsergebnis negativ ist. Sowohl Anleger als auch Spekulanten sollten einer derartigen Situation, sofern aus der Bilanz erkennbar, ernsthafte Überlegungen widmen. Fällig werdende langfristige Verbindlichkeiten führen häufig zur Insolvenz.

Beispiele: Die *Fisk Rubber Company* musste, da sie eine Anleihenemission von 8.000.000 Dollar zum Ende des Jahres 1930 nicht zurückzahlen konnte, Konkurs anmelden. Die Insolvenzen der *Colorado Fuel and Iron Company* und der *Chicago, Rock Island and Pacific Railway Company* im Jahr 1933 standen beide in engerem Zusammenhang zu der Tatsache, dass große Anleihenemissionen 1934 fällig wurden. Die Unachtsamkeit der Spekulanten zeigt sich gut am Kurs der Vorzugsaktie von *Colorado Fuel and Iron* von 54 Dollar im Juni 1933, als ihre kurzfristige Anleihe (*Colorado Industrial Company 5s*, fällig 1934, verbrieft durch die Muttergesellschaft) zu 45 Dollar gehandelt wurde, mit einer angegebenen Rendite von über 100 Prozent p.a. Dieser Kurs der Anleihe war ein nahezu sicheres Zeichen für aufkommende Schwierigkeiten. Die Nichtzahlung der fälligen Verbindlichkeit hätte aller Wahrscheinlichkeit nach die Insolvenz (von einer freiwilligen Verlängerung konnte keinesfalls ausgegangen werden) sowie die Gefahr der vollständigen Löschung der Aktien mit sich gebracht. Es war kennzeichnend für die Spekulanten, eine so offensichtliche Gefahr zu ignorieren, und ebenso typisch, dass sie aufgrund ihrer Unvorsichtigkeit große Verluste erlitten. (Zwei Monate später, bei Bekanntgabe der Konkursverwaltung, fiel der Kurs der Vorzugsaktien auf 17,25 Dollar).

Die *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* war einem dauerhaften finanziellen Problem ausgesetzt, das aus der Emission einer 3-jährigen Anleihe im Jahr 1929 entstand. Seit der ersten Fälligkeit im Jahr 1932 wurde die Anleihe – unter Androhung der Insolvenz als Alternative – wiederholt verlängert. Typisch für die Geringschätzung der finanziellen Probleme des Unternehmens durch die Spekulanten war der Kursanstieg der Vorzugsaktie von 18,5 Dollar auf 45,75 Dollar im Jahr 1939, verglichen mit dem niedrigen

Kurs einer 1941 fällig werdenden Anleihe von 50 Dollar im gleichen Jahr.

Selbst wenn die fällig werdenden Anleihen anderweitig bedient werden können, müssen die eventuellen Refinanzierungskosten in Betracht gezogen werden.

Beispiele: Dieser Punkt wird gut durch die 14.000.000-Dollar-Anleihe der *American Rolling Mill Company* verdeutlicht (4,5 Prozent Verzinsung, Fälligkeit 1. November 1933). Im Juni 1933 notierte die Anleihe bei 80 Dollar, was einer jährlichen Rendite von 75 Prozent entsprach. Zum gleichen Zeitpunkt war die Stammaktie von 3 Dollar auf 24 Dollar gestiegen, wodurch die Marktkapitalisierung der Stammaktien über 40.000.000 Dollar betrug. Spekulanten, welche die Aktie aufgrund der Verbesserungen in der Stahlindustrie kauften, haben nicht den Umstand berücksichtigt, dass zur Refinanzierung Anleihen während der damals herrschenden Marktbedingungen für Neuemissionen ein sehr attraktives Umtauschrecht hätte angeboten werden müssen – mit notwendigerweise negativen Auswirkungen auf die Gewinnmöglichkeiten der Stammaktien. Es wurde dann im Austausch gegen die 4,5-Prozent-Anleihen eine neue 5-Prozent-Wandelanleihe ausgegeben (wandelbar bei einem Kurs von 25 Dollar). Im Ergebnis stieg der Kurs der Anleihe im August 1933 auf 101 Dollar, gegenüber einem gleichzeitigen Kurs von 21 Dollar für die Stammaktie; bei Ablösung der Anleihe zum Nennwert am 1. November 1933 betrug der Kurs der Aktie 15 Dollar.

Die bevorstehende Fälligkeit einer Anleihe ist für die Inhaber aller Wertpapiere eines Unternehmens relevant, einschließlich Hypothekenschulden, die Vorrang vor den fälligen Anleihen haben. Falls das Unternehmen die nachrangigen Anleihen nicht bedienen kann, sind aller Wahrscheinlichkeit nach auch vorrangige Anleihen ernsthaft gefährdet. Dieser Sachverhalt wird eindrucksvoll anhand der erstrangigen Hypotheken der *Fisk Rubber Company First Mortgage* (8s, Fälligkeit 1941) verdeutlicht. Obwohl sie in ihrer Position gegenüber den unbesicherten 5,5-Prozent-Anleihen als vorrangig galten, haben ihre Besitzer schmerzlich unter der Insolvenz gelitten, die durch die Fälligkeit der 5,5-Prozent-Anleihen verursacht wurde. Der Kurs der 8s fiel von 115 Dollar im Jahr 1929 auf 16 Dollar im Jahr 1932.³⁶⁷

BANKDARLEHEN MIT ZWISCHENZEITLICHER FÄLLIGKEIT – Sehr niedrige Zinssätzen und das Versiegen von herkömmlichen Bankdarlehen haben in den letzten Jahren ein neues Phänomen hervorgebracht – die Vergabe von Bankdarlehen an Unternehmen, rückzahlbar über einen Zeitraum mehrerer Jahre. Ein Großteil dieser Darlehen wurde für auslaufende Anleihen (z. B. *Commercial Investment Trust Corporation*, November 1939) und Vorzugsaktien (z. B. *Archer-Daniels-Midland Company*, 1939) verwendet. In einigen Fällen wurden solche Bankdarlehen auch für zusätzliches Nettoumlaufvermögen aufgenommen (z. B. *Western Auto*

Supply Company, 1937) oder zur Umwandlung von kurzfristigen Bankverbindlichkeiten (z. B. *American Commercial Alcohol, Stokely Brothers*). In den meisten Fällen wird festgelegt oder erwartet, dass die Darlehen in jährlichen Teilzahlungen abgelöst werden.

Aus Sicht der Wertpapieranalyse ähnelt dieser Bankkredit den kurzfristigen Anleihen, die der Öffentlichkeit als bekanntes Instrument der Unternehmensfinanzierung verkauft wurden. Sie stellen eine Mischung aus laufenden Verbindlichkeiten und kurzfristigem Fremdkapital dar. Solche Bankdarlehen sind unbedenklich, wenn sie entweder aufgrund eines soliden Umlaufvermögens problemlos als laufende Verbindlichkeiten gehandhabt werden können oder die Ertragskraft zuverlässig und hoch genug ist, um eine einfache Refinanzierung zu ermöglichen. Falls jedoch keiner dieser Umstände zutrifft (wie im Beispiel *Stokely* auf S. 648), muss der Analyst das Vorhandensein hoher zwischenzeitlicher Bankdarlehen als mögliche Gefährdung für die Dividenden oder sogar für die Solvenz des Unternehmens ansehen.

Es dürfte sich erübrigen, weiter auf die Notwendigkeit einzugehen, die Bilanz auf eventuell mögliche negative Eigenschaften hinsichtlich Bankdarlehen oder anderer kurzfristiger Verbindlichkeiten zu untersuchen.

VERGLEICH VON BILANZEN ÜBER EINE ZEITPERIODE

Dieser wichtige Teil der Wertpapieranalyse kann aus drei Blickwinkeln betrachtet werden:

1. Prüfung der berichteten Gewinne je Aktie
2. Ermittlung der Wirkung von Verlusten (oder Gewinnen) auf die finanzielle Lage des Unternehmens
3. Die Rückverfolgung der Beziehung zwischen Ressourcen und Ertragskraft des Unternehmens über einen langen Zeitraum

PRÜFUNG DER BERICHTETEN GEWINNE JE AKTIE ANHAND DER BILANZ – Ein Teil dieses Ansatzes wurde bereits im Zusammenhang mit ähnlichen Abschnitten der Wertpapieranalyse angewendet. In Kapitel 36 haben wir ein Beispiel für Punkt 1 gezeigt, die Überprüfung der berichteten Gewinne der *American Commercial Alcohol Corporation* für die Jahre 1931 und 1932. Als Beispiel für einen längeren Zeitraum zeigen wir den Gegensatz zwischen den durchschnittlichen Gewinnen der *United States Industrial Alcohol Company* für die Dekade 1929 bis 1939, dargestellt durch die berichteten Werte je Aktie und die Veränderung des

Kapitals in der Bilanz.

Berichtete Nettogewinne (in \$)		pro Aktie*
1929	4.721.000	12,63
1930	1.105.000	1,95
1931	-1.834.000	-4,90
1932	176.000	0,47
1933	1.393.000	3,56
1934	1.580.000	4,03
1935	844.000	2,15
1936	78.000	0,20
1937	-456.000	-1,17
1938	-666.000	-1,71
Summe 10 Jahre	6.782.000	18,21

* Wie in den Jahresberichten des Unternehmens angegeben.

U. S. Industrial Alcohol Company, 1929–1938, berichtete Nettogewinne in \$

UNTERSCHIED ZWISCHEN DEN OBEN STEHENDEN GEWINNEN UND VERÄNDERUNGEN DES RÜCKLAGENKONTOS (IN DOLLAR)

Nettogewinne 1929–1938, wie berichtet	6.782.000
Abzüglich Dividendenzahlungen	5.959.000
(A) Ausgewiesener Saldo der Rücklagen	823.000
Gewinnrücklagen und Bilanzgewinn (31. Dez. 1928)	14.214.000
Abzüglich Abschreibung der Fabrikanlagen auf 1 \$ in 1933	455.000
Gewinnrücklagen und Bilanzgewinn (31. Dez. 1928) (bereinigt)	13.759.000
Gewinnrücklagen und Bilanzgewinn und Rückstellungen für Eventualverbindlichkeiten (31. Dez. 1938)	5.736.000
(B) Verminderung der Rücklagen in der Bilanz	8.023.000
Unterschied zwischen den Gewinnen der Erfolgsrechnung und der Bilanz	8.846.000

ERKLÄRUNG DES UNTERSCHIEDES – Erhöhung der Rücklagen ohne Abzug in der Erfolgsrechnung, wonach die Gewinne pro Aktie vom Unternehmen berechnet wurden:

Herabsetzung der Lagerbestände	4.500.000
Ausbuchung und Wertminderung verschiedener Vermögenswerte	3.969.000
Sonstige Abstimmungen, saldiert	377.000
	8.846.000

Zusätzlich schrieb das Unternehmen seine Sachanlagen im Jahr 1933 auf einen Dollar ab. Der Abschreibungsaufwand betrug 19.301.000 Dollar, wovon 18.846.000 dem Kapitalkonto und der Restbetrag den Rücklagen entnommen wurden. Soweit die Abschreibungsaufwendungen seit 1932 aufgrund dieser Wertminderung eventuell zu niedrig angesetzt waren (siehe Seite 655), sind außerdem die berichteten Gewinne für diese Periode übertrieben.

ERNEUTE BERECHNUNG DER GEWINNE 1929 BIS 1938

Gewinne lt. Erfolgsrechnung	6.782.000
Abzüglich Zuführung zu den Rücklagen	8.846.000
Berichtigter Gewinn für den Zeitraum	-2.069.000

VERGLEICH DES NETTOUMLAUFVERMÖGENS 1938 vs. 1928

Nettoumlaufvermögen zum 31. Dez. 1928	11.336.000
Nettoumlaufvermögen zum 31. Dez. 1938	8.144.000
Verminderung über 10 Jahre	3.192.000
Zzgl. Einnahmen aus Aktienverkäufen	6.582.000
Reelle Verminderung des Nettoumlaufvermögens im Zeitraum	9.774.000

Die vorangehende Analyse erfordert keine ausgiebige Erörterung, da die meisten der hierin enthaltenen Punkte in den Kapiteln 31 und 36 behandelt wurden. Nahezu alle Zuführungen zu den Rücklagen zwischen 1929 und 1938 stellen eine tatsächliche Verminderung der berichteten Gewinne von *United States Industrial Alcohol* während dieser Dekade dar (mit Ausnahme der Abschreibungen der Fabrikanlagen auf einen Dollar). Vermutlich wäre deren

Überschuss noch weiter gesunken, falls das Sachanlagenkonto mit dem richtigen Wert und den dazugehörigen Abschreibungen seit 1932 geführt worden wäre. Der Umstand, dass sich das Nettoumlaufvermögen des Unternehmens trotz der Einnahme von 6.582.000 Dollar aus dem Verkauf zusätzlicher Aktien um 3.192.000 Dollar verminderte, liefert einen weiteren Beweis dafür, dass das Unternehmen in dieser Dekade nicht wie berichtet einen Überschuss über die Dividenden erzielen konnte, sondern tatsächlich Verluste vor Dividenden machte.³⁶⁸

PRÜFUNG DER AUSWIRKUNG VON VERLUSTEN ODER GEWINNEN AUF DIE FINANZIELLE LAGE DES UNTERNEHMENS – Ein Beispiel für Punkt 2 wurde im Kapitel 43 dargestellt, in dem die Bilanzen der *Manhattan Shirt Company* und der *Hupp Motor Car Corporation* für die Jahre 1929 bis 1932 verglichen wurden. Ein ähnlicher Vergleich ist für die *Plymouth Cordage Company* und *H.R. Mallinson and Company* während des gleichen Zeitraums 1929 bis 1932 in der unten stehenden Tabelle aufgeführt:

Position	<i>Plymouth Cordage Co.</i>	<i>H.R. Mallinson & Co.</i>
Berichtete Gewinne		
1930	288.000	-1.457.000
1931	25.000	-561.000
1932	-233.000	-200.000
Summe der Gewinne über 3 Jahre	80.000	-2.218.000
Dividenden	1.348.000	66.000
Zuführung zu Rücklagen und Rückstellungen	2.733.000	116.000
Verminderung der Rücklagen und Rückstellungen über 3 Jahre	4.001.000	2.400.000

Beispiel (in \$)

Position	<i>Plymouth Cordage</i>		<i>H.R. Mallinson</i>	
	30. Sept. 1929 (in \$)	30. Sept. 1932 (in \$)	31. Dez. 1929 (in \$)	31. Dez. 1932 (in \$)
Sachanlagen und sonstige Vermögensgegenstände	7.211	5.157	2.539	2.224
Barmittel	1.721	3.784	526	20
Forderungen	1.156	668	1.177	170
Vorräte	8.059	3.150	3.060	621
Summe Aktiva	18.147	12.759	7.302	3.035
Kurzfristige Verbindlichkeiten	982	309	2.292	486*
Vorzugsaktien	--	--	1.342	1.281
Stammaktien	8.108	7.394	500	500
Rücklagen und sonstige Rückstellungen	9.057	5.056	3.168	768
Summe Passiva	18.147	12.759	7.302	3.035
Nettoumlaufvermögen	9.954	7.298	2.471	357
Nettoumlaufvermögen ohne Vorräte	1.895	4.143	-589	-264

* Einschließlich »abgegrenzter Verbindlichkeiten« von 32.000 \$.

Vergleichende Bilanzen

Trotz des erheblichen Rückgangs des Überschusses von *Plymouth Cordage* während dieser Jahre war die finanzielle Lage am Ende der Periode besser als zu Anfang und der Liquidationswert je Aktie (als Unterscheidung zum Buchwert) war vermutlich etwas höher. Andererseits führten die Verluste von *Mallinson* dazu, dass nahezu kein Nettoumlaufvermögen mehr bestand, was ein überaus gravierendes Hindernis für die Wiederherstellung seiner früheren Ertragskraft darstellte.

VERLUSTE AUS LAGERBESTÄNDEN KÖNNEN DIE FINANZIELLE LAGE VERBESSERN – Es ist offensichtlich, dass Verluste, die allein durch eine Minderung von Lagerbeständen auftreten, nicht so gravierend sind wie solche, die durch eine Erhöhung der kurzfristigen Verbindlichkeiten finanziert werden müssen. Falls die Schrumpfung des Lagerbestandes die Verluste übersteigt und dies zu einer tatsächlichen Erhöhung der Barmittel oder einer Reduzierung der Verbindlichkeiten führt, kann es – etwas widersinnig – richtig sein, zu

behaupten, dass die finanzielle Lage des Unternehmens gestärkt wurde, obwohl Verluste aufgetreten sind. Diese Begründung findet konkrete Anwendung bei der Analyse von Aktien, die unter ihrem Liquidationswert notieren. Wir erinnern uns daran, dass Lagerbestände bei der Abschätzung des Schrottwertes normalerweise zu 50 bis 75 Prozent des Bilanzwertes angesetzt werden, auch wenn dieser auf dem Niederstwertprinzip basiert. Als Ergebnis kann ein in der Bilanz erscheinender Betriebsverlust den unmittelbaren Effekt eines Gewinns haben vom Standpunkt eines Anlegers, der die Lagerbestände selbst zu einem erheblich niedrigeren Wert angesetzt hat als den Bilanzwert. Diese Anschauung wird konkret am Beispiel der *Manhattan Shirt Company* erläutert.

	Bilanz 20. Nov. 1929		Bilanz 30. Nov. 1932	
	Buchwert (in 1000 \$)	Geschätzter Liquidationswert (in 1000 \$)	Buchwert (in 1000 \$)	Geschätzter Liquidationswert (in 1000 \$)
Barmittel und Anleihen	885	885	1.961	1.961
Forderungen	2.621	2.100	771	620
Vorräte	4.330	2.900	1.289	850
Sachlagen und sonstige Vermögensgegenstände	2.065	500	1.124	300
Summe Aktiva	9.901	6.385	5.145	3.731
Kurzfristige Verbindlichkeiten	2.574	2.574	100	100
Vorzugsaktien	299	299	--	--
Saldo für Stammaktien	7.028	3.513	5.045	3.631
Zahl der Aktien	281.000	281.000	246.000	246.000
Wert pro Aktie	25,00	12,50	20,50	14,75

Manhattan Shirt Company

Erfolgsrechnung 1930 bis 1932 (in Dollar), Saldo nach Vorzugsdividenden:

1930	–318.000
1931	93.000
1932	-139.000
3-Jahres-Zeitraum	–364.000
Zuführungen zu Rücklagen	505.000*
Für Stammaktien gezahlte Dividenden	<u>723.000</u>
	1.592.000
Abzüglich Abschlag für erworbene Stammaktien	<u>481.000</u>
Verminderung des Überschusses für Periode	1.111.000*

* Bereinigung der Umbuchung von 100.000 Dollar zu Rückstellungen für Eventualverbindlichkeiten.

Eine bloße Betrachtung der Zahlen des Unternehmens zeigt offensichtlich einen Verlust für den Zeitraum – mit dem Ergebnis einer Wertminderung der Stammaktien. Doch wenn ein Anleger die Aktie im Jahr 1930 zu etwa 8 Dollar gekauft hätte (der Tiefkurs in diesem Jahr betrug 6,125), hätte er folgerichtig die Aktie auf der Basis ihres Liquidationswertes statt ihres Buchwertes beurteilt. Von diesem Standpunkt aus wäre daher der innere Wert seiner Anlage während der Depression von 12,50 Dollar auf 14,75 Dollar pro Aktie *gestiegen*, auch nach Abzug der großzügigen Dividendenzahlungen. Tatsächlich jedoch machte *Manhattan Shirt* während dieser drei Jahre den größeren Teil seiner Vermögenswerte zu Geld und erlitt dadurch einen wesentlich geringeren Verlust, als ein vorsichtiger Anleger angenommen hätte. Diese Abwicklung kann wie folgt zusammengefasst werden (in Näherungswerten):

In Barmittel umgewandelte Vermögenswerte und Verwendung der Erträge	Betrag (in 1.000 \$)	»Erwarteter Verlust« und Verwendung des Saldos	
Verminderung der Lagerbestände	3.000		1.000
Verminderung der Forderungen	1.800		350
Verminderung der Fabrikanlagen etc.	1.000		750
	5.800		2.100
Tatsächlicher Verlust	<u>800</u>		<u>800</u>
		»Zugewinn« auf Basis von	

Realisierter Nettobetrag	5.000	Liquidationswerten	1.300
Eingesetzt für:		Eingesetzt für:	
Stammdividenden	700	Stammdividenden	700
Begleichung von Verbindlichkeiten	2.500	Erhöhung des Liquidationswertes	600
Ablösung von Vorzugsaktien	300		
Rückkauf von Stammaktien	500		
Erhöhung der Barmittel	<u>1.000</u>		
	5.000		

Hier besteht ein direkter Gegensatz zwischen den oberflächlichen Angaben der Erfolgsrechnung und den tatsächlichen Darstellungen in den nachfolgenden Bilanzen. Derartige Situationen rechtfertigen unsere wiederholte Behauptung, dass eine Analyse der Erfolgsrechnung durch eine Bilanzanalyse ergänzt und untermauert werden muss.³⁶⁹

STELLT EINE WERTMINDERUNG DER GEWÖHNlichen LAGERBESTÄNDE EINEN BETRIEBSVERLUST DAR? – Bezüglich der Veränderung von Lagerbeständen kann die zusätzliche Frage auftreten, ob ein bloßer Rückgang des *Buchwertes* als Betriebsverlust angesehen werden soll. Für *Plymouth Cordage* ergeben sich folgende Vergleichszahlen:

Lagerbestände am 30. September 1929	8.059.000 \$
Lagerbestände am 30. September 1932	3.150.000 \$
Verminderung	60 %

Der Preis für Textilfasern fiel zwischenzeitlich um mehr als 5 Prozent und es gab guten Grund, anzunehmen, dass die tatsächlichen mengenmäßigen Lagerbestände des Unternehmens an Fasern, Seilen und Zwirn im Jahr 1932 nicht viel kleiner waren als 1929. Somit kann mindestens die Hälfte der Verminderung des Warenkontos allein auf den Preisrückgang zurückgeführt werden. Stellte dieser Anteil der Wertminderung der Lagerbestände einen Betriebsverlust dar? Könnte nicht auch argumentiert werden, dass die Sachanlagen eine ähnliche Minderung ihres Schätzwertes erlitten und es ebenso viele Gründe gab, diese Wertminderung dem Gewinn zu belasten wie dem Anschaffungswert einer bestimmten Menge von Lagerbeständen?

Wir haben diesen Punkt bereits in unserer Darstellung der Bewertungsbasis von »Normal-

Lagerbeständen« erörtert (Kap. 32). Diese Methode wurde von *Plymouth Cordage* nach 1932 übernommen. Theoretisch könnte der Analyst versuchen, Normal-Lagerbestände für alle Unternehmen zu ermitteln, um auf dieser Basis die Ertragskraft ohne Schwankungseinflüsse zu berechnen und einheitliche Vergleiche anzustellen. In der Praxis verfügt er jedoch nicht über die notwendigen Daten für derartige Berechnungen. Daher ist es für ihn hier – wie in vielen anderen Untersuchungsbereichen – unumgänglich, für die verzerrende Wirkung von Preisschwankungen bei Lagerbeständen eher allgemeine statt exakte Berichtigungen vorzunehmen.

GEWINNE AUS DER VERTEUERUNG VON LAGERBESTÄNDEN – Die Ereignisse der Jahre 1919 und 1920 zeigen nachdrücklich, dass Preisschwankungen von Lagerbeständen nicht nur in Rezessionsphasen bedeutsam sind. 1919 waren die Gewinne von Industrieunternehmen beträchtlich; 1920 waren die berichteten Gewinne unregelmäßig, im Ganzen jedoch recht beachtlich. Dennoch waren die Zuwächse in diesen beiden Jahren häufig die Folge von Vorratsverteuerungen, d. h. eines immensen und spekulativen Anstiegs der Rohstoffpreise. Somit stand nicht nur die Glaubwürdigkeit der dadurch erzielten Gewinne infrage, sondern die Lage war ebenfalls bedrohlich aufgrund der hohen Bankdarlehen, mit denen diese überbewerteten Lagerbestände finanziert wurden.

Beispiele: Die folgende Aufstellung enthält einige der führenden Industrieunternehmen und zeigt den erheblichen Unterschied zwischen den anscheinend zufriedenstellenden Gewinnentwicklungen und den unzweifelhaft beunruhigenden Bilanzentwicklungen zwischen Ende 1918 und Ende 1920.

	1919	1920	1919–1920
Gewinne für Stammaktien	100.000	48.000	148.000
Gezahlte Dividenden	35.000	68.000	103.000
Entnahmen aus Rücklagen	5.000	10.000	15.000
Zuführung an Rücklagen	60.000	(-30.000)	30.000
Erhöhung der Lagerbestände	57.000	84.000	141.000
Veränderung sonstiges Nettoumlaufvermögen	+30.000	(-131.000)	(-101.000)
Erhöhung der Fabrikanlagen etc.	33.000	169.000	202.000
Kapitalerhöhung	69.000	141.000	210.000
Erhöhung der Rückstellungen		12.000	12.000

Zwölf Industrieunternehmen (kumulierte Werte in 1000 Dollar)

Die in der vorangehenden Berechnung enthaltenen Unternehmen sind: *American Can, American Smelting and Refining, American Woolen, Baldwin Locomotive Works, Central Leather, Corn Products Refining, General Electric, B.F. Goodrich, Lackawanna Steel, Republic Iron and Steel, Studebaker* und *United States Rubber*. Zur Konkretisierung unserer Darstellung fügen wir ebenso die Zahlen für *United States Rubber* an:

U.S. Rubber (1919–1920) Gewinne für Stammaktien (1000 Dollar):		
		je Aktie (in \$):
1919	12.670	17,60
1920	<u>16.002</u>	19,76
Summe	28.672	37,36
Gezahlte Bardividenden	8.580	
Gezahlte Aktiendividenden	9.000	
Übertragungen in Rücklagen für Eventualverbindlichkeiten	6.000	
Berichtigungen von Rücklagen und Rückstellungen	2.210	
Nettoerhöhung von Rücklagen und sonstigen Rückstellungen	7.300	

Position	31. Dez. 1918	31. Dez. 1920	Erhöhung
Fabrikanlagen und sonstige Vermögensgegenstände (netto)	131.000	185.500	54.500
Lagerbestände	70.700	123.500	52.800
Barmittel und Forderungen	49.500	63.600	14.100
Summe Aktiva	251.200	372.600	121.400
Kurzfristige Verbindlichkeiten	26.500	74.300	47.800
Anleihen	68.600	87.000	18.400
Vorzugs- und Stammaktien	98.400	146.300	49.900
Rücklagen und sonstige Rückstellungen	57.700	65.000	7.300
Summe Passiva	251.200	372.600	121.400
Nettoumlaufvermögen	93.700	112.800	19.100
Nettoumlaufvermögen ohne Lagerbestände	23.000	(-10.700)	(-33.700)

Bilanz (in 1000 Dollar)

Die Zahlen von *United States Rubber* für die Jahre 1919 bis 1920 stellen das vollständige Gegenteil von *Manhattan Shirt* in den Jahren 1930 bis 1932 dar. *United States Rubber* weist hohe Gewinne auf, jedoch aufgrund hoher Investitionen in Fabrikanlagen und einer gefährlichen Erhöhung der Lagerbestände eine gleichzeitige Verschlechterung der finanziellen Lage. Hätte der Anleger nur auf die von *United States Rubber* im Jahr 1920 berichteten Gewinne von etwa 20 Dollar pro Aktie geachtet, wäre er vollends irregeleitet worden; umgekehrt hätten sich die Aktienmärkte in gleicher Weise geirrt, wenn sie sich nur auf die zwischen 1930 bis 1932 berichteten Verluste konzentriert hätten, ohne die in der gleichen Zeit auftretenden positiven Veränderungen der Bilanzen vieler Unternehmen wahrzunehmen. Aus unseren Erörterungen hier und in Kapitel 32 ist ersichtlich, dass Gewinne und Verluste aus Lagerbeständen gleichzeitig die Erfolgsrechnung und die Bilanz betreffen.

LANGZEITSTUDIEN ÜBER DIE ERTRAGSKRAFT UND DIE RESSOURCEN – Der dritte Aspekt des Vergleichs fortlaufender Bilanzen ist von geringerem Interesse, da er nur bei einer ausgiebigen Untersuchung von Unternehmensaufzeichnungen und der dazugehörigen Unternehmensbesonderheiten eine Rolle spielt. Der Zweck einer derartigen Analyse kann am besten mithilfe der nachfolgenden Aufstellungen, die auf langfristigen Daten der *United*

States Steel Corporation und der *Corn Products Refining Company* basieren, vermittelt werden.

*UNITED STATES STEEL COMPANY: ANALYSE DER BETRIEBSEREIGNISSE UND DER BILANZIELLEN VERÄNDERUNG FÜR DIE DEKADEN DER JAHRE 1903 BIS 1932*³⁷⁰

Die Bilanzen wurden um einen immateriellen Vermögenswert (Wasser) in Höhe von 508.000.000 Dollar korrigiert. Der Wert wurde ursprünglich auf das Sachanlagenkonto gebucht und anschließend von 1902 bis 1929 mit einer jährlichen Tilgungsrate (insgesamt 182.000.000 Dollar) und durch besondere Verwendung der Rücklagen abgeschrieben. Die Tilgungsraten wurden ebenfalls aus der Erfolgsrechnung eliminiert.

Position	Erste Dekade 1903–1912	Zweite Dekade 1913–1922	Dritte Dekade 1923–1932	Summe über 30 Jahre
Fertigwaren (in t)	93,4	123,3	118,7	335,4
Bruttoumsatz (ohne Konzernverrechnungen)	4.583	9.200	9.185	22.968
Gewinn*	979	1.674	1.096	3.749
Zinsen für Anleihen	303	301	184	788
Vorzugsdividenden	257	252	252	761
Stammdividenden	140	356	609 ⁺	1.105 ⁺
Saldo aus Rücklagen und »freiwilligen Rückstellungen«	279	765	51	1.095

* Nach Abschreibungen, jedoch ohne Tilgungsraten der Muttergesellschaft.

+ Einschließlich gezahlter Dividenden in Aktien von 204.000.000 \$.

Betriebsergebnis (in mio. Dollar)

Position	Erste Dekade	Zweite Dekade	Dritte Dekade	Summe über 30 Jahre
Kapital zu Beginn	987	1.416	2.072	987
Kapital zum Ende	1.416	2.072	2.112	2.112
Durchschnittliches Kapital	1.200	1.750	2.100	1.700
Rendite auf durchschnittliches Kapital p.a. (in %)	8,1	9,6	5,2	7,4
Zins- und Dividendenzahlungen auf durchschnittliches Kapital p.a. (in %)	5,8	5,2	4,0	5,2*
Durchschnittliches Stammaktienkapital (Rücklagen, Stammaktien, Rückstellungen)	237	620	1.389	816
Rendite auf Stammaktienkapital (in %)	17,7	18,3	4,8	9,0
Dividendenrendite auf Stammaktienkapital (in %)	5,9	5,7	2,9	3,7
Abschreibungen p.a.	24	34	46	35
Durchschnittliche Sachanlagen	1.000	1.320	1.600	1.300
Verhältnis von Abschreibungen zu Sachanlagen (in %)	2,4	2,6	2,9	2,7

* Ausschließlich Aktiendividenden.

Verhältnis von gewinnen zu durchschnittlichem Kapital (in mio. Dollar)

Position	31. Dez. 1902	31. Dez. 1912	Veränderungen in der 1. Dekade	31. Dez. 1922	Veränderungen in der 2. Dekade	31. Dez. 1932	Veränderungen in der 3. Dekade	Veränderungen über 30 Jahre
Aktiva:								
Sachanlagen (abzgl. Abschreibungen) und sonstige*	820	1.160	+340	1.466	+306	1.741	+275	+921
Nettoumlaufvermögen	167	256	+89	606	+350	371	-235	+204
Summe	987	1.416	+429	2.072	+656	2.112	+40	+1.125
Passiva:								
Anleihen	380	680	+300	571	-109	116	-455	-264
Vorzugsaktien	510	360	-150	360		360		-150
Vorzugsdividenden (angefallen)						5	+5	+5
Stammaktien	508	508		508		952 [#]	+444	+444
Rücklagen und »freiwillige« Rückstellungen*	-411	-132	+279	633	+765	679	+46	+1.090
Summe	987	1.416	+429	2.072	+656	2.112	+40	+1.125

* Ausschließlich einer anfänglichen Erhöhung um 508.000.000 \$, später abgeschrieben.

Einschließlich Aufschlägen von 81.000.000 \$ und Aktiendividenden von 204.000.000 \$.

Veränderungen der Bilanzen (in mio. Dollar)

DIE BEDEUTUNG DER VORANGEHENDEN ZAHLEN – Die drei Dekaden hatten – zumindest oberflächlich betrachtet – eine einigermaßen gleiche Verteilung von guten und schlechten Jahren. In der ersten Dekade waren 1904 und 1908 Depressionsjahre, wohingegen die Jahre 1911 und 1912 unterdurchschnittlich waren. Die zweite Dekade hatte drei schlechte Jahre (1914, 1921 und 1922) – das letzte eher aufgrund hoher Kosten statt geringer Umsätze. Die dritte Dekade bestand aus acht Wachstumsjahren, gefolgt von zwei Jahren beispielloser Depression.

Die Zahlen zeigen, dass die Kriegsphase in der mittleren Dekade *United States Steel* einen unerwarteten Gewinn von über 300 Mio. Dollar bescherte, verglichen mit den Zuwachsraten der ersten Dekade. Dagegen war die letzte Dekade durch ein drastisches Absinken der Kapitalrendite gekennzeichnet. Die Differenz zwischen den tatsächlich

verdienten 5,2 Prozent und einem zufriedenstellenden Jahresdurchschnitt von 8 Prozent beläuft sich auf etwa 600 Mio. Dollar für die gesamte Dekade.

Aus einem anderen Blickwinkel betrachtet zeigt sich, dass *United States Steel* seine tatsächlichen Investitionen in den 30 Jahren mehr als verdoppelt und die Produktionskapazität sich verdreifacht hat. Dennoch waren in den Jahren 1923 bis 1932 die durchschnittliche Jahresproduktion nur um 27 Prozent und der durchschnittliche Jahresgewinn vor Zinsen nur um 12 Prozent höher als in den Jahren 1903 bis 1912. Aus dieser Beobachtung können sich folgende Fragestellungen ergeben: (1) ob sich die Stahlproduktion seit Kriegsende von einer halbwegs florierenden zu einer relativ unrentablen Industrie entwickelt hat, (2) ob diese Umwandlung größtenteils durch übermäßige Reinvestitionen von Gewinnen in zusätzliche Fabrikanlagen erfolgt ist und somit Überkapazitäten entstanden sind, welche die Gewinnmargen reduziert haben. *Postscriptum* – Die Stichhaltigkeit der vorangehenden Analyse aus dem Jahr 1933 kann anhand der anschließend erfolgten Entwicklungen beurteilt werden. Wir weisen darauf hin, dass – angesichts späterer Angaben – sowohl die Zahlen des Anlagenkontos als auch der jährlichen Gewinne nach unten zu korrigieren sind: (1) die Absonderung des Betrages von 269.000.000 Dollar von den Fabrikanlagen im Jahr 1937 (und dessen Abschreibung im Jahr 1938); er stellt immaterielle Vermögenswerte des Unternehmens dar, zusätzlich zu den bis zum Jahr 1929 abgeschrieben 508.000.000 Dollar; (2) eine Entnahme aus den Rücklagen von 270.000.000 Dollar im Jahr 1935 für die zusätzliche Amortisation von Sachanlagen, vermutlich auf die gesamte vergangene Periode anwendbar. Diese späteren Korrekturen haben jedoch keinen wesentlichen Einfluss auf die oben vorgenommenen Schlussfolgerungen.

Die Darstellung von *United States Steel* für die Jahre seit 1932 würde scheinbar die pessimistischen Schlussfolgerungen der Untersuchung des Jahres 1933 unterstützen. Während der sechs Jahre 1934 bis 1939, die größtenteils eine geeignete Testperiode für die Beurteilung der normalen Ertragskraft liefern, betrug der Gewinn von *U.S. Steel* durchschnittlich 14 Cent je Stammaktie. Neue Entwicklungen von Produkten und Prozessen sowie weitere Einflussfaktoren – einschließlich Kriegsgewinne – wenden das Bild zum Besseren, jedoch eher im Sinne einer spekulativen Vorwegnahme zukünftiger Verbesserungen als im Sinne einer begründeten Annahme anhand vergangener Entwicklungen.

ÄHNLICHE ANALYSE DER *CORN PRODUCTS REFINING COMPANY*, 28. FEBRUAR 1906 BIS 31. DEZEMBER 1935 (IN 1000 DOLLAR)

Position	1906–1915	1916–1925	1926–1935
Gewinne vor Abschreibungen	3.798	12.770	14.220
Abschreibungen	811	2.538	2.557
Saldo für Zinsen und Dividenden	2.987	10.232	11.663
Zinsen für Anleihen	516	264	88
Vorzugsdividenden (gezahlt oder angefallen)	2.042	1.879	1.738
Saldo für Stammaktien	429	8.089	9.837
Stammdividenden		2.751	8.421
Überschuss	429	5.338	1.416
Überschuss in der Periode	4.290	53.384	14.159
Berichtigungen von Stammaktien, Rücklagen und Rückstellungen	cr. 1.282	cr. 6.026	dr. 5.986
Erhöhung von Stammaktien, Rücklagen und Rückstellungen	5.572	59.410	7.173

Durchschnittliche jährliche gewinn- und Verlustrechnungen

Position	28. Feb. 1906	31. Dez. 1915	31. Dez. 1925	31. Dez. 1935
Fabrikanlagen (abzgl. Abschreibungen) und sonstige Vermögensgegenstände	49.000	51.840	47.865	34.532
Finanzanlagen in Tochtergesellschaften	2.000	4.706	16.203	33.141
Nettoumlaufvermögen	1.000	11.091	42.528	43.192
Summe	52.000	67.637	106.596	110.865
Anleihen	9.571	12.763	2.474	
Vorzugsaktien	28.293	29.873	25.004	24.574
Stammaktien, Rücklagen und sonstige Rückstellungen	14.136	19.708	79.118	86.291
Vorzugsdividenden (angefallen)		5.293		
Summe	52.000	67.637	106.596	110.865

Bilanzen (in 1000 \$)

Position	1906–1915	1916–1925	1926–1935	29,8 Jahre
Durchschnittliches Kapital	59.818	87.116	108.730	81.432
Rendite (in %)	5,0	11,8	10,7	10,2
Zahlungen	4,2	5,6	9,4	7,3
Durchschnittliches Stammaktienkapital	16.922	49.413	82.704	50.213
Rendite (in %)	2,5	16,4	11,9	12,2
Dividenden (in %)	nil	5,6	10,2	7,8

Prozentuale Gewinne (Berichtigungen der Rücklagen und Rückstellungen sind nicht in den Gewinnen enthalten) und Zahlungen auf das Gesamtkapital und das Stammaktienkapital (in 1000 \$)

BEMERKUNGEN ZU VORANGEHENDEN BERECHNUNGEN

- Das Anlagenkonto und das Stammaktienkapital wurden durchgehend korrigiert, um eine in den Jahren 1922 und 1923 vorgenommene Wertminderung von 36.000.000 Dollar wiederzugeben.
- Ausstehende Anleihen wurden in den Jahren 1906 und 1912 erhöht, um die Verbindlichkeiten für Emissionen von Tochtergesellschaften abzubilden. Fabrikanlagen etc. wurden um die gleichen Beträge erhöht.
- Hinreichend genau angenommene Schätzungen werden für die anfängliche Bilanz verwendet.
- Die Zinszahlungen für Anleihen sind für die ersten beiden Perioden teilweise geschätzt.
- Berichtigungen von Stammaktien, Rücklagen und Rückstellungen stellen hauptsächlich Änderungen der sonstigen Rückstellungen und eine Minderung von börsenfähigen Wertpapieren dar.

ERLÄUTERUNGEN ZUR AUFSTELLUNG DER *CORN PRODUCTS REFINING COMPANY* – Die Gewinne der ersten Periode waren unterdurchschnittlich und wären bei zweckmäßigeren Abschreibungen noch geringer ausgefallen. Wie für *United States Steel* brachte auch für *Corn Products* die Kriegsperiode enorme Gewinne. Die Dekade 1916 bis 1925 zeichnete

sich insgesamt durch einen hohen Anstieg des Nettoumlaufvermögens und eine erhebliche Reduzierung der langfristigen Verbindlichkeiten und Vorzugsaktien aus. Die Abschreibungen überstiegen die Investitionen in neue Fabriken.

Für den Zeitraum 1926 bis 1935 kann ein auffälliger Unterschied zu den Zahlen von *United States Steel* in den Jahren 1923 bis 1932 festgestellt werden. Trotz Einbeziehung der Depressionsjahre konnte *Corn Products* seine Ertragskraft nahezu proportional zu seinen erhöhten Anlageinvestitionen steigern. Die jährlichen Gewinne (vor und nach Abschreibungen) betrugen in dieser Dekade etwa das Vierfache der 1915 endenden Periode. (Falls wir dieselben Jahre als Vergleich heranziehen, stellt sich heraus, dass *United States Steel* 1926 bis 1935 tatsächlich weniger verdiente als 1906 bis 1915.) Die Entwicklungen der Bilanzen zeigen aufgrund der großzügig vorgenommenen Abschreibungen eine weitere erhebliche Minderung des Anlagenkontos, jedoch eine Erhöhung der Anlagen in verbundene Unternehmen, die eine weitere Expansion der Unternehmensaktivitäten anzeigen.

Es wird deutlich, dass die Bilanzen der *Corn Products Refining Company* nicht die gleichen Fragen oder Zweifel aufwerfen wie die Bilanzen von *United States Steel*.

TEIL VII

WEITERE ASPEKTE DER WERTPAPIERANALYSE: UNTERSCHIEDE ZWISCHEN KURS UND BEWERTUNG

KAPITEL 46

AKTIENOPTIONEN

In den letzten beiden Dekaden unterlag die Verwendung von Aktienoptionen einer außergewöhnlichen Entwicklung. Ursprünglich hatten sie die Form eines Teilhaberrechts für Anleihen und Vorzugsaktien, zu denen sie gehörten. In dieser Form wurden sie üblicherweise nur als Bestandteil vorrangiger Wertpapiere betrachtet, ähnlich einem Wandlungsrecht, wobei die Optionen selbst im Verhältnis zur Kapitalstruktur des Unternehmens nur geringe Bedeutung hatten. Später kam man auf die Idee, Aktienoptionen separat von anderen Wertpapieren zu entwerfen und sie an Emissionsbanken, Unternehmensgründer und Vorstände als Vergütung auszugeben. Die nächste unausweichliche Entwicklung von da an war, Aktienoptionen und Stammaktien separat und öffentlich zu emittieren (durch Verkauf oder Umtausch). Damit erhielten sie vollständig das Format eines unabhängigen »Wertpapiers« und entwickelten sich zu einem bedeutsamen Bestandteil der finanziellen Ausstattung vieler Kapitalgesellschaften und einem beliebten Spekulationsinstrument.

In einem vorangehenden Kapitel haben wir die technischen Aspekte von Optionen als Anhängsel vorrangiger Wertpapiere betrachtet. In diesem Kapitel betrachten wir die bedeutendere Rolle von Optionen als separates Finanzinstrument nach folgendem Vorgehen: (1) Beschreibung, (2) technische Eigenschaften von Optionen als Spekulationsinstrument, (3) ihre Bedeutung als Teil der Kapitalstruktur.

ZUSAMMENFASSUNG

Eine (abtrennbare) Option ist ein übertragbares Recht für den Erwerb von Aktien, ursprünglich mit einer geraumen Laufzeit. (Die einer Anleihe zugehörigen Optionen werden gelegentlich auch als »Bezugsrechte auf Anleihen« bezeichnet. Ein dritter Name hierfür ist »Aktienbezugsrecht«.) Bedingungen einer Option sind: (1) die Art der Aktie, (2) der Betrag, (3) der Preis, (4) die Zahlungsweise, (5) die Dauer des Rechts und (6) Bestimmungen zur Vermeidung der Kapitalverwässerung (siehe Kapitel 25).

ARTEN VON AKTIEN MIT VORZUGSRECHTEN – Nahezu alle Optionen beziehen sich auf Stammaktien des ausgebenden Unternehmens. In seltenen Fällen gelten sie für Vorzugsaktien (zum Beispiel *American Locker Company, Inc.*) oder für Aktien eines anderen Konzerns. (So berechtigten zum Beispiel die mit Vorzugsaktien der *Central States Electric Corporation* verbundenen Optionen zum Kauf von Aktien der *North American Company*, Optionen von Vorzugsaktien der *Solvay American Investment Corporation* zum Kauf von Aktien der *Allied Chemical and Dye Corporation*.) Optionen berechtigen nicht zu Zins-, Dividenden- oder kapitalbedingten Zahlungen noch besitzen sie irgendwelche Stimmrechte.

DIE ÄHNLICHKEIT ZU »BEZUGSRECHTEN« – Optionen haben Ähnlichkeit mit »Bezugsrechten«, die von Gesellschaften an ihre Aktionäre in Verbindung mit dem Verkauf von neuen Aktien ausgegeben werden. Es gibt jedoch zwei wesentliche Unterschiede zwischen Optionen und Bezugsrechten. Optionen laufen über einen langen Zeitraum und der Ausübungspreis liegt fast immer höher als der Aktienkurs zum Zeitpunkt ihrer Emission. Außerdem ist der Preis entsprechend den Bedingungen der Option häufig unterschiedlich. Bezugsrechte dagegen laufen über einen kurzen Zeitraum und haben einen festgelegten Preis, der zum Zeitpunkt ihrer Zulassung gewöhnlich unter dem aktuellen Aktienkurs liegt. Sie sollen möglichst kurzfristig ausgeübt werden, um dem Unternehmen den unmittelbaren Zugang der Geldmittel zu gewährleisten. Optionsrechte haben normalerweise keinen Bezug zum Finanzbedarf des Unternehmens und es wird nicht erwartet, dass sie kurzfristig ausgeübt werden. Mit anderen Worten (und Bezug nehmend auf die übliche Situation zum Zeitpunkt der Emission) *wird* ein Bezugsrecht ausgeübt, falls der Markt vor dessen Fälligkeit nicht erheblich fällt; Optionen *werden nicht* ausgeübt, wenn der Aktienkurs in naher oder ferner Zukunft nicht erheblich steigt.³⁷¹ Bezugsrechte haben im Allgemeinen eine Laufzeit von 60 Tagen; die ursprüngliche Dauer von Optionen ist selten, wenn überhaupt, kürzer als ein Jahr; viele haben eine unbefristete Laufzeit.

ZAHLUNGSWEISE – Für die meisten Optionen muss der Bezugspreis in bar gezahlt werden. Optionen, die ursprünglich zu Anleihen oder Vorzugsaktien gehörten, können entweder in bar oder durch die Abgabe des vorrangigen Wertpapiers – zum Nennwert – bezahlt werden. Diese Alternative kann von erheblicher praktischer Bedeutung sein.

Beispiel: Die Optionen von *Electric Power and Light* sind eine unbefristete Kaufoption auf die Stammaktie zu je 25 Dollar. Die Zahlung kann entweder in bar oder durch die Abgabe von nachrangigen Vorzugsaktien zu 100 Dollar je Aktie vorgenommen werden. Im November 1939 notierte die Stammaktie bei 8 Dollar, die nachrangige Vorzugsaktie bei 17 Dollar. Aufgrund des äußerst niedrigen Preises der vorrangigen Emission hatten die Optionen einen »Ausübungswert«, obwohl die Stammaktie 17 Punkte unter dem Optionspreis notierte. Die

Berechnung ergibt sich wie folgt:

$$1 \text{ Option} + 0,25 \text{ nachrangige Vorzugsaktie} = 1 \text{ Stammaktie}$$

$$\text{Wert der Option} = 8 - 0,25 \times (17) = 3,75$$

DIE HANDELSBASIS VON OPTIONEN – Optionen werden am Markt genauso gehandelt wie Stammaktien. Bis zum Ende des Jahres 1939 waren nur zwei Emissionen von Optionen separat an der New York Stock Exchange³⁷² gelistet, viele wurden jedoch aktiv an der New York Curb Exchange und anderen Börsen gehandelt. Die Grundlage, auf der sie gehandelt werden, ist zum Teil sonderbar und trägt gelegentlich zu schwerwiegenden Fehlern bei. Nach der Standardregel stellt »eine Option« das Recht zum Kauf einer Aktie dar, *nicht* das ursprünglich mit einer Aktie verbundene Recht.

Beispiele: Die Vorzugsaktien der *Walgreen (Drug) Company* beinhalteten Optionen, die ihren Halter berechtigten, für jede Vorzugsaktie zwei Stammaktien zu kaufen. Nach der regulären Handelsregel bedeutete »eine *Walgreen*-Option« das Recht, eine Stammaktie zu kaufen, das heißt, jede Vorzugsaktie beinhaltete »zwei Optionen«.

In ähnlicher Weise waren die 6,5-Prozent-Vorzugsaktien der *Consolidated Cigar Corporation* mit einer Option ausgestattet, die zum Kauf einer halben Stammaktie berechnete. Diese Optionen wurden ebenfalls auf der Basis gehandelt, dass eine Option das Recht zum Kauf einer Stammaktie beinhaltete, das heißt jede 6,5-Prozent-Vorzugsaktie besaß »eine halbe Option«.

Hinsichtlich dieser Standardregel existieren jedoch zahlreiche Ausnahmen.

Beispiele: Die 6,5-Prozent-Vorzugsaktien der *Commercial Investment Trust Corporation* beinhalteten Optionen, die für jede Vorzugsaktie zum Kauf einer halben Stammaktie berechtigten (dasselbe Verhältnis wie bei *Consolidated Cigar*). Doch die Handelseinheit an der New York Stock Exchange war die ursprünglich zu einer Vorzugsaktie gehörende Option, das heißt, sie berechnete zu einer halben Stammaktie. Ähnliche Abweichungen der Handelsrichtlinien wurden zum Beispiel für B-Optionen der *Niagara Hudson Power Corporation*, Optionen auf Vorzugsaktien von *Loew, Inc.*, und »Old series«-Optionen von *Safeway Stores, Inc.*, vorgenommen.

Wenn die Anzahl der Aktien verändert wird, zu denen eine Option berechnete, wird die übliche Vorgehensweise beibehalten, »eine alte Option« als »eine Option« zu handeln.

Beispiel: »Eine *Loew*-Anleihenoption« berechnete ursprünglich zu einer Stammaktie zum Kurs von 55 Dollar. Sie gehörte zur 6-Prozent-Anleihe von *Loew* über 200 Dollar mit der Fälligkeit 1941. Als 1928 eine Aktiendividende von 25 Prozent gezahlt wurde, erforderte die

Verwässerungsschutzklausel, dass zu jedem gezeichneten Anteil, dem eine Option anhängt, zusätzlich kostenlos eine Viertelaktie ausgegeben wird. »Eine *Loew-Anleiheoption*« blieb in ihrem Wesen unverändert und verkörperte danach das Recht zum Kauf von 1,25 Aktien zu 55 Dollar. Ähnlich lief es im Fall der Optionen des *Commercial Investment Trust*, als die Stammaktie im Verhältnis 2,5 zu eins gesplittet wurde. Eine Option verkörperte danach das Recht, 1,25 neue Aktien anstatt eine halbe alte Aktie zu kaufen.

Gelegentlich wird jedoch nach der gegenteiligen Praxis verfahren.

Beispiel: Die A-Optionen von *Niagara Hudson Power* berechtigten zu einer Stammaktie zu 35 Dollar. Nach einem Aktiensplit im Jahr 1935 emittierte das Unternehmen eine neue Aktie für drei alte. Demzufolge berechnete eine zuvor »alte Option« nun zu einem Drittel einer neuen Aktie zu 35 Dollar, das heißt zu 105 Dollar pro Anteil. Die New York Curb Exchange definierte daraufhin »eine A-Option« als das Recht, eine *neue* Aktie zu kaufen. Aus drei alten Optionen wurde folglich eine neue Option.

Diese technischen Details werden hier beschrieben, da sie in Standardlehrbüchern keine Erwähnung finden. Käufern und Verkäufern einer bestimmten Option wird geraten, deren Einflussgrößen sorgfältig zu recherchieren.³⁷³

BEISPIELE FÜR DIE EMISSION VON OPTIONEN FÜR BESTIMMTE ZWECKE – *A. Optionen als Teil vorrangiger Wertpapiere.* Während die Anleihenemission von *American Power and Light* im Jahr 1911 das wahrscheinlich älteste Beispiel darstellt, liefert die *American and Foreign Power Company* das prominenteste. Die vom Unternehmen angebotenen nachrangigen Vorzugsaktien im Wert von 270.000.000 Dollar beinhalteten Optionen, die zu nicht weniger als 7.100.000 Stammaktien berechtigten.

B. Optionen als Vergütung für Emissionsbanken. Den ersten bedeutsamen Fall scheint die 1926 emittierte 6-Prozent-Anleihe der *Barnsdall Corporation* über 25.000.000 Dollar darzustellen. Hierbei erhielten die Banken als *Teil* ihrer Vergütung Optionen über 500.000 Stammaktien, die – mit dem anschließend hohen Kurs bewertet – einen Wert von 13.000.000 Dollar gehabt hätten. Die Emissionsbanken des offenen Investmentfonds *National Fund, Inc.*, erhielten im Jahr 1936 statt der üblichen Ausgabegebühr Optionen. Viele Emissionen von kleineren Unternehmen beinhalten heutzutage – zusätzlich zu Barvergütungen für ihre Banken – umfangreiche Optionen. *Beispiele* hierfür sind *Aeronautical Corporation of America* (1939), *Triumph Explosives, Inc.*, (1939) und *Howard Aircraft Corporation* (1939).

C. Optionen als Vergütung für Unternehmensgründer und Management. Ein eindrucksvolles Beispiel war die Gründung der *Petroleum Corporation of America* im Januar 1929. Öffentlich wurden 3.250.000 Aktien zu 34 Dollar je Aktie angeboten. Die Unternehmensgründer und das Management erhielten Fünf-Jahres-Optionen, die zum Kauf von

1.625.000 Aktien zu einem Kurs von 34 Dollar berechtigten.

D. Die Emission von Optionen im Zuge einer Fusion oder eines Restrukturierungsplans (im Tausch gegen andere Wertpapiere). Die *Commonwealth and Southern Corporation* emittierte etwa 17.500.000 Optionen, zusammen mit 34.000.000 Stammaktien und 1.500.000 Vorzugsaktien, größtenteils im Austausch gegen Wertpapiere von sechs separaten Unternehmen. Interessant hierbei ist, dass die Gesellschaft *Stammaktien* und Optionen emittierte im Austausch gegen Optionen der Unternehmen *Penn-Ohio Edison Company* und *Southeastern Power and Light Company*.

In der 1937 erfolgten Restrukturierung von *Baldwin Locomotive Works* wurden die alten Vorzugs- und Stammaktien gegen neue Stammaktien und Optionen eingetauscht, im Fall von *Colorado Fuel and Iron* wurden im Jahr 1936 die alten Vorzugs- und Stammaktien ausschließlich gegen Optionen eingetauscht. Der Restrukturierungsplan für *Erie Railroad*, der 1938 im Auftrag der Anleihen besitzenden Versicherungsgesellschaften vorgelegt wurde, war in der Hinsicht einzigartig, dass den Altaktionären Optionen ausgegeben wurden, um neue Stammaktien von den bestehenden Gläubigern zu kaufen anstatt vom Unternehmen selbst.

E. Optionen als Teil einer Erstemission von Stammaktien. Die *Public Holding Corporation of America* bot 2.500.000 Stammaktien inklusive Optionen an, die zur gleichen Anzahl von Stammaktien berechtigten. Zudem kauften die Unternehmensgründer 500.000 A-Klasse-Aktien (mit Stimmrechtsbefugnis) zusammen mit Optionen, die zum Kauf von 1.000.000 A-Klasse- oder Stammaktien berechtigten.

F. Separater Verkauf gegen Barmittel. 1929 verkaufte die *Fourth National Investors Corporation* ihrer Muttergesellschaft 750.000 Optionen für 3.000.000 Dollar. Im Jahr 1936 verkaufte die *Phillips Packing Company* ihren Banken Optionen gegen bar.

OPTIONEN ALS SPEKULATIONSINSTRUMENT

Im weiten Sinn haben Optionen die gleichen Eigenschaften wie günstige Stammaktien, deren Theorie wir in Kapitel 41 erörtert haben. Optionen stellen ihrem Namen und ihrer Form nach, wie es im Wesentlichen bei günstigen Aktien häufig der Fall ist, einen langfristigen Anspruch auf die zukünftige Unternehmensentwicklung dar.³⁷⁴ Ebenso stimmt es, dass die Beziehung zwischen einer Option und ihrer Stammaktie grob gesagt der Beziehung zwischen einer Stammaktie und einem spekulativen vorrangigen Wertpapier desselben Unternehmens ähnelt.

DAS QUALITATIVE ELEMENT – Wie bei allen anderen spekulativen Engagements hängt die Attraktivität einer bestimmten Option von zwei äußerst unterschiedlichen Faktoren ab: dem

qualitativen Element, das heißt der Beschaffenheit des Unternehmens, insbesondere der Chance maßgeblichen Fortschritts, und dem quantitativen Element, das heißt, zu welchen Bedingungen die Option angeboten wird, einschließlich ihres Preises und des Kurses der dazugehörigen Stammaktie. Von der Wertpapieranalyse kann nicht erwartet werden, solche Unternehmen aufzudecken, die in den kommenden Jahren am ehesten Fortschritte machen werden. Daher kann über das qualitative Element bei der Auswahl von Optionen als Spekulationsinstrument nicht viel gesagt werden. Da eine Option üblicherweise nur durch eine *Erhöhung* der Gewinne einen materiellen Wert erlangen kann, muss die Betonung mehr auf der *Entwicklungsperspektive* als auf der Stabilität des Unternehmens liegen. So waren zum Beispiel die Optionen von öffentlichen Versorgungsunternehmen in den Jahren 1928 bis 1929 nicht aufgrund der überlegeneren Stabilität der Versorgungsunternehmen beliebt, sondern weil der Markt überzeugt war, dass deren Gewinne weiterhin unbegrenzt wachsen würden.

Was die mathematische Chance eines hohen Kursanstiegs betrifft, haben wir bereits gezeigt, dass dies meist bei Stammaktien von Unternehmen mit einer spekulativen Kapitalstruktur gefunden werden kann (zum Beispiel *A. E. Staley Company* und *American Water Works and Electric*, siehe Kapitel 40). Demzufolge kann behauptet werden, dass Optionen auf solche Stammaktien auch einen besonderen spekulativen Vorteil besitzen. Doch im Grunde ist dies eine eher quantitative als qualitative Angelegenheit. Nach unserer Ansicht kann selten *mit Sicherheit* gesagt werden, dass die langfristigen Aussichten eines besonderen Geschäftszweiges erheblich besser als der Durchschnitt sind, um Optionen aus diesem Bereich attraktiver erscheinen zu lassen als andere. Falls der individuelle Spekulant diesbezüglich jedoch eine eindeutige Meinung und Vorstellung hat, ist es für ihn sinnvoll, dieser zu folgen.

QUANTITATIVE ÜBERLEGUNGEN: DIE BEDEUTUNG VON NIEDRIGEN PREISEN – Es ist leichter, die relative Attraktivität der einer Option bestimmenden Elemente von einem quantitativen Standpunkt aus aufzuzeigen. Die wünschenswerten Eigenschaften einer Option sind: (1) ein niedriger Preis, (2) eine lange Laufzeit, (3) ein Optionskurs (oder Ausübungskurs) nahe dem Marktpreis. Vom Standpunkt spekulativer Theorie aus gesehen ist der wichtigste Punkt zweifelsohne ein niedriger Preis. Dies kann durch den Vergleich der Optionen der *Standard Oil and Refining Corporation* im Jahr 1917 und der B-Optionen der *Niagara Hudson Power Corporation* im Jahr 1929 verdeutlicht werden.

Beispiele: Die Option zu jeder im Jahr 1917 emittierten 1000-Dollar-Anleihe der *Sinclair Oil and Refining Corporation* berechnete den Halter, 25 Aktien wie folgt zu erwerben (je Aktie): zu 45 Dollar bis zum 1. August 1918, zu 47,5 Dollar bis zum 1. August 1919 und zu 50 Dollar bis zum 1. Februar 1920. Im Dezember 1917 war die Aktie auf 25,25

Dollar gesunken und eine Option über 25 Aktien wurde zu 20 Dollar gehandelt, das heißt 80 Cent je Aktie. Demzufolge lag der Kurs der Aktie weit unter dem Optionspreis, die Option konnte jedoch zu einem äußerst niedrigen Preis je Aktie erworben werden. Das Nachspiel war äußerst charakteristisch für einen spekulativen Markt. In weniger als 18 Monaten stieg die *Sinclair*-Aktie auf 69,75 Dollar, was den Wert der Option über 25 Aktien auf 550 Dollar erhöhte. Eine Steigerung des Aktienkurses um 175 Prozent erhöhte den Preis der Option um 2680 Prozent.

Die B-Optionen der *Niagara Hudson Power Corporation* berechtigten den Halter, 3,3 Stammaktien zu 50 Dollar zu kaufen, das heißt zu 14,285 Dollar je Aktie. Als die Optionen an der New York Curb Exchange 1929 zum Handel zugelassen wurden, betrug ihr Preis 60 Dollar – was einem Optionskurs von 17 Dollar entsprach – während die Aktie bei 22,5 notierte. In diesem Fall zahlte der Spekulant fast genauso viel für die Option wie für die Aktie. Als diese im Verlauf des Jahres auf ihr Hoch von 31 Dollar stieg, stiegen die Optionen um einen weitaus kleineren Prozentsatz auf 21 Dollar. Später im gleichen Jahr fiel der Kurs der Aktie auf 11,25 Dollar, die Optionen brachen auf 2 Dollar ein. Diese Vergleichszahlen zeigen, dass die B-Optionen von *Niagara Hudson* bei einem Wert von 17 Dollar zu einem außergewöhnlich unattraktiven Kurs gehandelt wurden.

DIE WICHTIGKEIT EINES NIEDRIGEN RELATIVEN PREISES – Aus technischer Sicht ist es erstrebenswert, dass der Preis einer Option nicht nur absolut, sondern auch im Verhältnis zum Kurs der Stammaktie niedrig ist. Dieser Punkt kann durch den Vergleich der Optionen der *Commercial Investment Trust Corporation* im Jahr 1928 und der *American and Foreign Power Company* im Jahr 1933 verdeutlicht werden.

Beispiele: Die Optionen der *Commercial Investment Trust Corporation* standen im August 1928 bei je 6 Dollar. Sie berechtigten den Halter zum Kauf von einer halben Stammaktie zu je 90 Dollar bis zum Ende des Jahres 1929, danach zu je 100 Dollar bis zum 1. Januar 1931. Die Stammaktie notierte bei etwa 70 Dollar. Die Option für eine Aktie stellte daher ein Engagement von 12 Dollar beziehungsweise ein Sechstel des aktuellen Wertes der Aktie dar. Trotz ihres relativ hohen Ausübungskurses kann die Option im Vergleich zur Aktie wegen des geringeren Kapitaleinsatzes als spekulativ vorteilhafter betrachtet werden. (Im Zeitraum 1928 bis 1929 verelfachte sich der Preis der Optionen, während der Kurs der Stammaktie sich verdreifachte.) Wie aufgezeigt, konnten Optionen auf eine Aktie von *American and Foreign Power* im November 1933 zu je 7 Dollar gekauft werden, genau pari zur Stammaktie. Doch der Umstand, dass die Stammaktie selbst nur bei 10 Dollar notierte, nahm den Optionen zu 7 Dollar jedes spekulative Element. Wie wir später sehen werden, wirft dies die Aktie und die Optionen zusammen in die Kategorie »pseudo«-günstiger Spekulationsinstrumente (siehe Beginn des Kapitels 41).

Die vorangehende Erörterung führt zu dem Schluss, dass eine bestimmte Option aus technischer Sicht nur dann eine spekulative Attraktivität hat, wenn sie neben einem niedrigen Preis eine langfristige Laufzeit hat und ihr Ausübungskurs nahe dem Marktpreis der Aktie liegt.³⁷⁵

Beispiele: Die Optionen der *Sinclair Oil and Commercial Investment Trust* (siehe oben) erfüllen diese Anforderungen. Ein ungewöhnliches Beispiel liefern die Optionen von *Barnsdall Oil* aus dem Jahr 1927 mit einem Ausübungspreis von 25 Dollar. Als die Aktie bei 31 Dollar notierte, standen die Optionen bei 6 Dollar, pari zur Aktie. In diesem Fall hätte jeder Anstieg des Aktienkurses einen weitaus größeren proportionalen Anstieg des Optionspreises bedeutet (was später auch der Fall war).

HÄUFIGES FEHLEN TECHNISCHER VORTEILE – Während der Jahre 1928 bis 1929, als Optionen sehr rege gehandelt wurden, hatten sie tendenziell – sowohl relativ als auch absolut – einen hohen Preis, sodass sie keinen technischen Vorteil gegenüber den Stammaktien boten. Während der anschließenden Depression waren viele Optionen zu äußerst niedrigen Preisen erhältlich, doch standen auch die dazugehörigen Stammaktien entsprechend niedrig, wodurch die verhältnismäßige Attraktivität der Optionen infrage gestellt werden musste. Die Lage zum Börsenschluss des Jahres 1939 kann durch die repräsentative Aufstellung der Optionen in der Tabelle der folgenden Seite verdeutlicht werden.

Es ist anzumerken, dass Optionen, die mit dem Recht einer Zahlungsleistung ausgestattet sind (durch die Hinterlegung von Anleihen oder Vorzugsaktien zum Nennwert), allgemein einen interessanten Preis im Verhältnis zu ihren Stammaktien aufwiesen. (Die Optionen von *Electric Power and Light* notierten tatsächlich niedriger.) Die anderen günstigen Optionen wiesen eine zu große Differenz zu ihrem Veräußerungswert auf, um erwähnt zu werden. Die Preisverhältnisse von *Baldwin Locomotive* und *New York City Omnibus*³⁷⁶ sind typisch für ihre jeweiligen Stufen im Ausmaß der Marktpreise.

Name des Unternehmens	Laufzeit	Kaufpreis der Basisaktie	Kurs der Aktie	Preis der Option
<i>American & Foreign Power</i>	unbefristet	25 oder 1,625*	1,875	0,375
<i>Atlas Corp.</i>	unbefristet	25 oder 23,625*	8,625	0,875
<i>Baldwin Locomotive Co.</i>	bis 1. Sep. 1945	15	17,25	7,375
<i>Electric Power & Light Corp.</i>	unbefristet	25 oder 4*	6,875	2,625
<i>Manati Sugar Co.</i>	bis 5. Nov. 1947	12,5 oder 5*	3,875	0,625
<i>Merritt-Chapman & Scott Corp.</i>	unbefristet	30	4,5	0,5

<i>N.Y. City Omnibus Corp.</i>	bis 1. März 1947	17,5	32,75	17,25
<i>Scullin Steel Co.</i>	bis 1. Mai 1942	10 oder 6,5*	8,75	3,5**
<i>Tri-Continental Corp.</i>	unbefristet	22,5	2,75	0,5
<i>United Corp.</i>	unbefristet	25	2,375	0,25

* Der Kaufpreis bezieht sich auf den aktuellen Kurs von vorrangigen Wertpapieren, die anstelle von Barmitteln angeboten werden können.

** Dieser Preis gilt für vier Optionen, die einer Stammaktie entsprechen.

OPTIONEN ALS TEIL DER KAPITALSTRUKTUR

Hauptsächlich dienen Optionen als Instrument, um der Komponente zukünftiger Entwicklungschancen eines Unternehmens eine separate Ausgestaltung zu geben. Doch das Recht, von zukünftigen Verbesserungen oder Werterhöhungen zu profitieren, steht an sich den Stammaktionären zu. Es ist einer der bedeutsamen Gegenwerte, den die Aktionäre für die Aufbringung des Kapitals und die Übernahme des »anfänglichen Risikos« eines Verlustes erhalten. Eine Option repräsentiert daher grundlegend *etwas, das der Stammaktie weggenommen wurde*. Hierfür gibt es eine einfache Gleichung: Wert der Stammaktien + Wert der Optionen = Wert der Stammaktien allein (das heißt ohne Optionen).

OPTIONEN STELLEN EINE WERTMINDERUNG DER DAZUGEHÖRIGEN AKTIE DAR – *Beispiel*: Dieser Punkt kann durch die Betrachtung des Effektes verdeutlicht werden, den die Ausgabe der *Barnsdall*-Optionen auf den Wert der Stammaktien hatte. Die für 1926 berichteten Gewinne betrugen 6.077.000 Dollar beziehungsweise 5,34 Dollar je Aktie für 1.140.000 ausstehende Aktien. Daneben existierten gleichfalls Optionen, die dazu berechtigten, 1.000.000 Aktien zu je 25 Dollar zu kaufen. Deren Erlöse sollten zur Ablösung von 25.000.000 Dollar der 6-Prozent-Anleihen dienen. Der Analyst hätte eine Ausübung der Optionen *erwarten* müssen, wodurch die Gewinne im Jahr 1926 von 5,34 Dollar auf 3,54 Dollar je Aktie reduziert worden wären. Nach der tatsächlichen Ausübung der Optionen im Jahr 1929 betrug der Gewinn 3,25 Dollar je Aktie gegenüber 4,76 Dollar ohne Optionen. Der durchschnittliche Kurs von 35 Dollar in diesem Jahr glich einem Wert von 10 Dollar für die Option. Dies bedeutete im Wesentlichen, dass der Wert der Stammaktien durch die Ausgabe der Optionen um etwa 8 Dollar je Aktie vermindert worden ist (der Kurs der Aktie wäre sonst bei 43 Dollar gewesen).

Das Beispiel macht deutlich, dass die Vorteile, die sich durch hohe Gewinn- und Unternehmenswertsteigerungen im Wert der Stammaktien niederschlagen, durch Ausgabe der

Optionen beseitigt werden. Auch bei einem Preis über dem aktuellen Kurs beeinträchtigen Aktienoptionen den Barwert der Stammaktien, da die zukünftige Entwicklung des Unternehmens ein Teil dieses Barwertes ist.

EIN GEFÄHRLICHES INSTRUMENT ZUR VERWÄSSERUNG VON AKTIEN – Optionen sind grundsätzlich ein gefährliches und verwerfliches Instrument, da sie eine indirekte und gewöhnlich nicht erkannte Verwässerung des Wertes der Stammaktien bewirken. Aktionäre betrachten die Emission von Optionen mit Gleichgültigkeit und übersehen, dass ihnen ein Teil ihres zukünftigen Eigenkapitals genommen wird. Der Aktienmarkt bewertet in seiner gewohnten Unachtsamkeit Stammaktien – mit und ohne Optionen – auf der gleichen Basis. Daher können Optionen dazu verwendet werden, Unternehmensgründern und anderen Insidern unangemessene Boni zu zahlen, ohne befürchten zu müssen, dass die breite Masse der Aktionäre dies versteht oder kritisiert. Darüber hinaus kann der Marktwert der Wertpapiere eines Unternehmens insgesamt künstlich gesteigert werden, da (mithilfe leichter Manipulation) für eine große Emission von Optionen hohe Bewertungen vorgenommen werden können, ohne den Kurs der Stammaktien zu verringern.

Aktienoptionen haben sich auch bei Unternehmensrestrukturierungen als brauch-bares und gefälliges Instrument erwiesen, da es den Reorganisatoren möglich war, den Altaktionären eine Art von Beruhigungsmittel zu verabreichen, während sie vorgeblich das Unternehmen vollständig den Gläubigern übergaben. Die SEC hat sich jedoch gegen diese Praktiken zur Wehr gesetzt mit der Behauptung, dass Altaktionäre bei tatsächlich fehlendem Eigenkapital keinen Anspruch auf Optionen haben.³⁷⁷

Reductio ad absurdum. Das öffentliche Unvermögen, die Wertigkeit von Optionen als eine Reduzierung des Wertes der Stammaktien zu verstehen, hat zu einer Praxis geführt, die, wäre sie nicht so nachteilig, als lächerlich angesehen werden könnte. Betrachten wir die Erstemission von Stammaktien mit Optionen, die zu weiteren Stammaktien berechtigen. Diese Ausgestaltung bringt den Aktionären nichts, was sie nicht auch ohne Optionen besäßen, und es verletzt eine ersichtliche Regel seriöser Unternehmensfinanzierung. Ein ordentlich geführtes Unternehmen verkauft zusätzliche Aktien *nur bei zusätzlichem Kapitalbedarf*, in welchem Fall die Aktionäre berechtigt sind, anteilsmäßig zu zeichnen.³⁷⁸ Die Ausgabe von Bezugsrechten an die Aktionäre, ohne dass zusätzliches Kapital benötigt wird, stellt von allen Standpunkten her einen Widersinn dar, außer es wird beabsichtigt, Menschen in Bezug auf ein angeblich attraktives Angebot zu täuschen. Dies gleicht der manchmal beliebten Praxis, Dividenden auf »Berechtigungsschein« auszugeben, die nach Belieben des Aufsichtsrates einlösbar sind. Dieser »Berechtigungsschein« ist unnötiger Ausdruck eines separaten Rechtes, das der Stammaktie grundsätzlich innewohnt: der Anspruch auf künftige Dividenden, wenn der Aufsichtsrat ihre Zahlung als geeignet ansieht.³⁷⁹ In ähnlicher Weise sind solche

Optionen auf Stammaktien ein überflüssiger Ausdruck des grundsätzlichen Rechts der Aktionäre, an zukünftigen Aktienemissionen teilzuhaben.³⁸⁰

Die weitere Untersuchung der unheilsamen Auswirkungen von Optionen geht mit zwei allgemeineren Prüfungen finanzieller Praktiken einher: (1) der von der Öffentlichkeit gezahlte Preis für Finanzierung und Management des Unternehmens, (2) die manipulativen und gefährlichen Unternehmenspraktiken der »Verschachtelung«. Diese Aspekte der Wertpapieranalyse werden in den folgenden Kapiteln betrachtet.

KAPITEL 47

FINANZIERUNGS- UND MANAGEMENTKOSTEN

Betrachten wir den Aufbau und die Finanzierung der *Petroleum Corporation of America* etwas genauer. Diese große Investmentfirma (siehe vorangehendes Kapitel) wurde zu dem Zweck gegründet, speziell in Wertpapiere von Ölfirmen zu investieren. Öffentlich wurden 3.250.000 Aktien zu je 34 Dollar emittiert. Dem Unternehmen flossen davon 31 Dollar je Aktie beziehungsweise 100.750.000 Dollar an Barmitteln zu. An unbekannte Empfänger – vermutlich Unternehmensgründer, Investmentbanken und Management – wurden fünfjährige Optionen ausgegeben, die zu 1.625.000 zusätzlichen Aktien zu je 34 Dollar berechtigten.

Das Beispiel ist repräsentativ für die Finanzierung von Investmentfonds in diesen Jahren. Zudem wurde diese in Boomjahren entwickelte Technik, wie sich zeigen wird, während der anschließenden Depression beibehalten und drohte die Standardpraxis der Aktienfinanzierung von Unternehmen sämtlicher Branchen zu werden. Es gibt jedoch guten Grund, die tatsächliche Bedeutung einer solchen Einrichtung zu hinterfragen: (1) hinsichtlich dessen, was der Aktienkäufer für sein Geld erhält, und (2) bezüglich der von den Emissionsbanken eingenommenen Position.

KOSTEN DES MANAGEMENTS, DREI POSTEN – Ein neu gegründeter Investmentfonds – wie die *Petroleum Corporation* im Januar 1929 – besitzt anfänglich zwei Aktiva: Barmittel und Management. Alle Anleger, welche die Aktie zu 34 Dollar kauften, zahlten auf dreifache Weise für das Management:

- Die Differenz zwischen dem Preis der Aktie und dem vom Unternehmen erhaltenen Betrag:

Zwar wurde die Differenz von 3 Dollar je Aktie nicht an das Management, sondern an die Emissionsbanken gezahlt. Doch aus Sicht des Aktienkäufers läge die einzige Rechtfertigung, für die Aktie mehr als ihren anfänglichen Barwert zu zahlen, in seinem Glauben, dass das Management diese Differenz wert wäre.

- Den Wert der an die Unternehmensgründer ausgegebenen Optionen:

Diese Optionen gewährten ihren Besitzern im Wesentlichen einen Anspruch auf ein Drittel der wie auch immer erfolgten Unternehmenswertsteigerung in den nächsten fünf Jahren. (Aus Sicht des Jahres 1929 stellte ein Zeitraum von fünf Jahren reichliche Gelegenheit dar, am zukünftigen Erfolg des Unternehmens zu partizipieren.) Diese Charge von Optionen besaß einen realen Wert, der seinerseits dem anfänglichen Wert der Stammaktien entzogen wurde. Die normalerweise zwischen Aktien und Optionen bestehenden Preisbeziehungen besagen, dass die 1.625.000 Optionen den Wert der Stammaktien etwa um ein Sechstel verringern. Auf dieser Basis entfiel ein Sechstel der ursprünglich erhaltenen Barmittel von 100.750.000 Dollar auf die Optionen, fünf Sechstel auf die Aktien.

- Die Gehälter der Vorstände und die durch Verwendung einer derartigen Unternehmensstruktur zusätzlich anfallenden Steuern.

Die Zusammenfassung der vorangehenden Analyse zeigt, dass die Aktienkäufer der *Petroleum Corporation* für die Managementfähigkeiten zur Anlage ihres Geldes folgenden Preis zahlten:

Kosten der Finanzierung (3 Dollar je Aktie)	9.750.000 \$
Wert der Optionen (ein Sechstel der verbleibenden Barmittel)	16.790.000 \$
Zukünftige Abzüge für Managementgehälter etc.	?
Summe	26.540.000 \$

Alle drei Posten zusammen schöpfen etwa 25 bis 30 Prozent des von der Öffentlichkeit bereitgestellten Unternehmenskapitals ab. Hiermit meinen wir nicht nur einen Abzug dieses Prozentsatzes von zukünftigen Gewinnen, sondern einen tatsächlichen Verlust des investierten *Kapitals* als Gegenleistung für das Management.

Welche Leistung wurde für den gezahlten Preis erbracht? Gehen wir in der Analyse einen Schritt weiter und betrachten wir, für welche Art von Managementtätigkeiten das Unternehmen aufkam. Der Aufsichtsrat bestand aus etlichen Persönlichkeiten der Finanzwelt und ihre Investmentexpertise stellte einen wichtigen Beitrag dar. Jedoch müssen hierzu zwei ernsthafte Einschränkungen gemacht werden. Zum einen waren die Aufsichtsräte nicht verpflichtet, sich ausschließlich oder überwiegend dem Unternehmen zu widmen. Ihnen war gestattet, diese Aktivitäten unbegrenzt auszuweiten, und anscheinend beabsichtigten sie dies auch. Daraus lässt sich nach gesundem Menschenverstand erkennen, dass ihre

Expertenmeinung für die *Petroleum Corporation* nur einen äußerst geringen Wert besaß, wenn sie gleichzeitig etlichen anderen Parteien zugutekam.

Eine etwas deutlichere Einschränkung besteht in den vom Unternehmen geplanten Aktivitäten. Geplant war, ausschließlich Investitionen im Bereich Petroleum zu tätigen. Der Beurteilungs- und Untersuchungsbereich war damit weit umschrieben. Es stellte sich jedoch heraus, dass die Gelder weitgehend konzentriert wurden: zunächst auf zwei verbundene Unternehmen (*Prairie Pipe Line Company* und *Prairie Oil and Gas Company*), später auf ein alleiniges Nachfolgeunternehmen (*Consolidated Oil Corporation*). *Dadurch nahm die Petroleum Corporation die Struktur einer Holdinggesellschaft an, deren Managementaufwand sich auf ein Mindestmaß reduziert, sobald die Anfangsinvestition getätigt worden ist.*³⁸¹

Daraus müssen wir gezwungenermaßen schließen, dass Kapitalstrukturen wie im Fall von *Petroleum Corporation of America* aus Sicht des Anlegers unbefriedigend sind. Nicht nur, weil die Kosten für das Management in keiner Relation zum Wert seiner Leistung stehen, sondern auch, weil diese Kosten nicht eindeutig offengelegt werden beziehungsweise durch die Verwendung von Optionen verdeckt werden.³⁸² (Die vorangehende Argumentation basiert in keiner Form auf dem Umstand, dass die Investitionen der *Petroleum Corporation* unrentabel waren.³⁸³)

DIE STELLUNG VON INVESTMENTBANKEN IN DIESER BEZIEHUNG – Die zweite von diesem Beispiel ausgehende Fragestellung ist ebenso von großer Bedeutung. Welche Position nehmen Investmentbanken bei einer Emission wie der *Petroleum Corporation of America* ein und wie sieht ein Vergleich zu den Praktiken früherer Jahre aus? Vor Ende der 1920er-Jahre wurde der öffentliche Verkauf von Aktien durch angesehenen Investmenthäuser durch die folgenden drei wichtigen Grundsätze geleitet:

1. Das Unternehmen muss etabliert sein und die Bilanzsituation muss den Verkauf der Aktien zu ihrem Emissionspreis rechtfertigen.
2. Die Investmentbank muss in erster Linie als Vertreter der Aktienkäufer auftreten und unabhängig von der Unternehmensleitung sein. Sie hat die Verpflichtung, ihre Kunden gegen die Zahlung von überhöhten Vergütungen an Vorstände sowie gegen andere für das Interesse der Aktionäre nachteilige Maßnahmen zu schützen.
3. Die von der Investmentbank geforderte Vergütung muss angemessen sein. Sie stellt eine Gebühr dar, die vom Unternehmen für die Kapitalbeschaffung gezahlt wird.

Diese Verhaltensnormen ermöglichten eine klare Abgrenzung zwischen verantwortungsvoller und unehrbarer Aktienfinanzierung. Es war ein feststehender Grundsatz der Wall Street, dass

das Kapital für neue Unternehmen aus privaten Quellen stammen muss.³⁸⁴ Private Finanziere sind in der Lage, eigene Recherchen vorzunehmen, eigene Verträge abzuschließen und in engem Kontakt mit dem Unternehmen zu stehen: All diese Schutzmaßnahmen (zusätzlich zu der Chance eines hohen Gewinns) wurden als notwendig erachtet, um ein Engagement in neue Unternehmen zu rechtfertigen. Daher war der öffentliche Verkauf von Wertpapieren eines *neuen Unternehmens* fast ausschließlich auf »betrügerische« Unternehmensgründer und kleine Investmenthäuser mit zweifelhaftem Ruf beschränkt. Die meisten solcher Börsengänge waren entweder klarer Betrug oder hatten aufgrund der skrupellosen Finanzierungsgebühren, die vom Emissionspreis einbehalten wurden, einen ähnlichen Effekt.

Die Finanzierung von Investmentfonds war ihrem Wesen nach dazu geeignet, diese drei feststehenden Merkmale ehrbarer Aktienemissionen zu verletzen. Investmentfonds waren *neue Unternehmen*, ihr Management und ihre Banken waren gewöhnlich *identisch*; die Bestimmung der Vergütungen für Finanzierung und Management erfolgte ausschließlich durch die Begünstigten, ohne allgemein anerkannte Standards einer angemessenen Kontrolle. In Ermangelung solcher Standards und aufgrund der fehlenden unabhängigen Verhandlungsposition zwischen Unternehmen und Bank bestand wenig Hoffnung, dass die Interessen der Anleger angemessen geschützt würden. Daneben müssen die allgemein verzerrten und von Geltungsbedürfnis geprägten Ansichten der Finanzwelt der Jahre 1928 und 1929 berücksichtigt werden.

ENTWICKLUNGEN SEIT 1929 – Eine Zeit lang schien es, dass sich der demoralisierende Einfluss von Investmentfondsfinanzierungen auf den gesamten Bereich von Stammaktienemissionen auswirken würde. Offenbar waren sogar führende Investmenthäuser bereit, Aktien von mehr oder weniger unbekannten Unternehmen anzubieten, die keine Bilanzhistorie hatten und nur auf Basis zukünftiger erwarteter Gewinne bewertet wurden. (Eindeutige Anzeichen dieser Tendenz gab es bei den Emissionen von Bier- und Likörunternehmen im Jahr 1933.) Erfreulicherweise hat seitdem ein Stimmungsumschwung stattgefunden und wir können feststellen, dass die vergleichsweise geringen Aktienemissionen von erstklassigen Investmenthäusern nach Art und Ausgestaltung denen früherer Tage ähnlich sind.³⁸⁵

Es gab jedoch seit 1933 auch einen nicht unbeträchtlichen Anteil von Aktienemissionen, die von zweitklassigen Investmenthäusern durchgeführt wurden. Die meisten betrafen Aktien von jungen Unternehmen aus allen zum passenden Zeitpunkt ausschaltbaren Branchen. Daher gab es 1933 zahlreiche Emissionen von Gold-, Likör- und Bieraktien und im Zeitraum 1938 bis 1939 eine Flut von Flugzeugaktien. Die Gründung neuer Investmentfirmen scheint dagegen ein fortwährendes Gewerbe zu sein. Bei der Untersuchung solcher Aktienemissionen muss das Augenmerk zunächst darauf liegen, dass die emittierende Investmentbank nicht in

erster Linie im Interesse ihrer Kunden handelt, welche die Aktien zeichnen. Denn zum einen kann das neue Unternehmen nicht als unabhängige Einheit mit unterschiedlichen Banken verhandeln, die Investoren vertreten; andererseits ist die Bank selbst teilweise Gründer, teilweise Eigentümer des neuen Unternehmens. In erheblichem Maße beschafft sie die Geldmittel von der Öffentlichkeit *für sich selbst*.

DIE NEUE ROLLE SOLCHER INVESTMENTBANKEN – Die Investmentbank, die solche Emissionen ausgibt, agiert genau gesagt in doppelter Gestalt. Sie trifft in eigenem Namen ein Abkommen mit den Gründern des Unternehmens und anschließend trifft sie ein separates Abkommen mit der Öffentlichkeit, um das dem Unternehmen zugesagte Kapital zu beschaffen. Für diese Mühen verlangt sie eine großzügige Entlohnung – wozu sie zweifelsohne auch berechtigt ist. Doch die bloße Höhe dieser Vergütung bringt eine signifikante Veränderung in ihrer Beziehung zur Öffentlichkeit mit sich. Denn es stellt einen entscheidenden Unterschied dar, ob ein Aktienkäufer die Investmentbank hauptsächlich als seinen Vertreter betrachten kann oder sie als Gründer/Eigentümer/Manager eines Unternehmens ansehen muss, das Kapital für seinen Betrieb bereitstellen möchte.

Sofern Investmentbanking mit dem letzteren Ansatz identifiziert wird, werden die Interessen der Öffentlichkeit sicherlich leiden. Der *Securities Act* von 1933 zielt darauf ab, den Wertpapierkäufer zu schützen, indem eine vollständige Veröffentlichung aller relevanten Sachverhalte und eine erweiterte Haftung für Unterschlagung oder Falschdarstellung verlangt wird. Obwohl eine umfassende Veröffentlichung zweifellos wünschenswert ist, ist ihr praktischer Nutzen – außer für den erfahrenen Anleger oder ausgebildeten Analysten – jedoch eingeschränkt. Es ist zu befürchten, dass der gewöhnliche Anleger weder den umfangreichen Verkaufsprospekt sorgfältig liest noch die Auswirkungen seines Inhalts versteht. Moderne Finanzierungsmethoden unterscheiden sich nicht groß von einem Zauberkasten: Sie können der Öffentlichkeit sichtbar vorgeführt werden, ohne dass diese hinterher schlauer ist. Die Verwendung von Aktienoptionen als Teil der Vergütung von Emissionsbanken und Unternehmensgründern stellt einen der neuesten und täuschendsten Kunstgriffe dieses Geschäfts dar.

Nachfolgend werden zwei Beispiele aktueller Unternehmensfinanzierungen aus den Jahren 1936 und 1939 im Detail betrachtet, um die Beschaffenheit der Emissionen sowie die Technik der zu ihrer Bewertung notwendigen Analyse deutlich zu machen.³⁸⁶

Beispiel A: American Bantam Car Corporation, Juli 1936. Diese Emission bestand aus 100.000 Anteilen einer 6-Prozent-Vorzugsaktienanleihe, die der Öffentlichkeit zum Nennwert von 10 Dollar angeboten wurde. Jeder Anteil konnte in drei Stammaktien gewandelt werden. Die »Emissionsbank« erhielt eine Bruttoprovision von 2 Dollar je Aktie beziehungsweise 20 Prozent des Verkaufspreises; jedoch erfolgte diese Vergütung allein für den Verkauf, ohne

irgendeine Garantie der Übernahme oder Platzierung der Aktien.

Das neue Unternehmen hatte die Fabrik der *American Austin Car Company* übernommen, die im Jahr 1929 mit 3.692.000 Dollar Barkapital angefangen hatte und später Konkurs anmelden musste. Die Gründer von *Bantam* kauften die Vermögenswerte von *Austin*, vorbehaltlich diverser Verbindlichkeiten, für 5000 Dollar. Anschließend übergaben sie die Akquisition – zuzüglich 500 Dollar in bar – dem neuen Unternehmen als Gegenleistung für 300.000 Stammaktien. Somit betrug der Aufwand der Gründer für die gesamten Stammaktien 5500 Dollar in bar sowie Zeit und Arbeitsleistung.

Der Verkaufsprospekt wies die Vorzugsaktie als »spekulativ« aus – eine offensichtliche Tatsache. Diese Spekulation konnte nur gut gehen, wenn das Umtauschrecht einen Wert besaß, denn die bloße Rendite von 6 Prozent auf eine Vorzugsaktie stellte kaum eine angemessene Gegenleistung für das enthaltene Risiko dar. (Die Art des Risikos zeigte sich deutlich in den enormen Verlusten des Vorgängerunternehmens.) Doch bevor das Umtauschrecht einen Wert annahm, musste die Stammaktie über 3,33 Dollar je Aktie notieren – *in diesem Fall hätte die Investition der Gründer von 5500 Dollar einen Wert von über 1.000.000 Dollar gehabt*. Bevor die Öffentlichkeit also *irgendeinen* Gewinn erzielen konnte, waren die Anteile der Gründer das *180-Fache* wert.

Zum 30. Juni 1939 hatte das Unternehmen kumulierte Verluste von 750.000 Dollar; es musste Kapital von der RFC aufnehmen und hinter den Vorzugsaktien standen keine Vermögenswerte. Der Kurs der Vorzugsaktie sank auf 3 Dollar, doch zur gleichen Zeit stand die Stammaktie bei 0,75. Dies bedeutete (wenn man den Notierungen Glauben schenken konnte), dass der Beitrag der Gründer von 5500 Dollar immer noch einen nominalen Marktwert von 225.000 Dollar hatte, obwohl die Öffentlichkeit 70 Prozent ihrer Investition verloren hatte.

Beispiel B: Aeronautical Corporation of America, Dezember 1939. Das Unternehmen bot der Öffentlichkeit 60.000 neue Stammaktien zu 6,25 Dollar je Aktie an. Die »Emissionsbank«, die keine feste Verpflichtung zur Abnahme von Aktien übernahm, erhielt für den Verkauf jeder Aktie folgende Vergütungen: (1) 90 Cent in bar (2) ein Zwanzigstel eines Aktienanteils (mit einem vorgeblichen Wert von 31 Cent), der von den Erstaktionären bereitgestellt wurde, (3) eine Option zum Kauf von einer halben Aktie zu einem Kurs zwischen 6,25 Dollar und 8 Dollar je Aktie. Falls die Stammaktie ihren Emissionspreis von 6,25 Dollar wert gewesen wäre, hätte die Option zweifellos einen Wert von mindestens einem Dollar je Aktie gehabt. Dies entspricht einer Gesamtvergütung für die Verkaufsleistung von 2,34 Dollar je Aktie, mehr als ein Drittel des von der Öffentlichkeit gezahlten Betrages.

Das Unternehmen existierte seit 1928 und fertigte seine leichten Aeronca-Flugzeuge seit 1931. Die Umsätze wuchsen stetig von 124.000 Dollar im Jahr 1934 auf etwa 850.000 Dollar

im Jahr 1939. Ende 1938 wies das Unternehmen jedoch einen eindeutigen Verlust aus, insgesamt etwa 500.000 Dollar (einschließlich abgeschriebener Entwicklungsaufwendungen). Für die 9,5 Monate bis zum 15. Oktober betrug der Gewinn 50.000 Dollar. Vor der Ausgabe neuer Aktien an die Öffentlichkeit existierten 66.000 ausstehende Aktien mit einem Buchwert von nur 1,28 Dollar je Aktie. Zusätzlich zu den Optionen über 30.000 Aktien für die Emissionsbank besaß das Management Optionen über etwa 15.000 Aktien.

Scheinbar gab es guten Grund, anzunehmen, dass das Unternehmen eine günstige Position innerhalb einer wachsenden Industrie innehatte. Doch eine Analyse der Situation zeigte, dass der Anspruch der Öffentlichkeit auf zukünftige Gewinne des Unternehmens auf drei unterschiedliche Arten deutlich verwässert wurde: (1) durch die Barprovision, die vom Verkaufspreis der neuen Aktie abgezogen wurde, (2) durch die geringen materiellen Vermögenswerte, die von den Gründern für ihre Anteile beigesteuert wurden, und (3) durch die Optionen, die einen Teil jeder Werterhöhung abschöpfen würden. Um den Effekt dieser Verwässerung zu zeigen, nehmen wir an, dass das Unternehmen so erfolgreich ist, dass sein fairer Wert dem Zweifachen seiner materiellen Vermögenswerte nach Abschluss dieser Finanzierung entspricht – etwa 1.000.000 Dollar gegenüber 484.000 Dollar materiellen Vermögenswerten. Welchen Wert könnte dann die Aktie haben, wofür die Öffentlichkeit 6,25 Dollar gezahlt hat? Ohne ausstehende Optionen wäre dieser Wert für 126.000 Aktien etwa 8 Dollar je Aktie. Doch bei einem geschätzten Wert der Optionen von etwa 2 Dollar je Aktie wäre diese nur 7,25 Dollar wert. Somit würde selbst ein beträchtliches Wachstum des Unternehmens den Wert der im Besitz der Öffentlichkeit befindlichen Aktien nur um 16 Prozent erhöhen. Bei einer gegensätzlichen Entwicklung wäre ein großer Teil der Investition bald aufgebraucht.

SOLLTE DIE FINANZIERUNG NEUER UNTERNEHMEN DURCH DIE ÖFFENTLICHKEIT ERFOLGEN? – Eine umfangreiche Betrachtung von bei der SEC registrierten Finanzierungen neuer Unternehmen seit 1933 hat uns hinsichtlich der Seriosität und des wirtschaftlichen Wertes dieser Maßnahmen insgesamt zu einer pessimistischen Einstellung geführt. Die Bereitstellung von Risikokapital für neue Unternehmen ist unentbehrlich für den Fortschritt in Amerika, doch kein wesentlicher Beitrag zum Aufbau des Landes wurde jemals von *neuen* Unternehmen geleistet, die *öffentlich* finanziert wurden. Wall-Street-Banken waren sich stets darüber im Klaren, dass das Kapital für solche Vorhaben von privaten Investoren aufgebracht werden sollte – von den Gründern selbst oder ihnen nahestehenden Personen. Aus diesem Grund war der Verkauf von Aktien neuer Unternehmen niemals eine wirklich ehrbare Beschäftigung und die führenden Bankhäuser nahmen davon Abstand. Bei Finanzierungen, die von weniger anspruchsvollen Institutionen durchgeführt werden, sind die Verkaufsprämien – *für die Anleger* – so überaus hoch, dass die Erfolgsaussichten eines neuen Unternehmens, die

schon im günstigsten Fall gering sind, dadurch in hohem Maße verringert werden.

Wir vertreten die Ansicht, dass eine Modifizierung des Securities Act dahingehend, den Verkauf von Aktien von neuen und eindeutig unreifen Unternehmungen an die Öffentlichkeit zu verbieten, dem Interesse des Landes dienlich wäre. Es wäre nicht leicht, die Kriterien von »Reife« klar zu definieren, zum Beispiel die Größe, Anzahl der Betriebsjahre ohne Verlust – und es wäre erforderlich, der SEC diesbezüglich einen gewissen Spielraum zu geben. Wir nehmen jedoch an, dass schwierige und unklare Fälle relativ selten wären (obwohl unser zweites oben angeführtes Beispiel in diese Kategorie gehört). Normalerweise ist eine Reduzierung des Einflusses und der Pflichten der SEC in vielen Fällen von untergeordneter Bedeutung wünschenswert; doch im Falle des Schutzes der Öffentlichkeit, die sich nicht selbst schützen kann, befürworten wir eine einschneidendere Gesetzgebung.

BLUE-SKY PROMOTIONS – In den »guten alten Zeiten« verließen sich betrügerische Aktienmakler weitgehend auf ihre mit hohem Druck ausgeübte Verkaufskunst und kümmerten sich selten darum, ihrem Unterfangen irgendeinen Anstrich von Seriosität zu verleihen. Sie verkauften Anteile an einer Mine, die nicht mal »ein Loch in der Erde« war, oder an einer Erfindung, deren größte Empfehlung darin lag, dass die frühen Partner von Henry Ford damit enorme Gewinne erzielt hatten. Die Opfer kauften in diesen Fällen nichts außer »dem blauen Himmel«. Jeder Mensch mit dem geringsten Geschäftssinn hätte die vollkommene Wertlosigkeit dieser Unternehmen auf den ersten Blick erkennen können; allein die Verwendung von Glanzpapier für den Verkaufsprospekt ließ den Betrug erkennen.

Die bundes- und landesweite Verschärfung der Rechtsvorschriften gegen diese Art von Betrug hat zu einer anderen Art von Wertpapierverkauf geführt. Statt ein vollkommen wertloses Papier anzubieten, wählt der Makler ein echtes Unternehmen, das er weit über dem inneren Wert verkaufen kann. Auf diese Weise kann das Gesetz befolgt und die Öffentlichkeit trotzdem geschröpft werden. Öl- und Bergbauunternehmen eignen sich bestens für solche Emissionen, da es leicht ist, Außenstehenden ihren Wert in übertriebener Weise darzustellen. Die SEC hat immer mehr ernsthafte Bemühungen unternommen, diese Art von Halbbetrug zu bekämpfen. Theoretisch kann ein Makler ein Papier mit dem Wert von einem Dollar zu 5 Dollar anbieten, vorausgesetzt, er veröffentlicht alle relevanten Fakten und liefert keine Falschinformationen. Die SEC ist nicht berechtigt, die Seriosität neuer Wertpapiere oder ihren fairen Preis zu beurteilen (außer bei Emissionen von öffentlichen Versorgungsunternehmen, die unter die Bestimmungen des Public Holding Company Act von 1935 fallen). Tatsächlich scheint sie – unter zahlreichen Einwirkungen – ihr Bestes zu tun, um ungebührliche Emissionen zu verhindern. Die Öffentlichkeit muss jedoch erkennen, dass die Befugnisse der SEC diesbezüglich äußerst eingeschränkt sind. Um sich gegen Ausbeutung zu schützen, muss jeder Anleger eine kritische Analyse unternehmen.

Makler konzentrieren ihre Aktivitäten besonders auf neue Branchen, die im Blickpunkt der Öffentlichkeit stehen. Die Gewinne von Marktpionieren oder des emittierenden Unternehmens selbst können hinsichtlich ihrer Beständigkeit und zukünftiger Aussichten beliebig ausgestaltet werden. Somit können Überbewertungen in plausible Verkaufsargumente umgewandelt werden. Bei den Emissionen der Likörunternehmen im Jahr 1933 hing der Grad der Überbewertung vollständig von der Gewissenhaftigkeit der Geldgeber ab. Dementsprechend zeigte die Liste der Aktienemissionen alle Abstufungen – von völlig legitimen bis nahezu restlos betrügerischen.³⁸⁷ Ein ähnliches Bild boten die Emissionen der Flugzeugunternehmen der Jahre 1938 bis 1939. Die Öffentlichkeit sollte im Gedächtnis behalten, dass eine unproblematische Kapitalbeschaffung in einer Branche mit der Zunahme unfairer Preisgestaltungen sowie der Gefahr der Überhitzung der Branche einhergeht.

AUSWIRKUNGEN VON UNSERIÖSEM INVESTMENTBANKING – Die Lockerung der Standards von Investmentbanken in den späten 1920er-Jahren und die Einführung von erfinderischen Maßnahmen zur Erhöhung ihrer Vergütungen brachten negative Auswirkungen im Bereich der Unternehmensführungen mit sich. Vorstände meinten nicht nur, dass ihnen stattliche Gehälter zustünden, sondern auch eine erhebliche Beteiligung an den Unternehmensgewinnen. In dieser Hinsicht stellen die von den Banken zu ihrem eigenen Vorteil gegründeten Investmentfonds ein anschauliches Beispiel der Welt des »Big Business« dar.

Ob eine jährliche sechs- oder siebenstellige Vergütung für Vorstände großer und erfolgreicher Konzerne angemessen erscheint, ist fraglich. Die Antwort hängt davon ab, in welchem Ausmaß der Erfolg des Unternehmens von ihrer alleinigen und überdurchschnittlichen Fähigkeit abhängt, was mit Sicherheit schwer festzustellen ist. Doch es kann nicht abgestritten werden, dass solche hohen Boni für das Management oft mit undurchsichtigen und fragwürdigen Maßnahmen erwirkt werden, ohne dass die Aktionäre deren vollständige Höhe erfahren. Optionen (oder langfristige Bezugsrechte) zum Kauf von Aktien zu niedrigen Kursen haben sich für diesen Zweck als hervorragendes Instrument erwiesen – wie wir bereits in unserer Betrachtung der Beziehungen zwischen Management und Aktionären aufgezeigt haben. Die vollständige und fortlaufende Veröffentlichung solcher Informationen ist nicht nur theoretisch wünschenswert, sondern hat auch einen praktischen Nutzen. Die Rechtsprechung von 1933 bis 1934 markiert in dieser Hinsicht einen unbestreitbaren Fortschritt, da seitdem in Anträgen auf Börsenzulassung und im jährlichen Anhang hierzu (Formular 10-K) die Hauptelemente von Vorstandsvergütungen veröffentlicht werden müssen. Aus unserer Sicht führt die Veröffentlichung solcher Vergütungen mit ziemlicher Sicherheit dazu, dass die Aktionäre aus Eigeninteresse hier ein Überschreiten angemessener Grenzen verhindern.

KAPITEL 48

ASPEKTE VON UNTERNEHMENSVERSCHACHTELUNGEN

Die Verschachtelung der Finanzstruktur von Unternehmen bedeutet die Schaffung einer spekulativen Kapitalstruktur mithilfe einer oder mehrerer Holdinggesellschaften. Der vorherrschende Zweck einer derartigen Einrichtung besteht gewöhnlich darin, den Gründern die Kontrolle eines großen Unternehmens mit wenig oder ohne Eigenkapital zu ermöglichen und ihnen einen Großteil der Gewinne und des steigenden Unternehmenswertes zu sichern. Eine solche Einrichtung wird meist von den Hauptteilhabern genutzt, um spekulative Gewinne aus Beteiligungen in Barmittel umzuwandeln und gleichzeitig die Kontrolle zu behalten. Mit den dafür bereitgestellten Geldmitteln bemühen sich diese erfolgreichen Herren der Finanzen, ihre Kontrolle auf zusätzliche Unternehmen auszuweiten. Die Technik der Verschachtelung kann gut durch die aufeinanderfolgenden Manöver von O. P. und M. J. Van Sweringen veranschaulicht werden, die mit der Übernahme der Mehrheit der damals noch relativ unbekannten *New York, Chicago and St. Louis Railroad* begannen und sich schnell zu einem weit verstreuten Eisenbahn-»Imperium« entwickelten.³⁸⁸

Beispiel: Die Van Sweringen-Verschachtelung. Die ursprüngliche Transaktion von *Van Sweringen* im Bereich der Eisenbahnen fand im Jahr 1916 statt. Darin erwarben sie – von der *New York Central Railroad Company* – die Mehrheit der Stamm- und Vorzugsaktien an der *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* (bekannt als »*Nickel Plate*«) für den Betrag von 8.500.000 Dollar. Der Kauf wurde durch eine Schuldverschreibung gegenüber dem Verkäufer über 6.500.000 Dollar und durch Barmittel von 2.000.000 Dollar (als Darlehen der *Cleveland Bank*) finanziert. Die anschließenden Akquisitionen weiterer Unternehmen wurden mithilfe unterschiedlicher Maßnahmen getätigt, einschließlich folgender:

- Die Gründung einer privaten Zweckgesellschaft (zum Beispiel *Western Corporation* zur Übernahme der Mehrheit an der *Lake Erie and Western Railroad Company*; *Clover Leaf Corporation* zur Übernahme der Mehrheit an der *Toledo, St. Louis and*

Western Railroad Company, beide im Jahr 1922)

- Die Verwendung der Ressourcen einer Eisenbahngesellschaft zur Übernahme der Mehrheit weiterer (Zum Beispiel kaufte die *New York, Chicago and St. Louis Railroad Company* im Zeitraum 1923 bis 1925 große Aktienbestände von *Chesapeake and Ohio Railway* und der *Pere Marquette Railway Company*.)
- Die Gründung einer Holdinggesellschaft zur Kontrolle einer besonderen Strecke und zum öffentlichen Verkauf von Holdinganteilen (zum Beispiel der *Chesapeake Corporation*, welche die Mehrheit der *Chesapeake and Ohio Railway Company* übernahm und ihre eigenen Anleihen und Aktien öffentlich verkaufte, 1927)
- Die Gründung einer allgemeinen Holdinggesellschaft (zum Beispiel *Alleghany Corporation*, eingetragen im Jahr 1929. Mit diesem ehrgeizigen Vorhaben wurde die Mehrheit an vielen Eisenbahn-, Kohle- und anderen Unternehmen übernommen.)

Der an das House of Representatives im Jahr 1930³⁸⁹ erstattete Bericht über die *Van Sweringen Holding Companies* beinhaltet ein interessantes Schaubild, das den Gegensatz zwischen der von den *Van Sweringens* ausgeübten Kontrolle und ihrer relativ geringen Eigenkapitalbeteiligung an den beherrschten Unternehmen zeigt. Eine Zusammenfassung dieser Daten findet sich in der unten stehenden Tabelle. Die Zahlen in der Spalte A zeigen den Prozentsatz der von den *Van Sweringens* gehaltenen oder kontrollierten stimmberechtigten Aktien; Spalte B zeigt den Anteil des »beigesteuerten Kapitals« (Anleihen, Aktien, Rücklagen), den sie tatsächlich direkt oder indirekt besaßen.

Es ist lohnend, sich in Erinnerung zu rufen, dass es vor dem Krieg eine ähnliche Verwendung einer Holdinggesellschaft zur Verschachtelung der Kontrolle von Eisenbahnunternehmen gab – die im Jahr 1920 gegründete *Rock Island Company*. Mithilfe einer Zwischengesellschaft erwarb sie nahezu alle Stammaktien der *Chicago, Rock Island and Pacific Railway Company* sowie etwa 60 Prozent des Kapitals der *St. Louis and San Francisco Railway Company*. Mithilfe dieser Anteile emittierten die beiden Holdinggesellschaften große Mengen an besicherten Obligationen sowie Vorzugs- und Stammaktien. 1909 wurde der Anteil an *St. Louis and San Francisco* verkauft. 1915 meldeten die *Rock Island Company* und ihre Zwischengesellschaft Insolvenz an; die Aktien der Betriebsgesellschaft wurden von den Inhabern der besicherten Obligationen übernommen; die Aktien der Holdinggesellschaft wurden vollständig gelöscht.

Unternehmen	A. Mehrheit (in %)	B. Eigenkapital (in %)
Holdinggesellschaften:		
<i>The Vaness Co.</i>	80	27,7

<i>General Securities Corp.</i>	90	51,8
<i>Geneva Corp.</i>	100	27,7
<i>Alleghany Corp.</i>	41,8	8,6
<i>The Chesapeake Corp.</i>	71	4,1
<i>The Pere Marquette Corp.</i>	100	0,7
<i>Virginia Transportation Corp.</i>	100	0,8
<i>The Pittston Co.</i>	81,8	4,3
Eisenbahngesellschaften		
<i>The New York, Chicago and St. Louis Railroad R.R. Co.</i>	49,6	0,7
<i>The Chesapeake and Ohio Railway Co.</i>	54,4	1,0
<i>Pere Marquette Railway Co.</i>	48,3	0,6
<i>Erie Railroad Co.</i>	30,8	0,6
<i>Missouri Pacific Railroad Co.</i>	50,5	1,7
<i>The Hocking Valley Railway Co.</i>	81	0,2
<i>The Wheeling and Lake Erie Railway Co.</i>	53,3	0,3
<i>Kansas City Southern Railway Co.</i>	20,8	0,9

Der schmählische Zusammenbruch dieser Unternehmungen markierte zur damaligen Zeit das Ende der »Hochfinanz« in der Eisenbahnindustrie. Dennoch kam es zehn Jahre später zu denselben unseriösen Praktiken – jedoch in größerem Ausmaß und dementsprechend mit schwerwiegenderen Verlusten für die Anleger. Es sollte erwähnt werden, dass die Kongressuntersuchung von Eisenbahn-Holdinggesellschaften im Jahr 1930 ihr Gegenstück in einer ähnlichen Untersuchung der Finanzverhältnisse der *Rock Island Company* durch die *Interstate Commerce Commission* im Jahr 1914 hatte. Das Gedächtnis der Finanzgemeinde ist, wie das Sprichwort sagt, bedauerlicherweise kurz.

DAS ÜBEL VON UNTERNEHMENSVERSCHACHTELUNGEN – Für die Wertpapiere kaufende Öffentlichkeit sind Verschachtelungen aus verschiedenen Standpunkten schädlich. Sie haben die Schaffung und den Verkauf großer Mengen unseriöser vorrangiger Wertpapiere zur Folge. Stammaktien von Holdinggesellschaften haben in günstigen Jahren eine trügerisch hohe Ertragskraft und sind ständig wilden und verhängnisvollen öffentlichen Spekulationen ausgesetzt. Der Umstand, dass die mehrheitlichen Eigentümer von Holdinggesellschaften kein

(oder relativ wenig) eigenes Kapital investiert haben, ist ungerecht³⁹⁰ und führt zu verantwortungslosen und unseriösen Managementmethoden. Letztlich ermöglichen Holdinggesellschaften finanzielle Praktiken, die ausgewiesene Gewinne, Dividenden sowie den »Buchwert« in Aufschwungsphasen übertreiben und somit die Spekulationsleidenschaft intensivieren und Marktmanipulationen erleichtern. Von diesen vier Einwänden gegen Unternehmensverschachtelungen sind die ersten drei klar ersichtlich, der letzte Punkt erfordert jedoch ein gewisses Maß analytischer Betrachtung, um seine unterschiedlichen Auswirkungen zu verdeutlichen.

ÜBERTREIBUNG DER GEWINNE – Holdinggesellschaften können ihre offensichtliche Ertragskraft übertreiben, indem sie die von Tochtergesellschaften erhaltenen Aktiendividenden zu einem übermäßig hohen Preis bewerten oder indem sie Gewinne aus dem Verkauf von Aktien von Tochtergesellschaften als Einnahmen verbuchen.

Beispiele: Die hauptsächlichen Aktiva der *Central States Electric Corporation* bestanden aus einem großen Anteil von Stammaktien der *North American Company*, auf die regelmäßige Dividenden gezahlt wurden. Zum Ende des Jahres 1929 wurden diese Aktiendividenden bei *Central States* als Einnahmen deklariert – zum damals aktuellen Marktwert. Wie im Kapitel über Aktiendividenden erläutert, lagen diese Marktpreise durchschnittlich weit über dem Wert, zu dem *North American* die Dividenden gegen ihre Rücklagen buchte, und sie waren größer als die ausschüttbaren Gewinne der Stammaktien von *North American*. Somit erweckte die Erfolgsrechnung von *Central States Electric* einen irreführenden Eindruck von den dem Unternehmen zufließenden Gewinnen.

Eine leicht abweichende Transaktion (jedoch mit dem gleichen Effekt) findet sich im Bericht des *American Founders Trust* von 1927. Im November 1927 bot *American Founders* seinen Aktionären das Privileg an, 88.400 Klasse-B-Stammaktien der *International Securities Corporation of America* zu 16 Dollar je Aktie zu erwerben. Die *International Securities Corporation* war eine Tochtergesellschaft von *American Founders*, welche die B-Klasse-Aktien 1926 von ihrer Muttergesellschaft für 3,70 Dollar in bar übernommen hatte. Der Gewinn der Stammaktien von *American Founders* im Jahr 1927 betrug insgesamt 1.316.488 Dollar, wovon der größte Teil von den eigenen Aktionären durch den Kauf der Aktien von der Tochtergesellschaft geschaffen wurde.³⁹¹

DIE VERZERRUNG VON DIVIDENDENRENDITEN – So wie der Gewinn einer Holdinggesellschaft mit erhaltenen Aktiendividenden übertrieben werden kann, kann auch die Dividendenrendite eigener Aktien in der öffentlichen Wahrnehmung verzerrt werden, zum Beispiel durch die Zahlung von regelmäßigen Aktiendividenden, deren Marktwert höher ist als die laufenden Gewinne. Ebenso können Menschen leicht davon überzeugt werden, einen dauernden Erhalt

von Bezugsrechten als Rendite auf ihre Stammaktien zu bewerten. Da Bezugsrechte gewöhnlich durch die Aufeinanderfolge von neuen Akquisitionen und Finanzmitteln entstehen, gehen verschachtelte Unternehmen freigebig damit um. Dadurch werden sowohl die Absichten der Unternehmensführung unterstützt als auch das spekulative Interesse bei Fiebertemperatur gehalten – bis zum unausweichlichen Zusammenbruch.

Durch die Ausgabe von Bezugsrechten wird der Aktienmarkt manchmal in die Stimmung versetzt, eine eigenartige und zyklische Denkweise an den Tag zu legen, die dem Manipulator zur Freude gereicht und den Analysten zur Verzweiflung treibt. Die Aktien des Unternehmens A haben offensichtlich einen Wert von 25 Dollar. Spekulationen oder Fondskäufe haben sie auf 75 Dollar steigen lassen. Es werden Bezugsrechte, zusätzliche Aktien zu je 25 Dollar zu kaufen, mit einem Marktwert von jeweils 10 Dollar angeboten. Die Spekulantengemeinde setzt diese Rechte mit einer außerordentlichen Dividende von 10 Dollar gleich. Dieser Bonus rechtfertigt nicht nur den Anstieg der Aktie auf 75 Dollar, sondern entfacht weiteren Optimismus zu einem noch höheren Kurs hin. Für den Analysten stellt die gesamte Prozedur eine Illusion und eine Falle dar. Welchen Wert die Bezugsrechte schaffen, wird allein durch den irregeleiteten Enthusiasmus der Spekulanten bestimmt. Dennoch wird der fiktive Wert als konkretes Einkommen und als Rechtfertigung des dadurch entstandenen Enthusiasmus angenommen. Somit zieht sich das spekulative Publikum – mit Unterstützung des Manipulators – an seinen Stiefelschlaufen zu schwindelerregenden Höhen der Irrationalität hoch.

Beispiel: Zwischen August 1928 und Februar 1929 kletterten die Stammaktien der *American and Foreign Power Company* von 33 Dollar auf 138,875 Dollar, obwohl keine Dividende gezahlt wurde. Den Stammaktionären (und anderen Wertpapierinhabern) wurden Bezugsrechte angeboten, nachrangige Vorzugsaktien mit separaten Aktienoptionen zu erwerben. Diese Rechte mit einem Anfangswert von je 3 Dollar wurden von vielen als Dividende der Stammaktien ausgelegt.

ÜBERTREIBUNG DES BUCHWERTES – Eine Übertreibung des Buchwertes kann mithilfe einer Konstellation erfolgen, bei der eine Holdinggesellschaft die Aktienmehrheit an einer Tochtergesellschaft besitzt. Durch Manipulation der wenigen noch am Markt verbleibenden Aktien kann ein hoher Kurs erreicht werden, der für die Feststellung des Buchwertes (oder »Liquidationswertes«) der Aktien der Holdinggesellschaft verwendet wird. Als Beispiel einer frühen Anwendung solcher Praktiken eignet sich die *Tobacco Products Corporation (Va.)*, die etwa 80 Prozent der Stammaktien der *United Cigar Stores Company of America* besaß. Im Jahr 1927 hatte sich für die wenigen noch am Markt gehandelten Aktien von *Cigar Stores* ein offensichtlich übermäßig hoher Kurs gebildet, der genutzt wurde, um unvorsichtigen Anlegern die Aktien von *Tobacco Products* attraktiv erscheinen zu lassen.

Zusätzlich zu diesen manipulativen Maßnahmen verwendete *United Cigar Stores* weitgehend unzulässige Bilanzierungs- und Dividendenpraktiken (siehe oben).

Das vielleicht außergewöhnlichste Beispiel hierzu findet sich bei der *Electric Bond and Share Company*, die einen Großteil der Optionen von *American and Foreign Power* besaß. Anscheinend wurde die ganze Konstellation arrangiert, um dem Börsenpublikum Fantasiepreise abzuverlangen, ohne deren Widersinnigkeit offensichtlich zu machen. Eine Übersicht über die verschiedenen Abläufe bei diesem Blendwerk an Wertübertreibungen sollte für den Studenten der Wertpapieranalyse aufschlussreich sein.

Zunächst emittierte die *American and Foreign Power Company* für alle 1.600.000 Stammaktien und Optionen zusätzliche 7.100.000 Aktien zum Preis von je 25 Dollar.

Dadurch bildete sich ein Kurs für die Stammaktien, der großzügig deren Gewinne und Aussichten widerspiegelte, jedoch nicht die Optionen berücksichtigte.

Der Kurs der Stammaktien wurde durch die Ausgabe von Bezugsrechten unterstützt (siehe oben).

Anschließend bildete sich durch den hohen Kurs der relativ kleinen Emission von Stammaktien automatisch ein entsprechend hoher Wert für die unzähligen Optionen.

Diese Werte verwendete *Electric Bond and Share* zur Bewertung ihrer großen Bestände an Stammaktien und Optionen von *American and Foreign Power*, wodurch der Kurs ihrer eigenen Stammaktien sich dementsprechend aufblähte.

DIE INSTRUMENTELLE AUSNUTZUNG VON AKTIENOPTIONEN – Das Ergebnis dieses Prozesses auf seinem Höhepunkt im Jahr 1929 war nahezu unglaublich. Die auf die Stammaktien von *American Foreign and Power* anfallenden Gewinne zeigten folgenden Aufwärtstrend (zu einem guten Teil aufgrund kontinuierlicher Neuakquisitionen):

Jahr	Gewinne der Stammaktien	Anzahl der Aktien	Gewinn je Aktie
1926	216.000 \$	1.243.988	0,17 \$
1927	856.000 \$	1.244.388	0,69 \$
1928	1.528.000 \$	1.248.930	1,22 \$
1929	6.510.000 \$	1.624.357	4,01 \$

Gemäß der Theorie, dass der Aktienwert eines »soliden öffentlichen Versorgungsunternehmens bis auf das 50-Fache seiner laufenden Gewinne ansteigen kann«, wurde für die Stammaktie von *American and Foreign Power* ein Kurs von 199,25 verzeichnet. Dies führte im Gegenzug zu einem Kurs von 174 Dollar für die Optionen. Somit

verwandelte die Wall Street durch ihre irrsinnige Zauberei Gewinne von 6.500.000 Dollar in einen Marktwert von 320.000.000 Dollar für die Stammaktien und von 1.240.000.000 Dollar für die Optionen, insgesamt atemberaubende 1.560.000.000 Dollar.

Da über 80 Prozent der Optionen im Besitz der *Electric Bond and Share Company* waren, resultierte aus diesen absurden Kursen der nachrangigen Wertpapiere von *American and Foreign Power* ein dementsprechend abwegiger (hoher) Liquidationswert für die Stammaktien von *Electric Share and Bond*. Dieser Wert wurde aktiv dazu ausgenutzt, die weiter steigenden Kurse der Stammaktien zu rechtfertigen. Im März 1929 wurde auf die Tatsache aufmerksam gemacht, dass der Marktwert des Bestands an Wertpapieren dieses Unternehmens 108 Dollar je Aktie (neuer Aktien) betrug, gegenüber einer Bandbreite von 91 Dollar bis 97 Dollar für seine eigene Kursnotierung. Daraus folgte der Schluss, dass die Aktie von *Electric Bond and Share* »unterbewertet« war. Im September 1929 war der Kurs auf 184,5 Dollar gestiegen. Der daraus berechnete Liquidationswert betrug etwa 150 Dollar, das heißt, »der Unternehmensbereich Aufsicht und Bau besaß keinen Wert«. Der Öffentlichkeit entging nicht, dass ein erheblicher Teil dieses »Buchwertes« auf einem größtenteils fiktiven Kurs eines Vermögenswertes basierte, den das Unternehmen einige Jahre früher *kostenlos* erhalten hatte (als Bonus zusammen mit den nachrangigen Vorzugsaktien von *American and Foreign Power*).

Die Ausbeutung dieser Optionen hatte eine besondere Dynamik, die sich selbst in der Tiefphase der Depression der Jahre 1932 bis 1933 bemerkbar machte. Nach einiger Zeit rächte sich dieses Verhalten und die einst schillernde *American and Foreign Power Company* stand am Rande der Insolvenz, wie der niedrige Kurs von 15,25 Dollar für ihre 5-Prozent-Anleihe zeigte. Trotzdem erreichten die absolut inhaltslosen Optionen im November 1933 noch eine Gesamtnotierung von 50.000.000 Dollar, eine Zahl, die zu den äußerst niedrigen Werten der vorrangigen Wertpapiere in einem lächerlichen Verhältnis stand. Die folgende Tabelle zeigt die – umso größere – Abwegigkeit dieser Situation, da sie zu einer Zeit sinkender Aktienkurse auftrat, in der entsprechende Werte eher kritisch beurteilt wurden.

Wertpapier	Ausstehender Betrag	Kurs November 1933	Gesamtmarktwert 1933	Kurs 31. Dezember 1938	Gesamtmarktwert 1938
5 %-Anleihen	50.000	40	20.000	53	26.500
7 \$ vorrangige Vorzugsaktien	480	21	10.100	19,875	9.300
6 \$ Vorzugsaktien	387	15	5.800	15	5.800
7 \$ nachrangige Vorzugsaktien	2.655	12	31.900	9,25	24.900
Stammaktien	1.850	10	18.500	3,5	6.500
Optionen	6.874	7	48.100	1	6.900

(in 1000 \$)

Zum Ende des Jahres 1938 hatte, wie die Tabelle zeigt, die Absurdität eine weitgehende Korrektur erfahren.

EINIGE HOLDINGGESELLSCHAFTEN TRIFFT KEINE SCHULD AN EXZESSIVER VERSCHACHTELUNG – Um keinen falschen Eindruck zu erwecken, müssen wir Folgendes deutlich machen: Obwohl Verschachtelungen normalerweise mithilfe von Holdinggesellschaften errichtet werden, folgt daraus nicht, dass alle Holdinggesellschaften für diesen Zweck geschaffen werden und daher verwerflich sind. Eine Holding wird oft für vollständig legitime Zwecke genutzt, zum Beispiel für den einheitlichen und wirtschaftlichen Betrieb von separaten Geschäftseinheiten, zur Diversifizierung von Investitionen und Risiken und zur Erreichung gewisser technischer Vorteile von Flexibilität und Zweckmäßigkeit. Zahlreiche seriöse und bedeutende Unternehmen sind in Form einer Holdinggesellschaft organisiert.

Beispiele: Die *United States Steel Corporation* ist komplett eine Holdinggesellschaft. Obwohl es anfänglich einige Verschachtelungselemente in ihrer Kapitalstruktur gab, verschwanden diese Mängel später. Die *American Telephone and Telegraph Company* ist überwiegend eine Holdinggesellschaft und ihre finanzielle Struktur war niemals ernsthafter Kritik ausgesetzt. Ebenso ist die *General Motors Corporation* größtenteils eine Holding.

Das Konstrukt einer Holding muss daher nach seinen Vorzügen untersucht werden. Ein typisches Beispiel einer vollkommen für legitime Zwecke gebildeten Holding ist die *American Light and Traction Company*. Dagegen stellt die Übernahme der Mehrheit dieses Unternehmens durch die *United Light and Railways Company (Del.)* die Absicht einer Verschachtelung dar.

EINE SPEKULATIVE KAPITALSTRUKTUR KANN ANDERWEITIG GEBILDET WERDEN – Es sollte darauf hingewiesen werden, dass eine spekulative Kapitalstruktur ohne den Einsatz einer Holding erreicht werden kann.

Beispiele: Die Änderung der Kapitalstruktur der *Maytag Company* (siehe oben) erbrachte Ergebnisse, die normalerweise durch die Errichtung einer Holding und die Emission vorrangiger Wertpapiere erreicht werden. Im Fall der *Continental Baking Corporation* war die Bildung der Holding nicht wesentlicher Bestandteil der resultierenden Verschachtelung. Die spekulative Struktur entstand nur, weil die Muttergesellschaft eine große Anzahl Vorzugsaktien emittierte, und sie hätte auch dann bestanden, wenn *Continental Baking* ihre Vermögenswerte direkt – unter Ausschluss der Tochtergesellschaften – erworben hätte. (Im Jahr 1938 begann das Unternehmen, die Vermögenswerte seiner Haupttochtergesellschaften zu übernehmen, wodurch die Form der Holding größtenteils eliminiert, die spekulative Kapitalstruktur jedoch beibehalten wurde.)

GESETZLICHE BESCHRÄNKUNGEN VON VERSCHACHTELUNGEN – Die katastrophalen Auswirkungen der Verschachtelung von öffentlichen Versorgungsunternehmen in den 1920er-Jahren waren so eindrucksvoll, dass sich der Kongress zu drastischen Maßnahmen veranlasst sah. Der Public Utility Holding Company Act von 1935 war ein »Todesurteil« für viele Unternehmen, da sie ihre Kapitalstrukturen vereinfachen und Tochtergesellschaften abstoßen mussten, die in nicht benachbarten Gebieten agieren. Die SEC blockierte die Bildung neuer Verschachtelungen, indem sie Genehmigungen für Akquisitionen und neue Finanzierungen verlangte. Ähnliche Schritte sind in Planung, um die gegenwärtigen Eisenbahn-Holdinggesellschaften zu beaufsichtigen und neue zu verhindern.³⁹²

Wir können mit einiger Zuversicht sagen, dass das Schauspiel des *Van-Sweringen-Zusammenbruchs* nach dem Zusammenbruch der *Rock Island Company* sich in Zukunft wahrscheinlich nicht wiederholen wird. Der Industriebereich bot nie die fantastischen Spekulationschancen wie bei den Eisenbahngesellschaften und den Versorgungsbetrieben, doch es kann gut sein, dass Unternehmensgründer und Finanzmagier ihre erfinderischen Gaben künftig auch auf den Industriebereich ausrichten. Anleger sowie Analysten sollten gegenüber solch neuen Blendwerken wachsam sein.

KAPITEL 49

VERGLEICHENDE ANALYSE VON UNTERNEHMEN DERSELBEN BRANCHE

Statistische Vergleiche von Unternehmensgruppen in einer Branche sind mehr oder weniger die Routinearbeit des Analysten. Mithilfe solcher Auflistungen können die Zahlen eines Unternehmens mit allgemeinen Branchenwerten verglichen werden. Dadurch werden oft Unter- oder Überbewertungen aufgedeckt oder Entschlüsse gefasst, Wertpapiere eines Unternehmens mit denen eines anderen aus der gleichen Branche zu ersetzen.

In diesem Kapitel stellen wir Standardformulare für derartige Vergleichsuntersuchungen vor und erörtern die Bedeutung der hierin enthaltenen unterschiedlichen Posten. »Standard« bedeutet in dieser Hinsicht natürlich nur, dass die Formulare allgemein verwendet werden können; sie erheben keinen Anspruch auf Vollständigkeit und es steht dem Anwender frei, sämtliche Änderungen vorzunehmen, die seinem persönlichen Zweck entsprechen.

FORMULAR EINS: VERGLEICH VON EISENBAHNGESELLSCHAFTEN

A) Kapitalisierung:

1. Feste Belastungen*
2. Tatsächliche Verbindlichkeiten (Feste Belastungen* multipliziert mit 22)
3. Vorzugsaktien zum Marktwert (Anzahl der Aktien \times Kurs)
4. Stammaktien zum Marktwert (Anzahl der Aktien \times Kurs)
5. Gesamtkapital
6. Verhältnis von tatsächlichen Verbindlichkeiten zu Gesamtkapital
7. Verhältnis von Vorzugsaktien zu Gesamtkapital
8. Verhältnis von Stammaktien zu Gesamtkapital

B) Erfolgsrechnung:

9. Bruttoumsätze
10. Verhältnis von Instandhaltungen zu Bruttoumsätzen
11. Verhältnis von Gewinn (aus Eisenbahnbetrieb, netto nach Steuern) zu Bruttoumsätzen
12. Verhältnis von festen Belastungen* zu Bruttoumsätzen
13. Verhältnis von Vorzugsdividenden zu Bruttoumsätzen
14. Verhältnis von Saldo für Stammaktien zu Bruttoumsätzen

C) Berechnungen:

15. Deckungsrate der feststehenden Belastungen*
15. Bei Anlage-Vorzugsaktien: Deckungsrate der feststehenden Belastungen* + Vorzugsdividenden
16. Gewinn pro Stammaktie
17. Gewinn Stammaktien in % des Kurses
18. Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Gesamtmarktwert der Stammaktien (9/4)
16. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn pro Vorzugsaktie
17. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn Vorzugsaktien in % des Kurses
18. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Gesamtmarktwert der Vorzugsaktien (9/3)
19. Gewinnerhöhungen oder -belastungen für unausgeschüttete Gewinne oder Verluste von Tochtergesellschaften (falls bedeutsam)

D) Sieben-Jahres-Durchschnittswerte:

20. Gewinn pro Stammaktie
21. Gewinn Stammaktien in % des aktuellen Kurses
20. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn pro Vorzugsaktie
21. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn Vorzugsaktien in % des aktuellen Kurses
22. Deckungsrate der Nettoaufwendungen
23. Deckungsrate der feststehenden Belastungen
22. Bei Anlage-Vorzugsaktien: Deckungsrate der Nettoaufwendungen + Vorzugsdividenden
23. Bei Anlage-Vorzugsaktien: Deckungsrate der feststehenden Belastungen + Vorzugsdividenden

E) Trendwerte:

24. Jährlicher Gewinn pro Stammaktie der letzten sieben Jahre (Gewinne sollten – wo notwendig – an die aktuelle Kapitalstruktur angepasst werden)
24. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gleiche Werte für spekulative Vorzugsaktien, falls benötigt

F) Dividenden:

31. Dividendensatz Stammaktien
32. Dividendenrendite Stammaktien
31. Dividendensatz Vorzugsaktien
32. Dividendenrendite Vorzugsaktien

* Oder Nettoaufwendungen, falls höher.

BOBACHTUNGEN BEIM VERGLEICH VON EISENBAHNGESELLSCHAFTEN³⁹³ – Früher war es üblich, bei Gewinnanalysen die Vorjahreszahlen als Basis zu verwenden (unter Verweis auf später veröffentlichte Zwischenergebnisse). Doch seit nun vollständige monatliche Zahlen zur Verfügung stehen, ist es einfacher und sinnvoller, nur die Ergebnisse der zwölf Monate bis zum letzten verfügbaren Datum zu verwenden. Die einfachste Methode, zu einer solchen Zwölf-Monats-Zahl zu gelangen, besteht darin, die *Veränderung* des laufenden Jahres bis zum aktuellen Datum für die Ergebnisse des vorherigen Kalenderjahrs zu verwenden.

Beispiel:

Bruttogewinne von <i>Pennsylvania Railroad System</i> für zwölf Monate bis Juni 1939 (in \$)	
sechs Monate bis Juni 1939 (berichtet)	189.623.000
sechs Monate bis Juni 1938 (berichtet)	167.524.000
Veränderung	+22.099.000
Kalenderjahr 1938	360.384.000
zwölf Monate bis Juni 1939 (4 + 3)	382.483.000

Unsere Aufstellung enthält einige wichtige Berechnungen, die auf dem Sieben-Jahres-Durchschnitt basieren. Bei einer gründlichen Betrachtung sollten Durchschnittsergebnisse genauer geprüft werden. Um Zeit zu sparen, sollten zusätzliche Durchschnittswerte nur für solche Strecken berechnet werden, die der Analyst für eine weitere Untersuchung ausgewählt hat, nachdem er die Aufstellungen des »Standardformulars« untersucht hat.

Ob zur Durchschnittsbildung ein Zeitraum von sieben Jahren beziehungsweise ein

kürzerer oder längerer Zeitraum verwendet werden sollte, unterliegt weitgehend persönlicher Beurteilung. Theoretisch sollte er ausreichen, um einen vollständigen Zyklus abzudecken, ohne jedoch veraltete Faktoren oder Ergebnisse einzuschließen. Die sechs Jahre von 1934 bis 1939 eignen sich als Anhaltspunkt besser als der Zeitraum 1933 bis 1939.

Zahlen für Vorzugsaktien fallen in die beiden unterschiedlichen Kategorien konservative und spekulative Engagements. (Gewöhnlich zeigt sich am Kurs, in welche Kategorie eine bestimmte Aktie gehört.) Die mit »Bei Anlage-Vorzugsaktien« gekennzeichneten Posten eignen sich für die Analyse von konservativen Vorzugsaktien, die mit »Bei spekulativen Vorzugsaktien« gekennzeichneten Posten für die Analyse von spekulativen. Falls nachrangige Anleihen vorhanden sind, ist es am einfachsten, sie als Vorzugsaktien zu behandeln und einen Hinweis auf ihre tatsächliche Bezeichnung vorzunehmen. Solche anfallenden Anleihezinss werden daher von den Nettoaufwendungen oder den festen Belastungen ausgenommen.

In der Vergleichstabelle folgen wir dem vorhergehenden Hinweis, dass die tatsächlichen Verbindlichkeiten berechnet werden, indem der jeweils größere Wert der Nettoaufwendungen oder festen Belastungen als Umrechnungsfaktor verwendet wird. Bei Verwendung der Tabelle als Hilfe zur Auswahl von vorrangigen konservativen Wertpapieren liegt das Hauptaugenmerk auf den Posten 22 und 23 (oder 30 »Bei Anlage-Vorzugsaktien« und 31 »Bei Anlage-Vorzugsaktien«), welche die durchschnittliche Marge nach Zins- und (Vorzugs-)Dividendenansprüchen zeigen. Ebenso sollten die Posten 6, 7 und 8 berücksichtigt werden, welche die Aufteilung des Gesamtkapitals in vorrangige Wertpapiere und nachrangiges Kapital zeigen. (Beim Umgang mit Anleihen sind die Vorzugsaktien Teil des nachrangigen Kapitals; bei einer konservativen Vorzugsaktie muss diese in den tatsächlichen Verbindlichkeiten berücksichtigt werden.) Die Posten 10 und 19 sollten ebenfalls untersucht werden, um zu sehen, ob die Gewinne aufgrund von unzureichenden Instandhaltungen oder aufgrund der Einbeziehung von Dividendeneinkommen von Tochtergesellschaften übertrieben sind.

Spekulative Vorzugsaktien werden gewöhnlich auf die gleiche Art wie Stammaktien analysiert und die Ähnlichkeit wird größer, wenn der Kurs der Vorzugsaktie niedriger ist. Es sollte jedoch bedacht werden, dass eine Vorzugsaktie immer unattraktiver ist als eine Stammaktie mit der gleichen Performance. So ist zum Beispiel eine Vorzugsaktie zu 6 Dollar mit einem Gewinn von 5 Dollar je Aktie weniger attraktiv als eine Stammaktie mit einem Gewinn von 5 Dollar je Aktie (und mit gleichen Vorbelastungen), da Letztere einen Anspruch auf das gegenwärtige und zukünftige Eigenkapital darstellt, die Vorzugsaktie dagegen in ihrem Anspruch begrenzt ist.

Beim Vergleich der Stammaktien von Eisenbahngesellschaften (und ähnlichen Vorzugsaktien) ist die Kursrendite der Ausgangspunkt. Dafür eignen sich die Posten 10 und 19. Die Posten 12 und 18 zeigen, ob das Unternehmen eine vergleichsweise spekulative oder

konservative Kapitalstruktur hat. Erstere weist ein hohes Verhältnis von Nettoaufwendungen zu Bruttoumsätzen und (gewöhnlich) ein niedriges Verhältnis von Kurs (Stammaktien) zu Bruttoumsätzen auf. Für eine konservative Kapitalstruktur trifft das Gegenteil zu.

EINSCHRÄNKUNGEN BEIM VERGLEICH VON UNTERNEHMEN MIT SPEKULATIVER UND KONSERVATIVER KAPITALSTRUKTUR IN DERSELBEN BRANCHE – Der Analyst muss bei Schlussfolgerungen hinsichtlich der relativen Attraktivität zweier Stammaktien von Eisenbahngesellschaften vorsichtig sein, falls die Kapitalstrukturen jeweils spekulativ und konservativ sind. Beide Aktien werden sehr unterschiedlich auf positive oder negative Veränderungen reagieren und ein bestehender Vorteil einer Gesellschaft kann bei Veränderungen leicht verloren gehen.

Beispiel: Die nächste Tabelle zeigt in zweifacher Weise den Trugschluss des Vergleichs einer spekulativen mit einer konservativen Stammaktie. 1922 betrugen die Gewinne der Stammaktien im Verhältnis zum Börsenkurs bei *Union Pacific* nahezu das Vierfache von denen bei *Rock Island*. Die Schlussfolgerung, dass *Union Pacific* – auf diesen Werten basierend – »günstiger« sei, ist irreführend, da beide Unternehmen aufgrund ihrer äußerst unterschiedlichen Kapitalstrukturen nicht vergleichbar sind. Offensichtlich wird dieser Umstand durch die deutliche Ausweitung der Gewinne und den Kursanstieg der Stammaktien von *Rock Island*, welche die moderaten Auftragserhöhungen während der darauffolgenden fünf Jahre begleiteten.

Im Jahr 1927 war die Lage deutlich umgekehrt. Zu dieser Zeit waren die Gewinne der Stammaktien von *Rock Island* verhältnismäßig höher als bei *Union Pacific*. Es wäre jedoch genauso irrsinnig gewesen, daraus zu schließen, dass die Stammaktie von *Rock Island* »intrinsisch günstiger« sei. Aufgrund ihrer spekulativen Kapitalstruktur war sie höchst anfällig gegenüber ungünstigen Entwicklungen, sodass sie der Depression nach 1929 nicht standhalten konnte.

Position	<i>Union Pacific R.R.</i>	<i>Chicago Rock Island, & Pacific Ry.</i>
A. Auswirkungen allgemeiner Verbesserung:		
Durchschnittlicher Kurs der Stammaktie, 1922	140	40
Gewinn je Aktie, 1922	12,76 \$	0,96 \$
Kursrendite, 1922	9,1 %	2,4 %
Feste Belastungen und erhaltene Vorzugsdividenden, 1922	2,39 Mal	1,05 Mal
Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Marktwert der Stammaktien, 1922	62 %	419 %
Erhöhung der Bruttoumsätze (1927 > 1922)	5,7 %	12,9 %
Gewinn je Stammaktie, 1927	16,05 \$	12,08 \$
Gewinnerhöhung Stammaktien, 1927 > 1922	26 %	1.158 %
Durchschnittlicher Kurs der Stammaktie, 1927	179	92
Erhöhung des Durchschnittskurses, 1927 > 1922	28 %	130 %
B. Auswirkungen einer allgemeinen Verschlechterung der Branche:		
Rendite auf Durchschnittskurs, 1927	9 %	13,1 %
Feste Belastungen und erhaltene Vorzugsdividenden, 1927	2,64 Mal	1,58 Mal
Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Marktwert der Stammaktien, 1927	51 %	204 %
Verminderung der Bruttoumsätze, 1933 < 1927	46 %	54 %
Gewinn je Stammaktie, 1933	7,88 \$	-20,40 \$
Gewinnminderung Stammaktien, 1933 < 1927	51 %	269 %
Durchschnittskurs der Stammaktie, 1933	97	6
Verminderung des Durchschnittskurses, 1933 < 1927	46 %	93 %

ANMERKUNG: Im Juni 1933 wurden für *Rock Island* Konkursverwalter bestellt.

Vergleich *Union Pacific* und *Rock Island*

WEITERE DARSTELLUNGEN IM ANHANG – Der geeignete Ansatz einer vergleichenden Analyse der Aktien (und Anleihen) von Eisenbahngesellschaften kann am besten durch die

Heranziehung einiger derartiger Vergleiche verdeutlicht werden, die von einem der Autoren vor einigen Jahren durchgeführt wurden und als Bestandteil einer Dienstleistung für die Kunden eines Unternehmens der New York Stock Exchange veröffentlicht wurden. Sie befinden sich im Anhang in Anmerkung 66. Die Vergleiche wurden zwischen Unternehmen mit nahezu ähnlicher Kapitalstruktur durchgeführt, mit Ausnahme von *Atchison* und *New York Central*. Hierbei wurde besonders auf die höhere Sensitivität von *New York Central* bei positiven und negativen Veränderungen Bezug genommen.

FORMULAR ZWEI: VERGLEICH ÖFFENTLICHER VERSORGUNGSUNTERNEHMEN

Das Formular für den Vergleich öffentlicher Versorgungsunternehmen ist praktisch das gleiche wie für Eisenbahngesellschaften. Die einzigen Änderungen sind: Feste Belastungen (wie in Zeile 1 und anderen Stellen) sollten die Vorzugsdividenden von Tochtergesellschaften beinhalten. Zeile 2 sollte »Langfristige Verbindlichkeiten und Vorzugsaktien von Tochtergesellschaften« heißen, die aus der Bilanz entnommen werden sollten. Die Posten 30 und 31 »Bei Anlage-Vorzugsaktien« (Nettoaufwendungen) werden nicht benötigt. Der Posten 10 verändert sich zu »Verhältnis von Abschreibungen zu Bruttoumsätzen«. Um das »Verhältnis von Instandhaltungen zu Bruttoumsätzen« aufzuzeigen, kann ein weiterer Posten 10M eingefügt werden (für Unternehmen, die diese Kennzahl veröffentlichen).

Unsere Beobachtungen hinsichtlich der Verwendung des Vergleichs von Eisenbahngesellschaften finden auch auf Versorgungsunternehmen Anwendung. Veränderungen der Abschreibungsraten sind genauso bedeutsam wie Veränderungen der Instandhaltungsraten von Eisenbahnlinien. Bei Auftreten einer großen Differenz sollte es nicht als selbstverständlich hingenommen werden, dass eine Anlage zu konservativ und die andere nicht konservativ genug ist; ein solches Ergebnis wirft *Vermutungen* auf, die so gründlich wie möglich untersucht werden sollten. Bei Vorliegen von statistischen Anhaltspunkten, dass eine Versorgeraktie attraktiver als eine andere ist, sollte nicht vorzeitig gehandelt werden, bevor nicht (neben weiteren qualitativen Punkten) einige Untersuchungen bezüglich der Situation und der jeweiligen Aussichten bei positiven und negativen Veränderungen vorgenommen wurden. Angesichts der Erfahrung seit 1933 sollte auch Gefahren durch kommunalen und bundesweiten Wettbewerb Aufmerksamkeit gewidmet werden.

FORMULAR DREI: VERGLEICH VON UNTERNEHMEN

DERSELBEN BRANCHE

Da sich dieses Formular in zahlreichen Punkten von den beiden vorhergehenden unterscheidet, wird es hier vollständig abgebildet:

A) Kapitalisierung:

1. Anleihen zum Nennwert
2. Vorzugsaktien zum Marktwert ($\text{Anzahl der Aktien} \times \text{Kurs}$)
3. Stammaktien zum Marktwert ($\text{Anzahl der Aktien} \times \text{Kurs}$)
4. Gesamtkapital
5. Verhältnis von Anleihen zu Gesamtkapital
6. Verhältnis von Gesamtmarktwert der Vorzugsaktien zu Gesamtkapital
7. Verhältnis von Gesamtmarktwert der Stammaktien zu Gesamtkapital

B) Erfolgsrechnung (aktuellstes Jahr):

8. Bruttoumsätze
9. Abschreibungen
10. Nettoüberschuss für Zinsen für Anleihen
11. Zinsen für Anleihen
12. Vorzugsdividenden
13. Saldo für Stammaktien
14. Gewinnmarge (Verhältnis von 10 zu 8)
15. Gesamtkapitalrendite (Verhältnis von 10 zu 4)

C) Berechnungen:

16. Zinsdeckungsrate
16. Bei Anlage-Vorzugsaktien: $\text{Deckungsrate Zinsen} + \text{Vorzugsdividenden}$
17. Gewinn pro Stammaktie
18. Gewinn Stammaktien in % des Kurses
17. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn pro Vorzugsaktie
18. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Gewinn Vorzugsaktien in % des Kurses
19. Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Gesamtmarktwert der Stammaktien
19. Bei spekulativen Vorzugsaktien: Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Gesamtmarktwert der Vorzugsaktien

D) Sieben-Jahres-Durchschnittswerte:

- 20. Zinsdeckungsrate
- 21. Gewinn pro Stammaktie
- 22. Gewinn Stammaktien in % des aktuellen Kurses (20 bei Anlage-Vorzugsaktien, 21 bei spekulativen Vorzugsaktien und 22 bei spekulativen Vorzugsaktien – gleiche Berechnung für Vorzugsaktien, falls benötigt)

E) Trendwerte:

- 23. Jährlicher Gewinn pro Stammaktie der letzten sieben Jahre (Anpassungen der Anzahl ausstehender Aktien, falls benötigt)
- 23. Bei spekulativen Vorzugsaktien: gleiche Werte für spekulative Vorzugsaktien, falls benötigt

F) Dividenden:

- 24. Dividendensatz Stammaktien
- 25. Dividendenrendite Stammaktien
- 24. Dividendensatz Vorzugsaktien
- 25. Dividendenrendite Vorzugsaktien

G) Bilanz:

- 26. Barmittel
- 27. Forderungen (abzgl. Rückstellungen)
- 28. Lagerbestände (abzgl. angemessener Rückstellungen)
- 29. Gesamtumlaufvermögen
- 30. Gesamte kurzfristige Verbindlichkeiten
- 30. Fällige Verbindlichkeiten (inkl. »Bankdarlehen« und »fällige Rechnungen«)
- 31. Nettoumlaufvermögen
- 32. Verhältnis von Umlaufvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten
- 33. Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsätzen
- 34. Verhältnis von Forderungen zu Umsätzen
- 35. Materielles Vermögen (netto) zu Gesamtkapital
- 36. Barvermögenswert je Stammaktie (abzgl. aller vorrangigen Verpflichtungen)
- 37. Nettoumlaufvermögenswert je Stammaktie (abzgl. aller vorrangigen Verpflichtungen)
- 38. Wert der materiellen Vermögenswerte (netto) je Stammaktie (abzgl. aller vorrangigen

Verpflichtungen)

36. (Bei spekulativen Vorzugsaktien, 37 bei spekulativen Vorzugsaktien, 38 bei spekulativen Vorzugsaktien – gleiche Werte für spekulative Vorzugsaktien, falls benötigt)

H) Ergänzende Daten (sofern verfügbar):

1. Physischer Output:

Anzahl der Einheiten; Zugänge je Einheit; Kosten je Einheit; Gewinn je Einheit; Gesamtkapital je Einheit; Stammaktienbewertung je Einheit

2. Sonstige: zum Beispiel:

Anzahl der Filialen; Verkäufe je Filiale; Gewinn je Filiale; Erzvorräte; Lebensdauer der Mine (oder Durchschnitt) bei aktueller Produktionsrate

BEOBACHTUNGEN BEIM BRANCHENVERGLEICH – Bezüglich der Verwendung dieses Formulars sind einige Anmerkungen hilfreich. Der Gewinn muss um sämtliche bekannten Verzerrungen oder nicht berücksichtigten Faktoren korrigiert werden, einschließlich Berichtigungen für nicht ausgeschüttete Gewinne oder Verluste von Tochtergesellschaften. Falls das Ergebnis irreführend erscheint und nicht angemessen korrigiert werden kann, sollte es nicht als Vergleichsgrundlage verwendet werden. (Schlussfolgerungen aus nicht verlässlichen Daten sind an sich unzuverlässig.) Auch sollten die Abschreibungswerte keinen exakten Vergleichen unterzogen werden, da sie nur zur Aufdeckung großer und offensichtlicher Unterschiede der verwendeten Abschreibungssätze dienen. Die Berechnung der Zinsdeckung von Anleihen unterliegt den in Kapitel 17 erörterten Voraussetzungen, unter Berücksichtigung von Unternehmen, die nennenswerte Mietverpflichtungen äquivalent zu Zinsaufwendungen haben.

Während der Anteil des Gewinns am Kurs der Stammaktien (Posten 18) in allen Vergleichen eine wichtige Kennzahl darstellt, sollte dem Posten 15 (Gesamtkapitalrendite) die gleiche Aufmerksamkeit gewidmet werden. Diese Kennzahlen geben – zusammen mit den Posten 7 und 19 (Verhältnis von Gesamtmarktwert der Stammaktien zu Umsatz und Kapital) – die Bedeutung von konservativen oder spekulativen Kapitalstrukturen der verglichenen Unternehmen an. (Die Theorie zur Kapitalstruktur wurde in Kapitel 40 betrachtet.)

Die Tatsache, dass das Gewinnverhältnis der Stammaktien (Posten 18) höher als der Branchendurchschnitt ist, bietet keine verlässliche praktische Vorgehensweise, sofern nicht auch die Gesamtkapitalrendite (Posten 15) höher ist. Falls darüber hinaus das Unternehmen mit den kleineren Gewinnen einen weitaus höheren Umsatz je Stammaktie (Posten 19) aufweist, kann es im Fall einer allgemeinen Verbesserung der Wirtschaft bessere spekulative Chancen besitzen.

Die Berechnungen aus der Bilanz haben keine vorrangige Bedeutung, sofern sie keine deutlichen finanziellen Schwächen oder einen erheblichen Überschuss des Umlaufvermögenswertes gegenüber dem Kurs zeigen. Die Priorisierung von laufenden Ergebnissen, dem Sieben-Jahres-Durchschnitt und den Trendwerten unterliegt vollständig der Beurteilung des Analysten. Selbstverständlich wird er mehr von einer Schlussfolgerung überzeugt sein, wenn sie durch jede einzelne der Kennzahlen bestätigt wird.

BEISPIELE ZUR VERWENDUNG DER STANDARDFORMULARE – Die Verwendung des Standardformulars, um Schlussfolgerungen aus den Vergleichszahlen zu ziehen, soll durch ein Beispiel verdeutlicht werden. Eine im Juli 1938 durchgeführte Untersuchung der gelisteten Stahlunternehmen zeigte, dass die Zahlen von *Continental Steel* über dem Durchschnitt lagen, wohingegen *Granite City Steel* eine wesentlich geringere Ertragskraft hatte. Beide Unternehmen waren in den etwa gleichen Sparten der Stahlindustrie tätig, hatten eine ähnliche Größe und der Kurs ihrer Stammaktie war identisch. In der Tabelle auf Seite 714 finden sich Vergleichskennzahlen für beide Unternehmen, wobei einige für diese Analyse nicht relevante Posten aus dem Standardformular weggelassen wurden.

ANMERKUNGEN ZUM VERGLEICH – Die Verwendung von Fünf-Jahres-Durchschnittswerten für jeden Posten, neben den Werten der letzten zwölf Monate, wird hier vorgeschlagen, da aufgrund der ungewöhnlichen Marktbedingungen des Jahres 1938 nicht zu empfehlen war, eine zu starke Gewichtung auf die Ergebnisse dieser Periode zu legen. Das Geschäftsjahr von *Granite City* fällt mit dem Kalenderjahr zusammen, wohingegen das Geschäftsjahr von *Continental* im Zeitraum 1934 bis 1938 sowohl am 30. Juni als auch am 31. Dezember endet. Durch die Verfügbarkeit von quartalsweisen oder halbjährlichen Zahlen kann der Analyst jedoch leicht unterjährig einen Durchschnitt ermitteln und auf Jahreswerte hochrechnen.

Nach Analyse der Zahlen ist *Granite Steel* nur in einem einzigen Punkt überlegen – im Hinblick auf die geringere Anzahl an vorrangigen Wertpapieren. Doch stellt dies nicht notwendigerweise einen Vorteil dar, da die Aktien von *Continental* durch die relativ geringe Anzahl empfindlicher gegenüber günstigen, aber auch ungünstigen Entwicklungen werden. Die Aufstellung für das zum 30. Juni endende Jahr und der Fünf-Jahres-Durchschnitt zeigen eine statistische Überlegenheit von *Continental* für jeden der folgenden Punkte:

- Gewinn-Kurs-Verhältnis der Stammaktien
- Gesamtkapitalrendite
- Verhältnis von Bruttoumsätzen zu Marktwert der Stammaktien
- Gewinnmarge
- Abschreibungen im Verhältnis zu Fabrikanlagen

- Nettoumlaufvermögen
- Materielle Vermögenswerte
- Dividendenrendite – Gewinnrend

Bei einem Vergleich der Zahlen vor 1934 hatte *Granite City* in den Depressionsjahren Mitte 1930 bis Mitte 1933 einen Marktvorteil. In diesem Zeitraum erwirtschaftete und zahlte das Unternehmen Dividenden, während *Continental Steel* moderate Verluste berichtete. Sonderbar ist, dass die Zahlen in der aktuelleren Rezession genau umgekehrt sind. Während *Continental Steel* sich gut entwickelte, lieferte *Granite Steel* schlechte Ergebnisse. Offensichtlich verdienen die Ergebnisse des Zeitraums 1937 bis 1938 mehr Aufmerksamkeit als die früheren. Ein sorgfältiger Analyst würde jedoch versuchen, so viel wie möglich über die wesentlichen Hintergründe der Veränderung der relativen Entwicklung beider Unternehmen herauszufinden.

DIE ANALYSE QUALITATIVER FAKTOREN IST EBENSO ERFORDERLICH – Unsere letzte Beobachtung führt zu der eher allgemeinen Bemerkung, dass durch derartige Vergleichszahlen gezogene Schlussfolgerungen nicht ohne eine sorgfältige Betrachtung qualitativer Faktoren akzeptiert werden sollten. Wenn eine Aktie im Verhältnis zu einer anderen der gleichen Sparte zu niedrig notiert, kann es berechtigte Gründe für diese Abweichung geben, die nicht aus den Zahlen zu erkennen sind. Solche Gründe können in einem deutlich schwächeren Ausblick oder einem fragwürdigen Management liegen. Eine geringere Dividendenrendite der Stammaktie sollte gewöhnlich kein stark nachteiliges Kriterium sein, da die Dividende in der Regel innerhalb eines angemessenen Zeitraums an die Ertragskraft angepasst wird. Obwohl für einen gewissen Zeitraum manchmal eine übervorsichtige Dividendenpolitik verfolgt wird (siehe Kapitel 29), gibt es auch für solche Fälle eine klar definierte Tendenz, dass der Kurs früher oder später die Ertragskraft widerspiegelt.

Obwohl die jeweilige Beliebtheit und Handelsintensität nichts mit dem inneren Wert eines Wertpapiers zu tun haben, üben sie dennoch einen starken und oft dauerhaften Effekt auf den Kurs aus. Der Analyst muss diesen Faktoren deutliche Beachtung schenken, jedoch wäre er ein Narr, wenn er stets die aktiveren und beliebteren Aktien bevorzugen würde.

Posten	<i>Continental Steel</i>	<i>Granite City Steel</i>
Kurs der Stammaktie, Juli 1938	17	17
Anleihen zum Nennwert	1.202	1.618
Vorzugsaktien zum Marktwert	2.450	

Stammaktien zum Marktwert	3.410	6.494
Gesamtkapitalisierung	7.062	8.112
Verhältnis Stammaktien zu Gesamtkapitalisierung	48,3 %	80,0 %

	5-Jahres- Durchschnitt bis 30.06.1938	Jahresende 30.06.1938	5-Jahres- Durchschnitt bis 30.06.1938	Jahresende 30.06.1938
Bruttoumsätze	15.049	13.989	8.715	8.554
Abschreibungen	500	445	390	459
Nettoüberschuss für Zinsen für Anleihen	704	559	336	(287)
Zinsen für Anleihen	81	67	18 (gesch.)	54 (gesch.)
Vorzugsdividenden	179	171		
Gewinn Stammaktien	444	321	318	(341)
Gewinnmarge	4,7 %	4,0 %	3,9 %	n/a
Gesamtkapitalrendite	10 %	7,9 %	4,1 %	n/a
Zinsdeckungsrate	8,7	8,3	18,7	n/a
Gewinn pro Stammaktie	2,29	1,60	1,20	(0,89)
Gewinn-Kurs-Verhältnis Stammaktien	13,5 %	9,4 %	7,1 %	n/a
Verhältnis Bruttoumsätze zu Marktwert der Stammaktien	441,5 %	409,8 %	134,3 %	131,8 %
Trendwerte: Gewinn je Aktie p.a. zum Jahresende:				
30. Juni 1938	1,60		(0,89)	
30. Juni 1937	3,83		1,31	
30. Juni 1936	2,67		1,49	
30. Juni 1935	1,69		1,45	
30. Juni 1934	1,66		2,65	
Dividenden:				
Dividendenrate Stammaktien		1,0		keine
Dividendenrendite Stammaktien		5,9 %		

Finanzlage (Datum):		30.06.1938		31.12.1937
Gesamtumlaufvermögen		6.467		4.179
Summe kurzfristiger Verbindlichkeiten		1.198		1.164
Nettoumlaufvermögen		5.269		3.015
Materielle Vermögenswerte (netto) zu Gesamtkapital		13.498		13.556

Vergleich von *Continental Steel* und *Granite Steel* (in 1000 \$, je Aktie in \$)

Die Empfehlung, eine Aktie gegen eine andere zu ersetzen, scheint eine größere persönliche Verantwortung des Analysten zu beinhalten als die ursprüngliche Kaufauswahl einer Aktie. Konservative Wertpapierinhaber nehmen ungern Veränderungen in ihrem Portfolio vor und ärgern sich vor allem dann, wenn sich dieser Schritt aufgrund der anschließenden Marktbewegung als unklug herausstellt. Spekulanten dagegen beurteilen gewöhnlich jede Empfehlung durch Überprüfung der – normalerweise unmittelbar erfolgenden – Marktergebnisse. Diese menschlichen Einflussfaktoren vor Augen, sollte der Analyst es vermeiden, Spekulanten vorzuschlagen, ihre Aktien zu tauschen (außer durch eine ausdrückliche Erklärung des Ausschlusses jeder Verantwortung für nachfolgende Marktbewegungen). Zusätzlich sollte er zögern, konservativen Anlegern solche Empfehlungen zu unterbreiten, sofern die statistische Überlegenheit des vorgeschlagenen Papiers nicht überaus beeindruckend ist. Als Faustregel sollte hier gelten, dass der Anleger durch den Tausch mindestens 50 Prozent mehr für sein Geld erhält.

ABWEICHUNGEN IN DER HOMOGENITÄT BEEINFLUSSEN DIE ERGEBNISSE KOMPARATIVER ANALYSE – Die Abhängigkeit von Branchenvergleichen variiert mit dem Charakter der untersuchten Branche. Grundlegend stellt sich daher die Frage, ob zukünftige Entwicklungen alle Unternehmen einer Branche gleich- oder verschiedenartig beeinflussen. Bei gleichartiger Beeinflussung sollte der entsprechenden vergangenen Entwicklung erhebliche Gewichtung zukommen (wie in der statistischen Aufstellung gezeigt). Eine derartige Branche kann als »homogen« bezeichnet werden. Falls die Unternehmen einer Branche auf neue Bedingungen jedoch eher unterschiedlich reagieren, ist die entsprechende Analyse weniger verlässlich. Eine derartige Gruppe kann als »heterogen« bezeichnet werden.

Mit einigen Ausnahmen für verkehrsbedingte und geografische Unterschiede, insbesondere zum Beispiel die *Pocahontas*-Braunkohle-Transportgesellschaften, müssen Eisenbahngesellschaften als höchst homogene Gruppe betrachtet werden. Das Gleiche trifft für die größeren Elektrizitäts-, Heizungs- und Energieversorger zu. Die besten Beispiele

homogener Branchen in der Industrie liefern die Hersteller von Grundstoffen und anderen standardisierten Produkten, bei denen der Markenname eine untergeordnete Rolle spielt. Diese beinhalten Hersteller von Zucker, Kohle, Metallen, Stahl, Zement, bedruckten Baumwollstoffen usw. Die größeren Ölgesellschaften können als recht homogen erachtet werden; kleinere Gesellschaften eignen sich nicht gut zum Vergleich, da sie von unerwarteten bedeutenden Produktions-, Vorrats- und Preisveränderungen abhängig sind. Die größeren Brenn-, Molkerei- und Verpackungsunternehmen fallen in recht homogene Kategorien. Das Gleiche trifft für die größeren Handelsunternehmen zu, wenn man sie mit anderen Einheiten in derselben Untergruppe vergleicht, zum Beispiel Lebensmittelketten, Discountmärkte, Restaurants etc. Kaufhäuser sind weniger homogen, doch Vergleiche in diesem Bereich sind keineswegs weit hergeholt.

Hersteller von Markenwaren müssen generell als heterogene Gruppen angesehen werden. In diesem Bereich wächst ein Konzern häufig auf Kosten eines Wettbewerbers, sodass die Einheiten in dieser Branche weitgehend gleich bleiben. Bei Automobilherstellern gab es dauernde und deutliche Schwankungen in der jeweiligen Marktposition. Anlagen- und Maschinenhersteller aller Bereiche unterliegen weitgehend den gleichen Bedingungen. Dies trifft auch für Hersteller von Markenmedikamenten zu. Eine Zwischenposition aus dieser Sicht nehmen große Hersteller von Autoreifen, Tabakprodukten und Schuhen ein, bei denen sich die relativen Positionen nicht so häufig verändern.³⁹⁴

Der Analyst muss äußerst vorsichtig sein, vergleichende Schlüsse aus statistischen Daten zu ziehen, wenn er mit Unternehmen heterogener Kategorien zu tun hat. Es spricht nichts dagegen, Unternehmen mit den besseren quantitativen Werten (falls keine offensichtlichen qualitativen Faktoren dagegensprechen) vorzuziehen, da eine derartige Auswahlbasis sinnvoller erscheint als jede andere. Jedoch sollten sich Analysten und Anleger darüber im Klaren sein, dass sich eine derartige Überlegenheit als vergänglich erweisen kann. Als allgemeine Regel kann gesagt werden: Je weniger homogen eine Gruppe ist, desto mehr Aufmerksamkeit muss den qualitativen Faktoren beim Vergleich gewidmet werden.

ALLGEMEINERE EINSCHRÄNKUNGEN DES NUTZENS VERGLEICHENDER ANALYSEN – Es kann einmal mehr nützlich sein, den Leser davor zu warnen, sich nicht durch die mathematische Genauigkeit seiner vergleichenden Tabellen täuschen zu lassen, indem er die hieraus gezogenen Schlussfolgerungen als exakt ansieht. Wir haben auf die Notwendigkeit der Berücksichtigung qualitativer Faktoren und einen Mangel an Homogenität hingewiesen. Doch hinter diesen Argumenten liegen die verschiedenen Hindernisse des Erfolgs eines Analysten, die wir im ersten Kapitel detailliert vorgestellt haben. Komparative Analysen können einige Risiken in seiner Tätigkeit verringern, sie können ihn jedoch niemals von zukünftigen Unbeständigkeiten, dem Eigensinn des Aktienmarktes oder den Konsequenzen seines eigenen

– oft unvermeidbaren – Versagens, allen wichtigen Sachverhalten auf den Grund zu gehen, befreien. Er muss damit rechnen, oft verkehrt zu liegen und gelegentlich Unrecht zu haben; doch mit Intelligenz und Vorsicht sollte seine Arbeit bessere Resultate erbringen als die Vermutungen oder oberflächlichen Beurteilungen typischer Aktienkäufer.

KAPITEL 50

UNTERSCHIEDE ZWISCHEN KURS UND WERT

In unseren Darstellungen von Wertpapieranalysetechniken finden sich verschiedene Beispiele von Über- und Unterbewertungen. Dies zeigt, dass die am Aktienmarkt verwendeten Schätzverfahren häufig keiner Logik folgen und fehlerhaft sind. Sie sind, wie bereits im ersten Kapitel erläutert, keine automatischen oder mechanischen Prozesse, sondern psychologischer Art, denn sie werden in den Ansichten der Käufer und Verkäufer vollzogen. Die Irrtümer des Marktes sind daher die Irrtümer von Gruppen oder Individuen, die meist auf mindestens eine von drei Hauptursachen zurückgeführt werden können: Übertreibung, zu starke Vereinfachung oder Nachlässigkeit.

In den folgenden beiden Kapiteln geben wir einen knappen Überblick über die verschiedenen Anomalien des Wertpapiermarktes. Wir beginnen mit den praktischen Tätigkeiten eines Analysten, der für jeden einzelnen Fall zu bestimmen versucht, inwiefern sich eine rentable Kaufgelegenheit für ihn bietet. Somit stellt diese Untersuchung eine Erweiterung des vorhergehenden Kapitels zum Anwendungsbereich und zu den Begrenzungen der Wertpapieranalyse dar. Darüber hinaus nimmt sie auf das anschließend erörterte Material Bezug.

ALLGEMEINES VORGEHEN DES ANALYSTEN – Wie wir bereits betont haben, führt eine Analyse nur in Ausnahmefällen zu einem positiven Ergebnis, das heißt, es müssen zahlreiche Wertpapiere untersucht werden, bevor der Analyst eine wirkliche Gelegenheit findet. Als praktisches Hilfsmittel setzt er hauptsächlich harte und systematische Arbeit ein. Es gibt zwei weitreichende Methoden, die er anwenden kann. Zum einen kann er eine komparative Analyse von Industriegruppen nach der im vorhergehenden Kapitel beschriebenen Vorgehensweise vornehmen. Solche Untersuchungen vermitteln ihm einen guten Überblick über die Standards beziehungsweise die üblichen Charakteristika jeder Gruppe und zeigen Unternehmen auf, die vom Modalwert extrem abweichen. Sollte er zum Beispiel entdecken, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis einer bestimmten Stahlaktie im Vergleich zur gesamten Branche doppelt so

hoch ist, gibt ihm dies einen Schlüssel für seine weitere Arbeit – beziehungsweise einen Hinweis, der mithilfe einer gründlichen Untersuchung aller das Unternehmen betreffenden qualitativen und quantitativen Faktoren verfolgt werden sollte.

Anleihen und Vorzugsaktien können nach dem gleichen systematischen Prinzip untersucht werden. Der große Bereich insolventer Eisenbahnanleihen kann am besten mithilfe einer komparativen Analyse der Daten von Anleihen untersucht werden, die den gleichen Status haben, und von etwa zwölf der größten Betreiber, die sich in Treuhandenschaft befinden, emittiert wurden. Ebenso könnte eine große Anzahl von Vorzugsaktien öffentlicher Versorgungsunternehmen nach folgenden Kriterien aufgelistet werden: (1) gesamte Dividende und Zinsdeckung, (2) Aktienwertverhältnis und (3) Kurs und Rendite. Eine derart einfache Auflistung kann unter Umständen einige Wertpapiere aufdecken, die entweder gut besichert waren und eine überdurchschnittliche Rendite erbrachten oder in Bezug auf ihre unzureichende statistische Absicherung deutlich zu hoch notierten. Und so weiter.

Eine zweite gebräuchliche Methode besteht darin, dass man Unternehmensberichte – kurz nach ihrer Veröffentlichung – überprüft und deren Daten zum Kurs ihrer Anleihen und Aktien ins Verhältnis setzt. Diese Berichte finden sich – zumindest in zusammengefasster Form – in verschiedenen Tageszeitungen; ausführlichere Darstellungen finden sich in den täglichen Unternehmensberichten von verschiedenen Finanzdienstleistern oder wöchentlich im *Commercial and Financial Chronicle*. Ein kurzer Blick auf Hunderte solcher Berichte bringt vielleicht fünf bis zehn hervor, die vom Standpunkt der Gewinne oder des Umlaufvermögens interessant genug erscheinen, um sie einer intensiveren Betrachtung zu unterziehen.

KÖNNEN ZYKLISCHE KURSSCHWANKUNGEN AUSGENUTZT WERDEN? – Die am besten verstandenen Unterschiede zwischen Kurs und Wert sind solche, die mit den wiederkehrenden breiten Auf- und Abschwüngen des Marktes einhergehen. Dass Aktien in einer Hausse zu hoch und in einer Baisse zu niedrig notieren, kann als bloße Binsenweisheit abgetan werden. Denn im Grunde genommen kommt dies der Aussage gleich, dass jede Aufwärts- oder Abwärtsbewegung der Kurse schließlich ein Limit erreichen muss, und da Kurse nicht permanent bei einem solchen Limit verweilen (oder auf jedem anderen Level), muss sich im Rückblick daraus ergeben, dass die Kurse zu weit gestiegen oder gefallen sind.

Kann der Analyst die wiederholten Übertreibungen des Marktes erfolgreich ausnutzen? Die Erfahrung zeigt, dass sich folgendes Vorgehen als halbwegs zufriedenstellend erweisen sollte:

- Eine Aufstellung von verschiedenartigen erstklassigen Stammaktien (zum Beispiel Dow Jones Industrial Average).
- Bestimmung eines »Standardwerts« für diese Gruppe durch Verwendung eines

geeigneten Multiplikators der durchschnittlichen Gewinne. Zum Beispiel können die Gewinne mit dem doppelten Zinssatz von Industrieanleihen mit der höchsten Anlagebonität diskontiert werden. Der für die Durchschnittsberechnung anzuwendende Zeitraum beträgt gewöhnlich sieben bis zehn Jahre, unter außergewöhnlichen Bedingungen wie zum Beispiel in den Jahren 1931 bis 1933 kann jedoch eine andere Methode verwendet werden, zum Beispiel kann, wenn das Untersuchungsjahr 1939 oder später ist, der Durchschnitt auf dem Zeitraum mit dem Anfangsjahr 1934 basieren.

- Die Zusammenfassung von Aktienkäufen aus dieser Aufstellung, wenn diese zu einem erheblichen Abschlag vom Standardwert erworben werden können (ca. zwei Drittel des Wertes). Ebenso können die Käufe bei fallenden Kursen vorgenommen werden, beginnend bei etwa 80 Prozent des Standardwertes.
- Der Verkauf der Aktien zu deutlich über dem Standardwert liegenden Kursen – etwa ein Drittel oder 20 bis 50 Prozent auf Staffelfbasis.

Dies war die von Roger Babson vor vielen Jahren entwickelte allgemeine Vorgehensweise. Sie lieferte bis 1925 recht zufriedenstellende Ergebnisse. Doch wie wir in Kapitel 27 aufgezeigt haben, hätte sie während des Zyklus 1921 bis 1933 (von Tiefstand zu Tiefstand gemessen) 1921 zum Kauf und wahrscheinlich 1926 zum Verkauf geraten, das heißt zu einer vollständigen Zurückhaltung während des großen Booms 1927 bis 1929 und einem Rückkauf im Jahr 1931, was einen immensen Kursverlust zur Folge gehabt hätte. Ein derartiges Vorgehen hätte weitaus zu viel an menschlicher Stärke vorausgesetzt.

Aufgrund des Marktverhaltens der Jahre seit 1933 gab es verschiedene Schwierigkeiten, diese mechanischen Formeln anzuwenden – besonders für die Ermittlung von Standardgewinnen, aus denen Standardbewertungen berechnet werden. Es wird selten erwartet, dass eine so simple Methode wie diese mit einem ausreichenden Grad an Genauigkeit angewendet werden kann, um breite Marktschwankungen zu erfassen. Doch für diejenigen, die sich der dieser Methode anhaftenden Beschränkungen bewusst sind, kann sie von erheblichem Nutzen sein, da sie zumindest im Durchschnitt zu günstigen Käufen führt – und dies ist mehr als die halbe Miete bei einer Anlage in Stammaktien.

DIE »ERFASSUNG VON SCHWANKUNGEN« AUF MARGINALER BASIS IST NICHT ZU VERWIRKLICHEN
– Von einem gewöhnlichen spekulativen Standpunkt aus gesehen, das heißt unter Verwendung von Kreditkäufen und Leerverkäufen, muss diese Methode als undurchführbar abgelehnt werden. Der vollständige Eigentümer kann es sich leisten, zu früh zu kaufen und zu verkaufen. Vielmehr muss er sogar damit rechnen, dass das Kursniveau weiter sinkt, nachdem er gekauft hat, beziehungsweise steigt, nachdem er verkauft hat. Der Margin-Trader ist jedoch

zwangsläufig mit sofortigen Resultaten beschäftigt; er schwimmt mit dem Strom in der Hoffnung, den exakten Moment abzapfen, wenn sich der Trend umkehrt, und seinen Zug kurz zuvor rückgängig zu machen. Darin ist er selten erfolgreich, das heißt, gewöhnlich ist ihm kurzfristiger Erfolg beschert, der in einem vollständigen Desaster endet. Es ist eine wesentliche Eigenschaft des Spekulanten, dass er Aktien unter der Annahme eines steigenden Marktes kauft – und nicht, weil sie günstig sind; in umgekehrter Weise, wenn er verkauft. Demzufolge besteht zwischen den Ansichten eines Spekulanten und eines Wertpapieranalysten ein grundlegender Zwiespalt, der stark gegen jede dauerhaft zufriedenstellende Verbindung zwischen ihnen spricht.

Zweifelsöhne tendieren auch Anleihenkurse dazu, sich wie Aktien zyklenartig zu bewegen, und häufig wird dazu geraten, dass Anleiheninvestoren die Strategie verfolgen sollten, ihre Anteile auf dem Höhepunkt dieser Zyklen zu verkaufen und beim Tiefstand zurückzukaufen. Wir bezweifeln, ob dies im typischen Fall mit zufriedenstellenden Ergebnissen durchgeführt werden kann. Es gibt keine genau definierten Standards, die angeben, wann die Kurse von hochwertigen Anleihen entsprechend den Gewinnverhältnistests für Stammaktien günstig oder teuer sind, das heißt, für die Kauf- und Verkaufstransaktionen müssen die Marktbewegungen hauptsächlich abgeschätzt werden. Eine derartige Methode ist weit entfernt von einer »Kapitalanlage«. Der Zinsverlust auf das Kapital zwischen Verkaufs- und Rückkaufzeitpunkt stellt einen gewichtigen Nachteil dar. Und unserer Ansicht nach ist der Nutzeneffekt nicht ausreichend, um derartige psychologische Gefahren zu rechtfertigen, die der Anleger auf sich nimmt, wenn er sich auf Marktbewegungen fokussiert.

GELEGENHEITEN BEI »ZWEITKLASSIGEN« ODER WENIG BEKANNTEN WERTPAPIEREN – Obwohl Über- und Unterbewertungen von erstklassigen Wertpapieren nur zu bestimmten Zeitpunkten eines Aktienmarktzyklus auftreten, weist der große Bereich von »nicht repräsentativen« beziehungsweise »zweitklassigen« Stammaktien wahrscheinlich zu allen Zeitpunkten Unterbewertungen auf. Wenn Aktien von marktführenden Unternehmen günstig zu haben sind, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass einige weniger bekannte Aktien noch günstiger sind. So notierten zum Beispiel im Zeitraum 1932 bis 1933 die Aktien von *Plymouth Cordage*, *Pepperell Manufacturing*, *American Laundry Machinery* sowie etliche andere zu unglaublich niedrigen Kursen im Verhältnis zu ihren vergangenen Bilanzen und aktuellen Finanzzahlen. Vermutlich ist es eine Frage von individueller Vorliebe, ob der Anleger eine Aktie von *General Motors* zu 50 Prozent ihrer konservativen Bewertung oder eine weniger bekannte Aktie wie *Pepperell* zu 25 Prozent dieses Wertes kaufen sollte.

DIE UNBESTÄNDIGKEIT VON MARKTFÜHRENDEN WERTPAPIEREN – Die Zusammensetzung der

Gruppe marktführender Wertpapiere hat sich von Jahr zu Jahr stark verändert, besonders hinsichtlich der jüngsten Verschiebung der Aufmerksamkeit von vergangenen hin zu erwarteten Entwicklungen. Wenn wir die Aufstellung für die Jahre 1937 bis 1938 betrachten, finden wir eine Reihe von einst bedeutsamen Aktien, die im Verhältnis zu ihren statistischen Daten zu erstaunlich niedrigen Kursen gehandelt wurden.

Beispiel: Ein überraschendes Beispiel dieser Art findet sich bei den Stammaktien der *Great Atlantic and Pacific Tea Company*, die 1929 bei 494 Dollar standen und 1938 nur noch 36 Dollar wert waren. Die auffallenden Daten dieser Aktie sind:

Jahr*	Umsätze (in 1000 \$)	Gewinn (in 1000 \$)	Gewinn je Stammaktie (in \$)	Gezahlte Dividende je Stammaktie (in \$)	Kursspanne für Stammaktien
1938	878.972	15.834	6,71	4,00	72–36
1937	881.703	9.119	3,50	6,25	117,5–45,25
1936	907.371	17.085	7,31	7,00	130,5–110,5
1935	872.244	16.593	7,08	7,00	140–121
1934	842.016	16.709	7,13	7,00	150–122
1933	819.617	20.478	8,94	7,00	181,5–115
1932	863.048	22.733	10,02	7,00	168–103,5
1931	1.008.325	29.793	13,40	6,50	260–130
1930	1.065.807	30.743	13,86	5,25	260–155
1929	1.053.693	26.220	11,77	4,50	494–162

* Geschäftsjahr endet am folgenden 31. Januar, ausgenommen letzte Spalte.

Die Bilanz zum 31. Januar 1938 weist Barmittel von 85.000.000 Dollar und ein Nettoumlaufvermögen von 134.000.000 Dollar auf. Zu den niedrigen Kursen im Jahr 1938 betrug der Wert der Vorzugs- und Stammaktien zusammen 126.000.000 Dollar. Hier haben wir ein Unternehmen, dessen spektakuläres Wachstum eine der großen Romanzen der amerikanischen Geschäftswelt darstellt: das ohne Zweifel größte amerikanische (und vermutlich weltweit größte) Einzelhandelsunternehmen, das über viele Jahre eine ununterbrochene Gewinn- und Dividendenhistorie vorwies und weniger kostete als sein Nettoumlaufvermögen. Somit war der Fortführungswert eines der hervorragendsten Unternehmen des Landes im Jahr 1938 für die Wall Street geringer als sein Liquidationswert. Warum? (1) Aufgrund von angedrohten Steuererhöhungen für Einzelhandelsketten, (2)

aufgrund eines kürzlich erfolgten Gewinnrückgangs und (3) aufgrund einer allgemeinen Wirtschaftskrise.

Wir bezweifeln, dass in Bezug auf die wahre Natur des Aktienmarktes ein besseres Beispiel gefunden werden kann. Seine Absicht ist nicht, den exakten Wert von Unternehmen aufzuzeigen, sondern seine Vorlieben und Abneigungen, Hoffnungen und Ängste in Form von täglich wechselnden Kursnotierungen auszudrücken. Bei den Marktaktivitäten finden sich tatsächlich genug gesunder Verstand und selektives Beurteilungsvermögen, um – in den meisten Fällen – einen gewissen Grad an Übereinstimmung zwischen dem Kurs und dem nachweisbaren beziehungsweise inneren Wert herzustellen. Besonders wenn es um schwer greifbare und nicht mathematische Bewertungen von zukünftigen Unternehmensaussichten geht (siehe Kapitel 4), tendieren wir im Allgemeinen dazu, die Beurteilung des Marktes jeder Analystenschätzung vorzuziehen. Jedoch wird diese Beurteilung zu genügend Anlässen, die einen Analysten beschäftigt halten, durch die Emotionen des Marktes in beide Richtungen über ein gesundes Limit hinausgetrieben.

GELEGENHEITEN IN GEWÖHNLICHEN MÄRKTEN – In dazwischenliegenden Perioden, in denen die Durchschnittskurse weder deutlich zu niedrig noch zu hoch sind, können gewöhnlich Stammaktien gefunden werden, die auf statistischer Basis eindeutig unterbewertet erscheinen. Sie fallen gewöhnlich in zwei Kategorien: (1) Aktien mit hohen laufenden und durchschnittlichen Kurs-Gewinn-Verhältnissen und (2) Aktien mit halbwegs zufriedenstellenden Gewinnen und einem im Verhältnis zum Umlaufvermögenswert niedrigen Kurs. Offensichtlich gehören solche Unternehmen nicht zu den großen und bekannten beziehungsweise ihre Gewinnentwicklung war nicht vielversprechend. Die folgende Tabelle zeigt eine Reihe von Unternehmen beider Kategorien zum Jahresende 1938 beziehungsweise 1939, als das Marktniveau von Industrieaktien weder besonders hoch noch niedrig war.

Unternehmen	Erhebungsjahr	Kurs am 31. Dez. (in \$)	Jahresgewinn je Aktie (in \$)	Durchschnittlicher Gewinn je Aktie 1934–1938 bzw. 1934–1939	Netto umlaufvermögenswert je Aktie (in \$)	Nettosachanlagen je Aktie (in \$)
<i>A.D. Adams Mfg</i>	1938	8	1,15	1,20	12,07	14,38
<i>American Seating</i>	1939	10,25	1,82	1,75	11,42	23,95
<i>Bunte Bros</i>	1938	10	2,10	2,14	12,84	27,83
<i>Grand Union</i>	1939	10	1,80	1,25	13,60**	20,00**
<i>International Silver</i>	1939	26,75	4,98	(0,10)	39,67	97,50
<i>I.B. Kleinert</i>	1938	8,5	1,27	0,80	11,04	16,90
<i>New Idea</i>	1939	12,125	2,18	1,78	13,44	16,02
<i>N.Y. Merchandise*</i>	1939	7,75	1,44	1,44	11,66	14,05
<i>Pacific Commercial*</i>	1938	11,5	2,31	2,77	24,18	27,74
<i>Seton Leather</i>	1938	6,25	1,38	0,94	8,38	11,27

* Diese Aktien gehören ebenfalls in Gruppe B.

** Teilweise geschätzt.

Gruppe A – Stammaktien, die Ende des Jahres 1938 beziehungsweise 1939 um weniger als das Siebenfache ihres Vorjahresgewinns und unter ihrem Nettoumlaufvermögenswert notierten (in \$)

Unternehmen	Erhebungsjahr	Kurs am 31. Dez. (in \$)	Jahresgewinn je Aktie (in \$)	Durchschnittlicher Gewinn je Aktie 1934–1938 bzw. 1934–1939	Nettoumlaufvermögenswert je Aktie (in \$)	Nettosachanlage je Aktie (in \$)
<i>Butler Bros</i>	1939	7	0,83	0,27	12,75	19,59
<i>Ely & Walker</i>	1939	18	2,30	1,83	41,60	48,51
<i>Gilchrist</i>	1939	4,75	0,70*	0,85*	13,85	17,39
<i>Hale Bros. Stores</i>	1939	14	1,81	2,00	22,13	28,14
<i>Intertype</i>	1939	8,75	0,55	0,82	19,77	22,35
<i>Lee & Cady</i>	1939	6	0,77	0,73	11,35	12,61
<i>H.D. Lee Mercantile</i>	1938	14	0,87	1,35	25,00	31,56
<i>Manhattan Shirt</i>	1938	11,5	0,73	1,06	19,36	23,62
<i>Reliance Mfg</i>	1939	12	1,69	0,94	18,97	22,21
<i>S. Stroock</i>	1939	9,25	1,21	1,39	14,90	26,61

* Das Geschäftsjahr endet zum folgenden 31. Januar

Gruppe B – Stammaktien, die Ende des Jahres 1938 beziehungsweise 1939 zu zwei Dritteln oder weniger von ihrem Nettoumlaufvermögenswert und zu weniger als dem zwölfwachen des Vorjahresgewinns oder des durchschnittlichen gewinns notierten (in \$)

Für einen gewissenhaften Analysten ist es nicht schwierig, statistisch interessantes Datenmaterial wie in der oben stehenden Tabelle zu finden. Wesentlich schwieriger zu bestimmen ist, ob die qualitativen Faktoren rechtfertigen, den quantitativen Anhaltspunkten zu folgen – das heißt, ob der Anleger ausreichende Zuversicht in die Zukunft des Unternehmens hat, um dessen Aktien zu einem scheinbar subnormalen Kurs als wirkliche Kaufgelegenheit zu betrachten.

In dieser Frage scheint die Mehrzahl der Finanzinstitutionen zu einer allgemein pessimistischen Einstellung zu tendieren. Besonders Investmentfonds, die alle Möglichkeiten zur Aufdeckung derartiger Chancen besitzen, haben diesen Wertpapieren wenig Aufmerksamkeit gewidmet – teilweise, zugegebenermaßen, da sie in den von Fonds bevorzugten großen Mengen schwierig ge- und verkauft werden können, doch auch aufgrund

ihrer Überzeugung, dass, egal wie positiv die statistischen Zahlen eines zweitklassigen Unternehmens aussehen, sich dieses wahrscheinlich nicht als rentabler Kauf erweist, *sofern es nicht besondere Gründe für eine optimistische Betrachtung der zukünftigen Unternehmensentwicklung gibt.*

Das hauptsächliche Hindernis eines typischen kleinen Unternehmens ist seine Verwundbarkeit durch einen plötzlichen und gegebenenfalls dauerhaften Verlust seiner Ertragskraft. Zweifelsohne treten solche widrigen Entwicklungen bei dieser Gruppe von Unternehmen häufiger auf als bei großen Unternehmen. Ausgleichend hierzu wirkt der Umstand, dass ein erfolgreiches kleines Unternehmen seinen Wert weitaus beeindruckender vervielfachen kann als Unternehmen mit einer bereits enormen Größe. So wäre zum Beispiel das Umsatzwachstum von *Philip Morris* von 5.000.000 Dollar im Jahr 1934 auf 90.000.000 Dollar im Jahr 1939 – begleitet von einem 1200-prozentigen Gewinnanstieg – bei einem Unternehmen wie *American Tobacco* unvorstellbar gewesen. In ähnlicher Weise lag das Wachstum von *Pepsi-Cola* prozentual weit über dem von *Coca-Cola*; das Gleiche trifft für *General Shoe* im Vergleich zu *International Shoe* zu etc.

Die meisten Betrachter werden jedoch versuchen, solche Gelegenheiten wie Philip Morris ausfindig zu machen, indem sie die zukünftigen Wachstumsmöglichkeiten mehr oder weniger abschätzen und die Aktien dann selbst zu einem hohen Kurs kaufen – anstatt ihr Engagement eher auf eine diversifizierte Gruppe von »Billigaktien« mit gewöhnlichen Aussichten zu konzentrieren. Unsere eigene Erfahrung führt uns dazu, letztere Methode zu bevorzugen, obwohl wir unter den gegenwärtigen Bedingungen keine großartigen Ergebnisse garantieren können. Auf Basis jahrelanger Beobachtungen scheint es dennoch, dass eine Kapitalanlage in scheinbar unterbewertete Stammaktien mit ordentlichem Erfolg durchgeführt werden kann; vorausgesetzt, die zukünftigen Aussichten werden mit durchschnittlicher Aufmerksamkeit und einem guten Beurteilungsvermögen betrachtet und es werden Engagements vermieden in Zeiten, in denen das allgemeine Marktniveau statistisch deutlich zu hoch liegt. Um dem Leser eine Vorstellung früherer Aktienmärkte zu geben, werden nachfolgend zwei ältere Beispiele dieser Art von Gelegenheiten angeführt.

<i>Florence Stove-Stammaktien (in \$)</i>		<i>Firestone Tire & Rubber-Stammaktien (in \$)</i>	
Kurs im Januar 1935:	35	Kurs im November 1925:	120
Dividende:	2	Dividende:	6
Gewinn je Aktie:		Gewinn je Aktie	
1934	7,93	1925	32,57*
1933	7,98	1924	16,92
1932	3,33	1923	14,06
1931	2,27	1922	17,08

* Der Gewinn vor Rückstellungen betrug 40,95 \$ je Aktie.

In diesen Fällen spiegelte der Kurs die Ertragskraft nicht entsprechend wider.

DAS MARKTVERHALTEN VON HERKÖMMLICHEN UND NICHT HERKÖMMLICHEN AKTIEN – Eine eingehende Untersuchung des Marktverhaltens von Stammaktien führt zu folgenden allgemeinen Feststellungen:

- Herkömmliche oder erstklassige Aktien reagieren in den meisten Fällen unmittelbar bei Veränderungen ihrer berichteten Gewinne – um etwa so viel, dass sie regelmäßig dazu tendieren, die marktmäßige Bedeutung ihrer jährlichen Gewinnschwankungen zu übertreiben.
- Das Verhalten von weniger bekannten Aktien hängt größtenteils davon ab, welche Einstellungen professionelle Marktakteure ihnen gegenüber einnehmen. Bei fehlendem Interesse kann der Kurs weit hinter den statistischen Daten zurückbleiben. Falls Investoren der Aktie Beachtung schenken (ob auf manipulative oder legitime Weise), kann leicht das Gegenteil erreicht werden und der Kurs wird in extremer Weise auf veränderte Unternehmensdaten reagieren.

Beispiele des Verhaltens von nicht herkömmlichen Aktien: Die beiden folgenden Beispiele zeigen die verschiedenen Verhaltensweisen von nicht repräsentativen Stammaktien.

Zeitraum	Gewinn je Aktie	Dividende je Aktie	Kursspanne
Gesamtjahr 1914	5,21	2,25	44–24
1. Quartal 1915	4,27	0,75	50–36
2. Quartal 1915	7,73	3,25	80–45
3. Quartal 1915	10,13	5,75	73–57
4. Quartal 1915	11,34	8,25	75–59
Gesamtjahr 1915	33,47	18,00	80–36
Gesamtjahr 1916	30,58	34,00	105–42

Stammaktien der *Butte and Superior Copper (Zink) Company* (in \$)

Die Gewinne und Dividenden waren außerordentlich hoch. Selbst unter Berücksichtigung des zu Kriegszeiten vorherrschenden Zinkpreises spiegelte der Kurs keinesfalls die eindrucksvollen Unternehmenszahlen wider. Die Ursache lag in einem Desinteresse an der Aktie beziehungsweise an einer fehlenden individuellen Markunterstützung.

Die vorangehenden Daten sind mit den nachfolgenden Zahlen der Stammaktien der *Mullins Body Corporation* (später *Mullins Manufacturing*) zu vergleichen.

Zwischen 1924 und 1926 stellen wir die charakteristischen Marktschwankungen einer günstigen »zweitklassigen« Stammaktie fest.

Jahr	Gewinn je Aktie	Dividende	Kursspanne
1924	1,91	entfallen	18–9
1925	2,47	entfallen	22–13
1926	1,97	entfallen	20–8
1927	5,13	entfallen	79–10
1928	6,53	entfallen	95–69
1929	2,67	entfallen	82–10

(in \$)

Zu Beginn des Jahres 1927 waren die Aktien zweifelsohne aus spekulativer Sicht

attraktiv – zu etwa 10 Dollar, da dieser Kurs im Vergleich zu den Gewinnen der vergangenen drei Jahre niedrig war. Ein beträchtlicher, jedoch keineswegs spektakulärer Gewinnanstieg zwischen 1927 und 1928 führte zu einer typischen Markteuphorie. Der Kurs stieg von 10 Dollar im Jahr 1927 auf 95 Dollar im Jahr 1928 und fiel 1929 zurück auf 10 Dollar.

Einen Gegensatz anderer Art liefert das Verhalten der Aktien der Flugzeughersteller in den Jahren 1938 bis 1939 im Vergleich zu Aktien von kriegsprofitierenden Unternehmen im Zeitraum 1915 bis 1918. Die beiden folgenden Beispiele zeigen die Beziehung zwischen den Kursen 1938 und 1939 sowie der aktuellen Entwicklung.

	<i>Boeing Airplane Co.</i>	<i>Glenn L. Martin Co.</i>
Datum	Dezember 1938	November 1939
Marktwert des Unternehmens	25.270.000 \$	49.413.000 \$
	(722.000 Aktien à 35 \$)	(1.092.000 Aktien à 45,5 \$)
Umsätze 1938	2.006.000 \$	12.417.000 \$
Gewinn 1938	-555.000 \$	2.349.000 \$
Umsätze 1939 (9 Monate)	6.566.000 \$	8.506.000 \$
Gewinn 1939 (9 Monate)	-2.606.000 \$	1.514.000 \$
Sachanlagen (30. Sept. 1939)	4.527.000 \$	15.200.000 \$

In diesen Fällen hat der Markt offensichtlich die bisher unrealisierten Gewinne aus Kriegsaufträgen als *permanente* zukünftige Gewinne bewertet. Der Gegensatz zwischen dem Kurs-Gewinn-Verhältnis von *Butte and Superior Copper* im Zeitraum 1915 bis 1916 und dem der Flugzeughersteller im Zeitraum 1938 bis 1939 ist bemerkenswert.

DIE BEZIEHUNG DES ANALYSTEN ZU SOLCHEN SITUATIONEN – Der Analyst kann solchen Situationen mit Intelligenz und einigem Erfolg begegnen (vergleiche hierzu *Wright Aeronautical*, *Bangor and Aroostock*, *Firestone* und *Butte and Superior Copper* in den herangezogenen Zeiträumen). Er hätte sich selbst über *Mullins* zu Anfang des Jahres 1927 ein lohnenswertes Urteil bilden können. Doch nachdem das Börsenpublikum einmal auf die Aktie aufmerksam geworden war, lag ihre analytische Beurteilung jenseits gesunden Menschenverstandes. Und nach Ansicht der Wall Street hatte *Mullins* längst aufgehört, ein funktionierendes Unternehmen zu sein, und stellte nur noch ein Symbol auf dem Ticker dar. Kauf und Verkauf der Aktie waren in gleichem Maße gefährlich; der Analyst konnte vor dieser Gefahr warnen, jedoch keine Vorstellung von den Grenzen ihres Anstiegs oder Falls

entwickeln. (Im Jahr 1928 emittierte das Unternehmen eine Wandelvorzugsaktie, die sich vorzüglich für eine Hedgingposition eignete: den Kauf der Vorzugs- und den Verkauf der Stammaktie.) Ähnlich verhielt es sich mit den Aktien der Flugzeughersteller im Jahr 1939. Der Analyst konnte nichts weiter tun, als vor der offensichtlichen Gefahr zu warnen, die darin lag, eine Einkommensquelle als dauerhaft anzusehen, von der die ganze Welt hoffen musste, dass sie vorübergehender Natur war. Wenn dem Analysten das allgemeine Marktniveau gefährlich hoch erscheint, muss er mit der Empfehlung von ihm unbekannten Aktien vorsichtig sein, selbst wenn sie eine günstige Gelegenheit darstellen. Ein erheblicher Rückgang des Marktniveaus wirkt sich auf alle Aktienkurse nachteilig aus und die weniger aktiv gehandelten Aktien können sich bei Notverkäufen als extrem empfindlich erweisen.

MARKTÜBERTREIBUNGEN, DIE NICHT DURCH GEWINNÄNDERUNGEN VERURSACHT WERDEN – *Veränderungen von Dividenden:* Die unverbesserliche Neigung des Aktienmarktes zu Übertreibungen erstreckt sich, abgesehen von Gewinnschwankungen, noch auf weitere Faktoren. Ein besonderer Schwerpunkt liegt auf Schwankungen von Dividenden, Aktiensplits, Fusionen und Abspaltungen. Eine Erhöhung der Bardividende ist eine günstige Entwicklung, jedoch ist es absurd, dem Kurs einer Aktie 20 Dollar hinzuzurechnen, bloß weil die Dividende von 5 Dollar auf 6 Dollar jährlich angehoben wurde. Der Anleger, der zum höheren Kurs kauft, zahlt im Voraus die zusätzlichen Dividenden, die er zum neuen Satz *über die nächsten 20 Jahre* erhält. Die oft enthusiastischen Reaktionen auf Aktiendividenden sind umso unverständlicher, als sie im Grunde genommen nicht mehr als ein Stück Papier darstellen. Das Gleiche trifft für Aktiensplits zu, welche die Anzahl der Aktien erhöhen, dem Aktionär jedoch nichts bringen, was er nicht schon zuvor hatte – außer dem geringen Vorteil eines möglicherweise breiteren Marktes aufgrund des niedrigeren Kursniveaus.³⁹⁵

Fusionen und Abspaltungen: Bei Unternehmensfusionen verfällt die Wall Street schnell in Enthusiasmus und Überschwang, so wie sie dies auch bei Abspaltungen tut, die das genaue Gegenteil darstellen. Am Aktienmarkt ergibt zwei und zwei häufig fünf und gegebenenfalls wird fünf später in drei und drei aufgespalten. Derartige über den Erfolg von Fusionen durchgeführte induktive Untersuchungen lassen die Wirksamkeit der Konsolidierung zur Unterstützung der Ertragskraft fraglich erscheinen.³⁹⁶ Ebenso gibt es Grund zu der Annahme, dass persönliche Präferenzen der Unternehmensführung wirklich vorteilhaften Zusammenschlüssen oft im Wege stehen. Zuweilen werden Fusionen auch durchgeführt, weil die Unternehmensführung über zukünftige ungünstige Bedingungen informiert ist.

Die übersteigerte Reaktion des Aktienmarktes auf relativ unbedeutsame Entwicklungen kann leicht durch die Anlegerpsychologie erklärt werden. Der Anleger sucht in erster Linie nach »Action«; und er ist bereit, dazu beizutragen, sofern man ihm steigende Kurse in Aussicht stellt. (Im Allgemeinen weigern sich die Kunden von Maklerhäusern – entweder

aufgrund von Heuchelei oder Selbsttäuschung –, einzugestehen, dass sie nur auf Aktiennotierungen spekulieren, und sie bestehen auf angeblichen »Begründungen« für ihre Käufe.) Aktiendividenden und andere »günstige Entwicklungen« dieser Art liefern den erwünschten Schein und sie wurden von professionellen Marktakteuren ausgenutzt, zuweilen im Einverständnis mit Unternehmensführungen. Wäre die Angelegenheit nicht so bössartig, könnte sie als kindliches Verhalten abgetan werden. Der Wertpapieranalyst sollte verstehen, wie die Wall Street solche Absurditäten hervorbringt, er täte jedoch gut daran, jede Form des Kontaktes damit zu vermeiden.

Rechtsstreitigkeiten: Die Tendenz der Wall Street, sich in Extremen zu bewegen, zeigt sich in umgekehrter Weise durch ihre ungeheure Abneigung gegenüber Rechtsstreitigkeiten. Ein Prozess von einiger Bedeutung wirkt sich als Dämpfer auf die betroffenen Wertpapiere aus. Und das Ausmaß des Kursrückgangs kann außerhalb jeder Relation zum Nutzen des Prozesses sein. Derartige Entwicklungen können wahre Chancen für den Analysten darstellen, wenngleich sie auch von besonderer Natur sind. Die weitgehendste Bedeutung kommt dem Aspekt der Konkursverwaltung zu. Da sich die hierdurch entstehenden Unterbewertungen meist auf Anleihen beschränken, erörtern wir dieses Thema später in diesem Kapitel im Zusammenhang mit vorrangigen Wertpapieren.

Beispiel: Ein recht eindrucksvolles Beispiel der Wirkung von Rechtsstreitigkeiten auf den Wert von Stammaktien liefert der Fall *Reading Company*. Im Jahr 1913 klagte die Regierung der Vereinigten Staaten auf Trennung der Eisenbahn- und Kohlegesellschaften des Unternehmens. Der Aktienmarkt, der eine eigene Vorstellung von Folgerichtigkeit hatte, sah diesen Schritt als einen gefährlichen Angriff auf *Reading* an, trotz des Umstands, dass die Trennung an sich als »optimistisch« angesehen worden wäre. Später (im Jahr 1921) wurde einem Plan zugestimmt, nach dem die Aktien der Kohlegesellschaft anteilmäßig unter den Vorzugs- und Stammaktionären der *Reading Company* aufgeteilt werden sollten. Dies wurde im Gegenzug als günstige Entwicklung begrüßt, obwohl es in der Tat einen Sieg der Regierung über das Unternehmen bedeutete.

Einige Stammaktionäre sprachen sich jedoch gegen eine Beteiligung der Vorzugsaktionäre an den »Rechten« der Kohlegesellschaft aus. Es wurde Klage erhoben, um diese Rechte auf die Stammaktionäre zu beschränken. Amüsanterweise, jedoch nicht überraschend, wirkte sich dieser Zug nachteilig auf den Kurs der Stammaktien von *Reading* aus. Diese hätten logischerweise steigen müssen, da im Falle einer erfolgreichen Klage für die nachrangigen Aktien ein höherer Wert bestanden hätte und bei nachteiligem Ausgang (wie später erfolgt) ihr Wert gleich geblieben wäre. Der Aktienmarkt schlussfolgerte jedoch nur, dass es besser sei, die *Reading*-Aktie aufgrund des aktuellen Rechtsstreits »liegen zu lassen«.

Rechtsstreitigkeiten erlauben es dem Analysten häufig, seinen quantitativen Ansatz vorteilhaft zu verfolgen, im Gegensatz zum qualitativen Ansatz von Wertpapierbesitzern

allgemein. Angenommen, die Vermögenswerte eines insolventen Konzerns wurden verkauft und es stehen Barmittel in Höhe von 50 Prozent zur Ausschüttung an die Anleiheninhaber zur Verfügung. Es besteht jedoch ein durch Dritte angestrebter schwebender Prozess, der einen guten Teil dieser Barmittel in Anspruch nehmen würde. Möglicherweise ist diese Klage so abwegig, dass sie absurd ist; ebenso kann es sein, dass die Klage an einem niederen Gericht sowie auch in der Berufung abgelehnt wurde und dass nur eine minimale Chance besteht, vor dem United States Supreme Court gehört zu werden. Doch die bloße Rechtshängigkeit dieser Klage reduziert den Marktwert der Anleihen erheblich. Unter den genannten Bedingungen werden sie vermutlich eher zu 35 Prozent als zu 50 Prozent ihres Nennwertes gehandelt. Die Besonderheit hierbei ist, dass ein entfernter Anspruch, dem die Kläger kaum einen realen Wert beimessen können, vom Markt mit einer hohen Verbindlichkeit seitens der Beklagten gleichgesetzt wird. Somit haben wir einen mathematisch nachweisbaren Fall von Unterbewertungen und eine derartige Gruppe von Wertpapieren kann der Analyst außerordentlich gut ausschachten.

Beispiele: 8-Prozent-Anleihen von Island Oil and Transport – Im Juni 1933 notierten die Anleihen bei 18 Dollar. Dem Konkursverwalter standen Barmittel von etwa 45 Prozent des Nennwerts zur Verfügung, wovon bestimmte Gebühren und Abschläge abzuziehen waren, das heißt, für die Anleihen stand ein ausschüttbarer Saldo von etwa 30 Prozent zur Verfügung.

Die Ausschüttung wurde aufgrund einer Schadensersatzklage verzögert, die in verschiedenen Rechtswegen wiederholt erfolglos gewesen war und deren abschließendes Urteil bevorstand. Dieser Rechtsstreit übte einen nachteiligen Effekt auf den Marktwert der Anleihen aus, der in keinem Verhältnis zu seinem Nutzen stand. Die Feststellung wird durch die Tatsache untermauert, dass der Rechtsstreit durch Zahlung eines relativ kleinen Betrags beigelegt werden konnte. Nachdem die früheren Entscheidungen schließlich durch ein höheres Gericht bestätigt worden waren, erhielten die Anleiheninhaber im April 1934 eine Ausschüttung von 290 Dollar je 1000 Dollar. Eine geringe zusätzliche Ausschüttung wurde angezeigt.³⁹⁷

Eine ähnliche Situation ereignete sich bei den Aktien der *United Shipyards Corporation* nach Bestätigung des Verkaufs ihrer Vermögenswerte an die *Bethlehem Steel Company* im Jahr 1938. Einige Aktionäre stimmten dagegen und reichten Klage ein, um den Verkauf abzuwenden, da sie den Preis für äußerst unzureichend erachteten. Dieser Rechtsstreit hatte den Effekt, den Kurs der Klasse-B-Stammaktien im Januar 1939 auf 1,25 Dollar zu drücken, gegenüber einem realisierbaren Wert zwischen 2,5 und 3 Dollar, falls der Verkauf aufrechterhalten werden könnte. Falls der Rechtsstreit begründet gewesen wäre, hätte die Aktie eigentlich über 2,5 Dollar stehen müssen; andernfalls hätte der Kurs offensichtlich doppelt so hoch sein müssen. (Eine ähnliche Ungleichheit bestand im Zusammenhang mit dem Kurs der Klasse-A-Aktien.)

UNBEWERTETE WERTPAPIERE MIT ANLAGEBONITÄT – Unterbewertete Anleihen und Vorzugsaktien mit Anlagebonität können in jeder Marktphase durch beflissene Recherche entdeckt werden. In vielen Fällen besteht der niedrige Kurs einer Anleihe oder Vorzugsaktie aufgrund eines dürftigen Marktes, der wiederum aus der kleinen Größe der Emission resultiert, doch diese kann eine höhere Sicherheit mit sich bringen. Die in Kapitel 26 beschriebenen 6s-Anleihen der *Electric Refrigeration Building Corporation* (Fälligkeit 1936) liefern ein gutes Beispiel für dieses Paradoxon.

Zuweilen wird die Position eines vorrangigen Wertpapiers durch eine besondere Entwicklung gestärkt, doch der Kurs reagiert verzögert darauf, wodurch eine günstige Kaufgelegenheit geschaffen wird. Derartige Entwicklungen betreffen normalerweise die Kapitalstruktur oder Unternehmensbeziehungen. Um unseren Standpunkt zu verdeutlichen, fügen wir einige Beispiele an.

Beispiele: 1923 kaufte die *Youngstown Sheet and Tube Company* das Vermögen der *Steel and Tube Company of America* und übernahm die Verbindlichkeit für deren (durch Gesamthypothek besicherte) 7s-Obligationen, Fälligkeit 1951. Die Geldmittel für diese Akquisition brachte *Youngstown* durch die Ausgabe einer 6-Prozent-Anleihe zum Kurs von 99 Dollar auf. Zu diesem Zeitpunkt bestand folgendes Preisverhältnis:

Unternehmen	Kurs (in \$)	Rendite (in %)
<i>Youngstown Sheet and Tube Anleihen 6s</i>	99	6,02
<i>Steel and Tube General 7s</i>	102	6,85

Da der Markt den veränderten Status der Anleihen von *Steel and Tube* nicht realisierte, notierten diese – unlogischerweise – zu einer höheren Rendite als die unbesicherte Emission desselben Unternehmens. Dies stellte eine klare Gelegenheit für den Analysten dar, einen Kauf oder Tausch zu empfehlen.

Im Jahr 1922 erwarb die Stadt Detroit die städtischen Linien der *Detroit United Railway Company* und verpflichtete sich zur Zahlung eines ausreichenden Betrages, um die 4,5s-Anleihen (Fälligkeit 1932) der *Detroit United Railway* abzulösen. Der Kaufvertrag enthielt ungewöhnlich starke Schutzklauseln, welche die Stadt Detroit praktisch gesehen, wenn nicht sogar im eigentlichen Sinne, für die Anleihen haftbar machten. Nachdem die Transaktion abgeschlossen war, notierten die Anleihen bei 82 Dollar mit einer Rendite von über 7 Prozent. Der Anleihenmarkt realisierte jedoch nicht ihren wahren Status als eine gewisse Verpflichtung der Stadt Detroit.

Im Jahr 1924 besaß die *Congoleum Company* ausstehende 7-Prozent-Vorzugsaktien mit

einem Wert von 1.800.000 Dollar, die nachrangig waren gegenüber Anleihen mit einem Wert von 2.890.000 Dollar und denen 960.000 emittierte Stammaktien mit einem durchschnittlichen Marktwert von etwa 48.000.000 Dollar folgten. Im Oktober des gleichen Jahres emittierte das Unternehmen 681.000 zusätzliche Stammaktien für die Gesellschaft *Nairn Linoleum Company* (eine große Geschäftseinheit im gleichen Bereich) mit einem Anlagevermögen von 15.000.000 Dollar. Durch das somit geschaffene enorme Eigenkapital, das für die kleine vorrangige Emission zur Verfügung stand, war diese ohne Frage ausreichend besichert, doch der Kurs der Vorzugsaktie blieb unter ihrem Nennwert.

Im Jahr 1927 bot die *Electric Refrigeration Corporation* (heute *Kelvinator Corporation*) 373.000 Stammaktien für 6.600.000 Dollar an. Somit hatte das Unternehmen insgesamt 1.000.000 ausstehende Stammaktien mit einem durchschnittlichen Marktwert von etwa 21.000.000 Dollar. Die 6-Prozent-Anleihen (Fälligkeit 1936) machten nur einen Wert von 2.880.000 Dollar aus. Die Anleihen notierten jedoch bei 74 Dollar mit einer Rendite von 11 Prozent. Der niedrige Kurs entstand aufgrund eines im Jahr 1927 entstandenen negativen Betriebsergebnisses, doch der Markt berücksichtigte nicht den Umstand, dass die weitaus höheren Barmittel aus dem Verkauf der zusätzlichen Aktien eine äußerst starke Absicherung für die geringe Anleihenemission darstellten.

Diese vier vorrangigen Emissionen wurden alle zu mindestens ihrem Nennwert zurückgezahlt. (Die Vorzugsaktie von *Congoleum-Nairn* wurde im Jahr 1934 zu einem Kurs von 107 Dollar abgelöst.) Beispiele dieser Art sind für die Autoren dienlich, da sie kein Risiko beinhalten, dass ein späterer unglücklicher Umstand an ihrem Urteil zweifeln lässt. Um jedoch eine einseitige Argumentation zu vermeiden, fügen wir eine weitere – zum Veröffentlichungszeitpunkt aktuelle – Darstellung an.

Ein aktuelles Beispiel: Die 5s-Anleihen der *Choctaw and Memphis Railroad Company* (Fälligkeit 1949) notierten 1939 bei etwa 35 Dollar. Die Zinsen wurden über einen Zeitraum von fünf Jahren nicht ausbezahlt. Sie stellten ein erstrangiges Pfandrecht auf die Eisenbahnstrecken von *Chicago, Rock Island and Pacific* dar. Seit 1930 waren die Erträge des Unternehmens geringfügig und alle Obligationenzahlungen säumig. Eine Trennung der Gewinne des Jahres 1937 nach Hypothekensparten zeigte jedoch, dass der Eisenbahnbetrieb von *Choctaw and Memphis* äußerst rentabel war und dass das Unternehmen in jenem Jahr eine Zinsdeckungsrate von 2,6 aufwies, obwohl der Gewinn des Unternehmens nur 2.700.000 Dollar betrug, gegenüber einer Gesamtzinsbelastung von 14.080.000 Dollar. Darüber hinaus hatten die diversen bis zum Jahr 1939 vorgelegten Restrukturierungspläne (einschließlich des Plans der ICC) alle eine vollständige Zahlung des Anfangskapitals und der Zinsrückstände vorgesehen, obwohl praktisch die gesamte bestehende Anleihenstruktur drastisch reduziert werden sollte, verbunden mit einer Kürzung der Gesamtzinsbelastungen auf weniger als 2.500.000 Dollar jährlich.

Unter der – scheinbar unausweichlichen – Annahme, dass das Unternehmen in der vorgeschlagenen Weise umstrukturiert wird, hatten diese Anleihen von *Choctaw and Memphis* klar eine solide Basis. Sie konnten einerseits unbeachtet liegen gelassen werden (mit ihrem Pfandrecht auf die hochwertigen Eisenbahnstrecken und der Zahlung der Zinsrückstände), andererseits konnten sie eins zu eins in neue, kleinere erstrangige Hypotheken auf das ganze Unternehmen umgewandelt werden. Diese Schlussfolgerung ergibt sich zwangsläufig, es sei denn, eine Eisenbahngesellschaft mit Erträgen von mindestens 65.000.000 Dollar wäre nicht in der Lage, jährliche Zinsbelastungen in Höhe von 2.5000.000 Dollar zu tragen – weniger als *ein Fünftel* ihrer vorherigen Belastung.

Somit scheinen alle quantitativen Faktoren stark anzudeuten, dass die 5s-Anleihen von *Choctaw and Memphis* zu 35 Dollar höchst unterbewertet waren und dass – sobald die Neufinanzierung abgeschlossen sein würde – die gesicherte Position dieser Emission ersichtlich werden würde.³⁹⁸

KURS-WERT-UNTERSCHIEDE BEI KONKURSVERWALTUNGEN. – In Kapitel 18 haben wir in Bezug auf Umstrukturierungsprozesse zwei unterschiedliche Beispiele von Disparitäten angeführt, die bei Konkursverwaltungen entstehen können: (1) *Fisk Rubber*, wo die Obligationen im Vergleich mit dem bestehenden Umlaufvermögen zu einem lächerlich niedrigen Kurs notierten; (2) *Studebaker*, wo der Kurs der 6-Prozent-Anleihen deutlich vom Kurs der Aktie abwich. In Fällen, in denen bei einer Konkursverwaltung am Schluss erhebliche Vermögenswerte realisiert werden konnten, kann allgemein gesagt werden, dass die vorrangigen Wertpapiere bei einem deutlich zu niedrigen Kurs notierten. Diese Eigenschaft hat eine zweifache Auswirkung. Sie hat uns zuvor dazu geführt, stark dagegen zu widersprechen, *irgendwelche* Wertpapiere mit Anlagebonität eines Unternehmens zu kaufen, bei dem finanzielle Schwierigkeiten auftreten können; nun führt sie uns zu der Annahme, dass solche Unternehmen *nach* Auftreten dieser Schwierigkeiten attraktive analytische Gelegenheiten darstellen.

Dies trifft nicht nur für stark besicherte Emissionen zu, die eine Restrukturierung unbeschadet überstehen (zum Beispiel *Brooklyn Union Elevated 5s*, siehe Kapitel 2), sondern auch für vorrangige Wertpapiere, deren »Schuld gemindert worden ist« oder die durch eine Reorganisation anderweitig betroffen sind. Dies scheint regelmäßig für Fälle zuzutreffen, in denen eine Liquidation oder ein Verkauf an Dritte schließlich zu einer Barausschüttung oder Ähnlichem führt.

Beispiele: Nachfolgend werden drei typische Beispiele eines derartigen Vollzuges angeführt:

– *Ontario Power Service Corporation First 5,5s (Fälligkeit 1950)* – Diese Emission

hielt ihre Zinszahlungen zum 1. Juli 1932 nicht ein. Zu dieser Zeit standen die Anleihen bei etwa 21 Dollar. Die *Hydro-Electric Commission of Ontario* kaufte kurz danach die Vermögenswerte auf der Basis von 900 Dollar neuer Anleihen (mit vollständiger Besicherung durch die Provinz von Ontario) für jede 1000-Dollar-Anleihe von *Ontario Service Power*. Die neuen Anleihen notierten im Dezember 1933 bei 90 Dollar, identisch mit 81 Dollar für die alten Anleihen. Die geringe Anzahl von Anleihenbesitzern, die keinen Tausch vornahmen, erhielten 70 Prozent in bar.

- *Amalgamated Laundries, Inc., 6,5-Prozent-Anleihen, Fälligkeit 1936* – Der Konkursverwalter wurde im Februar 1932 bestellt. Die Anleihen notierten im April 1932 bei 4 Dollar. Im Juni 1932 wurde das Vermögen an Dritte verkauft und Liquidationsdividenden in Höhe von 12,5 Prozent (August 1932) und 2 Prozent (März 1933) gezahlt. Im Dezember 1933 notierten diese Anleihen immer noch bei 4 Dollar, was anzeigte, dass zumindest dieser Betrag als weitere Ausschüttung erwartet wurde.
- *Fisk Rubber Company First 8s und 5,5s-Obligationen (Fälligkeit 1941 und 1931)* – Über diese Emissionen haben wir bereits in Kapitel 18 berichtet. Der Konkurs wurde im Januar 1931 angemeldet. 1932 notierten die 8s- und 5,5s-Anleihen bei jeweils 16 Dollar und 10,5 Dollar. 1933 wurde eine Restrukturierung vorgenommen, bei der Barmittel in Höhe von 40 Prozent für die 8-Prozent-Anleihen und 37 Prozent für die 5,5-Prozent-Anleihen ausgeschüttet wurden, gemeinsam mit Wertpapieren von zwei Nachfolgeunternehmen. Der Gesamtwert der Barmittel und der neuen Wertpapiere betrug zum Börsenschluss des Jahres 1933 nahezu 100 Prozent für die 8-Prozent-Anleihen und 70 Prozent für die 5,5-Prozent-Anleihen.

DURCH INSOLVENZ VERURSACHTE KURSMUSTER – Es ist wahrscheinlich, dass während einer Insolvenz oder Konkursverwaltung bestimmte Kursmuster auftreten, besonders wenn die Verfahren in die Länge gezogen werden. Anfangs tendieren die Aktienemissionen oft dazu, zu hoch zu notieren, sowohl relativ zu den Anleihenkursen als auch absolut, das heißt im Verhältnis zu ihrem wahrscheinlichen Endwert. Dies erfolgt aufgrund spekulativer Interessen, die wegen der scheinbar niedrigen Kursspanne entstehen. Bei vorrangigen Wertpapieren nimmt das öffentliche Interesse ständig ab und der Kurs fällt dementsprechend mit dem Fortschreiten des Prozesses. Folglich tritt das niedrigste Kursniveau auf, kurz bevor ein Restrukturierungsplan angekündigt wird.

Somit sollte sich ein rentables Gebiet analytischer Aktivität darin finden, solche Situationen nah zu verfolgen: Wertpapiere zu entdecken, die weit unter ihrem inneren Wert notieren, und den ungefähr besten Zeitpunkt für ein Engagement in diese zu bestimmen. Doch

dabei, wie bei allen Analysen, müssen wir davor warnen, sich zu sehr auf den richtigen Kaufzeitpunkt zu konzentrieren. Nach unserer Auffassung ist es ein wesentliches Charakteristikum der Wertpapieranalyse, dass der Zeitfaktor eine untergeordnete Rolle spielt. Daher verwenden wir den Ausdruck »ungefähr«, der zur Beurteilung des »richtigen Zeitpunktes« eines Engagements einen Spielraum von einigen Monaten beziehungsweise länger erlauben soll.

GELEGENHEITEN BEI TREUHANDVERWALTUNGEN VON EISENBAHNGESELLSCHAFTEN – In den Jahren nach 1932 wanderte ein großer Teil der Eisenbahnstrecken in die Hände von Treuhändern. Zum Börsenschluss 1938 befanden sich insgesamt 111 Eisenbahngesellschaften mit 78.016 Meilen (31 Prozent der gesamten Streckenmeilen der USA) in den Händen von Konkursverwaltern oder Treuhändern. Dies stellte die jemals größte Meilenlänge unter Verwaltung der Gerichte zu irgendeiner Zeit dar. Restrukturierungen wurden bei allen Fällen lange hingezogen, einerseits aufgrund der komplizierten Kapitalstrukturen, andererseits aufgrund der Unsicherheit hinsichtlich zukünftiger normaler Gewinne. Im Ergebnis fiel der Kurs von vielen Emissionen auf ein extrem niedriges Niveau – was unzweifelhaft exzellente Gelegenheiten für den cleveren Anleger dargestellt hätte, wären die Gewinne der Eisenbahngesellschaften im Verhältnis zum allgemeinen Marktniveau über Jahre hinweg nicht so dürftig ausgefallen.

Bei Betrachtung der Lage gegen Ende des Jahres 1939 schien es, dass viele der erstrangigen Hypothekenpfandrechte auf wichtige Eisenbahnstrecken auf niedrige Niveaus gefallen und durch nichts anderes besichert waren als durch höchst pessimistische Zukunftsaussichten für die Betreiber. Gewiss waren diese Emissionen billiger als die Anleihen und Aktien von solventen Eisenbahngesellschaften, die im Verhältnis zu ihren aktuellen Zahlen größtenteils zu großzügigen Kursen notierten und die in vielen Fällen der Gefahr der Insolvenz ausgesetzt waren, wenn die zukünftigen Entwicklungen genauso negativ gewesen wären, wie die niedrigen Kurse der Emissionen in Treuhandverwaltung es erhoffen ließen. Die Analysetechnik von Emissionen der letzteren Gruppe wird in Kapitel 12 und im Anhang in Anmerkung 66 betrachtet.

KAPITEL 51

UNTERSCHIEDE ZWISCHEN KURS UND WERT (FORTSETZUNG)

Die in unserem vorhergehenden Kapitel vorgenommenen praktischen Unterscheidungen zwischen erst- und zweitklassigen Stammaktien finden ihre Entsprechung bei vorrangigen Wertpapieren in Form von bewährten und nicht bewährten Titeln. Ein bewährtes Wertpapier kann als Wertpapier eines altgedienten und dem Anlegerpublikum gut bekannten Unternehmens definiert werden. (Solange das Unternehmen einen guten Ruf bei den Anlegern besitzt, kann es sich auch um ein erst kürzlich ausgegebenes Wertpapier handeln.) Bewährte und nicht bewährte Wertpapiere tendieren bisweilen dazu, am Markt divergierende Verhaltensmuster zu zeigen:

- Der Kurs von bewährten Wertpapieren ist weitgehend stabil, selbst bei einer erheblichen Schwächung ihres Anlagestatus.
- Nicht bewährte Wertpapiere sind äußerst anfällig gegenüber jeglichen ungünstigen Entwicklungen. Daher fallen ihre Kurse oft weit unter das Niveau, das ihre statistischen Daten rechtfertigen würden.

DIE KURSTRÄGHEIT VON BEWÄHRTEN WERTPAPIEREN – Diese gegensätzlichen Eigenschaften ergeben sich – zumindest teilweise – aus der Trägheit und dem mangelnden Scharfsinn des typischen Anlegers. Er trifft seine Kaufentscheidung eher nach Ansehen des Unternehmens als durch Analyse und hält an seinen Käufen beharrlich fest. Besitzer von anerkannten Papieren verkaufen daher nicht leichtfertig und selbst ein kleiner Kursrückgang zieht Käufer an, die das Wertpapier schon lange kennen.

Beispiel: Diese Eigenschaft bewährter Wertpapiere lässt sich gut an der Markthistorie der 8-Prozent-Vorzugsaktien (ohne Nachbezugsrecht) der *United States Rubber Company* beobachten. Zwischen 1905 und 1927 erhielten die Aktionäre vollständige Dividenden. In diesem Zeitraum gab es in jedem Jahr (außer 1924) Anleger, die für die Aktie mehr als ihren Nennwert zahlten. Ihre Popularität basierte einzig und allein auf ihrem Ruf und ihrer Dividendenhistorie, da die statistischen Daten des Unternehmens während eines Großteils

des Zeitraums selbst für eine Industrieanleihe nicht gerade eindrucksvoll waren. Umso unangemessener schien es daher, den Kauf einer Vorzugsaktie ohne Nachbezugsrecht zu rechtfertigen. In den Jahren 1922 und 1927 bestanden folgende Deckungsraten für Zinsen und Vorzugsdividenden:

1922	1,20-mal
1923	1,18-mal
1924	1,32-mal
1925	1,79-mal
1926	1,00-mal
1927	1,01-mal

Im Jahr 1928 stand die Aktie auf einem Hoch bei 109 Dollar. In diesem Jahr erlitt das Unternehmen einen erheblichen Verlust und die Vorzugsdividende wurde eingestellt. Trotz dieser dürftigen Darbietung und des Ausbleibens der Dividenden notierte die Aktie 1929 bei 92,5 Dollar. (1932 stand sie bei 3,125 Dollar.)³⁹⁹

DIE ANFÄLLIGKEIT VON NICHT BEWÄHRTEN Wertpapieren – Bei der Analyse von nicht bewährten Wertpapieren möchten wir betonen, dass diese nahezu alle in Industriebranchen zu finden sind. Bei den verschiedenen vorrangigen Wertpapieren von Eisenbahngesellschaften spielt das Element der Bewährtheit eine geringe Rolle; bei der Gruppe öffentlicher Versorgungsunternehmen (Stromerzeugung, Industriegase, Telekommunikation und Wasser) entsprechen die Kursunterschiede ziemlich genau den statistischen Daten und Faktoren wie Bekanntheit oder Vertrautheit fallen nicht groß ins Gewicht – außer bei sehr kleinen Konzernen.

Durch Industriefinanzierungen wurde ein kontinuierlicher Strom an Anleihen und Vorzugsaktien von am Markt unbekannten Unternehmen emittiert. Den Anlegern wurden solche Emissionen vor allem durch eine leicht höhere Rendite gegenüber der Standardverzinsung von bewährten Wertpapieren vergleichbarer Anlagekategorien schmackhaft gemacht. Sofern die Ertragskraft nach der Emission ununterbrochen aufrechterhalten wird, erweist sich das neue Papier gewöhnlich als zufriedenstellende Anlage. Doch jede ungünstige Entwicklung führt normalerweise zu einem starken Kursverfall. Diese Anfälligkeit von nicht bewährten Wertpapieren gibt der praktischen Schlussfolgerung Auftrieb, dass es unklug ist, eine *neue* Industrieanleihe oder -vorzugsaktie als reine Anlage zu kaufen.

Da solche Emissionen gegenüber ungünstigen Entwicklungen übermäßig anfällig sind, scheint es, dass ihr Kurs oft auf ein zu niedriges Niveau fällt, und in diesem Fall würden sie

eine attraktive Kaufgelegenheit darstellen. Dies trifft unzweifelhaft zu, doch es besteht Anlass zu großer Vorsicht, wenn man aus solchen Ungleichheiten Vorteile ziehen möchte.

Zum einen ist die Abneigung des Marktes gegenüber nicht bewährten Wertpapieren nicht ausschließlich eine subjektive Angelegenheit – aufgrund fehlender Informationen. Bewährtheit wird gewöhnlich als objektive Qualität definiert, die durch die bewiesene Fähigkeit, Marktturbulenzen zu überstehen, auftritt. Obwohl diese Definition nicht vollständig exakt ist, ist ihr Wahrheitsgehalt groß genug, um zu einem guten Teil die Vorliebe der Anleger gegenüber bewährten Papieren zu rechtfertigen.

Eine größere Bedeutung hat vielleicht die weitgehende Unterscheidung von Größe und Bekanntheit, die zwischen bewährten und nicht bewährten Wertpapieren getroffen werden kann. Größere Unternehmen sind normalerweise länger am Markt und besitzen vorrangige Wertpapiere, die dem Börsenpublikum lange bekannt sind. Daher sind nicht bewährte Anleihen und Vorzugsaktien größtenteils Emissionen von zweitklassigen Konzernen. Wir haben in unserer Erörterung von Geldanlagen im Industriebereich (Kapitel 7) jedoch darauf hingewiesen, dass hier eine marktbeherrschende Größe vernünftigerweise als begehrtestenwerteste Eigenschaft angesehen wird. Daraus folgt also, dass nicht bewährte Wertpapiere in dieser Hinsicht als Kategorie unter einem nicht unbedeutenden Nachteil leiden.

NICHT BEWÄHRTE INDUSTRIEWERTPAPIERE VERDIENEN SELTEN EINE ANLAGEBONITÄT – Die logische und praktische Konsequenz ist, dass nicht bewährte Wertpapiere von Industrieunternehmen selten eine Anlagebonität verdienen und infolgedessen nur als anerkanntermaßen spekulative Anlage gekauft werden sollten. Dazu muss ihr Kurs niedrig genug sein, um einen erheblichen Anstieg zu ermöglichen; zum Beispiel sollte der Kurs gewöhnlich unter 70 Dollar liegen.

Wir erinnern uns daran, dass wir bei unserer Betrachtung von spekulativen vorrangigen Wertpapieren (Kapitel 26) den Kursbereich von 70 bis 100 Dollar als »Kursspanne subjektiver Variation« bezeichnet haben. Ein Wertpapier kann problemlos innerhalb dieser Kursspanne notieren, da in Bezug auf dessen Seriosität unterschiedliche berechnete Ansichten bestehen.

Es scheint jedoch, dass der Analyst bei nicht bewährten Industrieanleihen oder -vorzugsaktien nicht durch einen Kurs in diesem Bereich angezogen werden sollte, selbst wenn die quantitativen Daten recht zufriedenstellend sind. Er sollte solche Papiere nur bevorzugen, wenn sie zu einem tatsächlich spekulativen Kurs erworben werden können.

Von dieser Regel kann abgewichen werden, wenn die statistischen Daten außerordentlich solide sind, wie etwa im Fall der 6-Prozent-Anleihen von *Fox Film* (siehe vorheriges

Kapitel und Anhang, Anmerkung 67). Jedoch bezweifeln wir, dass solche Ausnahmen nicht bewährte Vorzugsaktien von Industrieunternehmen vernünftigerweise erfassen können, da sie vertragliche Schwächen besitzen. (Im oben beschriebenen Fall der Vorzugsaktien von *Congoleum* hatte das Unternehmen eine marktbeherrschende Größe in seiner Branche und die Vorzugsaktie war weniger »nicht bewährt« als vielmehr marktmäßig inaktiv.)

UNTERSCHIEDE BEI KOMPARATIVEN KURSEN – Ob man Vergleiche nun liebt oder hasst, bergen sie doch eine etwas trügerische Faszination für den Analysten. Es scheint wesentlich einfacher zu sein, zu entscheiden, Aktie A einer Aktie B vorzuziehen, als zu bestimmen, dass Aktie A eine attraktive Kaufgelegenheit an sich darstellt. Doch in unserem Kapitel zur komparativen Analyse haben wir auf die besondere Verantwortung angespielt, die mit der Empfehlung einhergeht, eine Aktie gegen eine andere zu tauschen, und wir haben vor der überschnellen Akzeptanz einer rein quantitativen Überlegenheit gewarnt. Die Zukunft nimmt oft keine Rücksicht auf statistische Daten. Wir können diese Warnung in anderer Weise formulieren: dass der Analyst nicht auf einen Aktienaustausch drängen sollte, sofern nicht entweder (1) die zu kaufende Aktie an sich attraktiv ist oder (2) eine eindeutige vertragliche Beziehung zwischen den zwei betreffenden Aktien besteht. Betrachten wir Punkt 1 näher anhand von zwei Vergleichsbeispielen aus unseren Aufzeichnungen.

Posten	<i>Ward Baking Vorrangige 6s, fällig 1937. Kurs 85,25 \$, Rendite 9,70 %</i>	<i>Bethlehem Steel First & Ref. 5s, fällig 1942. Kurs 93 \$, Rendite 5,90 %</i>
Zinsdeckungsrate gesamt:		
1931	8,1-mal	1,0-mal
1930	8,2-mal	4,3-mal
1929	11,0-mal	4,8-mal
1928	11,2-mal	2,7-mal
1927	14,0-mal	2,3-mal
1926	14,5-mal	2,6-mal
1925	12,6-mal	2,1-mal

7-Jahres-Durchschnitt:	11,4-mal	2,8-mal
Summe der Anleihenemissionen	4.546.000 \$	145.000.000 \$*
Marktwert der Aktienemissionen (Durchschnitt März 1932)	12.200.000 \$	116.000.000 \$
Barmittel	3.438.000 \$	50.300.000 \$
Nettoumlaufvermögen	3.494.000 \$	116.300.000 \$

* Einschließlich Aktien mit Dividendengarantie.

Beispiele I: Vergleich vom märz 1932

In diesem Vergleich weist die Anleihe von *Ward Baking* weitaus solideres Zahlenmaterial auf als die von *Bethlehem Steel*. Darüber hinaus scheint sie ausreichend gut besichert zu sein, um – trotz der hohen Rendite – ihre Anlagebonität zu rechtfertigen. Obwohl die qualitativen Faktoren nicht beeindruckend sind, lässt sich keine Gefahr eines Zusammenbruches des Unternehmens erkennen. Demzufolge können die Anleihen entweder als Erstkauf oder als ein vorteilhafter Ersatz für die 5s-Anleihe von *Bethlehem Steel* empfohlen werden.

Posten	<i>Spear & Co. (Einrichtungshaus) 7 % vorrangige Vorzugsaktie, Kurs 77 \$, Rendite 9,09 %</i>	<i>Republic Iron & Steel 7 % Vorzugsaktie, Kurs 112 \$, Rendite 6,25 %</i>
Zinsdeckungsrate und Deckungsrate der Vorzugsdividenden:		
1928	2,4-mal	1,9-mal
1927	4,0-mal	1,5-mal
1926	3,0-mal	2,1-mal
1925	2,5-mal	1,7-mal
1924	4,7-mal	1,1-mal
1923	6,5-mal	2,5-mal
1922	4,3-mal	0,5-mal

7-Jahres-Durchschnitt:	3,9-mal	1,6-mal
Summe der Anleihenemissionen	keine	32.700.000 \$
Summe vorrangiger Vorzugsaktien	3.900.000 \$	25.000.000 \$
Marktwert der jüngeren Emissionen	3.200.000 \$*	62.000.000
Nettoumlaufvermögen	10.460.000 \$	21.500.000 \$

* Einschließlich nachrangiger Vorzugsaktien mit einem geschätzten Wert von 50 \$.

Beispiel II: Vergleich vom März 1929

In diesem Vergleich zeigt die Anleihe von *Spear and Company* zweifelsohne bessere statistische Daten als die Vorzugsaktie von *Republic Iron and Steel*. Allein betrachtet sind die Zahlen jedoch nicht eindrucksvoll genug, um der Anleihe den Status einer Anlagebonität zu geben – angesichts der Art des Geschäfts und der Tatsache, dass es sich um eine Vorzugsaktie handelt. Der Kurs der Aktie war nicht niedrig genug, um sie als reinen spekulativen Kauf zu empfehlen, das heißt hauptsächlich aufgrund eines erwarteten Kursanstiegs. Dies bedeutet im Gegenzug, dass sie nicht durchweg als Tausch für einen anderen Wert empfohlen werden konnte wie die Vorzugsaktie von *Republic Iron and Steel*.

DER VERGLEICH VON EINDEUTIG ÄHNLICHEN WERTPAPIEREN – Wenn die untersuchten Wertpapiere eindeutig ähnlich sind, entsteht eine andere Situation. Ein Tausch kann dann rein vom Standpunkt der jeweiligen Vorzüge innerhalb der bestehenden Situation betrachtet werden; die Verantwortung für den Eintritt oder Verbleib in der Position braucht vom Analysten nicht getragen zu werden. In den vorherigen Kapiteln haben wir eine Reihe von Fällen betrachtet, in denen die jeweiligen Kurse deutlich aus dem Rahmen fielen und somit verlässliche Tauschempfehlungen erlaubten. Diese Abweichungen resultieren aus dem häufigen Versagen des Marktes, die Wirkung von Vertragsbestimmungen zu erkennen, und oft aus einer Tendenz von spekulativen Märkten, die Aufmerksamkeit auf Stammaktien zu konzentrieren und vorrangige Wertpapiere zu vernachlässigen. Beispiele des ersten Typs haben wir in unserer Erörterung zu Kursunterschieden bei Aktien mit Dividendengarantie in Kapitel 17 angeführt. Die Kursunterschiede zwischen verschiedenen Wertpapieren der *Interborough Rapid Transit Company* (siehe Anhang Anmerkung 56), zwischen den 5s-Anleihen von *Brooklyn Union Elevated Railroad* und den 6s-Anleihen der *Brooklyn Manhattan Transit Corporation* (siehe Kapitel 11) sind weitere Veranschaulichungen dieser Kategorie.⁴⁰⁰

Die unlogischen Kursbeziehungen zwischen einer vorrangigen Wandelanleihe und einer

Vorzugsaktie (siehe Kapitel 25) sind beispielhafte Gelegenheiten, die sich aus einer Konzentration spekulativer Interessen auf die aktiveren nachrangigen Wertpapiere ergeben. Eine andere Erscheinungsform der gleichen Tendenz zeigt sich an der im August 1933 aufgetretenen Kursdifferenz von sieben Punkten zwischen dem Kurs der »freien« Stammaktie der *American Water Works and Electric Company* und den weniger aktiven Stimmberechtigungsscheinen der gleichen Emission. Solche Phänomene fordern nicht nur zu einem direkten Tausch auf, sondern auch zu Absicherungsgeschäften. Ein ähnlicher Vergleich konnte im Juli 1933 gemacht werden zwischen den 5-Prozent-Vorzugsaktien (ohne Nachbezugsrecht) von *Southern Railway*, die keine Dividende zahlten und bei 49 Dollar notierten, und den Investmentzertifikaten von *Mobile and Ohio Stock Trust*, die eine Verpflichtung derselben Gesellschaft darstellten sowie die unbefristete Garantie einer 4-Prozent-Dividende trugen und gleichzeitig bei 39,75 Dollar notierten. Selbst wenn die Vorzugsdividende wieder aufgenommen und ohne Unterbrechung weitergezahlt worden wäre, wäre die Rendite hierauf nicht höher gewesen als die aus der vorrangigen festverzinslichen Obligation. (1939 stand die Vorzugsaktie von *Southern Railway*, immer noch ohne Dividende, bei 35 Dollar im Vergleich zu einem Kurs von 40 Dollar für die 4-Prozent-Zertifikate von *Mobile and Ohio*. Bei diesen Kursen lag der Vorteil immer noch deutlich aufseiten der Aktie mit Dividendengarantie).

WEITERE UND WENIGER ZUVERLÄSSIGE ABWEICHUNGEN – In den vorhergehenden Beispielen sind die Abweichungen mathematisch nachvollziehbar. Es gibt eine größere Klasse von Unterschieden zwischen vorrangigen und nachrangigen Wertpapieren, die nicht so eindeutig nachgewiesen werden können, für praktische Zwecke jedoch ausreichend sicher sind. Als Beispiel führen wir die 5s-Anleihen der *Colorado Industrial Company* an (fällig am 1. August 1934, besichert durch die *Colorado Fuel and Iron Company*), die im Mai 1933 bei 43 Dollar standen, wohingegen die 8-Prozent-Vorzugsaktien von *Colorado Fuel and Iron*, die keine Dividende zahlten, bei 45 Dollar notierten. Die Anleihenemission musste in einem Zeitraum von 14 Monaten voll ausbezahlt werden, sonst wäre die Vorzugsaktie aufgrund von Insolvenz einer vollständigen Löschung ausgesetzt gewesen. Damit sich die Vorzugsaktien als wertvoller erweisen konnten als die zum selben Zeitpunkt erworbenen Anleihen, wäre es nicht nur notwendig gewesen, dass die Anleihen im Zeitraum von etwas über einem Jahr zum Nennwert getilgt worden wären, sondern auch, dass die Vorzugsdividenden wieder aufgenommen und die Dividendenrückstände innerhalb dieser kurzen Zeit getilgt worden wären. Dies war nahezu, wenn nicht vollständig, unvorstellbar.

Beim Vergleich von nicht konvertierbaren Vorzugsaktien mit Stammaktien desselben Unternehmens stellen wir dieselbe Tendenz fest, dass Letztere relativ gesehen zu hoch notieren, wenn beide Emissionen eine spekulative Basis besitzen. Derartige Vergleiche

können jedoch nur dann mit Sicherheit vorgenommen werden, wenn die Vorzugsaktie kumulative Dividenden besitzt. (Der Grund für diese Einschränkung sollte aus unserer Erörterung aus Kapitel 15 über die Unzulänglichkeit von Wertpapieren ohne Nachbezugsrecht deutlich werden.) Ein Kurs von 10 Dollar für die Stammaktie der *American and Foreign Power Company* bei einem gleichzeitigen Kurs von 11 Dollar für die nachrangige kumulative 7-Dollar-Vorzugsaktie im April 1933 ist eindeutig nicht vertretbar. Eine ähnliche Bemerkung kann hinsichtlich des Kurses von 21,5 Dollar der Stammaktie der *Chicago Great Western Railroad Company* im Februar 1927 gemacht werden, gegenüber einem Kurs von 32,5 Dollar für die 4-Prozent-Vorzugsaktie, bei der sich Dividenden von 44 Dollar je Aktie angesammelt hatten.

Falls in derartigen Situationen ein besonderer Erfolg eintritt, können die Stammaktien schließlich deutlich mehr wert sein als die Vorzugsaktien. Doch selbst wenn dies der Fall ist, wird das Unternehmen bestimmt eine zwischenzeitliche Periode durchlaufen, in der die verbesserte Situation es erlaubt, Vorzugsdividenden wieder aufzunehmen und die aufgelaufenen Dividenden zu begleichen. Da solche Entwicklungen die Vorzugsaktien direkt begünstigen, wird dadurch voraussichtlich für die vorrangigen Wertpapiere (zumindest für einige Zeit) ein weitaus höherer Marktwert etabliert als für die Stammaktien. Demzufolge sollte man, unter der Annahme einer nennenswerten Kurssteigerung, mit einem Kauf einer Vorzugsaktie auf niedrigem Niveau besser abschneiden als mit dem Kauf einer Stammaktie.

UNTERSCHIEDE AUFGRUND BESONDERER ANGEBOTS- UND NACHFRAGEFAKTOREN – Die unlogischen Beziehungen, die wir untersucht haben, entstehen aus Angebots- und Nachfragesituationen, die wiederum das Ergebnis gedankenloser Spekulationskäufe sind. Gelegentlich werden Unterschiede durch spezielle und vorübergehende Gründe hervorgerufen, die Nachfrage oder Angebot beeinflussen.

Beispiele: Bei der unstimmigen Beziehung zwischen den Kursen der 5s- und 7s-Anleihen der *Interboro Rapid Transit Company* im Jahr 1933 waren die Aktivitäten eines gewichtigen Tilgungsfonds, der die 5s-Anleihen und nicht die 7s kaufte, zweifelsohne für den unverhältnismäßigen Kursanstieg der Ersteren förderlich. Ein hervorstechendes Beispiel dieser Art liefert das Marktverhalten der 4,25s von *United States Liberty* während der Nachkriegskorrektur von 1921 bis 1922. Während des Krieges waren aus patriotischen Gründen große Mengen dieser Anleihen mithilfe von Bankdarlehen gekauft worden. Ein allgemeines Verlangen, diese Darlehen später zu liquidieren, führte zu einem hohen Verkaufsvolumen, wodurch der Kurs gedrückt wurde. Dieser besondere Verkaufsdruck hatte tatsächlich zur Folge, dass sich für die *Liberty*-Anleihen ein niedrigeres Kursniveau etablierte als für hochwertige Eisenbahntitel, die freilich eine geringere Sicherheit und einen größeren Nachteil bei der Besteuerung hatten. Man vergleiche die nachfolgenden zeitgleichen

Kurse im September 1920.

Emission	Kurs (in \$)	Rendite (in %)
<i>United States Liberty Fourth 4,25s</i> , fällig 1938	84,5	5,64
<i>Union Pacific First 4s</i> , fällig 1947	80	5,42

Diese Situation bot dem Wertpapieranalysten eine ausgezeichnete Gelegenheit, eine Empfehlung zum Austausch alteingeführter Eisenbahntitel gegen die *Liberty*-Anleihen zu geben.

Ein weniger bemerkenswerter Unterschied trat etwas später auf zwischen dem Kurs dieser *Liberty*-Anleihen und den 4,75-Prozent-Anleihen von *United States Victory*, Fälligkeit 1923. Diese Angelegenheit wird in einem Rundschreiben untersucht, das von einem der Autoren verfasst und zu diesem Zeitpunkt veröffentlicht wurde. Eine Kopie findet sich im Anhang, Anmerkung 68, als ein weiteres Beispiel »praktischer Wertpapieranalyse«.

US-STAASTANLEIHEN BIETEN ÄHNLICHE GELEGENHEITEN – Der Unterschied zwischen US-Staatsanleihen und Unternehmensanleihen ist für den Anleger mit bescheidenen finanziellen Mitteln in den letzten Jahren wieder aufgetreten. Die Rendite von US-Staatsanleihen (erhältlich für jede Person bis zu einem Anlagebetrag von 10.000 Dollar p.a.) beträgt 2,90 Prozent auf Zinseszinsbasis und 3,33 Prozent bei einfacher Verzinsung. Diese Rendite übertrifft auf jeden Fall jene von öffentlichen Versorgungs- und Industrieunternehmen mit höchster Anlagebonität.⁴⁰¹ Zusätzlich zu ihrer Sicherheit, die derzeit höher ist als bei jeder Unternehmensanleihe, besitzen US-Staatsanleihen den kleinen Vorteil der Ausnahme von regulärer Einkommensteuer und den großen Vorteil, *nach Wahl des Inhabers* jederzeit einlösbar zu sein und ihn somit gegen einen zwischenzeitlichen Verlust des Marktwertes abzusichern.

KAPITEL 52

MARKT- UND WERTPAPIERANALYSE

Kursprognosen von Wertpapieren gehören genau genommen nicht zur Wertpapieranalyse. Die beiden Aktivitäten sind jedoch nah verwandt und werden häufig von denselben Personen beziehungsweise Firmen durchgeführt. Bemühungen, den Verlauf von Kursen vorherzusagen, liegen unterschiedliche Absichten und noch unterschiedlichere Methoden zugrunde. Die größte Betonung der Wall Street liegt auf der Wissenschaft (beziehungsweise der Kunst oder dem Zeitvertreib), die direkte Reaktion des »allgemeinen Marktes« vorherzusagen, was sich in den verschiedenen Durchschnittsmaßen in der Finanzpresse widerspiegelt. Einige Experten beschränken ihre Zielsetzung auf die Prognose der langfristigen Marktentwicklung mit der Behauptung, tägliche Schwankungen zu ignorieren und die breiteren »Schwingungen« einer Periode von etwa einigen Monaten zu betrachten. Darüber hinaus findet auch die Kursprognose von einzelnen Titeln (im Unterschied zum Markt insgesamt) große Aufmerksamkeit.

MARKTANALYSE ALS ERSATZ ODER ANHÄNGSEL DER WERTPAPIERANALYSE – Unter der Annahme, dass diese Aktivitäten mit ausreichender Ernsthaftigkeit betrieben werden, um mehr als bloße Schätzungen darzustellen, bezeichnen wir alle oder einzelne Aktivitäten als »Marktanalyse.« In diesem Kapitel erörtern wir, in welchem Ausmaß die Marktanalyse als ernst zu nehmender Ersatz oder Ergänzung zur Wertpapieranalyse angesehen werden kann. Diese Fragestellung ist bedeutsam. Falls man, wie viele glauben, die Bewegungen von Aktienkursen ohne Bezug auf ihre zugrunde liegenden Werte zuverlässig voraussagen kann, wäre es sinnvoll, die Wertpapieranalyse allein auf die Auswahl von Investitionen mit festen Rückflüssen zu beschränken. Denn im Hinblick auf Stammaktien wäre es dann offenbar rentabler, die Technik des optimalen Kauf- und Verkaufszeitpunkts zu beherrschen oder die Aktien mit dem schnellsten und größten Anstieg auszuwählen, anstatt die mühevollen Arbeit auf sich zu nehmen, Schlussfolgerungen über ihren inneren Wert zu ziehen. Viele Leute glauben, dass die besten Ergebnisse durch die Analyse der Marktposition einer Aktie in Verbindung mit einer Analyse ihres inneren Wertes erzielt werden können. Falls dies zutrifft, muss sich der Wertpapieranalyst, der sich aus dem Gebiet der Investitionen mit festen

Rückflüssen wagt, auch als Marktanalyst eignen und bereit sein, jede einzelne Situation von beiden Seiten gleichzeitig zu betrachten.

Es liegt nicht in unserem Zuständigkeitsbereich, den Versuch einer detaillierten Kritik der Theorien und Techniken zu unternehmen, die den verschiedenen Methoden der Marktanalyse zugrunde liegen. Wir beschränken uns auf die Betrachtung der allgemeineren Argumente, die mit den hauptsächlichen Voraussetzungen der Kursprognose einhergehen. Selbst mit dieser oberflächlichen Betrachtung sollte es möglich sein, einige nützliche Schlussfolgerungen über die verblüffende Beziehung zwischen Markt- und Wertpapieranalyse zu ziehen.

ZWEI ARTEN DER MARKTANALYSE – Es können zwei Arten der Marktanalyse unterschieden werden. Die erste verwendet bei der Vorhersage ausschließlich Datenmaterial aus der Vergangenheit des Aktienmarktes. Bei der zweiten werden alle Arten von ökonomischen Faktoren betrachtet, zum Beispiel allgemeine und spezifische Konjunkturbedingungen, Geldkurse und politische Perspektiven. (Das Marktverhalten ist an sich nur eines dieser zahlreichen Untersuchungselemente.) Die zugrunde liegende Theorie des ersten Ansatzes kann in der Aussage zusammengefasst werden, dass »der Markt selbst seine beste Prognose ist«. Das Marktverhalten wird normalerweise mithilfe von Charts untersucht, welche die Verläufe von einzelnen Aktien oder von »Durchschnitten« zeigen. Analysten, die sich in erster Linie der Untersuchung dieser Kursbewegungen widmen, heißen auch »Chartanalysten« und ihre Arbeit wird oft als »Chartanalyse« bezeichnet.

Es soll jedoch darauf hingewiesen werden, dass ein Großteil der Marktanalyse heutzutage eine Kombination der beiden beschriebenen Analysen darstellt in dem Sinne, dass das Marktverhalten allein der vorherrschende, aber nicht der ausschließliche Untersuchungsbereich ist. Konjunkturelle Indikatoren spielen eine untergeordnete, aber nach wie vor bedeutsame Rolle. Für individuelle Beurteilungen besteht daher ein beträchtlicher Spielraum – nicht nur in der Auslegung der technischen Anzeichen des Marktverhaltens, sondern auch in der Zusammenführung solcher Anzeichen mit außenstehenden Faktoren. Die »Dow-Theorie«, die bekannteste Methode der Marktanalyse, beschränkt sich im Wesentlichen auf eine Untersuchung des Marktverhaltens. Daher betrachten wir es als berechtigt, die Chartanalyse als gesonderte Technik ausschließlich für Aktienkurse anzusehen.

AUSWIRKUNGEN DES ERSTEN TYPUS DER MARKTANALYSE – Es muss anerkannt werden, dass die Popularität einer derartigen »technischen Analyse« in den letzten 15 Jahren extrem gestiegen ist. Während die Wertpapieranalyse seit etwa 1927 deutlich an Prestige verloren hat (und sich davon noch nicht vollständig erholt hat), erfreut sich die Chartanalyse immer größerer Beliebtheit bei ihren Anhängern, sogar während der langen Depression und in den Folgejahren. Es stimmt zwar, dass viele Skeptiker die gesamte Methodik analog zu

Astrologie oder Geisterbeschwörung ansehen, doch die bloße Bedeutung ihrer Wichtigkeit an der Wall Street erfordert, dass ihre Anmaßungen mit gewisser Sorgfalt untersucht werden. Um unsere Erörterung im Rahmen einer logischen Gedankenführung zu belassen, verzichten wir absichtlich auf eine Kurzfassung der Hauptsätze der Chartanalyse.⁴⁰² Wir betrachten nur die Auswirkungen der allgemeinen Vorstellung, dass eine auf vergangene Kursbewegungen beschränkte Untersuchung in gewinnbringender Weise nützlich sein kann, um zukünftige Kursbewegungen zu prognostizieren.

Diese Erwägungen sollten unserer Ansicht nach zu folgenden Schlussfolgerungen führen:

- Die Chartanalyse stellt unmöglich eine Wissenschaft dar.
- Sie hat sich in der Vergangenheit nicht als zuverlässige Methode erwiesen, Gewinne am Aktienmarkt zu erzielen.
- Ihre theoretische Basis beruht auf fehlerhafter Logik oder auf bloßen Behauptungen.
- Ihre Popularität beruht auf gewissen Vorteilen gegenüber willkürlicher Spekulation; diese Vorteile verschwinden jedoch mit der Zunahme der Anzahl der Chartanalysten.
- *Die Chartanalyse ist keine Wissenschaft und ihre Durchführung kann nicht dauerhaft erfolgreich sein* : Dass die Chartanalyse keine Wissenschaft ist, kann deutlich aufgezeigt werden. Wäre dies der Fall, wären ihre Schlussfolgerungen ein verlässliches Gesetz. In diesem Fall könnte jeder die Kursveränderungen des nächsten Tages oder der nächsten Woche vorhersagen und durch die Bestimmung des optimalen Kauf- und Verkaufszeitpunktes dauerhaft Gewinne erzielen. Dies ist offensichtlich unmöglich. Eine kurze Überlegung zeigt, dass es so etwas wie ein wissenschaftliches Vorhersagen von wirtschaftlichen Ereignissen unter menschlichem Einfluss nicht geben kann. Die bloße »Zuverlässigkeit« einer solchen Vorhersage verursacht menschliche Aktionen, die diese wiederum aufheben. Daher bekennen umsichtige Chartanalysten, dass ein dauerhafter Erfolg davon abhängt, erfolgreiche Methoden nur wenigen Personen zugänglich zu machen.
- *Daraus folgt, dass es keine allgemein bekannte Methode der Chartanalyse gibt, die über einen längeren Zeitraum erfolgreich war.*⁴⁰³ Andernfalls würde sie in kurzer Zeit von zahlreichen Händlern übernommen werden und ihre Nützlichkeit würde verschwinden.
- *Die theoretische Basis ist anfechtbar*: Die theoretische Basis der Chartanalyse lautet etwa wie folgt:
 - A) Die Bewegungen des Marktes (oder einer bestimmten Aktie) spiegeln die Aktivitäten und die Einstellungen der Beteiligten wider.
 - B) Durch eine Untersuchung der Aufzeichnungen der Marktbewegungen kann daher

die nächste Marktbewegung vorausgesagt werden.

Die Annahme kann durchaus zutreffen, doch daraus folgt nicht notwendigerweise die Schlussfolgerung. Man kann durch die Chartanalyse einer Aktie eine Menge über ihre technische Lage erfahren und doch nicht *genug*, um daraus Kapital zu schlagen. Eine passende Analogie stellen die »vergangenen Leistungen« von Rennpferden dar, die von Anhängern des Pferderennsports so beharrlich studiert werden. Zweifellos liefern diese Charts umfangreiche Informationen bezüglich der jeweiligen Vorteile der Teilnehmer; oft befähigen sie den Leser, den Gewinner eines Rennens auszuwählen; das Problem ist jedoch, dass sie diese wertvolle Information nicht *oft genug* liefern, um Pferdewetten zu einem lukrativen Zeitvertreib zu machen. Wenn wir wieder näher auf das eigentliche Thema kommen, können wir feststellen, dass wir eine ähnliche Situation bei der Wertpapieranalyse haben. Die vergangenen Gewinne eines Unternehmens liefern einen nützlichen, jedoch nicht unfehlbaren Hinweis auf seine zukünftigen Gewinne. Wertpapier- und Marktanalyse sind sich darin ähnlich, dass sie sich mit Daten befassen, die hinsichtlich der Zukunft nicht eindeutig sind. Der Unterschied ist, wie wir aufzeigen werden, dass sich der Wertpapieranalyst durch einen *Sicherheitsspielraum* absichern kann, der dem Marktanalysten nicht zur Verfügung steht. Ohne Zweifel gibt es Zeiten, in denen das Marktverhalten (so wie die Charts es abbilden) eine bestimmte und glaubwürdige Bedeutung für diejenigen hat, die erfahren in seiner Interpretation sind. Wenn das Vertrauen auf Chartaussagen auf solche überzeugenden Fälle beschränkt wäre, könnte ein positiveres Argument zugunsten »technischer Analysen« vorgebracht werden. Doch solche präzisen Signale scheinen nur in großen Intervallen aufzutreten. Dazwischen ist der Chartanalyst durch menschliche Ungeduld und das Erfordernis seines Berufs angetrieben, häufig Schlüsse aus weniger überzeugenden Daten zu ziehen.

- *Weitere theoretische und praktische Schwächen:* Die Chartanalyse ist für den Aktienhändler etwa so anziehend wie ein Allheilmittel für einen unheilbaren Kranken. Der Aktienspekulant leidet in der Tat an einer nahezu unheilbaren Krankheit. Das Heilmittel, das er sucht, ist nicht die Abstinenz von der Spekulation, sondern Gewinne. Trotz aller Erfahrung redet er sich ein, dass diese erzielt und gehalten werden können; er greift gierig und unkritisch nach jedem plausiblen Mittel zu diesem Zweck. Die Glaubwürdigkeit von Chartanalysen entsteht nach unserer Ansicht größtenteils durch ihr Beharren auf dem intakten Grundsatz des Glücksspiels, dass Verluste begrenzt und Gewinne laufen gelassen werden sollten. Dieses Prinzip verhindert normalerweise unvermutete große Verluste und zeitweilig können große Gewinne erzielt werden. Dadurch kann scheinbar ein besseres Ergebnis erzielt

werden als durch die willkürliche Verfolgung von »Markttipps«. Händler, die diesen Vorteil wahrnehmen, sind sicher, dass sie durch Weiterentwicklung der Chartanalysetechnik deren Zuverlässigkeit erhöhen, sodass diese ihnen dauerhafte Gewinne garantiert. In dieser Schlussfolgerung lauert jedoch ein doppelter Trugschluss. Viele Roulettespieler folgen ähnlichen Systemen, die ihre Verluste bei jeder Runde begrenzen und ihnen von Zeit zu Zeit beträchtliche Gewinne erlauben. Am Ende stellen sie jedoch fest, dass die kumulierten kleinen Verluste die wenigen großen Gewinne übersteigen. (Dies muss der Fall sein, da ihre mathematischen Gewinnchancen langfristig kompromisslos gering sind.) Das Gleiche trifft für den Aktienhändler zu, der feststellt, dass die Transaktionsgebühren äußerst negativ ins Gewicht fallen. Eine weitere Schwierigkeit besteht darin, dass sich die Verlustbeträge aus unrentablen Transaktionen erhöhen und die Gewinne sich verringern, wenn Methoden der Chartanalyse an Popularität gewinnen. Denn wenn immer mehr Personen, die demselben System folgen, zum etwa gleichen Zeitpunkt ein Kaufsignal erhalten, muss dieses Konkurrenzkaufen darauf hinauslaufen, dass die Gruppe einen höheren Durchschnittspreis bezahlt. Wenn diese größere Gruppe umgekehrt zum gleichen Zeitpunkt verkauft, entweder um einen Verlust zu begrenzen oder um einen Gewinn zu sichern, ist der Effekt ein niedrigerer Durchschnittspreis. (Durch den Anstieg der Verwendung von »Stop-Loss-Orders«, was früher ein hilfreiches technisches Instrument des Traders war, ist der Wert dieser Sicherheitsmaßnahme in hohem Maße beeinträchtigt worden.) Wir glauben, dass intelligentere Chartanalysten diese theoretischen Schwächen erkennen und die Marktprognose als eine *Kunst* ansehen, die Talent, Beurteilungsvermögen, Intuition und andere persönliche Qualitäten erfordert. Sie erkennen, dass keine allgemeingültigen Regeln aufgestellt werden können, die automatisch zum Erfolg führen. Daher geht die weitverbreitete Tendenz der Wall Street hin zu einem zusammengesetzten oder vielseitigen Ansatz, bei dem eine sehr gründliche Untersuchung der Marktpformance auf die allgemeine Konjunktursituation projiziert und insgesamt einer Expertenbegutachtung unterworfen wird.

DIE ZWEITE ART SCHEMATISCHER PROGNOSE – Bevor wir uns der Bedeutung dieser Begutachtung zuwenden, möchten wir eine andere Art schematischer Prognose untersuchen, die auf marktexogenen Faktoren basiert. Was den allgemeinen Markt anbetrifft, ist es üblich, Indizes zu bilden, die verschiedene ökonomische Faktoren repräsentieren (zum Beispiel Geldkurse, Waggonladungen, Stahlproduktion), und bevorstehende Änderungen des Marktes aus der Beobachtung kürzlich erfolgter Veränderungen dieser Indizes herzuleiten.⁴⁰⁴ Eine der frühesten (und sehr einfachen) Methoden dieser Art basierte auf dem Prozentsatz von im

Betrieb befindlichen Hochöfen.

Diese Theorie wurde von Col. Leonard P. Ayres von der *Cleveland Trust Company* entwickelt und besagte, dass Wertpapierkurse gewöhnlich einen Tiefstand erreichten, wenn die Anzahl im Betrieb befindlicher Hochöfen um 60 Prozent sank, und umgekehrt einen Höchststand erreichten, wenn im Betrieb befindliche Hochöfen im danach erfolgten Aufschwung die 60-Prozent-Marke überstiegen.⁴⁰⁵ Eine begleitende Theorie von Colonel Ayres war, dass Anleihenkurse ihren Höchststand etwa 14 Monate nach dem Tiefpunkt der Roheisenproduktion erreichen und Aktienkurse nach etwa 24 Monaten.⁴⁰⁶

Diese einfache Methode ist für alle schematischen Prognosen insofern repräsentativ, als sie (1) auf Basis einer *A-priori*-Schlussfolgerung wenig *plausibel* erscheint und (2) in ihrer *Überzeugungskraft* auf dem Umstand beruht, für einige Jahre in der Vergangenheit »funktioniert« zu haben. Die unvermeidliche Schwäche all dieser Systeme liegt im Zeitelement. So ist es zum Beispiel leicht und ungefährlich, vorauszusagen, dass eine Periode hoher Zinsen zu einem starken Marktrückgang führen wird. Doch die Frage »In welchem Zeitraum?« kann nicht wissenschaftlich beantwortet werden. Viele Prognoseinstitute sind daher zu einer Art Pseudo-Wissenschaft angetrieben und halten es für selbstverständlich, dass gewisse Zeitverzögerungen oder ein bestimmtes Zusammentreffen von Umständen, das in der Vergangenheit zufällig einige Male aufgetreten ist (beziehungsweise durch Ausprobieren mühselig ausgearbeitet wurde), zukünftig in gleicher Weise auftreten können.

Grob gesagt unterliegt daher der Versuch, Wertpapierkursveränderungen unter Bezugnahme auf schematische Indizes vorherzusagen, den gleichen Einwänden wie die Methoden der Chartanalysten. Sie sind nicht wirklich wissenschaftlich, da ihnen keine schlüssige Argumentation zugrunde liegt. Darüber hinaus stellen reelle wissenschaftliche, das heißt vollkommen verlässliche Prognosen im Bereich der Wirtschaft eine logische Unmöglichkeit dar.

NACHTEILE DER MARKTANALYSE IM VERGLEICH ZUR WERTPAPIERANALYSE – Wir kehren daher zu unserer früheren Feststellung zurück, dass die Marktanalyse eine Kunst ist, die eines besonderen Talents bedarf, um erfolgreich betrieben zu werden. Die Wertpapieranalyse ist ebenso eine Kunst; und auch sie wird nur dann zufriedenstellende Ergebnisse hervorbringen, wenn der Analyst außer seiner Befähigung auch Kenntnisse besitzt. Doch wir sind der Meinung, dass die Wertpapieranalyse gegenüber der Marktanalyse diverse Vorteile hat und sie für intelligente und gut ausgebildete Analysten deshalb ein erfolgreicherer Betätigungsfeld darstellt. Bei der Wertpapieranalyse liegt die wesentliche Betonung auf einer Absicherung gegen widrige Ereignisse. Diesen Schutz erreichen wir durch Sicherheitsspielräume beziehungsweise bei Werten, die deutlich über dem gezahlten Preis liegen. Falls sich die Aktie dann weniger positiv entwickelt, kann sich ihr Kauf immer noch als zufriedenstellend

herausstellen. Bei der Marktanalyse gibt es keine Sicherheitsspielräume; entweder liegt man falsch oder richtig und bei Ersterem verliert man Geld.⁴⁰⁷

Die Grundregel des Marktanalysten, dass Verluste begrenzt und Gewinne abgesichert werden sollten (durch Verkauf bei einem beginnenden Marktrückgang), geht in Richtung aktiven Handelns. Hierin erweisen sich die Transaktionskosten im Gesamtergebnis als ein erheblicher widriger Faktor. Die aufgrund einer Wertpapieranalyse getätigten Käufe sind gewöhnlich langfristig orientiert und werden nicht aktiv gehandelt.

Ein dritter Nachteil der Marktanalyse ist, dass sie im Wesentlichen einen geistigen Wettstreit beinhaltet. Gewinne, die durch aktives Trading erzielt werden, entstehen größtenteils auf Kosten derer, die das Gleiche versuchen. Der Trader bevorzugt im Grunde genommen die aktiveren Wertpapiere und deren Kursveränderungen sind das Ergebnis von Aktivitäten von zahlreichen Händlern wie ihm selbst. Der Marktanalyst kann nur auf Erfolg hoffen, wenn er annimmt, dass er cleverer ist oder mehr Glück hat als seine Mitstreiter.

Dagegen steht der Wertpapieranalyst mit seiner Tätigkeit keinesfalls im Wettbewerb zu anderen Analysten. Im typischen Fall wird die Aktie, die er zum Kauf auswählt, nicht von jemandem verkauft, der eine ähnlich akribische Analyse ihres Wertes vorgenommen hat. Wir möchten betonen, dass der Wertpapieranalyst eine weitaus größere Liste von Wertpapieren untersucht als der Marktanalyst. Aus dieser umfangreichen Liste wählt er die außergewöhnlichen Titel aus, bei denen der Marktpreis den inneren Wert deutlich unterschreitet – entweder aufgrund von Desinteresse des Marktes oder aufgrund einer unangemessenen Gewichtung ungünstiger Faktoren, die vermutlich nur vorübergehend sind.

Die Marktanalyse scheint einfacher zu sein als die Wertpapieranalyse und sie führt zu schnelleren Resultaten. Aus diesen Gründen erweist sie sich vermutlich langfristig als enttäuschender. Es gibt keine verlässlichen Wege, schnell und leicht Geld zu verdienen, weder an der Wall Street noch anderswo.

PROGNOSEN, DIE AUF KURZFRISTIGEN AUSSICHTEN BASIEREN – Ein Großteil der aus dem Bankenviertel kommenden Analysen und Ratschläge stützt sich auf kurzfristige Erwartungen im Hinblick auf das betrachtete Unternehmen. Es wird angenommen, dass bei einer Aussicht auf steigende Gewinne die Aktie gekauft werden sollte in der Erwartung eines Kursanstiegs bei Bekanntmachung der Gewinne. In dieser Argumentation können Markt- und Wertpapieranalyse übereinstimmen. Die Marktaussichten entsprechen dann den Unternehmensaussichten.

Doch nach unserer Ansicht führt die Theorie, Aktien hauptsächlich auf Basis ihrer kurzfristigen Entwicklung zu kaufen, zu einer Vereinfachung der Auswahl spekulativer Aktien. Ihre Schwäche liegt darin, dass allgemeine Ansichten über zukünftige Entwicklungen bereits

im aktuellen Kurs berücksichtigt sind. Und in vielen Fällen wurde den Entwicklungen *mehr* als die notwendige Beachtung geschenkt. Wenn eine Aktie aufgrund einer Gewinnerhöhung im nächsten Jahr empfohlen wird, beinhaltet dies eine zweifache Gefahr. Erstens kann sich die Gewinnprognose als unrichtig herausstellen; zweitens ist es selbst bei einer korrekten Prognose möglich, dass der aktuelle Kurs entsprechend beziehungsweise stärker gesunken ist.

Falls die Märkte generell nur die Gewinne des laufenden Jahres widerspiegeln, wäre eine reelle Schätzung der Gewinne des nächsten Jahres von unschätzbarem Wert. Diese Annahme ist jedoch fehlerhaft. Unsere Tabelle auf Seite 756 f. zeigt sowohl die jährlichen Gewinne je Stammaktie der *United States Steel Corporation* als auch die Kursspanne der Aktie im Zeitraum 1902 bis 1939. Abgesehen von den Jahren 1928 bis 1933 (in denen zyklische Veränderungen so stark waren, dass sie zwangsläufig entsprechende Aktienkursveränderungen hervorriefen), ist es schwierig, eine eindeutige Korrelation zwischen den Fluktuationen von Gewinnen und Kursnotierungen festzustellen.

Im Anhang (Anmerkung 70) finden sich aussagekräftige Auszüge aus einer Analyse und eine Kaufempfehlung für zwei Stammaktien, die von einem bedeutenden statistischen und beratenden Institut in der zweiten Jahreshälfte 1933 vorgenommen wurden. Die Empfehlungen scheinen größtenteils auf dem kurzfristigen Ausblick für das Jahr 1934 zu basieren. Für eine Bestimmung des fairen Werts des Unternehmens und dessen Vergleich mit dem aktuellen Kurs gibt es keinen Hinweis. Eine gründliche statistische Analyse würde aufzeigen, dass die zum Verkauf empfohlene Aktie allein aufgrund der unmittelbaren ungünstigen Aussichten unter ihrem inneren Wert notierte. Das Gegenteil traf für die aufgrund ihres zufriedenstellenden Ausblicks zum Halten empfohlene Stammaktie zu.

Wir betrachten die Fähigkeit des Analysten, das Marktverhalten von einzelnen Aktien für die nähere Zukunft mit einem ausreichenden Grad an Erfolg vorherzusagen, mit Skepsis. Dabei spielt es keine Rolle, ob seine Vorhersagen auf der technischen Lage des Marktes, den allgemeinen Aussichten einer Branche oder auf den spezifischen Aussichten einzelner Unternehmen basieren. Unserer Ansicht nach können bessere Ergebnisse erzielt werden, wenn die positiven Schlussfolgerungen des Analysten auf folgende Untersuchungsbereiche beschränkt werden:

- Die Auswahl von vorrangigen Standardwertpapieren, die genaue Sicherheitstests bestehen
- Die Aufdeckung von vorrangigen Wertpapieren, die Anlagebonität, jedoch auch Aussichten auf eine angemessene Kurssteigerung haben
- Das Auffinden von Stammaktien oder spekulativen vorrangigen Wertpapieren, die deutlich unter ihrem inneren Wert notieren

- Die Bestimmung von eindeutigen Kursunterschieden zwischen ähnlichen Wertpapieren, um gegebenenfalls einen Austausch beziehungsweise Hedging- oder Arbitragegeschäfte vorzunehmen

ZUSAMMENFASSUNG UNSERER ANSICHTEN ZU ANLAGESTRATEGIEN

Wenn wir letztendlich unsere Aufmerksamkeit vom Analysten auf den Wertpapierbesitzer lenken, möchten wir kurz formulieren, was er unserer Ansicht nach vernünftigerweise unternehmen und unterlassen sollte. Die nachfolgende Zusammenfassung berücksichtigt verschiedene Kategorien von Anlegern.

DER KLEINANLEGER MIT BESCHEIDENEN FINANZIELLEN MITTELN

- *Kapitalanlage als Einkommen. Unter den gegenwärtigen Bedingungen findet sich in seinem Fall die einzig sinnvolle sichere und wachstumsorientierte Kapitalanlage bei US-Staatsanleihen.* Andere gute Anlagen erbringen, falls überhaupt, wenig mehr und sie bieten keinen gleichwertigen Schutz gegen endgültige und zwischenzeitliche Verluste. Anleihen ohne Wandelrecht und Vorzugsaktien mit angeblich höheren Renditen beinhalten nahezu mit Sicherheit ein nennenswertes Risiko. Die unterschiedlichen Arten von »Sparplänen« und ähnliche von Maklern angebotene Wertpapiere sind voller Tücken; der Anleger, der sich aufgrund ihrer Versprechen auf großzügige Renditen dazu überreden lässt, solche Wertpapiere US-Sparbriefen vorzuziehen, wird seine Wahl sehr wahrscheinlich bereuen.

Jahr	Gewinn je Aktie	Kursspanne		
		Hoch	Tief	Durchschnitt
1901	9,1	55	24	40
1902	10,7	47	30	39
1903	4,9	40	10	25
1904	1,0	34	8	21
1905	8,5	43	25	34
1906	14,3	50	33	42
1907	15,6	50	22	36

1908	4,1	59	26	48
1909	10,6	95	41	68
1910	12,2	91	61	76
1911	5,9	82	50	66
1912	5,7	81	58	70
1913	11,0	69	50	60
1914	-0,3	67	48	58
1915	10,0	90	38	64
1916	48,5	130	80	105
1917	39,2	137	80	109
1918	22,1	117	-87	102
1919	10,1	116	88	102
1920	16,6	109	76	93
1921	2,2	87	70	79
1922	2,8	112	82	97
1923	16,4	110	86	98
1924	11,8	121	94	108
1925	12,9	139	112	126
1926	18,0	161	117	139
1927*	12,3	246	155	201
1927**	8,8	176	111	144
1928	12,5	173	132	153
1929	21,2	262	150	206
1930	9,1	199	134	167
1931	-1,4	152	36	99
1932	-11,1	53	21	37
1933	-7,1	68	23	46
1934	-5,4	60	29	45
1935	-2,8	51	28	40

1936	2,9	80	46	63
1937	8,0	127	49	88
1938	-3,8	71	38	55
1939	1,84	83	41	62

* Vor 40 %-Aktiendividende.

** Nach 40 %-Aktiendividende.

Stammaktien von United States Steel, 1901–1939 (in \$)

– *Kapitalanlage zur Gewinnerzielung – sowohl für den Klein- als auch den Großanleger gibt es vier Ansätze:*

1. Der Kauf von repräsentativen Stammaktien, wenn das Marktniveau nach objektiven, langfristigen Standards beurteilt deutlich niedrig ist. Diese Strategie erfordert Geduld und Mut und ist keinesfalls frei von möglichen schwerwiegenden Fehleinschätzungen. Wir glauben, dass diese Strategie über einen langen Zeitraum gute Ergebnisse erzielt.
2. Der Kauf von einzelnen Aktien mit besonderen Wachstumsmöglichkeiten, wenn sie im Verhältnis zur tatsächlichen Leistung zu vernünftigen Kursen erworben werden können. Wenn ein Wachstum *allgemein* erwartet wird, ist der Kurs selten angemessen. Falls der Erwerb des Wertpapiers auf dem Vertrauen in ein zukünftiges Wachstums basiert, welches das Börsenpublikum nicht teilt, kann die Transaktion vernünftig und rentabel sein; ebenso kann sie auch abwegig und verlustreich sein.
3. Der Kauf von ausreichend besicherten bevorrechtigten vorrangigen Emissionen. Die Kombination eines geeigneten Wertpapiers mit einem vielversprechenden Wandelrecht oder Ähnlichem ist ein seltenes, jedoch keinesfalls unbekanntes Phänomen. Eine sorgfältige Auswahlstrategie in diesem Bereich sollte gute Ergebnisse erzielen, vorausgesetzt, der Anleger hat die notwendige Geduld und Hartnäckigkeit, um solche Gelegenheiten zu finden.
4. Der Kauf von Wertpapieren, die weit unter ihrem inneren Wert notieren. Der innere Wert berücksichtigt nicht nur vergangene Gewinne und liquide Vermögenswerte, sondern auch die zukünftige Ertragskraft (konservativ geschätzt), das heißt sowohl die qualitativen als auch die quantitativen Elemente. Da ein großer Prozentsatz *aller* Emissionen heutzutage recht unpopulär ist, nehmen wir an, dass es viele

Fälle geben muss, in denen der Markt deutlich und grob abweicht und somit wirkliche Gelegenheiten für den Analysten schafft. Solche können bei Anleihen, Vorzugs- und Stammaktien gefunden werden. Unserer Ansicht nach liegt die Suche nach und das Erkennen von derartigen Wertpapieren nicht außerhalb der Kompetenz eines Kleinanlegers, der die Wertpapieranalyse in einem nicht professionellen Rahmen durchführen möchte. Er benötigt dazu jedoch zweifelsohne überdurchschnittliche Intelligenz und Übung. Es sollte jedoch die Regel sein, dass der private Anleger seine Ideen einem professionellen Analysten vorlegt, zum Beispiel dem Statistiker einer Bank an der New York Stock Exchange. Sicherlich ist Bescheidenheit nicht unvereinbar mit Zuversicht; und die Überlegung klingt logisch, dass eine Person, sofern sie nicht qualifiziert ist, andere professionell zu beraten, sich auch nicht ohne Hilfe selbst etwas verordnen sollte.

– *Spekulation.* Selbstverständlich ist der Kleinanleger dazu berechtigt, seine Rolle zu wechseln und als Spekulant zu agieren. (Ebenso kann er diesen Schritt hinterher bereuen.) Es gibt unterschiedliche Arten der Spekulation mit verschiedenen Erfolgchancen:

1. Der Kauf von Aktien neuer oder relativ neuer Unternehmen. Dies können wir ohne Zögern und mit Entschiedenheit verwerfen. Die Chancen stehen für den Käufer so ungünstig, dass er ebenso drei Viertel des Geldes aus dem Fenster werfen und den Rest auf die Bank bringen kann.
2. Aktives Trading. Für die Wall Street als Institution ist es günstig, dass eine Minderheit von Personen erfolgreich handeln kann und viele andere denken, dass sie es könnten. Nach allgemeiner Ansicht ist der Aktienhandel eine Betätigung wie jede andere, das heißt, mit Intelligenz und Fleiß beziehungsweise mit professioneller Hilfestellung können Gewinne erzielt werden. Unsere Ansicht ist skeptisch, wenn nicht sogar voreingenommen. Ungeachtet der Vorbereitung und Vorgehensweise ist der Erfolg beim aktiven Trading entweder zufällig und nicht dauerhaft oder andernfalls auf ein ungewöhnlich großes Talent zurückzuführen. Daher ist die unüberschaubare Mehrheit von Aktienhändlern unausweichlich zum Scheitern verurteilt. Wir erwarten von dieser Schlussfolgerung nicht, dass sie einen großen Effekt auf das Börsenpublikum hat. (Man beachte unsere grundsätzliche Unterscheidung zwischen dem Kauf von Aktien auf einem objektiv niedrigen Niveau und dem Verkauf auf hohem Niveau – was wir als Kapitalanlage bezeichnen – und der beliebten Praxis, nur bei »erwarteten« Kurssteigerungen zu kaufen und bei einem »fälligen« Rückgang zu verkaufen – was wir Spekulation nennen.)

3. Der Kauf von »Wachstumsaktien« zu günstigen Kursen. Wenn wir dies »Spekulation« nennen, widersprechen wir den meisten herrschenden Ansichten. Aus den bereits zuvor genannten Gründen betrachten wir diesen populären Ansatz als grundsätzlich gefährlich – mit steigender Tendenz bei Anstieg der Popularität. Die Möglichkeiten individuellen Erfolgs sind jedoch weitaus vielversprechender als bei anderen Arten der Spekulation und in diesem Bereich können Weitsicht, Beurteilungsvermögen und Mäßigung besser ausgeübt werden.

DER PRIVATANLEGER MIT BETRÄCHTLICHEN FINANZIELLEN MITTELN – Obwohl er gegenüber dem Kleinanleger offensichtlich technische Vorteile hat, leidet er unter drei besonderen Nachteilen:

- Er kann sein Anlageproblem nicht dadurch lösen, ausschließlich US-Staatsanleihen zu kaufen, da ihr Höchstanlagebetrag limitiert ist. Somit muss er notgedrungen auf das weitere Feld von Investitionen mit fixen Rückflüssen zurückgreifen. Wir glauben, dass die strikte Anwendung von quantitativen Tests und eine vernünftige qualitative Beurteilung ein zufriedenstellendes Endergebnis erbringen sollte.
- Das von außen wirkende Problem einer möglichen Inflation ist für ihn jedoch ernsthafter als für den Kleinanleger. Seit 1932 gibt es logische Argumente, *einige* Stammaktien als Defensivmaßnahme zu kaufen. Zudem entspricht ein beträchtlicher Besitz von Stammaktien der traditionellen Einstellung und Praxis von wohlhabenden Investoren.
- Die Höhe seiner Anlagebeträge wird den Großanleger eher dazu veranlassen, sich auf populäre und aktive Aktien zu konzentrieren. Daher ist er in gewissem Maße darin eingeschränkt, unterbewertete Wertpapiere zu erwerben. Wir denken jedoch, dass das größere Hindernis eher in seinen Vorlieben und Vorurteilen zu finden ist.

KAPITALANLAGEN VON UNTERNEHMEN – Wir glauben, dass US-Staatsanleihen, die von der Einkommensteuer ausgenommen sind, für derartige Unternehmensfonds die nahezu einzige vernünftige längerfristige Anlageform darstellen. (Unter den 1940 herrschenden Bedingungen beinhaltet eine kurzfristige Anlage die gleichen Probleme wie eine Einkommensanlage.) Im Großen und Ganzen erscheint es recht eindeutig, dass andere Anlagearten für Unternehmen – seien es Anleihen oder Aktien – mit höherer Rendite auch das Risiko des Kapitalverlustes beziehungsweise der Kritik in sich bergen.

INSTITUTIONELLE INVESTOREN – Wir wollen keine Anlagestrategien für Finanzinstitutionen vorschlagen, deren Geschäft es ist, in Theorie und Praxis von Anlagen erfahren zu sein. Das Gleiche kann im Hinblick auf Hilfsorganisationen und Bildungsinstitute gesagt werden, da

ihre Anlagestrategien im Allgemeinen von erfahrenen Finanziers entworfen werden. Doch um einer derart schwierigen Frage nicht vollständig auszuweichen, wagen wir folgende abschließende Beobachtung: Eine Institution, die mit den niedrigen Erträgen aus einer hochgradigen festverzinslichen Wertpapieranlage auskommt, sollte nach unserer Ansicht ihre Mittel auf diesen Bereich beschränken. Wir bezweifeln, ob die bessere Performance von Aktienindizes über die vergangenen Perioden die schwere Verantwortung und die wiederkehrenden Unsicherheiten rechtfertigt, die untrennbar mit einer Anlage in Aktien verbunden sind. Diese Schlussfolgerung kann unter Umständen modifiziert werden, falls entweder eindeutige Einstimmigkeit der Auffassung darüber besteht, sich vor Inflation schützen zu müssen, oder falls unzureichende Erträge eine höhere Rendite erzwingen. In diesem Fall können die Verantwortlichen berechtigt werden, einen Teil des Vermögens der Institution für andere Kapitalanlagen als festverzinsliche zu verwenden, in Übereinstimmung mit den Regeln und Techniken der Wertpapieranalyse.⁴⁰⁸

ANHANG

ANMERKUNGEN ZUR EINLEITUNG

ANMERKUNG 1 (ZU SEITE 25)

Jahr	Aktienkurs		Ertrag pro Aktie (in \$)*	pro Aktie ausgeschüttete Dividende (in \$)
	Kurshoch	Kurstief		
1929	12	9	1,17	0,36
1930	11	9	0,80	0,57
1931	9	6	0,67	0,60
1932	8	4	0,50	0,54
1933	10	5	0,90	0,48
1934	14	10	1,48	0,56
1935	40	19	1,77	0,95
1936	55	31	2,10	1,97
1937	53	34	2,38	2,00
1938	58	34	2,31	1,62
1939	72	53	2,61**	2,05

* Werte wurden angepasst, um die Situation zum Jahresende 1939 korrekt widerzuspiegeln, unter der Annahme, dass 1935 33,5 Prozent, 1936 200 Prozent und 1939 5 Prozent Aktiendividenden ausgeschüttet wurden.

** Bezogen auf die Anzahl der durchschnittlich im Jahr 1939 im Umlauf befindlichen Aktien ergibt sich ein Wert von 2,90 Dollar pro Aktie.

Tabelle Einleitung Anhang 1 *Abott Laboratories*

Jahr	Aktienkurs		Ertrag pro Aktie (in \$)	Pro Aktie ausgeschüttete Dividende (in \$)
	Kurshoch	Kurstief		
1929	86	40	5,47	3,55
1930	70	47	5,49	4,20
1931	64	37	5,52	4,20
1932	51	25	3,93	4,20
1933	43	25	2,97	3,25
1934	36	26	3,02	2,40
1935	38	29	2,57	2,40
1936	52	37	3,81	2,50
1937	52	32	3,88	2,60
1938	46	31	3,75	2,40
1939	60	42	5,23	2,65

Tabelle Einleitung Anhang 2 *American Home Products Corporation*

Jahr	Aktienkurs		Ertrag pro Aktie (in \$)	Pro Aktie ausgeschüttete Dividende (in \$)
	Kurshoch	Kurstief		
1926	72	40	4,58	1,75
1927	89	66	6,98	6,00
1928	136	80	8,92	6,50
1929	157	80	10,04	7,75
1930	113	71	9,52	8,00
1931	88	40	8,23	8,00
1932	57	25	5,08	7,00
1933	41	19	2,99	4,00
1934	31	22	2,96	3,00
1935	29	21	2,03	2,75
1936	27	16	1,70	2,00
1937	24	10	1,54	2,00
1938	17	9	1,71	1,50
1939	18	14	1,69	1,50

Tabelle Einleitung Anhang 3 *The Lambert Company*

ANMERKUNGEN ZU TEIL I

ANMERKUNG 2 (ZU SEITE 33)

Die *'Frisco 6 % Preferred* fielen bis auf 4,5 im Jahr 1931 und schließlich auf 1 Dollar pro Aktie im Jahr 1932, im selben Jahr geriet das Unternehmen in die Konkursverwaltung. Im Zuge des *I.C.C. Examiner's Plan of Reorganization* für diese Eisenbahngesellschaft wurde das Wertpapier dann für wertlos erklärt. Die Anleihen von *Owens-Illinois Glass Co.* wurden im darauffolgenden Jahr (Juli 1933) vom Unternehmen zu einem Preis von 101,25 zum Rückkauf aufgerufen.

Stammaktien der *Wright Aeronautical* stiegen 1925 bis auf 32,375 und 1929 auf spektakuläre 299, bevor im selben Jahr eine 100-prozentige Ausschüttung der Dividende vorgenommen wurde. So in der Anzahl verdoppelt, fiel der Kurs der Stammaktien 1932 auf 3,875 (entspricht 7,75 vor der Gratisaktienausteilung). 1936 hatte sich der Kurs infolge mutmaßlicher Manipulationsmaßnahmen wieder bis auf 140,75 erholt (entspricht 281,5 bezogen auf die alte Basis); ein Wert, der bis 1939 nicht wieder erreicht werden konnte, trotz der rasant gestiegenen Erträge aus dem Rüstungsgeschäft. Der starke Aufwärtstrend der Erträge zwischen 1935 und 1939 sowie volle Auftragsbücher und rosige Zukunftsaussichten können als Erklärung dafür herangezogen werden, dass der Aktienkurs Ende 1939 das 35-Fache der durchschnittlichen Erträge der Jahre 1935 bis 1939 betrug.

In den folgenden sechs Jahren wurden auf die *I.R.T.*-Schuldverschreibungen jährlich 7 Prozent Zinsen gezahlt sowie eine 1,7-prozentige Tilgung des Nominalwertes vorgenommen. 1939 wurde ein Kaufvertrag über das Unternehmensvermögen mit der Stadt New York geschlossen, der für die Ablösung der Fremdkapitaltitel eine »Auszahlung« von 87,5 Prozent des noch nicht zurückgezahlten Nominalwertes auf die Schuldverschreibungen und eine solche in Höhe von 82,5 Prozent für die Inhaber der 5-Prozent-Anleihen vorsah, zahlbar in 3-prozentigen Anleihen der Stadt New York. Unseres Erachtens waren die hinter den Schuldverschreibungen stehenden Sicherheiten so gut, dass sie eine Pari-Ablösung gerechtfertigt hätten. Ungeachtet dessen schnitt ein Käufer 1933 bei gleichen Kursen mit den 7s-Papieren substanziell besser ab als mit den 5s. Ausgehend von einer Pari-Bewertung der *New York City*-Anleihen ergeben sich für die Inhaber der Schuldverschreibungen pro 1000 Dollar investierten Kapitals Einnahmen inklusive Zinsen von 1340 Dollar gegenüber 1125 Dollar pro 5-Prozent-Anleihe.

Paramount Pictures schüttete im Dezember 1936 eine aufgelaufene Dividende von 12

Dollar auf die *First Preferred* aus. Darauf folgend wurde die Dividende regelmäßig in voller Höhe ausgeschüttet, auf die Stammaktien jedoch bis 1939 nicht. Im Frühjahr 1927 erfuhren sowohl Vorzugs- als auch Stammaktien eine substantielle Kurssteigerung, im weiteren Verlauf des Jahres wurde die *Preferred* mit einer substantiellen Prämie über der Stammaktie gehandelt – ein Zustand, der seitdem fort dauert.

ANMERKUNG 3 (ZU SEITE 42) »BILLIGE AKTIEN« VS. »TEURE AKTIEN«

In den Jahren 1936 und 1938 wurde unter Leitung der Autoren eine Studie mit dem Ziel durchgeführt, das relative Abschneiden von Aktien, deren Kurs ein hohes Vielfaches des Ertrags des Vorjahres darstellten, mit solchen zu vergleichen, die bei einem geringeren Vielfachen notierten. Es wurden acht Einzelstudien jeweils mit Stichtag 1. März der Jahre 1924 bis 1931 erstellt. Dazu wurden alle an der *New York Stock Exchange* gelisteten Industriewerte entsprechend dem Verhältnis aus dem Kurs am 1. März und dem Ertrag des Vorjahres geordnet. Unternehmen mit abweichendem Bilanzrhythmus und solche mit geringerem Ertrag als 1 Dollar pro Aktien wurden ausgeschlossen. Von den im jeweiligen Jahr verbliebenen Unternehmen wurden die oberen und unteren Quartile miteinander verglichen. Die Werte des oberen Quartils notierten dabei in Bezug auf den Vorjahreseertrag durchschnittlich dreimal so hoch wie die des unteren.

Als abhängige Variablen wurden Veränderungen des Marktpreises sowie die folgende Entwicklung der Erträge und Dividendenausschüttungen untersucht. Dabei stand die Frage im Vordergrund, inwiefern Käufer von Aktien, deren Kurs ein hohes Vielfaches (»teuer«) oder niedriges Vielfaches (»billig«) darstellte, (1) hinsichtlich zukünftiger Kursänderungen sowie erhaltener Dividenden und (2) in Bezug auf das Verhältnis zukünftiger Erträge zum Kurs besser abschneiden konnten. Zukünftige Werte beziehen sich dabei immer auf den 1. März des Folgejahres.

Um den Rahmen nicht zu sprengen, werden hier nicht alle Ergebnisse detailliert wiedergegeben. Ganz allgemein zeigt sich ein widersprüchliches Bild, da kein gleichbleibender Vorteil bei einer der beiden Gruppen nachgewiesen werden kann. Es gibt aber Anhaltspunkte dafür, Aktien mit Kursen, die ein niedriges Vielfaches des Vorjahreseertrags abbilden, zu bevorzugen. Obwohl die Ertragssteigerungen der teuren Aktien sowie die zugehörigen Dividenden später die der billigen übertrafen – was erwartet werden durfte –, scheint diese Steigerung nicht auszureichen (bei einem Untersuchungszeitraum von acht Jahren), die – verglichen mit den billigen – eingangs gezahlte Prämie zu kompensieren. Ebenso wenig war der Vorteil hinreichend signifikant, um in guten und schlechten Jahren

davon ausgehen zu können, dass sie sich schlussendlich günstiger als die billigen Aktien herausstellen könnten.

Für seine Hilfe bei der Durchführung der Studie gebührt an dieser Stelle Herrn Irving Kahn unser Dank.

ANMERKUNG 4 (ZU SEITE 83)

Die Unternehmensgeschichte von *U. S. Express Co.* bietet ein anschauliches Beispiel dafür, wie die Umwandlung von Eigentumstiteln am Unternehmensvermögen von Aktien in Anleihen die Wahrnehmung der Käufer des neuen Wertpapiers beeinflusste, wobei letztere Beteiligungsform sowohl weniger sicher als auch weniger profitabel war als die ursprüngliche Aktie.

1918 bestand das Unternehmensvermögen im Grunde lediglich aus einem Gebäude in der *Rector Street, New York City*, und verschiedenen Immobilien von relativ geringem Wert. Das Eigentum an diesen Vermögensgegenständen wurde durch 100.000 Stammaktien repräsentiert, die bei einem Kurs von 15 Dollar pro Aktie notierten. Im folgenden Jahr wurde das Gebäude in der *Rector Street* für 3.725.000 Dollar verkauft, wobei der Erwerber den Kauf teilweise über die Ausgabe (zu pari) von erstrangigen Hypothekenanleihen mit einem Volumen von 3.000.000 Dollar finanzierte, als Sicherheit diente eben-dieses Gebäude. Nachdem auch die anderen Vermögenswerte verkauft wurden, schüttete *U. S. Express Co.* eine Liquidationsdividende von 39,25 Dollar pro Aktie aus.

Es besteht ein erheblicher Unterschied zwischen den Aktien von *U. S. Express Co.* beim Kurs von 15 und diesen Anleihen bei Pari-Bewertung. Im ersten Fall hätte ein Käufer 1.500.000 Dollar bezahlt und damit das vollständige Eigentum am gesamten Gebäude in der *Rector Street* erworben, zuzüglich zu den weiteren Vermögenswerten. Im letzteren Fall bezahlte ein Käufer 3.000.000 Dollar nur für einen begrenzten Zahlungsanspruch gegen das Gebäude in der *Rector Street*. Offensichtlich war die Aktie zu 15 sowohl sicherer als auch attraktiver als die Anleihen zu ihrem Nominalwert. Augenscheinlich bewertete der Markt die Aktien als spekulativ und die Anleihen, denen – verglichen mit den Aktien – nur ein Teil der Vermögenswerte gegenüberstand, als Investition. Teilweise wird diese Anomalie sicherlich mit der magischen Wirkung der Bezeichnung »Anleihe« erklärt werden können.

Für eine detaillierte Darstellung dieses Beispiels mit Quellenangaben siehe die Originalauflage dieses Buches von 1934, auf Seite 617f.

Ein aktuelleres Beispiel dieser Kategorie bietet *Court-Livingston Office Building* in Brooklyn. Nach der Tilgung der erstrangigen Hypothek wurde das uneingeschränkte Eigentum

am Unternehmensvermögen (abgesehen von einigen verpachteten Grundstücken) durch 3880 Stammaktien repräsentiert. Im Frühjahr 1939 notierte der Aktienkurs bei 30, was einem Marktwert der Unternehmensaktiva von 116.400 Dollar entsprach. Dabei beliefen sich allein die liquiden Mittel zu diesem Zeitpunkt auf 180.000 Dollar. Im April 1939 wurde das gesamte Unternehmensvermögen verkauft und die Aktionäre erhielten daraus eine Liquidationsdividende von 110 Dollar pro Aktie. Der Erwerber platzierte in Zusammenarbeit mit einer Geschäftsbank eine Hypothek über 285.000 Dollar, die mit Sicherungsrechten in Bezug auf alle Vermögensgegenstände, inklusive der vormals gepachteten, ausgestattet war. Die bestehenden Pachtverträge verzerren diesen Fall ein wenig und machen dieses Beispiel weniger offensichtlich als jenes in Bezug auf das Gebäude der *U. S. Express*. Aber schon allein die Tatsache, dass die *Court-Livingston*-Aktien zu einem aggregierten Wert notierten, der geringer war als der Bestand an sofort fälligen Zahlungsmitteln des Unternehmens, zeigt die außerordentliche Unterbewertung, die aus der Eigenkapitalfinanzierung mit Aktien in einem Geschäft folgte, bei dem gewöhnlich eine Fremdfinanzierung über Anleihen erwartet wird.

ANMERKUNG 5 (ZU SEITE 88)

»*American Certificates*« mit einem Nominalwert von 5,36 Dollar (bewertet mit dem aktuellen Kassakurs) von *Kreuger and Toll Co. Participating 5 % Debentures*, per Option fällig im Jahr 2003, wurden auf dem amerikanischen Markt für 28,14 Dollar pro Aktie emittiert. Die folgenden Merkmale rechtfertigen eine Klassifikation dieses Wertpapiers als zum Typ der Stammaktien zählend:

- Das zugrunde liegende *Debenture* verbriefte einen jährlich zahlbaren Zinsanspruch von 5 Prozent und sah zusätzlich vor, dass im gleichen Umfang, in dem eine angekündigte oder gezahlte Dividende auf die Stammaktien die Rendite von 5 Prozent überstieg, auch zusätzliche Zinsen auf die *Debentures* gezahlt würden.
- Der Preis der Wertpapiere mit der Bezeichnung »*American Certificates*« war 5,25-mal so groß wie der Nominalwert des zugrunde liegenden *Debenture*. Beim regulären Zinssatz (ohne den Teilhabeanspruch) von 5 Prozent ergibt sich auf das eingesetzte Kapital eine Rendite von weniger als 1 Prozent.
- Um überhaupt einen angemessenen Ertrag zu erzielen, war der Inhaber auf den Teilhabeanspruch der *Debentures* angewiesen, der wiederum an die Dividendenausschüttungen auf die Aktien gebunden war. Nur etwa ein Fünftel dieser Wertpapierkonstruktion (bezogen auf das investierte Kapital und die laufenden

Zahlungsansprüche) kann der Anleihenform zugerechnet werden, die verbleibenden vier Fünftel tragen hinsichtlich Bedingtheit und Variabilität alle Merkmale einer Aktie. Diese Aufteilung kann folgendermaßen fortgeführt werden:

Position	Anleihen komponente	Aktienkomponente	Summe
Investiertes Kapital	\$5,36	\$22,78	\$28,14
Ertrag im Jahr 1928	0,27	1,07	1,34

Diese Zertifikate notierten im Hoch im Jahre 1929 bei 46,375 und im Tief 1934 bei nur 0,5 Cent.

ANMERKUNGEN ZU TEIL II

ANMERKUNG 6 (ZU SEITE 93)

Einen überzeugenden Beweis für den Investmentcharakter von *National Biscuit Co. Preferred* liefern Kursverlauf und Dividendenstatistik dieses Wertpapiers. Seit der Gründung des Unternehmens 1898 wurde jährlich eine Dividende von 7 Dollar ausgeschüttet. Seit 1907 hat das Papier nie unter seinem Nennwert (100) notiert. Der Durchschnitt aus Jahreshöchst- und -tiefstwerten im Zeitraum von 1908 bis 1939 ist 140,6, was bezogen auf die Dividende von 7 Dollar eine Rendite von 5 Prozent ergibt. Der entsprechende Durchschnitt beträgt für die *New York Stock Exchange* seit Gründung (1899 bis 1939) 132,75 mit einer Rendite von 5,27 Prozent. Die Spannweite der dem Durchschnitt zugrunde liegenden Werte reicht von 79,5 im Jahr 1900 bis zu 175 im Jahr 1939. In nur fünf der 41 seit erstmaliger Listung des Papiers vergangenen Jahren notierte der Kurs unter pari.

ANMERKUNG 7 (ZU SEITE 97)

1925 wurden 25 Millionen US-Dollar durch die Emission von *Seaboard-All Florida Railway First Mortgage 6 % Gold Bonds, Series A* (fällig am 1. August 1935) zu einem Emissionskurs von 98,5 angeboten. Die Anleihen verbrieften sowohl einzelne als auch gemeinschaftliche Obligationen der Gesellschaften *Seaboard-All Florida Ry.*, *Florida Western & Northern R.R. Co.* und *East & West Coast Ry.* Darüber hinaus waren Zinsen und investiertes Kapital noch durch eine unbedingte Garantie von *Seaboard Air Line Ry. Co.* besichert, welche die Vermögensgegenstände der einzelnen Gesellschaften gegen Zahlung eines minimalen jährlichen Betrags, der genauso groß war wie die Zinsen auf alle im Umlauf befindlichen Anleihen, gepachtet hatte.

Die Einnahmen aus der Wertpapieremission wurden vornehmlich für die Tilgung anstehender Hypotheken der verpachtenden Unternehmen und zum Ausbau von rund 350 km neuer Schienen an der West- und Ostküste Floridas genutzt. Die Anleihen verfügten damit über ein erstrangiges Grundpfandrecht gegen eine Trassenlänge von ungefähr 765 neu errichteten und bereits genutzten Schienenkilometern.

Am 2. Februar 1931 wurde ein Treuhänder mit der Unternehmensführung von *Seaboard-All Florida Ry.* beauftragt, daraufhin erfolgte auch bei *Seaboard Air Line Ry. Co.* die

Einsetzung eines Treuhänders und der Ausfall von Zinszahlungen auf die Anleihen.

Obwohl die Käufer der Anleihen Kapital in Höhe von 24.625.000 Dollar für Erwerb und Errichtung von Eisenbahnanlagen in Florida gezahlt hatten, notierten ihre Anleihen im Dezember 1931 für einen Cent je Dollar; das entsprach einem Marktwert ihres so gebundenen Kapitals von 250.000 Dollar. Ende 1939 hatte sich der Wert auf 940.000 Dollar oder 3,875 Cent »erholt«.

ANMERKUNG 8 (ZU SEITE 97)

1933 kam es zu einem Zinsausfall für *Bush Terminal Co. First Mortgage 4s* (fällig 1952) sowie für das *Consolidated Mortgage 5s* (fällig 1955) des Unternehmens. Alle Zahlungsausfälle wurden im Zuge des Reorganisationsprozesses geheilt und beließen die Wertpapiere unbeschadet. Einige andere, wenn auch seltene Beispiele für solch eine Behandlung ausgefallener Wertpapiere finden sich auf den Seiten 637 bis 638 in der Originalausgabe dieses Buches von 1934.

ANMERKUNG 9 (ZU SEITE 97)

1934 beziehungsweise 1935 kam es zum Ausfall von Zins und Tilgung der *Chicago & Eastern Illinois R.R. Co., First Consolidated 6s* (fällig am 1. Oktober 1934). Aus der Reorganisation folgte 1940 eine abschließende Tilgung der Anleihen zum Nominalwert mit einer veranschlagten Verzinsung bis zum Zahlungszeitpunkt in Höhe von 4 Prozent.

Das *Price Bros. Co., Ltd., First Mortgage 6s* (fällig 1943) geriet 1932 in Zinsverzug. 1937 wurden den Gläubigern der Nominalwert zurück- sowie die ausgefallenen Zinsen nachgezahlt. Weitere Beispiele finden sich auf Seite 638 der Originalausgabe dieses Buches von 1934.

ANMERKUNG 10 (ZU SEITE 98)

Die *Missouri, Kansas & Texas Ry. Company* geriet 1915 in die Konkursverwaltung. Im Vorfeld dieses Ereignisses notierten die vom Unternehmen emittierten *First 4s* (fällig 1990) mit einem Kurshoch von 104,25 im Jahr 1905 und selbst 1914 noch bei 91,875. Bevor die finanziellen Schwierigkeiten das Unternehmen 1915 in den Konkurs führten, hatte das Wertpapier ein ungetrübtes Renommee als erstklassiges Anleiheninvestment. In den elf Jahren

zwischen 1903 und 1912 belief sich der niedrigste Kurs, zu dem das Papier gehandelt wurde, auf 98,5 (und zwar im Panikjahr 1907).

Im Zuge der treuhänderischen Verwaltung des Unternehmens wurden die Zinszahlungen zurückgestellt und die Anleihen konnten nur zu geringen Preisen gehandelt werden. Obwohl technisch gesehen ein Zahlungsausfall vermieden werden konnte, ging der Investmentstatus des Papiers verloren und der Kurs notierte während dieser Phase bei 52,875. Als 1921 ein Reorganisationsplan veröffentlicht wurde, notierten die Anleihen bei 56 und es dauerte bis zum Jahr 1927, bis sie ihrem alten Ruf als Investmentpapier wieder gerecht werden konnten und der Kurs wieder über 90 stieg. Also konnten die erstrangigen Grundpfandrechte die Inhaber der Wertpapiere nicht vor einem substanziellen Verlust ihres investierten Kapitals bewahren, zumindest nicht für den Zeitraum der finanziellen Schwierigkeiten des Unternehmens.

Das gleiche Bild bietet *Brooklyn Union Elevated R.R. First 5s* (fällig 1950), das in Kapitel 2 beschrieben wird. Dabei handelte es sich um Hypothekenansprüche gegen zentrale Abschnitte der Hochbahntrassen von *Brooklyn Rapid Transit Co.*, die am 31. Dezember 1918 in den Konkurs geriet und 1932 als *Brooklyn-Manhattan Transit Corp.* saniert aus diesem Verfahren hervorging. Zwischen 1903 und 1917 wurde das Papier als erstklassiges Investment nie unter 90 gehandelt, ausgenommen im Panikjahr 1907, als es auf 85 fiel, und 1917, als sich die Treuhandverwaltung ankündigte. Obwohl keine Beschneidungen im Verlauf der treuhänderischen Verwaltung hinzunehmen waren, fiel der Kurs 1920 bis auf 55 und erholte sich erst ab 1926 wieder auf sein altes Niveau, drei Jahre nach dem Abschluss des Reorganisationsprozesses.

Choctaw & Memphis R.R. First Mortgage 5s (fällig 1949) geriet am 1. Juli 1934 in Zahlungsverzug. In den Jahren 1938 und 1939 betrugen die Kurstiefs 21 und 32. Der Reorganisationsplan für *Chicago, Rock Island & Pacific Ry. Co.* sah für dieses Papier aufgrund seiner geringen Größe keine einschneidenden Veränderungen vor. (Vgl. die Darstellung dieses Falls auf Seite 734.)

ANMERKUNG 11 (ZU SEITE 111) KURSPERFORMANCE VON ANLEIHEN VON EISENBAHN- UND VERSORGUNGSUNTERNEHMEN FÜR 1937 BIS 1938, BEZOGEN AUF DIE ERTRAGSDECKUNG IN 1936

Eisenbahnanleihen: Die 37 an der *New York Stock Exchange* gelisteten und nicht in einem Konkursverfahren befindlichen Eisenbahngesellschaften wurden danach unterschieden, ob die

Ertragsdeckung ihrer festen Verbindlichkeiten 1936 mehr als 2,5-mal oder geringer als 2-mal betrug. (Nur bei *Atchinson and Bangor & Aroostook* lag die Quote zwischen 2 und 2,5.) Für jede der Gesellschaften wurde ein Wertpapier ausgewählt, das die Gläubigerperspektive am besten repräsentierte. In der folgenden Tabelle ist die durchschnittliche Performance von Anleihen aus drei verschiedenen Kategorien dargestellt:

Kategorie	Ertragsdeckung der gesamten Zinslast 1936	Pro 1000 \$ verbrieftter Nominalwert		
		Kuponrendite	1937–1938	
			Kurshoch	Kurstief
Kategorie I: 7 dividendenausschüttende Unternehmen, Zinsdeckung größer als zweieinhalbfach	4,68-fach	4,04 %	112,5	100,75
Kategorie II: 12 dividenden ausschüttende Unternehmen, Zinsdeckung kleiner als zweifach	1,50-fach	4,56 %	105,75	64
Kategorie III: 18 Unternehmen, die keine Dividenden ausschütten, Zinsdeckung kleiner als zweifach	1,17-fach	4,44 %	93,75	29,5

Nur eine Anleihe aus der ersten Kategorie verzeichnete einen Kursrückgang von mehr als 10 Prozent. (Dabei handelte es sich um *Chesapeake & Ohio General 4,5s* (fällig 1992), welche später alle zwischenzeitlichen Verluste nahezu aufholte.)

Anleihen von öffentlichen Versorgern: Alle zahlungsfähigen öffentlichen Versorger, deren Anleihen an der *New York Stock Exchange* gelistet waren, wurden bezüglich ihrer Zinsdeckung im Jahr 1936 in drei Kategorien aufgeteilt: geringer als 1,5-fache Deckung, zwischen 1,5- und 2-fach sowie größer als 2-fach. Die folgende Zusammenstellung vergleicht die Performance der Unternehmen aus der ersten und dritten Kategorie, wobei jedes einzelne Unternehmen anhand einer repräsentativen Anleihe dargestellt wird.

Kategorie	Ertragsdeckung der gesamten Zinslast 1936	Pro 1000 \$ verbrieftter Nominalwert		
		Kuponrendite	1937–1938	
			Kurshoch	Kurstief
Kategorie I: 42 Unternehmen mit einer Zinsdeckung 1936 größer als 2-fach	3,67-fach	3,93 %	108,25	102,75
Kategorie II: 11 Unternehmen mit einer Zinsdeckung 1936 kleiner als 1,5-fach	1,29-fach	5,16 %	90,875	61,25

Von 42 Unternehmen in Kategorie I verzeichneten nur fünf Unternehmen Kursrückgänge um mehr als 10 Prozent. Von diesen konnten aber alle später wieder bis auf wenigstens drei Punkte an ihr Kurshoch von 1937 aufschließen. Von den elf Unternehmen in Kategorie II fiel nur der Kurs von einem nicht um mehr als 10 Prozent. Dabei handelte es sich um die Schuldverschreibungen von *Saguenay Power Co.*, die von *Aluminium Ltd. of Canada* kontrolliert wird und mit bestimmten Garantien von *Aluminium Co. of America* ausgestattet ist.

ANMERKUNG 12 (ZU SEITE 112)

Zu allen Details der nachfolgenden Beispiele vgl. S. 640/641 der Auflage dieses Buches von 1934.

1. *Gulf States Steel Co.*, die 1927 5,5 %-*Debentures* zu einem Ausgabekurs von 98,75 und 1930 noch einmal Anleihen der gleichen Charge emittierten, erwirtschafteten eine durchschnittliche Ertragsdeckungsrate von 4,88 1922 und 1929. Die minimale Deckung in diesem Zeitraum war 3,5 im Jahr 1926. Zwischen 1930 und 1932 fuhr das Unternehmen jedoch bereits vor Fremdkapitalzinsen Verluste ein und der Kurs der Anleihen sank 1932 bis auf 21.
2. *Marion Steam Shovel Co.* emittierten 1927 ein *First 6s* (fällig 1947) zu einem Ausgabekurs von 99,5 mit einer Ertragsdeckung der daraus entstehenden Zinsverbindlichkeiten zwischen 1922 und 1929 von durchschnittlich 4,11. Die minimale Deckung in diesem Zeitraum betrug das 2,78-Fache im Jahr 1928. In sieben der darauffolgenden neun Jahre jedoch fuhr das Unternehmen operative Verluste vor Zinsen ein und der Kurs der Anleihen sank bis auf 20 Cent pro Dollar Nominalwert ab.
3. *McCroy Stores Corp.* emittierte 1926 5,5 *Debentures* zu einem Ausgabekurs von 98 und wies im Zeitraum von 1922 bis 1931 bezogen auf die Zinsverbindlichkeiten des Jahres 1931 eine Ertragsdeckung von durchschnittlich 5,32 auf. Im Jahr 1933 erfolgte die Bankrotterklärung und die Anleihen stürzten im Kurs bis auf 21,625.

In jedem dieser drei Fälle konnten die Wertpapiere in den darauffolgenden Jahren die Kursverluste vollständig oder zumindest zum größten Teil wieder aufholen.

ANMERKUNG 13 (ZU SEITE 113) KURSPERFORMANCE

VON INDUSTRIEANLEIHEN FÜR 1937 UND 1938, BEZOGEN AUF DIE ERTRAGSDECKUNG FÜR EINE 1936 ENDEnde PERIODE

Hier wird ein ähnlicher Ansatz wie in Anmerkung 11 dieses Anhangs mit den folgenden Modifikationen verfolgt: Alle an der *New York Stock Exchange* gelisteten Industriebanleihen wurden nach ihrer durchschnittlichen Ertragsdeckung unterschieden, wobei für die Bestimmung des Mittelwertes ein möglichst langer, im Jahr 1936 endender Zeitraum unterstellt wurde (nicht mehr als zehn Jahre). In Kategorie A wurden alle Unternehmen (Anzahl 27) zusammengefasst, deren Erträge größer waren als das Dreifache der Zinsverbindlichkeiten. In Gruppe B wurden die 37 Unternehmen eingeordnet, deren Ertragsdeckung kleiner war als das 2,5-Fache.

Die durchschnittlichen Werte für die beiden Gruppen sehen wie folgt aus:

Kategorie	Anzahl der Fälle	Median der Ertragsdeckung*	Kuponrendite	Preisspanne 1937–1938	
				Hoch	Tief
Kategorie A	27	4-fach	4,07 %	107,5	97,5
Kategorie B	37	1,45-fach	5,00 %	95	70

* Wegen der Skalierung der Ausgangswerte wurde der Median und nicht der Mittelwert verwendet.

Nur acht der Wertpapiere aus Kategorie A wiesen Kursverluste von mehr als 10 Prozent, bezogen auf ihren maximalen Marktwert, auf und nur eines der Papiere aus Kategorie B verfehlte einen solchen Kursverfall. Von diesen acht Fällen aus Kategorie A konnten alle bis auf zwei (*Gotham Silk Hosiery 5s* und *Jones & Laughlin 4,5s*) später wieder bis auf 4 Punkte an ihr Kurshoch des Jahres 1937 aufschließen. Von den neun Anleihen aus Kategorie B, die ihre Kurse langfristig behaupten konnten, wiesen 1936 bis auf zwei (*Houston Oil 5,5s* und *Koppers Co. 4s*) alle eine Ertragsdeckung der Zinsverbindlichkeiten auf, die größer als 3 war.

ANMERKUNG 14 (ZU SEITE 113)

Der Auflage dieses Buches von 1934 können mehr Details über die einer Depressionsphase vorgelagerten Ertragseinbrüche entnommen werden, wie sie die folgenden Beispiele

beschreiben:

1. *Botany Consolidated Mills, Inc., First 6,5s* (fällig 1934) wurde 1924 emittiert. Der Saldo, der für die Zahlungen hierauf im Emissionsjahr und den folgenden sieben Jahre zur Verfügung stand, betrug durchschnittlich fast 5,75; die Anleihen wurden bis 1926, als das Unternehmen einen operativen Verlust erwirtschaftete, durchweg zu festen Kursen gehandelt. Ab diesem Zeitpunkt (mit einer nicht signifikanten Ausnahme im Jahr 1927) stiegen die Verluste stetig an, bis das Unternehmen 1932 in den Konkurs geriet. Schließlich notierte das Papier für 5 Cent pro Dollar Nominalwert. Sogar in den Aufschwungjahren 1928 und 1929 wurde das Papier zu niedrigen Kursen von 59 beziehungsweise 40 gehandelt.

2. *R. Hoe & Co. First 6,5s* (fällig 1934) wurde 1924 emittiert. Die durchschnittlichen Erträge in den vorangegangenen drei Jahren waren 3,2-mal so groß wie die Summe aus den Zinsverbindlichkeiten für die jungen Anleihen und anderen festen Verbindlichkeiten, ohne dass dabei irgendwelche zusätzlichen Erträge aus dem frisch aufgenommenen Kapital unterstellt wurden. 1924 begannen die Erträge zu sinken, was sich auch in den nachfolgenden Jahren mit Ausnahme 1929 fortsetzte. 1932 folgte die Konkursverwaltung und die Anleihen notierten bei gerade einmal 6,125.

3. *Long-Bell Lumber Corp.* verzeichneten zwischen 1922 und 1932 eine nahezu ununterbrochene Periode sinkender Erträge. Als *Long-Bell Lumber Co.* (ein Tochterunternehmen) im Jahr 1926 das *First Mortgage 6s* emittierte, lag die durchschnittliche Ertragsdeckung deutlich unter dem geforderten Minimum für Industrieanleihen. Aber für die Jahre 1926 bis 1929 betrug die durchschnittliche Ertragsdeckung lediglich 1,37; in den Folgejahren fuhr das Unternehmen nur noch operative Verluste ein, bis es schließlich 1932 zur Zahlungseinstellung kam.

4. *National Radiator Corp. Debenture 6,5s* (fällig 1947) wurde 1927 zu pari eingeführt. Die zur Zinsdeckung zur Verfügung stehenden Erträge zwischen 1922 und 1926 betrugen durchschnittlich das 3,5-Fache der Zinsverbindlichkeiten, ohne dabei zusätzliche Erträge durch das frische Kapital zu unterstellen. 1927 war die Zinsdeckung noch zufriedenstellend; aber in den folgenden drei Jahren folgten operative Verluste und im Jahr 1931 übernahmen die Konkursverwalter die Kontrolle über das Unternehmen.

ANMERKUNG 15 (ZU SEITE 128)

Einige frühere Beispiele: *Mexican Light & Power Co. First 5s* (fällig 1940) waren im Juni 1933 nicht im Zahlungsverzug und wurden zu 50 gehandelt, während alle an der *New York Stock Exchange* gelisteten Staatspapiere der Republik Mexiko im Zahlungsverzug waren und

zu diesem Zeitpunkt zwischen 4 bis 6 Cent pro Dollar Nominalwert notierten; *Chile Copper Co. Debenture 5s* (fällig 1947) wurden im Juni 1933 zu 67 gehandelt, während die *Republic of Chile 6s* seit 1931 im Zahlungsverzug war und zu 11 bis 12 Cent pro Dollar Nominalwert gehandelt wurden; *Rio de Janeiro Tramway, Light & Power Co. First 5s* (fällig 1935) wurden im Juni 1933 zu 87 gehandelt, während die Anleihen der Stadt Rio de Janeiro seit 1931 im Zahlungsverzug standen und für 22 Cent pro Dollar Nominalwert, nach anfänglichen Kursen von unter 10 Cent früher im gleichen Jahr, gehandelt wurden; *Pirelli Co. of Italy Sinking Fund Convertible 7s* (fällig 1952) notierten im Juni 1933 über pari, während der *Kingdom of Italy External Sinking Fund 7s* (fällig 1951) zu 95 gehandelt wurde und keines der beiden Papiere im Zahlungsverzug war.

Ende 1939 wurden bei *Mexican Light & Power Co.* unverändert Zinsen ausgezahlt bei einem Kurs zwischen 21 und 25, während die mexikanischen Staatsanleihen immer noch im Verzug waren und für 0,75 Cent pro Dollar Nominalwert gehandelt wurden. Ebenfalls beachtenswert ist, dass im September 1939 die *Rhine-Westphalia Electric Power Corp.* den kleinen Rest ihrer 7 % *Secured (Dollar) Notes* zu pari plus Zinsen vom Markt nahmen, während die *German Republic External 7s* am New Yorker Markt unter 10 Prozent ihres Nominalwertes gehandelt wurden. Im November 1939 wurde bereits das gesamte *Pirelli Co. of Italy*-Papier, verbrieft als 7-prozentige (Dollar-)Wandelschuldverschreibung mit Fälligkeit 1952, zu 105 plus Zinsen zur Rücknahme aufgerufen. Gleichzeitig wurde *Kingdom of Italy External 7s* (fällig 1951) zu 65 gehandelt.

ANMERKUNG 16 (ZU SEITE 128)

Zum Beispiel konnte die für den 1. September 1932 vorgesehene Kuponzahlung auf *Alpine-Montan Steel Corp. First 7s* (fällig 1955) wegen Devisentransferbeschränkungen der österreichischen Regierung nicht ausgezahlt werden, obwohl das Unternehmen über ausreichende Mittel in Heimatwährung verfügte, um seinen Verbindlichkeiten nachzukommen. Am 1. August 1932 wurde der allfällige Kupon der *Rima Steel Corp. First 7s* (fällig 1955) wegen eines Erlasses der ungarischen Regierung, der Zahlungen in Fremdwährung an Ausländer aus ungarischen Obligationen ab dem 23. Dezember 1931 aussetzte, nicht ausgezahlt. Die Tilgung der *Deutsche Bank 6 % Notes*, fällig am 1. September 1932, konnte wegen Devisentransferbeschränkungen durch die deutsche Regierung nicht termingerecht geleistet werden. Den Inhabern wurde eine sofortige Zahlung des entsprechenden Betrages in Deutschen Reichsmark in Form von zunächst in Deutschland eingerichteten Sichtguthaben oder eine Auszahlung am 1. September in Dollar plus eine Barprämie von 2 Prozent angeboten. Ein ähnlicher Kompromiss wurde in Bezug auf *Saxon Public Works, Inc., 5 %*

ANMERKUNG 17 (ZU SEITE 152)

Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit den Investmenteigenschaften von und -erfahrungen mit *Equipment Trust Obligations* wird auf *Kenneth Duncan, Equipment Obligations, New York 1924*, Kapitel VII, verwiesen. Den Seiten 229 bis 239 dieser exzellenten Ausarbeitung kann eine Fallsammlung von ausgefallenen *Equipment Obligations* und ihre Behandlung während der Eisenbahnrestrukturierung seit 1990 entnommen werden. An dieser Stelle soll Duncan (S. 199f.) kurz zitiert werden: »In nur drei der Fälle mussten Inhaber von *Equipment Securities* einen Kompromiss akzeptieren, in dem sie mit anderen Wertpapieren anstatt bar abgefunden wurden. In nur zwei Fällen mussten tatsächlich die Eigentumsrechte durch Verkauf der Anlagen durchgesetzt werden, in keinem der Fälle ist die Zahlung schließlich gescheitert, entweder fand sie in bar statt oder in Form anderer Wertpapiere, die später in Höhe des ursprünglichen Nominalwertes der *Equipment Obligations*, die anfänglich in Verzug gerieten, verkauft werden konnten.« Siehe hierzu ebenfalls *A. S. Dewing, A Study of Corporation Securities, New York 1934*, Kapitel IX.

Eine kürzere übersichtsartige Abhandlung über *Equipment Obligations* im Zuge von Insolvenzverfahren bei Eisenbahngesellschaften ist hier angehängt, übernommen aus einer am 9. Januar 1940 veröffentlichten Studie von *Freeman & Co.*, selbst Spezialisten für *Equipment Obligations*.

HISTORISCHE ZUSAMMENSTELLUNG VON *EQUIPMENT TRUST*-PAPIEREN IM ZUGE VON RESTRUKTURIERUNGEN BEI EISENBAHNGESELLSCHAFTEN VON 1886 BIS HEUTE

1886 – *Denver Rio Grande R.R.*: Die Inhaber stimmten einem Austausch ihrer Papiere gegen Hypothekenanleihen und Vorzugsaktien zu, deren Wert später zusammen 40 Prozent über dem Nominalwert des Equipment Trust lag.

1888 – *Chesapeake & Ohio*: Unangetastet – Zinszahlungen an andere Wertpapierarten wurden reduziert. 1892 – *Central Railroad & Banking Co. of Georgia*: Unangetastet – vollständig getilgt.

1892 – *Savannah, Americus & Montgomery*: Unangetastet – vollständig getilgt.

- 1892 – *Toledo St. Louis & Kansas City R.R.*: Unangetastet – vollständig getilgt.
- 1895 – *Atchinson Topeka & Santa Fe*: Die Schuldnerin hat 1200 Dollar als Hypothekenanleihen zur Tilgung von fälligen 1000 Dollar *Equipments* zurückgestellt.
- 1895 – *New York, Lake Erie & Western*: Treuhänder hat Zertifikate emittiert, um aus dem Erlös die *Equipments* zu tilgen.
- 1895 – *Union Pacific*: Unangetastet – Hypothekenanleihen zur Tilgung bei Fälligkeit vorgesehen.
- 1896 – *Philadelphia & Reading*: *Equipments* getilgt – teilweise durch Neubewertung.
- 1896 – *Northern Pacific*: Unangetastet – regulär bedient.
- 1899 – *Columbus Hocking Valley & Toledo Ry.*: Zinszahlungen erfolgten termingerecht; 10 Prozent des Nominalwertes wurden entsprechend einer neuen Vereinbarung pünktlich zurückgekauft.
- 1900 – *Kansas City, Pittsburgh & Gulf*: Emission neuer erstrangiger Hypothekenanleihen für die Auszahlung der *Equipments*.
- 1905 – *Cincinnati, Hamilton & Dayton*: Unangetastet.
- 1905 – *Pere Marquette*: Unangetastet – Emission zusätzlicher *Equipment Trusts* während des Konkursverfahrens mit einem Renditeziel von 6 Prozent.
- 1908 – *Seaboard Air Line*: Emission von Zertifikaten des Konkursverwalters, um fällige *Equipments* zu tilgen.
- 1908 – *Detroit, Toledo & Ironton*: Nominalbetrag vollständig bedient abzüglich Gebühren und Verfahrensaufwendungen.
- 1910 – *Buffalo & Susquehanna*: Vermögenswerte liquidiert, keine Verluste.
- 1915 – *Wabash Railroad*: Wahl zwischen Barauszahlung oder 6 Prozent *Equipment Trusts*.
- 1916 – *Minneapolis & St. Louis*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1916 – *Missouri Pacific*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1916 – *New Orleans Texas & Mexico*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1916 – *St. Louis-San Francisco*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1916 – *Western Pacific*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1916 – *Wheeling Lake Erie*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1917 – *Wabash Pittsburgh Terminal*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1918 – *Chicago Peoria & St. Louis*: Zwischenzeitlich im Zahlungsverzug; Zahlungen im Jahr 1919 wieder aufgenommen.
- 1920 – *Washington Virginia R.R.*: Neue Unternehmensleitung glich alle Rückstände aus.

- 1921 – *Missouri Kansas Texas*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1921 – *Atlanta Birmingham & Atlantic*: Erfolgreiches Angebot einer Barabfindung.
- 1922 – *Chicago & Alton*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1923 – *Minneapolis & St. Louis*: Immer noch im Konkursverfahren – Zahlungen vollständig erfolgt.
- 1927 – *Chicago Milwaukee & St. Paul*: Vollständig bedient – unangetastet.
- 1931 – *Wabash Railway*: Nach einer dreijährigen Prolongation bestimmter Laufzeiten wurden alle Zinszahlungen vollständig geleistet; im Jahr 1939 wurden alle bis 1944 fällig werdenden Papiere durch Rückkauf aus dem Markt genommen.
- 1931 – *Florida East Coast Railway*: Nach Prolongation bestimmter Laufzeiten sind bis heute alle Tilgungs- und Zinszahlungen für *Equipment Trusts* erfolgt. Ausnahme: Serie »D«.
- 1931 – *Seaboard Air Line Railway*: Alle *Equipment Trusts Certificates* wurden durch Zertifikate des Konkursverwalters mit Fälligkeit 1. Februar 1945 ausgetauscht, Verzinsung bis 1. Februar 1938 2 Prozent, bis 1. Februar 1940 3 Prozent und danach 3,5 Prozent bis Fälligkeit. Bisherige Zertifikate auf *Equipment Trusts* dieses Konkursverwalters wurden regelmäßig bedient.
- 1931 – *Ann Arbor*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1932 – *Mobile & Ohio*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1932 – *Central of Georgia*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1932 – *St. Louis-San Francisco*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1932 – *Norfolk Southern*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1932 – *Wisconsin Central*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *Missouri Pacific*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *New Orleans Texas & Mexico*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *International Great Northern*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *Akron, Canton & Youngstown*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *Chicago & Eastern Illinois*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.
- 1933 – *Chicago, Rock Island & Pacific*: Alle im Umlauf befindlichen *Equipment Trusts* Zertifikate von vor dem 1. Juli 1937 wurden durch ein 3,5-prozentiges *Sinking Funds Trustees's Certificate*, fällig am 1. Juli 1947, ausgetauscht. Die gestaffelte Tilgung wurde so berechnet, dass alle Zertifikate bei Fälligkeit bedient werden können.
- 1935 – *Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific R.R.*: Tilgungszahlungen wurden bis 2. März

1935 geleistet. Nach dem nun verfolgten Restrukturierungsplan erfolgt auf alle zwischen 1. April 1935 und 31. Dezember 1940 fällig werdende Papiere eine jährliche Teilzahlung von 200 Dollar, bis sie vollständig getilgt sind. Alle nach diesem Plan vorgesehenen Zins- und Tilgungszahlungen wurden bisher ausnahmslos geleistet. Die aktuellen *Equipment Trusts Certificates* des Konkursverwalters wurden durch diesen regelmäßig bedient. 1935 – *Chicago & North Western Railway*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1935 – *Chicago Great Western Railroad*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1935 – *Denver & Rio Grande Western R.R.*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1935 – *New York, New Haven & Hartford*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1935 – *St. Louis Southwestern Railway*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1935 – *Western Pacific Railroad*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1937 – *New York, Ontario & Western*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1937 – *New York, Susquehanna & Western*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1938 – *Erie Railroad*: Zins und Tilgung vollständig geleistet.

1938 – *Rutland Railroad*: Tilgungszahlungen wurden bis zum 31. Mai 1938 vollständig geleistet. Die Inhaber von Wertpapieren mit Fälligkeiten in den Jahren 1938 und 1939 stimmten einer freiwilligen Prolongation bis zum 1. Juni 1940 zu. Zinszahlungen bis heute pünktlich und vollständig geleistet.

Es ist darauf hinzuweisen, dass der Austausch gegen Treuhänderzertifikate oder Konkursverwalterzertifikate in den zuvor genannten Fällen für die Wertpapierinhaber teilweise mit einer Verringerung der Zahlungsrate einherging und die Einstellung der Zahlungen auf *Florida East Coast Ry. Series D* in der Liquidierung der Vermögensgegenstände mündete, aus der die Inhaber netto 43 Cent pro Dollar Nominalwert ihrer Obligationen erzielten. Der letzte Fall ist einzigartig in der Geschichte von Eisenbahn-*Equipment Trusts*-Obligationen.

ANMERKUNG 18 (ZU SEITE 154)

Betrachtet man die historische Entwicklung von *Equipment Trusts*-Obligationen, kommt man ebenso wie in der Auflage dieses Buches von 1934 zu dem Ergebnis, dass sie 1932/1933 zu Preisen gehandelt wurden, die ungerechtfertigt hohe Renditeziele bedeuteten. Die Renditen für einzelne Wertpapiere dieser Klasse auf Grundlage der Wertpapierpreise im Juni 1933 sowie Ende 1939 sind in der nachfolgenden Tabelle dargestellt.

Eisenbahngesellschaft und Wertpapierserie	Angaben in %			
	Juni 1933		Dezember 1939	
	Brief	Geld	Brief	Geld
<i>Atlantic Coast Line »E«</i>	5,50	4,50	2,00	1,50
<i>Baltimore & Ohio R.R. »D«</i>	6,75	5,50	3,25	2,00
<i>Central of Georgia Ry. »Q«</i>	14,00	9,00	4,50	3,75
<i>Chesapeake & Ohio Ry. »W«</i>	4,50	3,75	2,10	1,50
<i>Chicago & North Western Ry. »U«</i>	12,00	8,00	3,00	--
<i>Chicago Great Western R.R. »A«</i>	12,00	9,00	4,46	--
<i>Chicago, Milwaukee, St. Paul & Pacific R.R. »L«</i>	14,00	9,00	4,49	--
<i>Erie R.R. Co. »NN«</i>	8,75	7,25	2,00	--
<i>Illinois Central R.R. »P«</i>	7,00	6,00	2,50	1,75
<i>Long Island R.R. »I«</i>	4,75	4,00	2,50	1,50
<i>Missouri Pacific R.R. »D«</i>	12,50	9,00	5,00	--
<i>New York Central R.R. »4,5–1929«</i>	6,50	5,50	2,15	1,25
<i>New York, New Haven & Hartford R.R. »4,5–1930«</i>	6,50	5,50	3,10	2,50
<i>Northern Pacific »4,5–1925«</i>	6,00	5,00	1,25	0,50
<i>Pere Marquette Ry. »4,5–1930«</i>	12,00	9,00	2,45	1,00
<i>Reading Company »4,5–1930«</i>	4,65	4,00	2,00	1,50
<i>Southern Pacific Co. »M«</i>	5,50	4,75	2,25	1,60
<i>Southern Ry. »CC«</i>	11,00	8,50	2,10	1,50

ANMERKUNG 19 (ZU SEITE 157)

In einem Interimsbericht des *Real Estate Securities Committee* der *Investment Banker Association of America* (vom 12. Mai 1931, erschienen in: *Investment Banking*, Juni 1931 S. 7–10), wurde der Gesamtwert aller Immobilienfinanzierungen mit umlaufenden Anleihen auf 10 Milliarden Dollar geschätzt und folgende Kategorien unterschieden:

--	--	--

Kategorie 1	Finanzierungen, bei denen gemessen an aktuellen Marktwerten weniger als 75 % durch Fremdkapital bereitgestellt wurden, bei guten Vergangenheitsdaten.	2 Mrd. \$
Kategorie 2	Finanzierungen ohne Anhaltspunkte für finanzielle Schwierigkeiten, bei denen aber gemessen an aktuellen Marktwerten mehr als 75 % fremdfinanziert sind und bei denen die Möglichkeit besteht, dass sie ohne Zwangsversteigerung und Verlust zu Ende geführt werden können.	2 Mrd. \$
Kategorie 3	Finanzierungen die gemessen an aktuellen Marktwerten generell über 75 % fremdfinanziert sind und bei denen Zwangsvollstreckungen und kleine Verluste wahrscheinlich sind (Verluste zwischen 10 und 25 %).	2,5 Mrd. \$
Kategorie 4	Finanzierungen, die schon bei Abschluss zwischen 80 und 100 % fremdfinanziert waren. Diese haben mittlerweile eine Fremdkapitalquote zwischen 120 und 150 % und stellen damit einen Verlust bei Zwangsvollstreckung von 25 bis 60 % in Aussicht.	3 Mrd. \$
Kategorie 5	In diese Gruppe gehören die großen Entscheidungsirrtümer. Unvollständige, undurchdachte, deplatzierte Gebäude, viele von ihnen auf Pachtland errichtet und mit zweitrangigen Hypothekenanleihen finanziert. In dieser Klasse sind Verluste zwischen 60 und 100 % und ein dauerhafter Leerstand der Gebäude zu erwarten.	0,5 Mrd. \$
Summe		10 Mrd. \$

In seinem Jahresbericht, veröffentlicht im November 1931 vor der 20. *Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*, revidiert das Komitee die vorstehende Kalkulation folgendermaßen: »Die exakte Summe der umlaufenden Immobilienanleihen ist wegen der großen Anzahl von Papieren mit nur kleinem Volumen schwer zu ermitteln. Der Vorstand der US-Notenbank schätzt den Maximalwert der umlaufenden Immobilienanleihen auf 6 Milliarden Dollar. Die Zahl liegt beträchtlich unter unserer Schätzung aus dem Bericht im Mai. Wir sind mittlerweile davon überzeugt, dass die 6-Milliarden-Dollar-Schätzung durchaus korrekt ist. Die Liquidation dieses Finanzierungsvolumens, verbrieft in Immobilienanleihen, stellt eines der größten Probleme der Immobilienwirtschaft dar. Wegen des Preisverfalls der Marktwerte von Immobilien wird erwartet, dass bei ungefähr 60 Prozent der umlaufenden Immobilienanleihen mehr oder weniger starke finanzielle Schwierigkeiten auftreten werden.« (Quelle: *Proceedings of the Twelfth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*, 1931, S. 130.)

Auf welche Art von finanziellen Schwierigkeiten man sich dabei bezog, stellte der Vorsitzende des Komitees bei seiner Rede zur Veröffentlichung des Berichts klar. Er sagte: »Nach aktuellen Schätzungen befinden sich etwa 60 Prozent der emittierten Immobilienanleihen mehr oder weniger in finanziellen Schwierigkeiten. Bei einigen treten nur geringere Komplikationen auf, andere befinden sich nur vorübergehend im Zahlungsverzug oder in der Steuerschuld und andere in der Zwangsvollstreckung« (ebd., S. 128).

Das zunächst anwachsende und später wieder sinkende Volumen von Immobilienanleihen, die sich im Zahlungsverzug bei Zinsen und/oder Tilgung befanden, wird in der folgenden Auflistung⁴⁰⁹ von *Dow, Jones & Co., Inc.*, jeweils bezogen auf den 1. November des betreffenden Jahres, deutlich. Es wurden nur am öffentlichen Kapitalmarkt gehandelte Anleihen berücksichtigt.

1928	\$ 36.229.000
1929	\$ 59.755.000
1930	\$ 137.463.000
1931	\$ 327.968.000
1932	\$ 739.326.000
1933	\$ 995.017.000
1934	\$ 647.945.000
1936	\$ 408.738.000
1938	\$ 223.534.000

ANMERKUNG 20 (ZU SEITE 158)

Ein erschütterndes Beispiel dieser Art bieten die *Hudson Towers*, Ecke 72. Straße und West End Avenue in New York City. Dieses 27-geschossige Gebäude wurde als Kombination aus Hotel, Sanatorium und Hospital mit der Ausrichtung auf Patienten und ihre Angehörigen errichtet. Damit handelt es sich um ein höchst spezialisiertes Gebäude. Das Baugrundstück kostete 395.000 Dollar und die Ingenieure schätzten den Aufwand zur Errichtung des Gebäudes auf 1.300.000 Dollar. Um die Emission von 1.650.000 Dollar erstrangiger Immobilienanleihen zu erleichtern, wurde der gemeinsame Wert von Grundstück und Gebäude mit 2.600.000 Dollar angesetzt. Erst dadurch war es nach den New Yorker Gesetzen auch den *Legal Trust Funds* erlaubt, in diese Papiere zu investieren. Dies geschah alles im Jahr 1923. Mittlerweile hat das Gebäude vor Fertigstellung durch Verkauf und Wiederverkauf mehrfach den Eigentümer gewechselt und im Jahr 1927 wurden zweitrangige Immobilienanleihen in einem Umfang von 1.150.000 Dollar neu aufgelegt.

Das Projekt wurde nicht fertiggestellt. Und im August 1932 wurden die Vermögenswerte durch Zwangsvollstreckung auf Initiative der Gläubiger aus der erstrangigen Hypothek versteigert, wobei ein Erlös von 200.000 Dollar erzielt wurde. Das Ergebnis aus Sicht von

Inhabern der erstrangigen Hypotheken, die ihre Depots selbst verwalteten, lässt sich anhand des Angebots der *Irving Trust Co.* nachvollziehen, bei dem pro 1000 Dollar Nominalwert 8,14 Dollar geboten wurden. Damit erzielte man weniger als einen US-Cent pro Dollar Nominalwert durch die Liquidierung. Inhaber, die ihr Depot verwalten ließen, erhielten nach Abzug von Gebühren und Aufwendungen nur 3,84 Dollar.

ANMERKUNG 21 (ZU SEITE 160)

Man beachte dazu den folgenden Kommentar des *Industrial Securities Committee* der *Investment Bankers Association of America* im seinem Bericht von 1928 (*Proceedings of the Investment Bankers Association of America*, 1928, S. 91):

»Es wurden verschiedene Emissionsprospekte von Vorzugsaktien untersucht, bei denen es sich um Unternehmen handelte, die ihr Geschäft auf angemieteten Grundstücken betrieben. Der Hinweis darauf, dass der periodische Mietaufwand hierfür den Stellenwert einer vorrangigen Verbindlichkeit begründet, stand nur im sehr klein Gedruckten und zusätzlich in einer sehr unauffälligen Weise. Ein Anleger, der den Prospekt nur überflog, konnte schnell den Eindruck gewinnen, dass die Dividenden auf die Vorzugsaktien die ersten Ansprüche gegen die erzielten Erträge des Unternehmens verbriefen. Unglücklicherweise lesen Anleger im Allgemeinen die Emissionsprospekte nicht gründlich genug und ein durchschnittlicher Anleger hätte die Bewertungsrelevanz der Mietverbindlichkeiten kaum in ihrer Tragweite erfasst. Unserer Auffassung nach sollten Kennzahlen in der gleichen Art und Weise aufbereitet und abgebildet werden, wie es auch für den Zinsdienst von Anleihen üblich ist.«

Dieses Argument trifft natürlich ebenfalls auf Anleihen zu, vor denen entsprechende laufende Mietverbindlichkeiten geleistet werden müssen.

Ein häufig angeführtes Beispiel für Schwierigkeiten mit einem Papier, die mit Pachtzahlungen zusammenhängen, bietet das *Waldorf-Astoria Corp. (New York) First Mortgage Leasehold 7s* (fällig 1954).

Dieses *Waldorf*-Papier wurde im Oktober 1929 mit einem Volumen von 11.000.000 Dollar aufgelegt und am Kapitalmarkt platziert. Die Pacht für das Grundstück betrug im ersten Jahr 300.000 Dollar, stieg dann für die nächsten beiden Jahre auf 600.000 Dollar, um schließlich bei 800.000 Dollar pro Jahr gedeckelt zu werden. Zusätzlich wurden bestimmte Verbindlichkeiten aus Gebäudemieten und gestaffelten Tilgungsplänen als Betriebsaufwendungen deklariert, obwohl sie nach Betrag und Termin fix waren. Die Aussage aus den Emissionsprospekten, dass die Zinsverbindlichkeiten für das *First Leasehold 7s* mehr als 4,5-fach durch die Erträge (welche selbst nur geschätzt waren)

gedeckt wären, ist demnach irreführend, da der Pachtaufwand den Zinsaufwand für die Anleihen binnen kurzer Frist übertreffen wird und die zusammengefasste Darstellung als Betriebsaufwand den wahren Charakter verschleiert. Hätten die Käufer des *First Leasehold 7s* die vorrangige Verbindlichkeit in Form des Mietaufwands mit 6 Prozent kapitalisiert, wären sie zu dem Ergebnis gekommen, dass die Position ihrer 11.000.000-Dollar-Anleihe erst nach Ansprüchen in Höhe von 23.000.000 Dollar rangiert.

Anfang 1932 wurden Nachverhandlungen mit dem Verpächter des Grundstücks (eine Tochtergesellschaft der *New York Central R.R.*) wegen in Verzug geratener Pachtzahlungen nötig. 1937 wurde ein Restrukturierungsplan abgeschlossen, der eine Neuregelung des Mietverhältnisses mit Konzessionen des Verpächters hinsichtlich der zukünftigen Rangfolge und Höhe seiner Ansprüche vorsah; die Anleiheninhaber willigten einer Umschuldung zu, nach der sie im Austausch gegen die alten Anleihen Stammaktien und Gewinnschuldverschreibungen mit bedingten Ansprüchen erhielten. Zuvor war der Kurs der Anleihen 1932 bis auf 3,25 gesunken.

Eine ähnliche Situation entwickelte sich im Hinblick auf die Wertpapiere von *Hotel Pierre*. Bei ihrem Tiefststand 1932 und 1933 notierten die ursprünglichen Anleihen in diesem Fall zu einem US-Cent je Dollar Nominalwert. Der Restrukturierungsplan von 1932 sah für die Inhaber der alten *First Leasehold 6,25s* eine drastische Reduktion des Nominalwertes bei Umschuldung auf neue *Income Debentures of 2 East 61st Street Corp.* und einen kleinen Anteil Aktien vor. Im April 1939 traten erneut Probleme bei der Leistung der Pachtverbindlichkeiten auf und das Unternehmen eröffnete auf eigene Initiative ein Konkursverfahren.

Das *Tower Building Company (Chicago) First Leasehold 6,5s* wurde 1926 zu pari emittiert. Das Volumen dieser Emission betrug 1.900.000 Dollar. Die jährlichen Pachtverbindlichkeiten betrugen anfänglich 190.000 Dollar (ansteigend). Diese hohen Mietzahlungen gerieten zwischenzeitlich in Verzug; 1931 erfolgte eine Forfaitierung der Pachtverbindlichkeiten und die Anleihen verloren jeglichen Wert.

Ein Desaster erlebten die Inhaber des *170 Broadway Corporation (New York) First Leasehold 6,5s* (fällig 1949).

ANMERKUNG 22 (ZU SEITE 177)

Interessant ist der Vergleich der hier vorgeschlagenen quantitativen Mindestwerte für die Auswahlentscheidung von Anleihen mit den gemeinsam von der *Standard Statistics Company* und dem *Bond Portfolio Committee* der *New York State Bankers Association*

ausgearbeiteten *Bond Quality Yardsticks* von 1939. Die dort vorgeschlagenen Verhältniszahlen für verschiedene Gruppen (außer Kommunen/Gemeinden) sind den Übersichten I und II zu entnehmen (mit freundlicher Erlaubnis für den Abdruck aus dem Aufsatz *How to Test Your Bonds* von E. Sherman Adams, erschienen am 4. Dezember 1939 in *Barron's*).

Eine angemessene Würdigung dieser Verhältniszahlen würde den Rahmen dieser Anmerkung sprengen. Es ist jedoch offensichtlich, dass nach unserer Ansicht nahezu alle als entweder unnötig oder als zu restriktiv einzuschätzen sind, da unsere eigenen Empfehlungen sonst entsprechend angepasst worden wären. Es sollte herausgestellt werden, dass die in den Tabellen dargestellten Maßstäbe »nicht als Standard, unterhalb dessen Banken keine Geschäfte tätigen sollten« zu werten sind, sondern eher als etwas, das zwischen einem »zusätzlichen Auswahlwerkzeug« und höchstmöglicher Perfektion rangiert. Unserer Auffassung nach schränkt die Vielzahl der vorgeschlagenen Standards in großem Maße die praktische Anwendbarkeit dieser Maßstäbe ein. Wenn allen Tests Genüge getan werden müsste, wird die Menge der geeigneten Anleihen zu sehr eingeschränkt. Selbst wenn man von einigen absehen könnte, steht der Anleger vor der offenen Frage, welche die wichtigsten sind und welchen Spielraum er sich bei gegebener Sicherheit einräumen kann.

Eine aktuelle Anwendung dieser vorgeschlagenen Maßstäbe auf typische Anleihenportfolios von Geschäftsbanken und Versicherungsunternehmen würde eine aufschlussreiche Maßnahme bei der Wertpapieranalyse bieten und gleichermaßen etwas Licht auf das Kriterium ihrer praktischen Handhabung werfen. *Standard Corporation Records* geben diese Verhältniszahlen mittlerweile für die führenden Unternehmen an.

ÜBERSICHT I

	Absicherung der Ertragskraft (B)					Absicherung des in	
	Ertrag als Vielfaches der festen Verbindlichkeiten ^a		Ertragssaldo für Festbetr. Anspr. zu Nominalwert des Fremdkapitals. Besser als (in %)	Nettoertrag zu Bruttoerlös. Besser als (in %)	Operating Ratio. ^d Kleiner als (in %)	Fremdkapital zu Nettovermögen (C). Kleiner als (in %)	Nettovermögen zu Bruttoerlösen (B). Kleiner als (in %)
	Netto. ^b Besser als (in %)	Vor Abschr. und Wertmind. ^c Besser als (in %)					
Schwerindustrie :							

Stahl	6	10	24	7	84	35	100
Maschinenbau	6	8,5	24	6	88	50	60
Sonstige Industriezweige:							
Automobilzulieferer	6	9,5	24	5	89	50	50
Hochbau	6	9	24	6	87	30	100
Chemie	5	6,5	20	15	73	75	125
Haushaltswaren	6	9	24	5	90	50	50
Büroaustattung	6	7,5	24	10	83	50	100
Papier (ohne Zeitungen)	6	10	24	7	84	35	100
Rohstoffindustrie:							
Kohle	6	11	24	8	81	40	100
Buntmetall	6	10	24	12	74	20	300
Öl	6	11	24	8	79	30	133
Nahrungsmittel:							
Bäckereien und Milchwirtschaft	4	6	16	4	91	66,66	50
Sonstige Nahrungsmittel	5	7	20	6	88	50	75
Spezielle Zulieferer:							
Fahrzeugreifen*	6	11	24	4	90	50	40
Lebensmittelverpackungen*	6	11	24	1	97,5	33,33	15
Buntmetallerzeuger*	6	11	24	4	90	40	50
Handelsunternehmen:							
Kaufhäuser*	6	9	24	2,5	95	50	25
Lebensmittelketten*	5	7,5	20	1,5	97	60e	--
Sonstige Spezialfälle:							
Filmindustrie	6	8	24	8	86	50	80
Druck- und Verlagswesen*	6	7	24	15	77	--	200
Eisenbahn- und Autovermietung	4	6 ^f	16	9	74	40	--
Tabakindustrie	4	--	16	9	86	75 ^e	500 ^k

Versorger:							
Dampfturbine n betreiberg*	2,75 ^h	--	12	19 ⁱ	--	60	--
Wasserkraftbetreiberg* (Endkunden)	2,75 ^h	--	12	25 ⁱ	--	60	--
Wasserkraftbetreiberg* (Großhandel)	3 ^h	--	13	25 ⁱ	--	50	--
Wasserwerke*	2 ^h	--	10	20 ⁱ	--	60	700 ^k
Telefongesellschaften*	3 ^h	--	13	15 ⁱ	55	50	350 ^k
Eisenbahngesellschaften*	3 ^l	3,5 ^f	--	--	--	--	--

Verhältniszahlen für die Qualität von Anleihen¹. gedacht als hilfreicher Ratgeber, nicht als unflexibler Standard oder exklusiver test.

* Für diese Gruppe werden in Tabelle II zusätzliche Verhältniszahlen geliefert.

- (a) Basierend auf den tatsächlich in den letzten Jahren gezahlten festen Verbindlichkeiten, nicht den aktuellen.
- (b) Nach Steuern.
- (c) Die meisten dieser Empfehlungen basieren auf Unternehmensdaten von solchen Unternehmen, die in ihrer Klasse besonders gut dastehen.
- (d) Verhältnis aus (operativem) Betriebsaufwand vor Abschreibung, anderer Wertberichtigung und Steuern zum Bruttoerlös.
- (e) Fremdkapital zum Nettounternehmensvermögen plus Warenbestand.
- (f) Ertrag als Vielfaches der festen Verbindlichkeiten vor Abschreibung.
- (g) Für Unternehmen, in denen wenigstens 75 % der Umsätze mit Stromerzeugung erzielt werden.
- (h) Und das letzte Jahresergebnis muss mindestens so gut sein wie der Sechsjahresdurchschnitt
- (i) Nettoertrag zu Betriebsaufwand.
- (k) Nettounternehmensvermögen zu Betriebsaufwand.
- (l) Wobei als Minimalwert für jedes einzelne Jahr mindestens das Doppelte erzielt werden musste.

¹ Tabelle I und II sind der Ausgabe vom 4. Dezember 1939 des Barron's, The National Financial Weekly entnommen.

(A) Die folgenden zusätzlichen Kriterien werden in Bezug auf die Sicherheit des investierten Kapitals bei allen industriellen Papieren empfohlen (C); Barvermögen und Äquivalente zu kurzfristigen Verbindlichkeiten – 100 % oder mehr. Fremdkapital zum gesamten Marktwert des Unternehmens (Ansatz von Anleihen zu ihrem Nominalwert, Vorzugsaktien zum niedrigeren Wert von Nominal- oder Marktwert und Stammaktien zum Marktwert; Jahresendwerte) – nicht mehr als 25 %. Für die Berechnung der Kennzahlen aus Kategorie (C) sollten immer die jüngsten Unternehmensdaten verwendet werden, wobei die Zahlen für ältere Rechnungsjahre ebenfalls und der sich abzeichnende Trend besonders beachtet werden sollten. (B) Alle Kennzahlen, die auf die Sicherheit der Ertragskraft des Unternehmens abstellen, sollten auf Grundlage eines sechsjährigen Durchschnitts berechnet werden. Dies trifft ebenfalls auf das Verhältnis aus Nettounternehmensvermögen und Bruttoumsatz zu.

ÜBERSICHT II – WEITERE VERHÄLTNISSZAHLEN FÜR EINZELNE GRUPPEN⁴¹⁰

Fahrzeugreifen, Lebensmittelverpackungen, Buntmetallerzeuger

Nettoumlaufvermögen ohne Warenbestand zum Fremdkapital – mindestens 100 Prozent.

KAUFHÄUSER

Umschlagshäufigkeit des Warenbestandes – mindestens acht Mal pro Jahr.

SUPERMARKTKETTEN

Umschlagshäufigkeit des Warenbestandes – mindestens zwölf Mal pro Jahr. Kurzfristige Forderungen ohne Warenbestand zu kurzfristigen Verbindlichkeiten – mindestens 100 Prozent. (Dieses Verhältnis wird bei Supermarktketten anstelle des bei allen anderen Industriezweigen angesetzten Verhältnisses aus Barvermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten benutzt.)

DRUCK- UND VERLAGSWESEN

Fremdkapital zum Nettounternehmensvermögen plus immaterielle Werte – höchstens 50 Prozent (a). Der Index für den Absatztrend (1929 = 100) sollte mindestens dem nationalen Durchschnitt entsprechen (b).

[(a) Indem auch immaterielle Werte für die Berechnungen zur Bestimmung des Sicherheitsniveaus einer Anleihe herangezogen werden, ergibt sich ein besonderer Bedarf für die kritische Hinterfragung der Plausibilität der verwendeten Zahlen. Als grober Anhaltspunkt sei an dieser Stelle darauf hingewiesen, dass eine repräsentative Gruppe von Zeitungsverlagen für die Bestimmung immaterieller Vermögenswerte einen Absatz von 10.000 Stück mit einem Barwert von 30.000 Dollar beziffert. (b) Nationaler Durchschnittsindex: 1929: 100; 1930: 100,4; 1931: 98,2; 1932: 92,3; 1933: 89,1; 1934: 93,0; 1935: 96,8; 1936: 102,0; 1937: 104,8; und 1938: 100,3.]

ÖFFENTLICHE VERSORGER

Abschreibungen und Instandsetzungsaufwand zu Betriebserlösen – 15 Prozent für Dampfturbinenbetreiber, 13 Prozent für Betreiber von Wasserkraftwerken, 12 Prozent für Wasserversorger, 25 Prozent für Telefonversorger. Nettobetriebsergebnis zu Nettovermögen – ungefähr 7 Prozent für alle Gruppen. Nettovermögen zu Betriebserlösen und Betriebsaufwand zu Betriebserlösen – im Fall von Wasserkraftwerken ist es wichtig, beide Verhältnisse zu berechnen; welches zu verwenden ist, kann nicht standardisiert werden, da jede Situation vor dem spezifischen Hintergrund vor Ort zu bewerten ist. Betriebserlöse pro Telefonzelle –

mindestens 50 Dollar.

EISENBAHNGESELLSCHAFTEN

Aus dem Eisenbahngeschäft erzielte Ertragsdeckung der festen Verbindlichkeiten im Durchschnitt der letzten sechs Jahre – mindestens zweifach. Nettoumlaufvermögen (inklusive Staatsanleihen bei den kurzfristigen Forderungen und aufgelaufenen Steuern bei den Verbindlichkeiten) zu festen Verbindlichkeiten – mindestens 200 Prozent. Instandhaltungsaufwand für Trassen und Infrastruktur sowie Instandhaltungsaufwand für Fuhrpark und Ausrüstung (inklusive Abschreibungen) zum Bruttoerlös – mindestens 25 Prozent während hinreichend langer Zeit. Transportaufwand zu Bruttoerlösen – stabil oder sinkender Trend. Bruttomeilentonne pro Güterzugstunde – stetig ansteigender Trend. Fremdkapital zum Marktwert des gesamten Unternehmens (Anleihen mit Nominalwert, Vorzugsaktien mit jeweils niedrigerem, aus Nenn- und Marktwert; Stammaktien mit Marktwert; Jahresendkurse) – höchstens 50 Prozent (siehe Textteil).

ANMERKUNG 23 (ZU SEITE 182)

Verhältniszahlen aus Instandhaltungsaufwand zu Bruttobetriebserlösen bei Eisenbahngesellschaften der Kategorie 1, basierend auf dem fünfjährigen Zeitraum zwischen 1926 und 1930 sowie für 1937, aufgeteilt nach Regionen.⁴¹¹

Region	1926–1930			1937		
	Instandhaltungsaufwand für Streckennetz (in %)	Instandhaltungsaufwand für Ausrüstung (in %)	Summe (in %)	Instandhaltungsaufwand für Streckennetz (in %)	Instandhaltungsaufwand für Ausrüstung (in %)	Summe (in %)
Gesamt Vereinigte Staaten	13,7	19,5	33,2	11,9	19,9	31,8
Neuengland	15,3	17,8	33,1	13,7	17,6	31,3
Große Seen	12,5	20,9	33,4	10,7	20,9	31,6
Zentraler Osten	12,5	20,7	33,2	10,4	21,0	31,4
Pocahontas	13,4	20,0	33,4	10,2	18,3	28,5
Süden	14,5	20,0	34,5	11,6	21,0	32,6
Nordwesten	14,5	18,3	32,8	13,8	19,0	32,8

Zentraler Westen	14,0	18,1	32,1	13,1	19,5	3
Südwesten	15,9	18,0	33,8	14,0	18,3	3

Die hier erkennbaren Unterschiede zwischen den verschiedenen Regionen sind geringer als noch vor 1920. Die Instandhaltungsaufwendungen einer Vielzahl von Eisenbahngesellschaften fiel in den Jahren 1931 und 1932 auffällig unter den obigen Standard. Die Quoten von *Illinois Central* von 1932 betrugen zum Beispiel: Instandhaltung des Streckennetzes 8,36 Prozent; Instandhaltung von Ausrüstung 19,48 Prozent.

Wie die folgende Übersicht zeigt, traten auch zwischen einzelnen Eisenbahngesellschaften derselben Region deutliche Unterschiede auf:

Jahr und Gesellschaft	Instandhaltung von Strecken in % der Erlöse	Instandhaltung von Ausrüstung in % der Erlöse	Summe in % der Erlöse
1926–1930 Durchschnitt in Südwesten	15,85	17,97	33,82
<i>Atchinson:</i>			
1929	15,79	18,13	33,92
1932	11,52	23,69	35,21
<i>St. Louis-Southwestern:</i>			
1929	19,97	16,26	36,24
1932	14,65	16,87	31,52
<i>Southern Pacific:</i>			
1929	12,63	17,46	30,09
1932	11,86	18,57	30,43

Die nachfolgende Übersicht stellt dem eine Klassifizierung der Gesellschaften nach ihrer finanziellen Situation und dem zugehörigen Trend des Instandhaltungsaufwandes gegenüber:

Anzahl	Aggregierte Instandhaltungsquote (in %)		
	1928	1934	1938
17 Dividenden ausschüttende Gesellschaften 1938	34,5	32,2	32,0
23 zahlungsfähige Gesellschaften ohne Dividendenausschüttung 1938	32,2	30,0	29,8

21 insolvente Gesellschaften 1938	32,6	32,3	33,0
Alle Klasse-I-Gesellschaften	32,8	30,7	30,7

Dieser Vergleich zeigt erstens, dass Dividenden ausschüttende Unternehmen dazu tendieren, in größerem Umfang Instandhaltungsmaßnahmen durchzuführen als nicht ausschüttende, die mit dem Problem kämpfen, zahlungsfähig zu bleiben, und zweitens, dass Unternehmen, die in ein Insolvenzverfahren geraten sind, dazu tendieren, den Instandhaltungsaufwand auszuweiten, während andere diesen reduzieren.

ANMERKUNG 24 (ZU SEITE 183)

Zwischen 1921 und 1929 bietet die *Chesapeake & Ohio Ry. Co.* ein Beispiel für ungewöhnlich hohe Instandsetzungsaufwendungen. Dies wird anhand der Zahlen in der folgenden Aufstellung deutlich, die mit den Standardaufwendungen in der Pocahontas-Region aus der vorangegangenen Anmerkung verglichen werden können.

Jahr	Instandhaltungsaufwand für Strecken zum Bruttoerlös (in %)	Instandhaltungsaufwand für Ausrüstung zum Bruttoerlös (in %)	Summe (in %)
1921	14,51	23,87	38,38
1922	12,70	27,01	39,71
1923	12,60	28,10	40,70
1924	14,40	27,90	42,30
1925	15,20	25,30	40,05
1926	14,23	22,89	37,12
1927	14,37	22,38	36,75
1928	13,47	22,29	35,76
1929	14,39	22,36	36,75
1930	13,55	19,55	33,10
1931	12,88	18,99	31,87

Die Anhäufung von großen Gewinnen bei Tochtergesellschaften in der Vergangenheit, die nicht an den Mutterkonzern abgeführt wurden, wird durch die folgenden Zahlen für *Louisville*

& *Nashville R.R. Co.* illustriert, deren Stammaktien zu 51 Prozent von *Atlantic Coast line R.R. Co.* kontrolliert werden.

Jahr	Gewinn pro Aktie (in \$)	Ausschüttung pro Aktie (in \$)	Saldo nach Dividenden auf Stammaktien (in \$)	Abs. Anteil von <i>Atlantic Coast</i> an den unausgeschütteten Gewinnen von <i>L. & N.</i> (in \$)
1922	14,72	7,00	5.558.019	2.834.590
1923	11,54	5,00	7.648.935	3.900.957
1924	12,08	6,00	7.112.794	3.627.525
1935	15,98	6,00	11.680.711	5.957.163
1926	16,60	7,00	11.232.111	5.728.377
1927	14,29	7,00	8.536.241	4.353.483
1928	12,24	7,00	6.133.220	3.127.942
1929	11,73	7,00	5.536.543	2.823.636

Ein ähnliches Bild ergibt sich in Bezug auf *Chicago, Burlington & Quincy*: Das Unternehmen erwirtschaftete zwischen 1922 und 1929 substanziell größere Erträge, als es in Form von Dividenden ausgeschüttet hat. Dies trifft in besonderem Maße auf die Jahre 1924, 1928 und 1929 zu, wenngleich sich die Situation in den Jahren 1930, 1931 und 1932 genau umgekehrt darstellt, als nämlich Dividenden ausgeschüttet wurden, welche die erzielten Erträge übertrafen. Die *Great Northern Ry. Co.* und *Northern Pacific Ry. Co.* kontrollieren jeweils 48 Prozent der *Burlington*-Stammaktien.

ANMERKUNG 25 (ZU SEITE 190)

Im Folgenden einige Beispiele von Unternehmen, die gänzlich oder teilweise den Charakter von Industrieunternehmen haben, jedoch als »öffentliche Versorger« auftreten: *United Public Service Co.*, gegründet 1927 und tätig in der Strom- und Gasversorgung, Eisherstellung und Tiefkühl Lagerung; *Southern Ice & Utilities Co.*, gegründet 1916 und tätig in der Eis- und Speiseeisherstellung, Molkereiwirtschaft und Tiefkühl Lagerung; *The Utilities Service Co.*, gegründet 1928, um 20 kleinstädtische Telefonunternehmen sowie vier Eisproduzenten in großen Städten zu übernehmen und zu betreiben; *Central Atlantic States Service Corp.*, gegründet 1928 und tätig im Eis-, Kohle- und Tiefkühl Lagerungsgeschäft; *Westchester Service Corp.*, gegründet 1928 und tätig im Kohle-, Eis- und Treibstoffgeschäft sowie als

Bauzulieferer; *National Service Cos.*, gegründet 1938 als Konzernmutter für Unternehmen der *Westchester Service Corp.*, tätig im Eis- und Treibstoffgeschäft sowie in artverwandten Geschäftsfeldern. Eine genaue Betrachtung wird zeigen, dass diese Unternehmen eine Kapitalstruktur aufweisen, die der von öffentlichen Versorgern entspricht, obwohl sie zum größten Teil oder vollständig Industrieunternehmen sind.

Einige dieser Unternehmen existieren immer noch in ihrer ursprünglichen Form, aber bei den meisten traten finanzielle Schwierigkeiten auf, die zu Restrukturierungsprozessen führten. *United Public Service Co.* wurde 1934 umstrukturiert zu *United Public Service Corp.* Die *Southern Ice & Utilities Co.* wechselte den Namen 1938 zu *Southern Ice Co.* 1930 geriet *Utilities Service Co.* in ein Konkursverfahren und wurde 1933 restrukturiert, wobei der Plan die Trennung des Telefongeschäfts von der Industriesparte vorsah. *Central Atlantic States Service Corp.* wurde 1934 restrukturiert und das Unternehmensvermögen von *Cassco Corp.* übernommen. *Westchester Service Corp.* wurde 1936 gemäß *Section 77B* des *Bankruptcy Act* restrukturiert. *National Service Cos.* hat ihre ursprüngliche Identität behalten.

ANMERKUNG 26 (ZU SEITE 197)

Zu verschiedenen Zeitpunkten hat die *Investment Banker Association of America* bereits auf die Untauglichkeit von Emissionsprospekten für Anleihen hingewiesen, weil sie Abschreibungen entweder völlig unbeachtet lassen oder die aktuellen Abschreibungen dadurch kaschieren, dass sie losgelöst von den anderen Posten irgendwo in der Ergebnisrechnung versteckt werden. Die folgenden Zitate sollen dies illustrieren:

»Es gibt viele redliche und unterschiedliche Meinungen in Bezug auf Abschreibungen und ihre richtige Handhabung. Welche Politik aber auch immer vertreten wird, der Anleger sollte wissen, worum es sich dabei handelt. Ein Unternehmensprospekt, in dem nicht auf die Abschreibungen eingegangen wird, vernachlässigt einen wichtigen Entscheidungsfaktor in Bezug auf den Zustand des Unternehmens, dem der Anleger sein Kapital überlassen soll.« (»*Report of Special Committee on the Preparation and Use of Bond Circulars*«, erschienen in: *Proceedings of the Investment Bankers Association of America*, 1925, S. 274.)

»Unser Hauptaugenmerk richtet sich auf den Umgang mit Abschreibungen. In einigen wenigen Wertpapierprospekten werden die Unternehmensbilanzen völlig außen vor gelassen. In den meisten Fällen, wo diese Eingang in die Prospekte finden, sind sie allerdings nicht sonderlich aussagekräftig. Es scheint gängige Praxis zu sein, die Unternehmenserträge vor Abschreibungen und Steuern zu präsentieren und keine weiteren Informationen über die vorgenommenen Abschreibungen zu liefern. Um dem Anspruch gerecht zu werden, dem Anleger mithilfe eines Unternehmensprospektes ein möglichst vollständiges Bild der Lage

eines Unternehmens bereitzustellen, erscheint es uns hierzu unabdingbar, dass der Ertrag vor Abschreibungen, die vorgenommenen Abschreibungen und der hernach verbleibende Saldo für Steuern und Zinsdienst einzeln angegeben werden. Wenn ein Anleger in der Lage ist, Bilanzen zu verstehen und mit ihnen umzugehen, kann er aus der Art und Weise der vorgenommenen Abschreibungen sowie dem Betrag der Wertberichtigungen Rückschlüsse auf die Führung des betreffenden Konzerns ziehen. In einigen Prospekten wird der Ertrag nach Abschreibungen und Steuern angegeben, jedoch nicht vor diesen Minderungen. Nach Auffassung sowohl von *Industrial Securities* als auch des *Business Conduct Committee Chairman* sollten dem Anleger im Wertpapierprospekt idealerweise der Ertrag vor Abschreibung, die vorgenommenen Abschreibungen und der Ertrag nach Abschreibung als einzelne Positionen präsentiert werden.« (*Interim Report of the Business Conduct Committee of the Investment Bankers Association of America Bulletin*, März 1927, S. 3.)

ANMERKUNG 27 (ZU SEITE 199) BEISPIEL ZUM UMGANG MIT MINDERHEITSANSPRÜCHEN BEI DER BERECHNUNG DER ZINSDECKUNG VON KONZERNANLEIHEN VON ÖFFENTLICHEN VERSORGERN

Der Jahresabschluss von *United Light & Railways Co. (Del.)* von 1938 beinhaltet auch das Ergebnis von *American Light & Traction Co.*, da Erstere 54,69 Prozent der Stammaktien von Letzterer hält. Der Anteil des Ertrages, der den 45-Prozent-Minderheitsaktionären zusteht, betrug 1.851.000 Dollar. Diese Minderheitsansprüche können grundsätzlich auf drei verschiedene Art und Weisen behandelt werden, nämlich:

Methode A (gebräuchlich): Der den Minderheitsaktionären zustehende Betrag wird erst nach den Zinsverbindlichkeiten des Mutterkonzerns abgezogen. Bei dieser Methode wird die Zinsdeckung des Mutterkonzerns nicht von den Minderheitsansprüchen gegen das Tochterunternehmen beeinflusst.

Methode B (am genauesten, aber ein wenig kompliziert): Verbindlichkeiten und Erträge des Tochterunternehmens werden nur in dem Ausmaß in die Bilanz des Mutterkonzerns aufgenommen, das durch den Anteil der Mutter an den Stammaktien vorgegeben ist. Mit anderen Worten: Es werden sowohl Erträge als auch feste Verbindlichkeiten um den Anteil reduziert, der von Minderheitsaktionären gehalten wird.

Methode C (empfohlen): Der Nettoertrag wird vor Berechnung der Zinsdeckung um die Ansprüche der Minderheitsaktionäre (wie gewöhnliche Aufwandspositionen) vermindert.

Daraus resultiert eine geringere Zinsdeckung als unter Methode B, die Abweichung bleibt aber moderaten Ausmaßes.

Die Anwendung der drei Methoden auf den Jahresabschluss von *United Light & Railways Co.* von 1938 liefert die folgenden Resultate:

Kennzahl	Methode A (gebräuchlich) (in \$)	Methode B (genau) (in \$)	Methode C (konservativ) (in \$)
Bruttobetriebserlöse	77.351.000	59.221.000*	77.351.000
Nettoertrag	21.352.000	17.072.000*	21.352.000
Minderheitsansprüche	-----	-----	1.851.000
Saldo für feste Verbindlichkeiten	21.352.000	17.072.000*	19.501.000
Feste Verbindlichkeiten ¹	14.927.000	12.498.000*	14.927.000
Minderheitsansprüche	1.851.000	-----	-----
Saldo für Dividendenausschüttungen der Mutter	4.574.000	4.574.000	4.574.000
Ertrag als Vielfaches der festen Verbindlichkeiten	1,43	1,37	1,31

¹ Zinsverbindlichkeiten und Vorzugsdividenden der Tochter und Zinsverbindlichkeiten des Mutterkonzerns.

* Ohne die Minderheitsansprüche (45,31 %) gegen American Light & Traction.

Man beachte, dass die einzig zusätzliche Berechnung bei Methode B darin besteht, den Betrag der festen Verbindlichkeiten des Tochterunternehmens zu bestimmen, der den Minderheitsaktionären zugerechnet werden kann. Die so angepassten festen Verbindlichkeiten ergeben zusammen mit dem Saldo für Ausschüttungen des Mutterkonzerns die Zinsdeckung minus 1. Man beachte ebenfalls, dass – obwohl Methode C immer einen geringeren Wert ausgibt als die anderen beiden – Methode B im Vergleich zu Methode A höhere oder niedrigere Werte ermittelt, je nachdem, ob die separate Zinsdeckung des Tochterunternehmens größer oder kleiner ist als die des konsolidierten Gesamtsystems.

ANMERKUNG 28 (ZU SEITE 219)

Verfahren zur Bestimmung des Sicherheitsniveaus von Vorzugsaktien wurden in bisherigen Investmenthandbüchern eher stiefmütterlich behandelt. In einigen Fällen ist dies darauf

zurückzuführen, dass Vorzugsaktien nicht zur Investmentkategorie gezählt werden (vgl. die Veröffentlichungen von *Lawrence Chamberlain*), aber in den meisten Fällen kann auf dieses Ausschlusskriterium nicht verwiesen werden. Das in den letzten Jahrzehnten überaus große Marktvolumen von umlaufenden Vorzugsaktien legt den Schluss nahe, dass bestimmte Auswahl- und Abgrenzungsmethoden für diese Wertpapierart bereits entwickelt worden sind. Es ist also umso überraschender, dass dieser Aktienart von Autoren, die »wissenschaftliche« Veröffentlichungen zum Thema Wertpapierauswahl geschrieben haben, nicht mehr Beachtung geschenkt wurde.

In den meisten der Fälle, in denen sich Autoren mit diesem Thema beschäftigten, wird entweder explizit oder implizit auf die *Prior-deductions*-Methode abgestellt. Zum Beispiel verwenden *Carl Kraft* und *Louis P. Starkweather* in ihrer *Analysis of Industrial Securities* aus dem Jahr 1930 diese irreführende Berechnungsmethode bei der umfangreichen Analyse von *Jones Bros. Tea Co.*, ohne die sich ergebenden Quoten kritisch zu hinterfragen. Siehe hierzu S. 152, *ratio 20–(b)* und S. 156 bis 158, speziell die Daten der Jahre 1926 und 1927.

J. E. Kirshman verweist in seinen überarbeiteten *Principles of Investment* aus dem Jahr 1933 auf die Ertragsdeckung der *Federal Water Service Corp. Preferred*, die »in den letzten Jahren mehrfach gegeben war«, was nur dann eine wahre Aussage ist, wenn hierfür die *Prior-deductions*-Methode zugrunde gelegt wurde. Die Kombination aus Ertragsdeckung der Zinsen zusammen mit den Vorzugsdividenden betrug im Zeitraum von 1928 bis 1932 nie mehr als 1,37 (siehe dort S. 155–156 und 437). Ähnlich wurde von *D. F. Jordan* wiederholt behauptet, maßgeblich für die Sicherheit einer Vorzugsaktie sei die Antwort auf die Frage, wie oft die Dividende allein genommen erwirtschaftet wurde (siehe hierzu sein *Investments* in der 3. überarbeiteten Auflage von 1936, S. 157, 160, 162, 167, 185, 192). Dabei ist erstaunlich, dass er den Trugschluss dieser Methode durchaus im Fall von Vorzugsaktien von öffentlichen Versorgungsunternehmen erkennt und diesbezüglich die Anwendung der *Total-deductions-(over all-)* Methode zur Bestimmung der Ertragsdeckung empfiehlt (siehe S. 169).

Auch *Floyd F. Burtchett* unterstützt in seinem *Investments and Investment Policy* aus dem Jahr 1938 die *Prior-deductions* -Idee (siehe S. 263, 287 und 325).

Auf der anderen Seite weisen *Badger* und *Guthmann*, *Herschel* und *Prime* mit Nachdruck auf den inhärenten Trugschluss der *Prior-deductions*-Methode hin und fordern die standardmäßige Anwendung der *Total-deductions*-Methode. Siehe *R. E. Badger and H. C. Guthmann, Investment Principles and Practices*, S. 348–350, 465–467, New York, 1936; *A. H. Herschel, The Selection and Care of Sound Investments*, S. 217–222, New York, 1925; *John H. Prime, Analysis of Industrial Securities*, S. 292, New York, 1935.

ANMERKUNG 29 (ZU SEITE 213)

Siehe Anmerkung 27 im Anhang der Auflage dieses Buches von 1934.

ANMERKUNG 30 (ZU SEITE 240)

Die Aussagen im Text können anhand einer detaillierten Darstellung der Kursentwicklung verifiziert werden, aus der ein kleiner Auszug zur Verdeutlichung entnommen wurde: Am 31. Oktober 1929 wurde das *Kansas City Terminal 4s* (fällig 1960) für 86,25 gehandelt und ermöglichte damit eine Rendite von 4,9 Prozent, während am selben Tag das *General 4s* der *Chicago, Rock Island & Pacific Ry.* (fällig 1988) bei 90 und mit einer Rendite von 4,5 Prozent notierte. Vier Jahre später, am 22. November 1933, standen die *Kansas City Terminal*-Anleihen bei 86,25, obwohl die *Rock Island General 4s* auf 42 abgesunken waren, einen Kurs, dem eine Rendite von ungefähr 10 Prozent entsprach. Am 8. Dezember 1927 lag der Kurs der *Kansas City Terminal*-Anleihen bei 93,875 und der vom *Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry. General 4s* (fällig 1989) bei 93, sodass die Rendite des zweiten ein wenig unter der des ersten lag.

Wertpapier	Kursbreite 1929– 1939	Kurs Ende 1939	RenditezielEnde 1939
<i>Kansas City Terminal 4s</i> , fällig 1960	109,875 – 78	107,75	3,45 %
<i>Chicago, Rock Island & Pacific Ry. Gen.4s</i> , fällig 1988	96 – 10	13 7/8	Verzug
<i>Chicago, Milwaukee & St. Paul Ry. Gen.4s</i> , fällig 1989	87,875 – 19,5	24,75	Verzug
<i>Missouri-Kan.-Texas R.R. Prior Lien 4s</i> , fällig 1962	94,5 – 11,5	14,625	27,3 %*

* Aktuelles Renditeziel, allerdings offensichtlich mit Zweifeln ob der gegebenen Dauerhaftigkeit behaftet.

Am 24. Februar 1933 notierten die *Terminal*-Anleihen bei 90 mit einem Renditeziel von 4,65 Prozent, während die *St. Paul General 4s* bis auf 38 mit einem Renditeziel von ungefähr 11 Prozent gesunken waren. Zwischen dem 7. November 1927 und dem 15. Juni 1932 fielen die *Terminal 4s* von 93 auf 82,75 (Renditeziele von 4,4 Prozent bzw. 5,18 Prozent), während *Missouri-Kansas-Texas R.R. Prior Lien 4s* (fällig 1962) von 93 auf 31,125 gefallen war (Renditeziele von 4,39 Prozent bzw. über 15 Prozent).

Einige Punkte der weiteren Entwicklung sind in obiger Tabelle dargestellt.

ANMERKUNG 31 (ZU SEITE 249)

Anhand des Falls der *New York & Harlem R.R.* lassen sich einige interessante Aspekte von Pacht und Garantien aufzeigen.

1. Der größte Teil des Unternehmensvermögens ist für 401 Jahre an die *N.Y. Central* gegen Zahlung eines Betrages verpachtet, der äquivalent ist zur Summe aus Anleihezinsen und einer Dividende von 5 Dollar auf alle Vorzugs- und Stammaktien. Zins und Tilgung der Anleihen sind darüber hinaus durch eine spezielle Garantie der *N.Y. Central* abgesichert, die jedoch nicht für die Vorzugsdividenden gilt. Seit 1873 wurden die Dividenden dennoch regelmäßig aus den Pachtzahlungen ausgeschüttet.

2. Die Straßenbahnen waren separat an *N.Y. Rys. Co.* gegen eine zusätzliche Dividende von 2 Dollar pro Aktie verpachtet. Als *N.Y. Rys. Co.* in Konkurs ging, wurde das Eigentum am Straßenbahnsystem wieder an *New York & Harlem R.R.* übertragen und von dieser weiter betrieben. 1932 wurde die Straßenbahnsparte erneut verpachtet. Gegen die Zahlung von einmalig 450.000 Dollar gingen die Nutzungsrechte für 999 Jahre an *N.Y. Rys. Corp.* (Nachfolgerin der früheren Pächterin) über. Damit erschien diese Transaktion wie ein gewöhnlicher Verkauf der Straßenbahnlinien in Höhe der genannten Summe.

3. Einige Aktionäre von *New York & Harlem* meinten, eine Anspruchsgrundlage für weitere Zahlungen von *N.Y. Central* in dem Umstand entdeckt zu haben, dass im ursprünglichen Pachtvertrag keine Regelung der Überbaurechte der bestehenden *New York & Harlem*-Trassen enthalten war und daher zusätzliche Zahlungen für die Bebauung des »Lufttraumes« verlangt werden könnten. Der spekulative Glanz dieses Unterfangens ließ den Kurs der Aktien 1928 bis auf 505 steigen und die Dividendenrendite unter 1 Prozent sinken. Die Klage wurde 1932 abgewiesen, wodurch der Kurs auf 82,25 fiel (Ende 1939 lag der Kurs bei 110).

Der Fall der *Mobile & Ohio* bietet ähnlich interessante Einblicke:

1. 1901 legte *Southern Ry. Co.* im Austausch gegen nahezu alle Aktien von *Mobile & Ohio* die *Mobile & Ohio Stock Trust Certificates* auf. Teil der Vereinbarung war eine regelmäßige Zahlung, die den Inhabern nach Umtausch eine jährliche Rendite von 4 Prozent einbrachte.

2. *Mobile & Ohio* erlebte einen wirtschaftlichen Aufschwung und führte zwischen 1908 und 1930 eine 140-prozentige Dividende an *Southern Ry. Co.* ab. Die *Interstate Commerce*

Commission und der Bundesstaat Alabama begannen wegen Verstößen gegen die *Antitrust-Gesetze* erste Schritte zu unternehmen, um *Southern* zu veranlassen, die Kontrolle über *Mobile & Ohio* abzugeben. Zum gleichen Zeitpunkt begannen die Inhaber von *Stock Trust Certificates* mit Anstrengungen, entweder ihre in Verwahrung befindlichen Aktien zurückzuerhalten oder höhere Dividenden auf ihre Zertifikate durchzusetzen. Deren Kurs war in Antizipation der rechtlichen Veränderungen 1928 bis auf 159,5 geklettert.

3. Der Ertragseinbruch von 1929 zwang *Mobile & Ohio* 1932 in den Konkurs. Die Zinszahlungen per 1. September 1939 auf die Anleihen von *Mobile & Ohio* fielen aus, aber die Inhaber der *Stock Trust Certificates* erzielten dessen ungeachtet weiterhin die von *Southern Ry.* garantierte Dividende von 4 Prozent. Im Jahr 1932 war der Kurs der Zertifikate auf 3,5 gefallen, was allerdings eher auf das Misstrauen in Bezug auf die finanziellen Kapazitäten von *Southern Ry.* als auf Zweifel an der rechtlichen Sicherheit der Verpflichtung, die 4-Prozent-Dividende auszuschütten, zurückzuführen war. *Mobile & Ohio* fusionierte 1940 mit *Gulf, Mobile, Northern R.R.*, aber auch diese Entwicklung änderte nichts am Status der garantierten *Stock Trust Certificates*.

ANMERKUNG 32 (ZU SEITE 266) REORGANISATION VON *INDUSTRIAL OFFICE BUILDING COMPANY*

Die Geschichte dieses Unternehmens zeigt in besonderer Weise den Unterschied zwischen den theoretischen Rechten und den aktuellen Erfahrungen von Anleihengläubigern mit erstrangigen Hypothekenrechten. 1926 baute das Unternehmen ein Bürogebäude in Newark, N.J. Die Kosten für das Grundstück und das Gebäude betrugen alles in allem ungefähr 3.800.000 Dollar, aber der Wert des Grundstücks wurde von 300.000 Dollar auf 2.000.000 Dollar wie üblich aufgewertet. Die Ausgaben für die Errichtung des Gebäudes wurden durch die Ausgabe folgender Wertpapiere finanziert:

6 % First-Mortgage Bonds	\$ 3.150.000
7 % Unsecured Notes	450.000
Vorzugsaktien	450.000
Stammaktien	100.000

Aus der Aufwertung der Immobilie folgte für die Stammaktien ein Buchwert von 1.800.000 Dollar.

Aus einer Periode schwacher Erträge folgten am 1. Juni 1932 der Ausfall der Zinszahlungen und die Einsetzung eines Treuhänders. Kurz danach wurde ein Restrukturierungsplan aufgelegt, der die folgenden Punkte vorsah:

1. Die *First-Mortgage* 6 %-Anleihen (fällig 1947) sollten gegen *First-Mortgage* 5 %-Gewinnschuldverschreibungen ausgetauscht werden, ebenfalls mit Fälligkeit 1947.
2. Die 7 % *Unsecured Notes* (fällig 1937) sollten gegen 7 Prozent unbesicherte Gewinnschuldverschreibungen mit Fälligkeit 1948 ausgetauscht werden.
3. Die 8-Prozent-Vorzugsaktien sollten durch neue 8-Prozent-Vorzugsaktien ausgetauscht werden.
4. Stammaktien wurden gegen neue Stammaktien ausgetauscht.
5. Alle diese Maßnahmen erfolgten zu pari beziehungsweise zu gleichen Stücken.

Der Plan wurde durch Verkauf von Vermögenswerten im Rahmen einer Versteigerung durchgeführt, wobei ein Erlös von 100.000 Dollar durch das Reorganisationsgremium erzielt wurde. Inhaber von *First-Mortgage*-Anleihen, die das Austauschangebot für die neuen Wertpapiere nicht angenommen hatten, erhielten so nur 56,43 Dollar in bar pro 1000 Dollar Nominalwert.

Bei dieser Restrukturierung gaben die Anleiheninhaber ihren Festbetragsanspruch auf Zahlung der Zinsen preis und erhielten dafür im Gegenzug keinerlei Kompensation. Dividendenzahlungen wurden ausgesetzt, bis mindestens zwei Drittel der Anleihen vom Markt genommen und gelöscht waren, doch eine solche Löschung nützt den Aktionären und stellt kein wirkliches Opfer der Eigenkapitalgeber dar. Dies war ein außerordentlich einseitiger »Kompromiss« – umso mehr, als die Anleiheninhaber das unstrittige Recht besessen hätten, unmittelbar ihr Eigentumsrecht gegen das Unternehmensvermögen durchzusetzen. Das die Restrukturierung durchführende Gremium verteidigte die Großzügigkeit gegenüber den Eigenkapitalgebern mit dem Umstand, dass es vorteilhaft war, die Leistung des größten Aktionärs als Manager des Objekts (gegen die Zahlung eines Gehalts) weiterzuführen. Im Endeffekt erhielten die zu diesem Zeitpunkt wahren Eigentümer des Objekts für ihr Kapital Vorzugsaktien (nämlich die Gewinnschuldverschreibungen) und gaben damit alle Residualgewinnansprüche an das Management ab. Dieser Preis erscheint für die Verwaltung eines Bürogebäudes als äußerst unangemessen.

Man könnte einwenden, dass die hier vorgetragene Kritik überzogen sei, da es unwahrscheinlich war, dass das Gebäude jemals mehr Erträge generieren würde, als für die Bedienung der Gewinnschuldverschreibungen nötig sind, sodass der verbleibende Residualgewinn für die Aktionäre das Kopfzerbrechen nicht wert wäre. Die Bewertung der

potenziellen Ertragskraft darf aber nicht auf Grundlage solcher Daten erfolgen, die in Zeiten beispielloser Depressionsphasen vorlagen, sonst würde man einem Trugschluss erliegen. Betrachtet man die Angelegenheit mit entsprechend langem Planungshorizont, existierten eine Reihe verschiedener Möglichkeiten und Ereignisse, die den Wert des Eigenkapitals des Unternehmens hätten steigern können. Dazu zählen zum Beispiel die folgenden:

1. Das Unternehmen ist wieder wirtschaftlich erfolgreich oder sogar ein neuer Immobilienboom stellt sich ein.
2. Erhebliche Inflation der Heimatwährung mit der Folge, dass der Fremdkapitaldienst erleichtert wird.
3. Exogene Einflussfaktoren, welche die Nachbarschaft und das Umfeld des Objekts betreffen. Tatsächlich traf die *New York Stock Exchange* kurz nach Abschluss der Restrukturierung erste Vorbereitungen, um ihren Sitz nach Newark zu verlagern, und das betreffende Bürogebäude war als neuer Sitz der Freibörse im Gespräch. Wenn diese Pläne wirklich realisiert worden wären, hätte dies einen großen Gewinn bedeutet, der allein den Aktionären des vormals bankrotten Unternehmens zugefallen wäre. Zugestanden hätte dieser Gewinn allerdings den Anleihengläubigern, da sie das gesamte zukünftige Verlustrisiko getragen hatten (wie sich im Kursrutsch der Anleihen auf einen Wert von 4 im Februar 1933 zeigte).

Der Versteigerungserlös von 100.000 Dollar eines Objekts, dessen Buchwert mit 5.500.000 Dollar angegeben war, verdient eine weitere Beachtung. Die Anleihengläubiger, die nicht am Umtausch teilnahmen, erhielten daraus netto 5 Cent pro Dollar. Der Emissionskurs des Papiers lag 1927 bei 100. Dass es sich dabei um einen völlig inakzeptablen Verkaufspreis gehandelt hat, wird schon allein durch die Tatsache klar, dass der Nettoertrag nach Steuern aus der ersten Jahreshälfte von 1932 67.000 Dollar betrug. Unseres Erachtens ist die Übertragung von Vermögensbestandteilen zu derart niedrigen Preisen im Rahmen von Restrukturierungsmaßnahmen verwerflicher als das sogenannte »Freezing Out« (Herausdrängen) von Aktionären oder anderen Eigentümern während eines ordentlichen Konkursverfahrens. Das Recht der Gläubiger, die Vermögenswerte abzuschöpfen, verursacht oftmals große Probleme, aber es kann nur schwerlich als ungerecht bezeichnet werden, wenn man sich die Strukturen der ursprünglich abgeschlossenen Finanzierungsverträge und die Möglichkeit der Eigenkapitalgeber in Erinnerung ruft, mit dem von den Fremdkapitalgebern geliehenen Kapital Gewinne zu erzielen. Im Fall *Industrial Office Building* aber wurde den Anleihengläubigern ihr ureigenstes Sicherungsrecht für den Fall, dass der Schuldner in Verzug gerät, richterlich entzogen, nämlich entweder den Vermögensgegenstand selbst zu übernehmen und weiter zu betreiben oder ihren verhältnismäßigen Anteil an einem

angemessenen Verkaufserlös zu realisieren.

Eine später erfolgte Verkündung des Obersten Gerichtshofes der Vereinigten Staaten betreffend die Fairness von Restrukturierungsplänen steht im offensichtlichen Widerspruch zu dieser Art von Neuausrichtung der Interessen von Gläubigern und Aktionären. Siehe dazu das Urteil *Case vs. Los Angeles Lumber Products Company, Ltd.*, 308 U.S. 106 (entschieden am 6. November 1939). Das Gericht entschied, dass ein Restrukturierungsplan gemäß *Section 77B* nicht die Merkmale »fair« sowie »recht und billig« erfüllt, wenn die verfügbaren Vermögenswerte eines insolventen Unternehmens nicht zunächst zur Bedienung der Gläubigeransprüche verwendet würden, bevor die Aktionäre überhaupt beteiligt werden.

ANMERKUNG 33 (ZU SEITE 267) *FINANCIAL INVESTING COMPANY 5S* (FÄLLIG 1932 UND 1940)

Ein Beispiel aus dem Bereich der Investmentgesellschaften zeigt, wie die Neigung von Treuhändern, (positive) Handlungen aus eigener Initiative zu vermeiden, dazu führt, dass die eigentlich und auftragsgemäß durch sie zu vertretenden Rechte der Gläubiger sowie die zu ihrem Schutz vorhandenen Absicherungsmechanismen ihre Wirkung verlieren.

Financial Investing Co. of New York emittierte zwei 5 %-Collateral-Trust-Papiere mit Fälligkeiten 1932 und 1940. Diese Anleihen waren durch treuhänderisch verwaltete und hinterlegte Wertpapiere besichert, welche selbst alle gelistet waren und zudem den gängigen Diversifikationsanforderungen genügten. Das Unternehmen verpflichtete sich, den Wert der hinterlegten Sicherheiten mindestens bei 120 Prozent des Nominalwertes der ausstehenden Anleihen vorzuhalten. Der Treuhänder hatte die Befugnisse, (1) das Unternehmen zu benachrichtigen, wenn der Marktwert der hinterlegten Sicherheiten unter die verpflichtende Grenze gesunken war, (2) die vorzeitige Tilgung fällig zu stellen, wenn das Defizit nicht binnen einer Frist von 30 Tagen bereinigt würde, und (3) in einem solchen Falle die hinterlegten Sicherheiten zu veräußern und die Erlöse für Zins- und Tilgungszahlungen der Anleihengläubiger zu verwenden.

Diese Verpflichtung schien den Anleihengläubigern eine Position einzuräumen, wie sie sie praktisch auch im Rahmen eines Lombarkredites mit Hinterlegung marktgängiger Wertpapiere durch eine Bank innegehabt hätten. Wenn die festgelegte Grenze verletzt und anschließend nicht behoben wurde, konnten die Sicherheiten veräußert und zur Befriedigung der Ansprüche aus der Anleihe verwendet werden. Der einzige Unterschied schien in der 30-Tage-Frist zur Behebung einer verletzten Sicherheitsmarge zu bestehen.

Aber die Geschichte der *Financial Investing*-Papiere lief offensichtlich anders ab als die

der typischen Lombarddarlehen an Banken im gleichen Zeitraum. Im Oktober 1931 fiel der Marktwert der hinterlegten Sicherheiten unter 20 Prozent des Nominalwertes der umlaufenden Anleihen und der Treuhänder benachrichtigte das Unternehmen über diesen »Verzugstatbestand«. Die Sicherheitsmarge wurde innerhalb der 30-Tage-Frist nicht wieder erreicht, aber die Sicherheiten wurden nicht veräußert. Im August 1932 fiel der Geldkurs der Anleihen bis auf 20. Im Oktober 1932 wurde die Tilgung des einen Papiers fällig und fiel aus. Aufgrund dieses Ereignisses bestand Handlungsbedarf; die zur Absicherung beider Papiere hinterlegten Sicherheiten wurden verkauft. Und im Januar 1933, 15 Monate nach der ersten Verletzung der Sicherheitsmarge, erhielten die Anleihengläubiger schließlich 65 Cent pro Dollar.

Hier zeigt sich eine beträchtliche Diskrepanz zwischen den augenscheinlich bindenden und verbrieften Sicherheitsmechanismen für Anleihengläubiger und den höchst unbefriedigenden Ergebnissen, die für sie herauskamen – nämlich ein substanzieller Verlust, eine lange Verzögerung und insbesondere ein erschütternder Marktwertverlust ihrer Papiere in dieser Zeit. Wie kann man dies erklären? Lag es an der Trägheit oder Nachlässigkeit des Treuhänders? Oberflächlich scheint dies eine Erklärung zu sein; immerhin ließ er eine lange Zeit des Überlegens verstreichen. Aber sein Handeln war bestimmt – und eingeschränkt – durch die anerkannten Prinzipien treuhänderischen Verwaltens, nämlich: »Unternimm keine Handlungen, die irgendjemand möglicherweise kritisieren könnte, es sei denn, es wird von den Gläubigern auf Grundlage ihrer verbrieften Rechte verlangt.« Im Fall *Financial Investing 5s* hätte der Treuhänder durch entsprechendes Votum der Inhaber von 30 Prozent der gesamten Anleihe zu einem bestimmten Handeln veranlasst werden können. Das eigene Zögern, die Sicherheiten unverzüglich aus eigener Initiative zu veräußern, ist auf die Gefahr zurückzuführen, dass bei einer späteren Verbesserung des Marktumfeldes diese Entwicklung unter Umständen Anlass für eine Anklage der Eigenkapitalgeber gegeben hätte, sie seien ungerechtfertigt hinausgedrängt worden. Daneben ist auch noch zu beachten, dass einige Anleihengläubiger, nachdem der Marktwert der Sicherheiten unter den Nominalwert der Anleihen gefallen war, ebenfalls gegen einen Verkauf der hinterlegten Wertpapiere waren.

Es ist nicht besonders schwierig zu zeigen, dass solcherlei Einwände gegen die Durchsetzung der Gläubigerschutzrechte grundsätzlich unzutreffend sind. Wären sie nämlich tragbar, dann existierte keine Erklärung dafür, dass man die Rechte überhaupt verbrieft hatte. Betrachtet man den Fall in seiner Gänze, kommt man zu der Erkenntnis, dass das unbefriedigende Ergebnis zurückzuführen ist auf die Kombination von

1. mangelnder eindeutiger Festlegung der Vorgehensweise bei der Durchsetzung der verbrieften Rechte,
2. typischer Gläubigerstruktur mit geringem finanziellen Scharfsinn und noch weniger

Initiative und

3. einer Ausgangslage der treuhänderischen Verwaltung, in der der Treuhänder auf eine Regung der inaktiven und unvernünftigen Anleihengläubiger wartet, anstelle sie zu führen.

ANMERKUNG 34 (ZU SEITE 269)

Die Autoren sind überzeugt, dass die beiden nachfolgenden Beispiele eine deutliche Warnung vor einer Überbewertung von (1) verbrieften Gläubigerschutzrechten und (2) historischen Daten durch Analysten bei der Auswahl von Industrieanleihen darstellen.

I. *Willys Overland Co. Ten-year First 6,5s* (fällig September 1933).

Ursprüngliches Volumen des Papiers: 10.000.000 Dollar

A. Gläubigerschutzrechte:

1. Eine unmittelbare erstrangige Hypothek auf alle bereits im Unternehmenseigentum befindlichen Bestandteile des Anlagevermögens sowie zukünftig erworbene (ausgenommen neu erworbene Kreditlinien); darüber hinaus die Verpfändung aller im Eigentum des Mutterkonzerns befindlichen Aktien von Tochtergesellschaften. Den Tochterunternehmen war es untersagt, eigene Hypotheken aufzunehmen oder Fremdkapital zu verbrieften, solange die entsprechenden Gegenwerte nicht ebenfalls zur Absicherung des Papiers verpfändet wurden.
2. Eine laufende jährliche Tilgung von 10 Prozent des ursprünglichen Nominalbetrages (1.000.000 Dollar pro Jahr), die zu einer vorzeitigen Tilgung von 90 Prozent des gesamten Volumens führt.
3. Das Nettobetriebsvermögen muss zu jedem Zeitpunkt mindestens 150 Prozent des ausstehenden Nominalwertes betragen.
4. Dividenden dürfen nur aus solchen Erträgen ausgeschüttet werden, die nach dem 1. September 1923 erwirtschaftet wurden, und nur wenn die kurzfristigen Forderungen nach Ausschüttung der Dividende wenigstens noch 200 Prozent der kurzfristigen Verbindlichkeiten betragen sowie das Umlaufvermögen nicht weniger als 200 Prozent des Nominalwerts der noch ausstehenden Anleihen beträgt.

B. Wichtige Daten zum 31. Dezember 1928:

1. 1928 erreichte das Unternehmen eine zwölfwache Zinsdeckung; im Durchschnitt

zwischen 1923 und 1928 betrug diese mehr als 11; und in jedem einzelnen der letzten sechs Jahre betrug sie wenigstens 3,5.

2. Der aggregierte Marktwert von Stamm- und Vorzugsaktien betrug am 31. Dezember 1928 110.000.000 Dollar und war damit 22-mal so groß wie der Wert der ausgegebenen Anleihen von 5.000.000 Dollar.
3. Das konsolidierte Umlaufvermögen betrug am 31. Dezember 1928 28.700.000 Dollar und war damit mehr als fünfmal so groß wie die Summe der ausstehenden Anleihen.
4. Der konsolidierte Wert der für die Anleihengläubiger pfändbaren Vermögensgegenstände war mehr als 14-mal größer als das Volumen der Anleihe.

C. Ereignisse nach 1928:

Während der vier Jahre von 1929 bis 1932 sanken die konsolidierten Gewinnrücklagen von 39.600.000 Dollar auf 400.000 Dollar. Diese Senkung ist zum einen auf Dividendenausschüttungen in Höhe von 6.000.000 Dollar und zum anderen auf den Ausgleich von operativen und anderen Verlusten zurückzuführen. Damit einhergehend wurde das Umlaufvermögen von anfänglich 28.700.000 Dollar durch das Anwachsen der kurzfristigen Verbindlichkeiten aufgezehrt. Am Ende stand ein Saldo von kurzfristigen Verbindlichkeiten von 2.400.000 Dollar und damit ein Absinken des Umlaufvermögens um über 30.000.000 Dollar.

Wegen der laufenden Tilgungsleistung waren Ende 1931 noch Anleihen mit einem Nominalwert von 2.000.000 Dollar im Umlauf, aber die für Juli 1932 vorgesehenen Tilgungsrücknahmen wurden nicht durchgeführt. Ab Februar 1933 wurden Treuhänder eingesetzt. Die Zinszahlungen für März 1933 fielen genauso aus wie die Tilgung im September 1933.

Der Kurs der Anleihen, die 1931 bei 101,5 und 1932 bei 92 notierten, sank bis Ende 1933 auf 24.

Dabei sollte beachtet werden, dass weder zum Zeitpunkt der ersten ausgefallenen Tilgungsleistung noch bei der ersten Unterschreitung der festgelegten Grenze des Umlaufvermögens irgendwelche Maßnahmen vom Treuhänder oder den Anleihengläubigern ergriffen wurden. Die unverzügliche Ergreifung von Gegenmaßnahmen hätte vielleicht die Ausbezahlung der nur noch relativ niedrigen Anleihenemission erzwingen können. Auf die treuhänderische Verwaltung folgte die Bildung eines die Interessen der Anleihengläubiger vertretenden Komitees. Dieses kam zu dem Ergebnis, dass die vorgelegten Restrukturierungspläne unpraktikabel wären und der Liquidierung der Vorzug zu geben sei, sah sich dann aber rechtlichen Problemen bei der Durchsetzung der Pfandrechte ausgesetzt.

Im Jahr 1936 wurde die Restrukturierung abgeschlossen und die Anleihengläubiger mit

Aktien eines Immobilienunternehmens sowie einer Anzahl von Vorzugsaktien mit Wandlungsrecht oder einer größeren Anzahl Stammaktien des neu formierten Unternehmens abgefunden. Zum Glück der vormaligen Anleiheninhaber stieg der Marktwert dieser Aktien für kurze Zeit über den Nominalwert und den Wert der ausgefallenen Zinsen.

II. *Berkey and Gay Furniture Co. First 6s* (gestaffelte Tilgung zwischen 1927 und 1941).
Ursprüngliches Volumen: 1.500.000 Dollar.

A. Gläubigerschutzrechte:

1. Abgesichert durch eine erstrangige Hypothek auf alle Bestandteile des Anlagevermögens mit einem Volumen von rund 4.400.000 Dollar oder mehr als 290 Prozent des ursprünglich aufgelegten Papiers. Weitere Anleihen durften nur gegen Verpfändung anderer Vermögensgegenstände und bis maximal 50 Prozent ihrer Anschaffungskosten emittiert werden und waren auf 1.000.000 Dollar begrenzt.
2. Das mindestens vorhandene Umlaufvermögen wurde auf 2.000.000 Dollar festgelegt und die kurzfristigen Forderungen sollten zu jedem Zeitpunkt mindestens doppelt so hoch sein wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten.
3. Die Staffelung der Tilgung sah jährliche Rückkäufe im Umfang von 70.000 Dollar vor, was einer vorzeitigen Tilgung von zwei Drittel der aufgelegten Anleihe entsprach.

B. Wichtige Daten zum 31. Dezember 1927:

1. Im Jahr 1927 hatte das Unternehmen eine mehr als dreifache Zinsdeckung; für die Jahre 1922 bis 1927 lag diese durchschnittlich bei 4,5; in keinem der zurückliegenden sechs Jahre betrug die Zinsdeckung weniger als 3.
2. Das Umlaufvermögen betrug 3.689.00 Dollar oder war 2,5-mal so groß wie die ausstehenden Anleihen mit einem Volumen von 1.460.000 Dollar.
3. Der aggregierte Wert der pfändbaren und den Anleihen zurechenbaren Vermögensgegenstände betrug 8.500.000 Dollar oder ungefähr 6000 Dollar pro Teilschuldverschreibung.

C. Ereignisse nach 1927:

Zwischen dem 1. Januar 1929 und dem 31. Juli 1931 bilanzierte das Unternehmen Verluste im Umfang von 3.000.000 Dollar. Allein im Jahr 1930 sank das Umlaufvermögen von 2.900.000 Dollar auf 650.000 Dollar. Im Juli 1931 ergab sich ein Überhang von kurzfristigen Verbindlichkeiten. Im November 1931 fielen die Zinszahlungen für die Anleihen aus. 1932 wurden Treuhänder mit der Unternehmensführung beauftragt. Die für Mai 1932

vorgesehenen Rückkäufe von Anleihen wurden nicht durchgeführt. Im April 1933 erfolgten Verfallserklärung und Kündigung der Hypothek. Der Kurs der Anleihen, die 1928 zu pari und im März 1931 höchstens bei 65 notierten, sank im Jahr 1933 auf nur einen Cent pro Dollar.

Nach dem Zinsausfall wurde ein die Interessen der Anleihengläubiger vertretendes Komitee formiert. Es ist schwer, zu entscheiden, ob ein zügigeres Handeln der Anleihengläubiger die schwerwiegenden Folgen hätte abwenden können. Klar ist aber, dass sie bereits im Jahr 1930, als die Kriterien für das Umlaufvermögen verletzt wurden, aktiv hätten eingreifen müssen, anstelle fast ein Jahr sehenden Auges auf den Zinsausfall zu warten.

Im Jahr 1935 erfolgte die gerichtliche Vollstreckungserklärung und 1936 erzielten die Anleihengläubiger einen letzten Ertrag von 522,50 Dollar pro 1000 Dollar Anleihennominalwert, vornehmlich aus einer Schadensersatzklage gegen ein anderes Unternehmen.

ANMERKUNGEN ZU TEIL III

ANMERKUNG 35 (ZU SEITE 315)

Die nachfolgenden Zahlen bezüglich der Gesamtzahl der ausgegebenen Vorzugsaktien, wie sie in *Moody's Manuals* für die entsprechenden Jahre angegeben wurden, liefern den Beweis für das steigende Wachstum bei der Finanzierung durch bevorrechtigte Emissionen und ihren späteren Rückgang. Hierbei wurden sowohl Anleihen als auch Aktien berücksichtigt.

Jahr	Anzahl der ausstehenden Wertpapieremissionen	Wandelemission	Genussschein-emission	Plus-Optionsschein
1925	434	434	----	----
1926	613	503	----	110
1927	1.129	537	410	182
1931	2.668	1.214	862	592
1935	1.705	860	630	215
1939	1.629	912	536	181

Die Veröffentlichungen *Statistical Series Releases* Nr. 208, 243, 295 und 339 der SEC zeigen die Eigenschaften der neuen Emissionen, die im Rahmen des Wertpapiergesetzes von 1933 ab dem 1. April 1937 bis zum 30. September 1939 gegen bar verkauft wurden. Die aus diesen Veröffentlichungen zusammengefassten Daten deuten auf den jüngsten Trend der Finanzierung durch vorrangige Papiere hin.

Betrachtungsgegenstand	Anzahl der Emissionen	% der Gesamtsumme	Brutto an Emittenten in \$	Gesamt in %
Vorrangige Wertpapiere insgesamt	439	100	3.359.177	100,00
Wertpapieremissionen	191	43,51	658.020	19,60
Vorzugsaktien	214	100	470.423	100,00
Wertpapieremissionen	139	65	247.259	52,50

Wandelemission	89	41,60	210.243	44,70
Genussschein	40	18,70	23.637	5,00
Plus-Optionsschein	10	4,70	13.379	2,80
Gesicherte Industrieobligationen (langfristig) insgesamt	135	100	1.570.082	100,00
Ungesicherte Schuldverschreibungen insgesamt	20	14,81	46.824	2,98
Wandelanleihen	12	8,89	41.822	2,66
Gewinnschuldverschreibung	----	----	----	----
Optionsanleihen	8	5,92	5.002	00,32
Ungesicherte Schuldverschreibungen (langfristig) insgesamt	79	100	1.312.213	100,00
Ungesicherte Schuldverschreibungen insgesamt	31	39,24	363.193	27,68
Wandelanleihen	27	34,18	358.746	28,34
Gewinnschuldverschreibung	----	----	----	----
Optionsanleihen	4	5,06	4.477	00,34
Schuldverschreibungen (kurzfristig) insgesamt	11	100	6.459	100,00
Vorrangige Wertpapiere insgesamt	1	9,09	744	11,50
Wandelanleihen	1	9,09	744	11,50

ANMERKUNG 36 (ZU SEITE 330)

Die Anwendung der Verwässerungsschutzklausel auf den eher komplizierten Fall der *Convertible Collateral 5s der Chesapeake Corp.* (fällig 1947) gründet sich auf folgende Sachlage: Die im Mai 1927 ausgegebenen Anleihen wurden durch die Stammaktien der *Chesapeake & Ohio Ry. Co.* besichert, in die sie nach dem 15. Mai 1932 ein Wandelrecht hatten. Im Kontrakt waren die üblichen Verwässerungsschutzklauseln enthalten und es wurde festgelegt, dass 1.190.049 Stammaktien der *Chesapeake & Ohio* zur Berechnung der neuen Wandlungskurse ab Ausgabedatum der Anleihen als ausgegeben galten.

Daraufhin gab die *Chesapeake & Ohio* wie folgt neue Aktien aus:

- (a) 296.222 Aktien zu 100 Dollar je Aktie an eingetragene Aktionäre am 30. April 1929
- (b) 46.066,5 im Jahre 1930 ausgegebene Aktien für Stammaktien der *Hocking Valley Ry. Co.* Aus den Berichten des Unternehmens geht hervor, dass die Aktien der *Hocking Valley* auf 7.076.710,18 Dollar oder auf einen Kurs von 153,62 Dollar für die dafür ausgegebenen Aktien der *C & O* geschätzt wurden.
- (c) 382.211 Aktien zu 100 Dollar je Aktie an eingetragene Aktionäre am 12. Juni 1930

Schließlich wurde der Pariwert der Stammaktien am 31. Juli 1930 von 100 Dollar auf 25 Dollar je Aktie herabgesetzt und für jede bis dahin ausgegebene alte Aktie wurden vier junge Aktien emittiert.

Auf Grundlage dieser Fakten ergab sich Anfang 1933 folgende Berechnung des Wandlungskurses:

Bezugsgröße	Angebot am 30.4.1929	<i>Hocking Valley</i>	Angebot am 12.6. 1930
$\frac{(1.190.049 \times 220 \$) + (296.222 \times 100 \$) - (46.066,5 \times 153,62 \$) + (382.211 \times 100 \$)}{1.190.049 + 296.222 + 46.066,5 + 382.211}$			
$C' =$	$\frac{4 \text{ (aufgrund des 4:1-Aktiensplits vom 31.7.1930)}}{1} = 43,97 \$$		

ANMERKUNG 37 (ZU SEITE 330)

Die dreijährigen 7 % *Convertible Debentures der Consolidated Textile Corp.* (fällig 1923) hatten ein derartiges Wandlungsrecht. Der Kontrakt sah vor, dass »der Kurs, zu dem das Stammkapital des Unternehmens für die Wandlung zur Verfügung steht, bei 22 Aktien des Stammkapitals für jede Anleihe im Wert von 1000 Dollar und bei elf Aktien des Stammkapitals für jede Anleihe im Wert von 500 Dollar liegt, oder, sofern zu einem beliebigen Zeitpunkt weitere Stammaktien für weniger als 46 Dollar je Aktie vom Unternehmen ausgegeben werden, der Wandlungskurs auf den geldwerten oder üblichen Marktpreis für das Vermögen, bezüglich dessen das Stammkapital ausgegeben wurde, herabzusetzen ist ... und, sofern im Anschluss weitere Aktien zu einem niedrigeren Preis ausgegeben werden, der Wandlungskurs noch weiter herabzusetzen ist und dass von Zeit zu Zeit bare Zuzahlungen zu den angefallenen Zinsen und Dividenden zu leisten sind.«

Diese Anleihenscheine wurden im April 1920 ausgegeben. Im November desselben Jahres wurden den Aktionären weitere Aktien zu 21 Dollar je Aktie angeboten und der

Wandlungskurs wurde entsprechend von rund 46 Dollar auf 21 Dollar je Aktie herabgesetzt. Das Vorzugsrecht erzielte zu keinem Zeitpunkt einen beachtlichen Wert, da die Aktien vor November 1920 nicht über 46,5 verkauft wurden und nach der Herabsetzung des Wandlungskurses im November die Marke von 21,875 nicht überschritten. Die Emission wurde im Oktober 1921 bei 102,5 zum Rückkauf aufgerufen.

ANMERKUNG 38 (ZU SEITE 337)

Die *Convertible 4,5s*-Papiere in Höhe von 67.000.000 Dollar der *American Telephone & Telegraph Co.* (fällig 1933), die den Aktionären im Jahre 1913 angeboten wurden, dienen als Beispiel für diese vergleichsweise seltene Situation. Die Anleihen waren vom 1. März 1915 bis 1. März 1925 in Stammaktien zu 120 Dollar je Aktie wandelbar. Der Kontrakt sah vor, dass die für die Wandlung verfügbaren Aktien »Teil des zum Zeitpunkt dieser Wandlung zu gründenden genehmigten Kapitals der *Telephone Company*« sein sollten. Interessanterweise lässt sich feststellen, dass sowohl die vorherigen als auch die nachfolgenden Emissionen von Wandelrechten der *American Telephone & Telegraph Co.* keine Verwässerungsschutzklausel enthielten. Siehe zum Beispiel die Kontrakte zur Sicherung der im Jahre 1906 ausgegebenen wandelbaren *4s* und der im Jahre 1929 ausgegebenen *4,5s*.

Über die Hälfte der im Jahre 1933 fälligen *4,5s* wurden 1915, innerhalb des ersten Jahres, in dem die Option ausgeübt werden konnte, umgewandelt und der Saldo wurde sofort danach mittels Wandlung herabgesetzt. Als die Option 1925 auslief, blieben 1.899.400 Dollar nicht gewandelt; diese wurden 1931 zum Rückkauf zu pari aufgerufen. Unterdessen wurden den Aktionären vor 1925 die Zeichnungen verschiedener bevorzogter Papiere angeboten; dies trug möglicherweise zur schnellen Wandlung dieser Emission bei, die nicht durch »Rechte« der Aktionäre gegen Verwässerung geschützt war, auch wenn der höhere Ertrag der Aktien bei einem Dividendensatz von acht und neun Dollar zweifelsohne ebenso ein Faktor war.

Ein weiteres Beispiel, das nicht ganz so eindeutig ist, ist das der *Convertible 5,5s* der *Brooklyn Union Gas Co.* Diese wurden im Dezember 1925 in Verbindung mit Wandlungsrecht in 20 Stammaktien am oder nach dem 1. Januar 1929 angeboten. Der Wortlaut des Kontrakts war etwas doppeldeutig; er besagte, dass »für den Fall einer Änderung der Eigenschaft der Unternehmensaktien vor Fälligkeit der Anleihen in der Form, dass die Anzahl der Aktien, auf die die Aktionäre aufgrund ihrer Anteile ein Anrecht haben, erhöht oder gesenkt wird, die Anzahl der Aktien, welche die Inhaber dieser Anleihen nach der Wandlung erhalten, entsprechend erhöht oder gesenkt wird«. Dies ließ Zweifel darüber zu, ob der Schutz gegen jegliche Form der Verwässerung oder nur gegen Aktiendividenden, Aktiensplits

oder umgekehrte Aktiensplits gegeben war. Dies war möglicherweise der Grund dafür, dass zwischen Anleihen und Aktien vor dem 1. Januar 1929, als die tatsächliche Wandlung vorgenommen werden konnte, sehr große Kursunterschiede bestanden, obwohl auch hier die höheren Erträge aus den Dividenden bei gleicher Anzahl an Aktien eventuell zum Teil zu den Abweichungen beitrugen. Die relevanten Zahlen sind unten aufgeführt.

Datum	Kurs der Stammaktie	Vergleichbarer Wertpapierkurs	Preis des Wertpapiers	Marge in \$ pro WP-Stückelung 1000
19.03.1926	71,5	143	129	140
17.09.1926	91	182	155	270
17.06.1927	115	230	197	330
23.09.1927	142	284	224	600
30.03.1928	153	306	272	340
28.09.1928	166	332	309	210
28.12.1928	187,5	375	375	0

ANMERKUNG 39 (ZU SEITE 331)

Die im Jahre 1940 fälligen *Convertible Debentures 6s der Dodge Brothers* veranschaulichen die Erhöhung des Wandlungskurses, der auftritt, wenn Aktien des emittierenden Unternehmens durch eine geringere Anzahl an Aktien bei einer Fusion mit einem Unternehmen ersetzt werden. Die im Jahre 1925 ausgegebenen Anleihen waren wandelbar in Aktien der Klasse A der *Dodge Brothers, Inc.*, mit einem Höchstwert von bis zu 30.000.000 Dollar der Gesamtemission von 75.000.000 Dollar. Die Wandlung wurde zu den folgenden Kursen und Terminen vollzogen:

- Die ersten umgewandelten 5.000.000 \$,
1 Aktie der Klasse A pro 30-Dollar-Anleihe zu pari.
- Die zweiten umgewandelten 5.000.000 \$,
1 Aktie der Klasse A pro 35-Dollar-Anleihe zu pari.
- Die dritten umgewandelten 5.000.000 \$,
1 Aktie der Klasse A pro 40-Dollar-Anleihe zu pari.
- Die vierten umgewandelten 5.000.000 \$,

1 Aktie der Klasse A pro 50-Dollar-Anleihe zu pari.

Die fünften umgewandelten 5.000.000 \$,

1 Aktie der Klasse A pro 60-Dollar-Anleihe zu pari.

Die sechsten umgewandelten 5.000.000 \$,

1 Aktie der Klasse A pro 70-Dollar-Anleihe zu pari.

Der Kontrakt sah vor, dass der Käufer im Falle einer Fusion oder Konsolidierung die Anleihen übernehmen und ihre Wandlung in die gleiche Art und Anzahl an Aktien gewährleisten musste, die bei der Fusion oder Konsolidierung im Hinblick auf die Anzahl der Aktien der Klasse A, auf die der Inhaber der Anleihe zu gegebener Zeit aufgrund der Wandlung berechtigt war, auszugeben waren.

Die ersten 15.000.000 Dollar der Anleihen der *Dodge Brothers* wurden vor der Fusion mit der *Chrysler Corp.* im Juli 1928 in Aktien der Klasse A umgewandelt; die verbliebenen Aktien wurden von Letzterer übernommen. Bei dieser Übernahme wurden fünf Aktien der Klasse A, in welche die Anleihen umgewandelt werden konnten, für eine Stammaktie der *Chrysler Corp.* getauscht. Folglich waren die vierten 5.000.000 Dollar der Anleihen gemäß den Kontraktbestimmungen zu einem Kurs von vier Chrysler- Stammaktien je Anleihe im Wert von 1000 Dollar wandelbar (ein Wandlungskurs von 250 Dollar je *Chrysler*-Aktie). Ebenso war der fünfte und sechste Teil in *Chrysler*-Stammaktien zu 300 Dollar bzw. 350 Dollar je Aktie wandelbar. Am 1. Mai 1935 wurde der gesamte ausstehende Saldo dieser Anleihen in Höhe von 30.150.500 Dollar zur Tilgung aufgerufen.

ANMERKUNG 40 (ZU SEITE 342)

Die *First Mortgage 6s* (fällig 1931) der *Spanish River Pulp & Paper Mills, Ltd.*, wurden im Jahre 1911 als festverzinsliche Anleihen ohne Gewinnbeteiligungsoptionen ausgegeben. Von 1915 bis 1916 kam es zu einem Verzug der Zinszahlungen, der in einen Kompromiss zwischen den Anleihengläubigern und dem Unternehmen mündete. Im Rahmen dieser Vereinbarung wurden die überfälligen Zinszahlungen von 1915 bis 1916 bis Oktober 1922 aufgeschoben, die Bedienung des Tilgungsfonds wurde vorübergehend ausgesetzt; den Inhabern dieser Anleihen und bestimmter Anleihen von verbundenen Unternehmen wurde das Recht eingeräumt, für die Laufzeit ihrer Anleihen einen Anteil von 10 Prozent des Betrags zu erhalten, der in einem beliebigen Jahr für Dividenden der Vorzugs- und Stammaktien der *Spanish River Co.* vorgesehen war.

Jahr	Anzahl der Zinszahlungen	Kursspanne der Wertpapiere
1919	2,62	105,5–97
1920	3,03	97,5–93
1921	4,39	87–86,25
1922	2,39	115–93,25
1923	3,46	105–95
1924	4,37	104–97
1925	3,85	106,25–106,25
1926	3,96	108–105
1927	3,36	108,75–108,25
1928	Bei 110 zum Rückkauf aufgerufen	

Infolge dieser Vereinbarung erhielten die Anleihengläubiger nicht nur 10 Prozent der gesamten Bardividenden, die auf die Vorzugs- und Stammaktien der *Spanish River Co.* ausgeschüttet wurden, bis die Anleihen 1928 getilgt waren, sondern sie erhielten auch 10 Prozent der Vorzugsaktien, die im Juli 1920 als Aktiendividende von 42 Prozent ausgegeben wurden, um den Dividendenanfall auf die Vorzugsaktien zu tilgen.

Die Anlagequalität dieser Anleihen nach 1918 ist aus den oben aufgeführten Zahlen ersichtlich.

ANMERKUNG 41 (ZU SEITE 349)

Das Verfahren einer zwischenzeitlichen Kurssicherung wird anhand der nachfolgenden Transaktionen von 1918 bis 1919 veranschaulicht, die den Kauf eines *Pierce-OilCorp.-6 %-Papiers* (fällig 1920) im Wert von 1000 Dollar und den Verkauf von Stammaktien im Gegenzug beinhalten. Die Anleihe war jederzeit in 50 Stammaktien wandelbar (Stückzinsen auf die Anleihe wurden ausgeschlossen).

Datum	Kauf	Spanne je Monat	Verkauf	Spanne je Monat
Okt. 1918	1M-6 %-Papier zu 100,5 = 1.008 \$	99,5–101,5	25 Stammaktien zu 19 = \$ 470	16,5 – 19,5
Dez.				

1918	25 Stammaktien zu 16 = 403 \$	15,75 – 17		
Jan. 1919			25 Stammaktien zu 19 = 470 \$	
Mai 1919			25 Stammaktien zu 28 = 696 \$	16 – 19,375
Dez. 1919	50 Stammaktien zu 17,5 = 881 \$	17 – 20,625	1M-Papier zu 100 = 1.000 \$	Bei 100 zum Rückkauf aufgerufen
	2.292 \$		2.636 \$	
Gewinn	344 \$			

Diese fünf Transaktionen lassen sich wie folgt analysieren:

1. Kauf der Anleihe und Verkauf der Hälfte der verbundenen Aktien im Gegenzug zu einem Kurs nahe Nennwert. Dies ermöglichte eine Ertragsdeckung, sofern die Aktien einen Kursrückgang verzeichneten, und einen Gewinn durch den Verkauf der anderen Hälfte der Aktien, sofern diese stiegen.
2. Der Kursrückgang der Aktien ermöglichte die Ertragsdeckung.
3. Der Aktienaufschwung ermöglichte die Wiederherstellung der ursprünglichen Position.
4. Der Aktienanstieg ermöglichte den Verkauf der zweiten Hälfte zu einem Preis, der einen Gewinn gewährleistete.
5. Der erneute Kursrückgang der Aktien ermöglichte den gewinnbringenden Rückkauf der verkauften Aktien, während die Anleihe zu pari verkauft wurde.

Da durch die zeitnahe Fälligkeit der Emission (gekoppelt mit der guten finanziellen Situation des Unternehmens) durchaus damit zu rechnen war, dass ihr Kurs beibehalten würde, war es nicht erforderlich, das Papier in Schritt 2 zu verkaufen. Es konnte in der Hoffnung gehalten werden, dass sich der Verkauf der Aktien wiederholen ließ.

ANMERKUNG 42 (ZU SEITE 350)

In Kapitel 14 wurde bereits darauf hingewiesen, dass 95 Prozent aller an der *New York Stock Exchange* gelisteten Vorzugsaktien 1932 das Kursniveau zum Anlagezeitpunkt nicht halten konnten. Aus einer von Adolph H. Graetz durchgeführten Untersuchung einer großen Auswahl von Anleihen aus den jeweiligen Jahren von 1931 bis 1934 ist die folgende Verteilung der

jährlichen Kurstiefstände ersichtlich:

Gattung (bei Größenordnung)	1931		1932		1933		1934	
	Anzahl	Kumulativ ¹ in %	Anzahl	Kumulativ ¹ in %	Anzahl	Kumulativ ¹ in %	Anzahl	Kumulativ ¹ in %
0–0,9	245	5,69	623	13,82	683	14,78	555	12,28
10–19,9	334	13,45	562	26,29	507	25,75	459	22,57
20–29,9	335	21,23	419	35,59	438	35,23	370	30,63
30–39,9	380	30,06	388	44,20	418	44,28	333	38,02
40–49,9	296	36,94	364	52,28	403	53,00	331	45,40
50–59,9	319	44,35	426	61,73	381	61,24	372	53,46
60–69,9	377	53,10	384	70,25	384	69,55	340	60,86
70–79,9	461	63,81	417	79,50	405	78,31	409	70,04
80–89,9	571	77,07	406	88,51	399	86,94	435	79,79
90–99,9	835	96,47	450	98,49	467	97,04	568	92,61
100 und darüber	152	100,00	68	100,00	137	100,00	334	100,00
gesamt	4.305	----	4.507	----	4.622	----	4.506	----

¹ Prozentualer Anteil der gesamten Anleihen, deren Kurse auf oder unter die Obergrenze der angegebenen Klassenweite gefallen sind.

Unternehmensanleihen auf dem jährlichen Kurstief – 1931 bis 1934

Die gegenwärtige Situation im Hinblick auf Anleihen, die (im Jahre 1939) spekulativ verkauft wurden, zeigt sich darin, dass der durchschnittliche Kurs sämtlicher an der New York Stock Exchange gelisteten Anleihen amerikanischer Unternehmen Ende 1939 bei 74,60 lag; ein Stand, der darauf schließen lässt, dass viele Emissionen mit großen Abschlägen unter pari platziert wurden. Der Kursverlauf sämtlicher Unternehmensanleihen und Geldmarktzertifikate insgesamt, die tatsächlich im Laufe des Jahres 1939 an der New York Stock Exchange gehandelt wurden, macht deutlich, dass 558 beziehungsweise 57 Prozent der Gesamtzahl der Emissionen von 1100 einmal im Laufe dieses Jahres zu einem Kurs unter 70 gehandelt wurden. Ein Großteil dieser niedrig notierten Emissionen waren die der Eisenbahngesellschaften. Siehe *Commercial and Financial Chronicle*, S. 56–64, 6. Januar 1940.

ANMERKUNG 43 (ZU SEITE 356) SPÄTERE ENTWICKLUNG DER ANLEIHEN DER TABELLE

Die *American Seating 6s* (fällig 1936) wurden um zehn Jahre verlängert und erreichten im Jahr 1939 einen Höchststand von 104.

Die *Crucible Steel 5s* (fällig 1940) stiegen auf einen Kurs von 104,25 im Jahre 1937 und wurden im September 1938 bei 101 zum Rückkauf aufgerufen.

Die *McKesson & Robbins 5,5s* (fällig 1950) stellten bei einem Stand von 25 einen gewinnbringenden Kauf dar; nachdem sie jedoch von 1935 bis 1938 einen Aufschwung über pari verzeichnet hatten, erfuhren sie einen Kurseinbruch auf bis zu 30 gegen Ende des Jahres 1938 und Anfang 1939 aufgrund von Gerüchten über betrügerisches Verhalten seitens der Unternehmensleitung. Im Mai 1939 kam es zu Zinsverzug, doch im April 1940 waren die Anleihen wieder auf einen Kurs von 101 gestiegen.

Die *Marion Steam Shovel 6s* (fällig 1947) verzeichneten den schlechtesten Verlauf in der Liste. Schrittweise gewannen die Anleihen jedoch an Wert und erreichten zwischen 1936 und 1937 einen Pari-Kursstand und wurden 1939 sogar zu 87 verkauft.

Einige Aktionäre der *National Acme 6s* (fällig 1942) verlängerten die Fälligkeit ihrer Anleihen von 1936 auf 1946 und stimmten einer Senkung des Anleiheinzinses auf 4,5 Prozent zu. Diese Anleihen haben sich seit 1936 durchweg nahe pari verkauft. Die nicht verlängerten Anleihen wurden im Dezember 1936 bei 102,5 zum Rückkauf aufgerufen.

ANMERKUNGEN ZU TEIL IV

ANMERKUNG 44 (ZU SEITE 379)

Die nachfolgende Tabelle stellt die weitere Entwicklung der drei Beispiele aus dem Text dar:

Einheit	<i>Electric Power and Light</i>	<i>Bangor and Aroostook</i>	<i>Chicago Yellow Cab</i>
Folgendes Kurstief	1	9,5	6
Verhältnis von Niedrig- zu Kurshoch 1929	1,15	9,51 %	17,4
Kurshoch nach 1933	26,625 (1937)	49,5 (1936)	32 (1936)
Verhältnis von Folgehochkurs zu Kurshoch 1929	30,7 %	54,7 %	91,4 %
Schlusskurs von 1939	6,875	12,875	8,375
Verhältnis von Schlusskurs (1939) zu Kurshoch (1929)	7,9 %	14,2 %	23,9 %
Durchschnittlicher Aktienertrag 1930–1939	-0,05 \$	3,85 %	1,21 \$
Durchschnittliche Dividende 1930–1939	0,25	2,61	1,60
Ertrag 1939	-0,39	0,17	1,04

ANMERKUNG 45 (ZU SEITE 391) *SWIFT & COMPANY*

Im Jahre 1939 verkauften sich die Aktien dieses Unternehmens zu einem durchschnittlichen Kurs von 21 Dollar je Aktie. Bei einer Dividende von 1,20 Dollar lag der durchschnittliche Ertrag bei 5,7 Prozent. Das für die Aktien verfügbare Nettoumlaufvermögen einschließlich der Zinsen für das Vermögen der Tochtergesellschaften entsprach in etwa dem Marktwert. Das für die Aktien verfügbare Sachvermögen erreichte gerade noch den doppelten Marktwert.

Die Kapitalisierung im Oktober 1939 lässt sich wie folgt zusammenfassen:

Anleihen	36.000.000 \$
----------	---------------

Aktienkapital (5.920.000 Aktien zu 21)	124.000.000 \$
Gesamtwert des Unternehmens	160.000.000 \$
Nettoumlaufvermögen ¹	139.000.000 \$
Sachvermögen	286.000.000 \$
Verkäufe, Wirtschaftsjahr 1939	757.000.000 \$
Netto-Aktienkapital, Wirtschaftsjahr 1939	10.322.000 \$

¹ Beteiligungen an nicht konsolidierten Tochterunternehmen ausgenommen.

Die folgende Tabelle stellt in komprimierter Form die Entwicklung des Unternehmens seit Anfang des Jahrhunderts dar, angewandt auf das Äquivalent der gegenwärtigen 25-Dollar-Aktien.

Jahr	Ertrag pro Aktie ¹ (in \$)	Dividende pro Aktie ¹ (in \$)	Nettosachwert pro Aktie ¹ (in \$)	Preis pro Aktie ¹ (in \$)	Anlagevolumen inklusive freier Reserven (in Mio. \$)
Bilanzjahr					
1939	1,74	1,20	41,40	21	250
1900	2,19	1,67	22,45	21	22
Durchschnitt für					
1930–1939	1,36	1,20	40,60	20,25	244
1920–1929	1,81	2,00	38,75	28,5	233
1910–1919	3,67	2,37	33,66	24,5	120
1900–1909	2,42	1,52	25,60	22	42
40 Jahre: 1930–1939	2,32	1,78	34,65	23,75	160

¹ Alle angegebenen Zahlen »je Aktie« vor 1918 sind an eine in dem Jahr ausgeschüttete Dividende von 25 Prozent angepasst.

Erläuterung: Dieses Unternehmen ist ein führendes in einer der größten Branchen des Landes. Tatsächlich hat *Swift & Co.* in einigen Jahren ein höheres Umsatzvolumen in Dollar verzeichnet als jedes andere amerikanische Unternehmen. Innerhalb der 42 Jahre von 1898 bis 1939 wurde in jedem Jahr außer im Jahre 1937 eine Dividende ausgeschüttet und das

Unternehmen verzeichnete in jedem dritten Jahr Nettogewinne. Das Aktienkapital der Aktionäre stieg von 15.000.000 Dollar im Jahre 1898 auf 250.000.000 Dollar im Jahre 1939. Dennoch verkauften sich die Aktien des Unternehmens im Jahre 1939 (und durchschnittlich von 1930 bis 1939) für weniger als die Hälfte ihres Gegenwerts an Sachanlagen und für gerade einmal den Gegenwert im Nettoumlaufvermögen, wobei die Produktionsstätten, die Transportausstattung, die Handelsnamen und Firmenwerte und sonstiges Vermögen nicht beachtet wurden. Was läuft falsch?

Wenn wir die Frage stellen, warum die Wall Street nicht bereit ist, so viel für *Swift & Co.* zu zahlen, wie in das Unternehmen investiert wurde, so gibt es eine einfache Antwort. Die Gewinne auf das investierte Kapital innerhalb des letzten Jahrzehnts lagen im Durchschnitt bei weniger als 4 Prozent und der Trend der Gewinne in den letzten 20 Jahren ging vorwiegend nach unten. Die eigentliche Frage lautet jedoch, warum diese ungünstigen Faktoren dafür ausreichen, den Wert von *Swift* zu halbieren – wenn man den Marktwert mit dem Umlaufvermögen vergleicht –, wenn sämtliche Stammaktien insgesamt an der New York Stock Exchange zu 50 Prozent über dem Buchwert verkauft wurden (etwa Ende 1938). Gleichzeitig stellt sich die Frage, warum der Kurs der *Swift & Co.* so niedrig sein muss, um einen durchschnittlichen Ertrag von 6 Prozent zu erzielen, im Gegensatz zu nur 4 Prozent, die von 1930 bis 1939 gewöhnlich durch Stammaktien erwirtschaftet wurden (vgl. *Moody's Index* der 200 führenden Emissionen).

Der niedrige Kurs der *Swift & Co.* – in Bezug auf die Kriterien für durchschnittliche Erträge, Dividenden und den Buchwert – veranschaulicht eindrucksvoll, auf welche Weise der Ertragstrend einen beherrschenden Einfluss auf die Bewertungen der Börse ausübt. Hier geht der Markt eindeutig weiter, als nur den mangelnden Enthusiasmus bezüglich der Unternehmensaussichten zu registrieren. Tatsächlich äußern sich in der Bewertung der Börse deutlich Zweifel an der Fähigkeit des Unternehmens, zukünftig auch nur so viel zu erwirtschaften wie in dem schwachen Jahrzehnt von 1930 bis 1939, sowie Zweifel daran, dass der Dividendensatz von 1,20 Dollar gehalten werden kann. Es fehlt der Glaube, dass die enorme Sacheinlage auch nur irgendeinen Wert für die Sicherung der zukünftigen Ertragskraft hat.

Wir müssen jedoch im Gegenzug Zweifel daran äußern, ob in der Marktbewertung der *Swift* tatsächlich ein vorsichtiger Versuch zu sehen ist, die zukünftigen Wahrscheinlichkeiten abzuwägen oder die Vor- und Nachteile im Einzelnen gegenüberzustellen. Sicherlich ist der fehlende Anstieg in der Nachfrage nach Fleisch ein Nachteil. Doch kann dies nicht kompensiert werden durch Faktoren wie (1) die zugrundeliegende Stabilität und Dauerhaftigkeit der Verpackungsindustrie, (2) das unglaubliche Prestige und die finanzielle Stärke der *Swift* sowie (3) die Berücksichtigung der Tatsache, dass die Fleischindustrie schon eine Reihe von Vorschriften von der Regierung auferlegt bekommen hat und dass die

niedrige Gewinnspanne und die geringen Erträge sie möglicherweise vor politischen Gefahren schützen, welche die lukrativeren Branchen bedrohen?

Aus dieser Sicht stellt das Beispiel der *Swift* eine gute Prüfung der Richtigkeit gegenwärtigen Investitionsverhaltens dar. Unsere Kritik richtet sich nicht so sehr gegen das Urteil der Wall Street – das die Zukunft bestätigen oder entkräften wird –, sondern vielmehr gegen die Verkürzung ihrer Analyse. Angenommen, *Swift* wird wie in den Jahren 1932 und 1933 zu 7 gehandelt, dann würde die Philosophie der Wall Street einen Kauf nach wie vor als eine Verpflichtung gegenüber einer »schwächelnden Branche« verurteilen. Es kann jedoch nicht sein, dass alle Werte eines Konzerns verschwinden, sobald dieser nicht mehr expandiert. Folglich muss ein »schlechtes« Unternehmen wie die *Swift* zu einem gewissen Kurs eine gute Investition sein, genauso wie ein »gutes« Unternehmen wie *Parke, Davis* zu einem gewissen Kurs eine schlechte Investition sein muss. (Der Vergleich dieser Unternehmen vom Dezember 1936 könnte für den Betrachter von Interesse sein.) Darüber hinaus sollte folglich die tatsächliche Aufgabe der Wall Street als Bewertungs- und Beratungsinstanz darin bestehen, das relative (!) Gewicht des Wachstumsfaktors im Gesamtbild sorgfältig zu bestimmen, anstatt nur eine schnelle und einfache Klassifizierung vorzunehmen, bei der ein jedes Unternehmens entweder auf ewig gesegnet oder verdammt wird.

Auf der anderen Seite muss man betonen, dass der Marktverlauf der *Swift & Co.* innerhalb der letzten zehn Jahre eine Herausforderung für die Unternehmensleitung dargestellt hat. Er wirft Fragen auf, die im Vorstand und mit den Aktionären zu erörtern sind. Sicherlich sollte es einer derart kompetenten Unternehmensleitung wie jener der *Swift* nicht genügen, gerade genug Gewinn aus den Sacheinlagen allein zu erwirtschaften, um einen dementsprechenden Marktwert zu unterstützen. Lassen die Umstände dies im Durchschnitt nicht zu, müssen die für das enttäuschende Ergebnis verantwortlichen Faktoren objektiv betrachtet, mögliche Maßnahmen zur Abhilfe mit Gründlichkeit getroffen und die Angelegenheit allen 59.000 Eigentümern des Unternehmens mitgeteilt werden.

ANMERKUNG 46 (ZU SEITE 400)

Das Gesellschaftsrecht der meisten europäischen Länder schreibt bestimmte Pflichtrücklagen vor, die unter anderem die Funktion haben, die Beibehaltung der regulären Dividenden zu gewährleisten. Diese Rücklagen fallen aus den jährlichen Gewinnen an, erreichen in der Regel jedoch keine beträchtliche Höhe. Die Macht, Dividenden festzulegen, liegt in der Regel bei der Generalversammlung der Aktionäre und findet jährlich statt, obwohl auch Vorkehrungen für Zwischendividenden getroffen werden.

In England beschränkt der *Companies Act* zwar die Befugnis zur Feststellung der Dividenden nicht auf die jährliche Versammlung der Aktionäre. Jedoch sieht die empfohlene Form der Gesellschaftssatzung (in *Table A* des Gesetzes) diese Art der Feststellung vor und es ist allgemein üblich, in der Satzung vertraglich festzulegen, dass »die Generalversammlung des Unternehmens« oder »die Geschäftsführer mit Zustimmung der Generalversammlung« die jährlichen Dividenden festlegen. Eine Erörterung der britischen Dividendengesetze und -regeln findet sich in *Palmer's Company Law*, 13. Auflage, S. 222–223, 628, London, 1929.

Die folgende Aufstellung zeigt eine detailliertere Zusammenfassung der Dividendenregelungen bestimmter ausländischer Unternehmen (die auf S. 669–670 der Auflage dieses Buches von 1934 zu finden sind) sowie den anschließenden Verlauf des jeweiligen Falls:

1. *Royal Dutch Co.* für die Erdölbohrung in Niederländisch-Indien innerhalb des Zeitraums von 1920 bis einschließlich 1938:

(a) Für Stammaktien verfügbar	Fl. 1.530.396.000
(b) Auf Stammaktien gezahlt	Fl. 1.497.293.000
(c) Prozentsatz der als Dividenden ausgeschütteten Erträge	97,84

2. *Siemens & Halske AG*, für den Zeitraum von 1925 bis einschließlich 1938:

(a) Nettogewinn	RM 150.893.000
(b) Dividenden	124.419.000
(c) Satzungsgemäßer Bonus der Geschäftsführer	3.458.000
(d) Sonderrücklagen ¹	25.550.000
(e) Saldo	2.534.000(d)

¹ Einschließlich 3.000.000 RM für Sozialabgaben.

3. *British-American Tobacco Co., Ltd.* für die Jahre 1921 bis einschließlich 1938 (Wirtschaftsjahr endete jeweils am 30. September):

(a) Für Stammaktien verfügbares Nettoeinkommen	£ 91.934.000
(b) Dividenden auf Stammaktien	87.240.000

Im Falle der *General Electric Co., Ltd.* wurde offenbar die amerikanische Politik der Rückstellung eines ausreichenden Anteils der Erträge verfolgt. Der größere Teil dieser Mehrerträge wurde jedoch auf das Rücklagenkonto vorgetragen. Die nachfolgenden Zahlen fassen den Zeitraum von 1925 bis zum 31. März 1939 zusammen:

(a) Nettoeinkommen	£ 10.433.000
(b) Vorzugsdividenden	3.468.000
(c) Dividenden auf Stammaktien	4.521.000
(d) Bereitstellung für Rücklagen	1.847.000
(e) Verbleibender Überschuss	597.000

ANMERKUNGEN ZU TEIL V–VII

ANMERKUNG 47 (ZU SEITE 433)

Der Leser wird auf das *House Doc. No. 70, 76th Congress, 1st Session* (Washington, 1939), mit dem Titel *The Statistical Survey of Investment Trusts and Investment Companies*, insbesondere auf die Seiten 463–493 und 833–937, verwiesen, in der eine vollständigere Übersicht über die Ergebnisse der eingehenden Prüfung der Wertentwicklung von großen Investmentgesellschaften durch die SEC über den Zeitraum von 1927 bis 1937 zu finden ist. Grundsätzlich ging die SEC so vor, die Schwankungen des Nettovermögens (ohne Abzug von langfristigen Verbindlichkeiten)⁴¹² der Investmentgesellschaften mit den Schwankungen im *Standard Statistics Index* von 90 Stammaktien zu vergleichen.

Die nachfolgenden Verallgemeinerungen der Ergebnisse dieser Untersuchung werden aus den Seiten 904–906 des oben genannten *House Document* zitiert:

»Die Analyse in diesem Anhang zeigt, dass klassische große Investmentgesellschaften ... typischerweise eine Wertentwicklung gleichlaufend mit dem Stammaktienindex zeigten, wobei jedoch nur wenige Unternehmen ihre Leistung verbessert haben. Die einzig wichtige Tendenz, von der bei dem Index ausgegangen werden kann, scheint sich aus anderen Investitionen als in Stammaktien ergeben zu haben und aus dem Anstieg des Anteils dieser anderen Investitionsformen in den Jahren der rückläufigen Börsenkurse sowie aus dem Rückgang bei diesen Investitionen in wachsenden Marktperioden. Es gibt keinerlei Beweis dafür, dass viele Unternehmen im Laufe der Jahre zu einer dauerhaft besseren Wertentwicklung als der Index in der Lage waren. Die Analyse zeigt, dass die Nettoergebnisse des Zusammenspiels aller Leistungsdeterminanten schlicht die Wertentwicklung der führenden Stammaktien war, die in dem Index dargestellt sind. Ob die Wertentwicklung der Investmentgesellschaften schlicht die Wertentwicklung der zufällig gewählten gelisteten Stammaktien ist, kann anhand dieser Analyse nicht geklärt werden. Die typische Wertentwicklung einer Investment-gesellschaft kann durchaus besser sein als diejenige der Aktien, die man durch eine strikte zufällige Wahl erhält, obwohl ein solches Ergebnis implizieren würde, dass die im Index dargestellten Aktien eine bessere Wertentwicklung haben als die zufällig ausgewählten ...

Es lässt sich dann mit großer Sicherheit schlussfolgern, dass die gesamte Gruppe der klassischen Investmentgesellschaften (im Gegensatz zur Beispielgruppe, die hier untersucht wurde) nicht in der Lage war, eine bessere Wertentwicklung als ein Index der führenden

Stammaktien zu erbringen, und dass sie möglicherweise eine schlechtere Wertentwicklung erbracht haben als der Index über den Zeitraum von 1927 bis 1935 ...

Im Hinblick auf geschlossene und teil-offene Investmentfonds ... lag die typische Wertentwicklung im Zeitraum von 1930 bis 1935 unter der Indexleistung, wenn auch nur in recht geringem Maße. Nahezu alle geschlossenen und teil-offenen Fonds investierten ihr Vermögen in Stammaktien, infolgedessen war ihre Entwicklung in den Jahren der rückläufigen Börsenkurse schlechter und in den Jahren der steigenden Kurse besser als die der großen klassischen Investmentgesellschaften ... Unter Berücksichtigung aller Faktoren ist zweifelhaft, ob die geschlossenen Fonds im Zeitraum von 1930 bis 1935 eine viel schlechtere Wertentwicklung verzeichnen konnten als die durchschnittliche klassische Investmentgesellschaft.«

Die folgende Tabelle analysiert die Leistung der sechs größten Investmentgesellschaften (per 31. Dezember 1939) für den Zeitraum von vier beziehungsweise sechs Jahren. Die Gesamtergebnisse werden mit dem *Standard Statistics-420*-Aktienindex verglichen, dem umfassendsten zu Verfügung stehenden Index. Die Dividendenrendite auf diesen Index wird eher willkürlich zum gleichen Prozentsatz geschätzt wie die des *Dow-Jones*-Index von 30 Industriepapieren.

Unternehmen	Substanzwert je Aktie am 31. Dez. des Jahres (in \$)			Ausgeschüttete Dividende (in \$)		Gesamtwertzuwachs in %	
	1933	1935	1939	1934 – 1939	1936 – 1939	1934 – 1939	1936 – 1939
<i>Atlas Corp.</i>	11,03	15,25	12,80	2,90	2,60	42,4	1,0
<i>Dividend Shares</i>	1,21	1,56	1,28	0,54	0,39	50,4	7,1
<i>Incorp. Investors</i>	17,99	20,86	16,34	9,93	6,66	46,0	10,3
<i>Lehmann Corp.</i>	26,84	37,10	32,72	9,72	8,00	54,4	9,8
<i>Mass. Invest. Trust</i>	17,70	24,03	20,98	6,39	4,91	54,5	7,9
<i>State St. Investment</i>	65,34	92,30*	71,81	39,30 ⁺	36,00 ⁺	70,6	16,8
<i>Standard-Statistics- 420-Aktienindex</i>	71,0	96,8	94,3	24,0	18,3	66,6	16,3

+ Geschätzt

* Angepasst

Leistung der sechs größten Investmentgesellschaften 1934 bis 1939 und 1936 bis 1939

Die folgende Tabelle vergleicht den Besitz an Kassa- und Regierungsanleihen von zwölf Investmentgesellschaften zu verschiedenen Zeitpunkten innerhalb der Jahre 1937 bis 1939 mit dem *Dow-Jones-Index* zum gleichen Zeitpunkt. Es lässt sich erkennen, dass sich Kassaanleihen gegenläufig zum Index bewegen, was darauf hindeutet, dass die Unternehmen dazu neigen, in wachsenden Märkten zu kaufen und in rückläufigen Märkten zu verkaufen.

Datum	Dow-Jones-Index	Kassa- und US-Staatsanleihen im Besitz von 12 Investmentgesellschaften* (in \$)
30. Sept. 1937	154,5	35.057.000
31. März 1938	99,0	82.796.000
31. Dez. 1938	154,8	27.093.000
30. Juni 1939	130,6	35.858.000
30. Sept. 1939	152,5	23.775.000

* Bei den Gesellschaften handelt es sich um: *Adama Express, Blue Badge, Equity Corp., General American, Incorporated Inventors, Lehman Corp., Niagara Share, Quarterly Income Shaiea, Selected Industries, Tri-Continental, U. S. & Foreign Securities, U. S. & International Securities.*

ANMERKUNG 48 (ZU SEITE 445)

Der Unterschied zwischen dem Standardverfahren und dem *Last in-, First out*-Verfahren (kurz LIFO-Methode) zur Kostenberechnung der verkauften Güter lässt sich anhand des folgenden vereinfachten und hypothetischen Beispiels veranschaulichen:

Ein Unternehmen startet mit 10.000.000 Pfund Kupfer, kauft drei Jahre lang jedes Jahr 10.000.000 Pfund dazu und verkauft jedes Jahr 10.000.000 zu 2 Cent Gewinn. Die Anfangskosten und der Marktwert liegen bei 10 Cent, die durchschnittlichen Kosten und der Schlusspreis liegen im ersten Jahr bei 15 Cent, im zweiten Jahr bei 5 Cent und im dritten Jahr bei 10 Cent.

Standardmethode						
	Erstes Jahr		Zweites Jahr		Drittes Jahr	
Einkünfte aus verkauften Gütern		1.700.000		700.000		1.200.000
Kosten der verkauften Güter						

Anfangsbestand	1.000.000	1.500.000	500.000
Verkäufe	1.500.000	500.000	1.000.000
	2.500.000	2.000.000	1.500.000
Abzgl. Endbestand (zum Niederstwert)	1.500.000	1.000.000	500.000
Bruttogewinn		700.000	-800.000
LIFO-Methode			
Einkünfte aus verkauften Gütern	1.700.000	700.000	1.200.000
Kosten der verkauften Güter (=Einkäufe während des Jahres)	1.500.000	500.000	1.000.000
Bruttogewinn	200.000	200.000	200.000

Offensichtlich hat das Unternehmen denselben Abschluss- wie Anfangsbestand und verzeichnet einen dauerhaften Gewinn von 2 Cent pro Pfund. Der gesunde Menschenverstand würde behaupten, dass das Unternehmen 200.000 Dollar (brutto) pro Jahr gemacht hätte. Doch das Standardverfahren zur Gewinnermittlung würde einen Gewinn von 700.000 Dollar im ersten Jahr, einen Verlust von 800.000 Dollar im zweiten Jahr und einen Gewinn von 700.000 Dollar im dritten Jahr aufzeigen. In den Jahren vor 1939, als kein Verlustübertrag zulässig war, unterlag das Unternehmen mit 1.400.000 Dollar der Einkommensteuer. Im Rahmen der Gesetzgebung von 1939 und unter Verwendung des Standardverfahrens läge das zu versteuernde Einkommen für diesen Zeitraum bei 700.000 Dollar – dies entspricht dem »Gewinn« aus dem ersten Jahr – und danach bei null.

Nach der LIFO-Methode würde sich ein Gewinn von 200.000 Dollar pro Jahr ergeben und die Einkommensteuer wäre auf diesen Betrag zu zahlen.

Die Berechnungen sind in der obigen Tabelle am Ende aufgeführt.

ANMERKUNG 49 (ZU SEITE 445)

VERANSCHAULICHUNG DES NORMAL-LAGERBESTANDS-VERFAHRENS

Die Funktionsweise verschiedener Verfahren zur Erfassung des Lagerbestands wird anhand der nachfolgenden Zahlen aufgezeigt, welche die Geschäftstätigkeiten der *Plymouth Cordage Co.* in den zehn Jahren von 1930 bis 1939 umfassen. Vor 1932 wurde eine gewissermaßen willkürliche Politik verfolgt, in deren Rahmen 1929 eine beträchtliche Rücklage auftauchte, die im Jahr darauf aufgedeckt wurde, sodass bis 1933 keine weitere

Rücklage zur Verfügung stand. In jenem und im darauffolgenden Jahr wurde entschieden, den gesamten Lagerbestand auf die niedrigen Kurse von 1932 herabzusetzen. Im Jahre 1935 blieb die Rücklage unberührt, auch wenn dies nicht nötig war. Anfang 1936 führte das Unternehmen die Normal-Lagerbestands-Methode ein, wobei eine ausreichende Rücklage zur Reduzierung des erforderlichen Mindestbestands für den Betrieb zu den niedrigsten Kursen, die jemals verzeichnet wurden, gebildet wurde.

Wirtschaftsjahr (endet am 30. Sept.)	Bestandszahlen			Nettoerträge der Jahre		
	Vor Rücklage*	Nach Unternehmensrücklage	Nach Normalbestandsrücklage [#]	Vor Anpassung der Rücklage	Nach Rücklagenanpassung	
					Vom Unternehmen erstellt	Nach Normal- Lagerbestands- Methode
1929	8.059	7.110	4.297	----	----	----
1930	6.008	6.008	4.367	-658	288	1.463
1931	4.011	4.011	3.292	25	25	943
1932	3.150	3.150	3.102	-233	-233	444
1933	3.473	3.143	3.238	486	157	294
1934	5.144	4.471	4.722	619	276	432
1935	4.030	3.358	3.503	475	475	370
1936	5.191	4.193	4.193	892	466	320
1937	5.315	3.291	3.291	1.195	269	269
1938	4.849	3.877	3.877	-1.066	-9	-9
1939	4.635	3.457	3.457	336	130	130
10-Jahres-Ø	----	----	----	207	184	466

* Zum Niederstwert.

Die Zahlen für die Jahre 1929 bis 1935 wurden von *Plymouth Cordage Co.* zur Verfügung gestellt.

Plymouth Cordage Company (alle zahlen in 1000 \$)

Die Tabelle zeigt, wie die Normal-Lagerbestands-Methode im Vergleich zu den tatsächlich ausgewiesenen Ergebnissen verlaufen wäre, wenn sie innerhalb des ganzen Jahrzehnts durchgeführt worden wäre. Die wichtigste Tatsache ist, dass die Technik des Normal-Lagerbestands-Verfahrens die Schwankungen der Erträge beträchtlich verringert hätte und

außerdem zu weit höheren Gesamterträgen für den Zeitraum geführt hätte. Der Grund für letzteren Punkt liegt darin, dass die Ergebnisse – so wie veröffentlicht – eine erhebliche Minderung des Bestands per 30. September 1929 absorbieren, zusätzlich zu den an diesem Datum verfügbaren Rücklagen. Diese Zahlen lassen darauf schließen, dass *Plymouth Cordage* ein hervorragendes Ergebnis während der Jahre des Rückgangs von 1930 bis 1932 zu verzeichnen gehabt hätte, wenn zu diesem Zeitpunkt die Normal-Lagerbestands-Methode in Kraft gewesen wäre (vgl. unsere Analyse auf der Grundlage der veröffentlichten Berichte). Man beachte außerdem die relativ geringe Abweichung des Nettobestands nach der Normalbestandsrücklage im Vergleich zu den Zahlen, die nicht angepasst wurden.

ANMERKUNG 50 (ZU SEITE 448)

Zwischen dem 1. Januar 1929 und dem 31. Januar 1933 erwarb die *Interstate Department Stores, Inc.*, 30.000 Aktien ihres Stammkapitals zu einem Durchschnittskurs von 20,62 Dollar je Aktie. Am letztgenannten Datum nahm sie eine Abschreibung auf 5 Dollar je Aktie vor – der Betriebsgewinn wurde mit 468.689 Dollar belastet – und schaffte mit 20.000 Aktien eine Rücklage, um die Unternehmensleitung in zukünftigen Jahren gemäß der Satzung zu entschädigen. In den drei Wirtschaftsjahren, die am 31. Januar 1937 endeten, gab sie 12.432 dieser Aktien an die Unternehmensleitung aus und verrechnete die Einnahmeseite mit den Kosten dieser Leistungen zu einem Kurs von 5 Dollar je Aktie, obwohl die Aktien das Unternehmen weitaus mehr gekostet hatten, und platzierte sie auf dem Markt zu Kursen, die weit über 5 Dollar je Aktie zum Zeitpunkt der Emission lagen.

Wj. (Ende: 31.1.)	Ausgewiesenes Nettoeinkommen* (in \$)	Nettoeinkommen auf Durchschnitts-kostenbasis# (in \$)	Nettoeinkommen auf Marktwertbasis+ (in \$)	Nettoeinkommen auf Barabfindungs- basis++ (in \$)
1935	468.350	418.991	442.675	453.095
1936	446.650	402.445	423.718	432.080
1937	882.002	781.378	715.997	852.438

* Nach Abzug der Aktien zu 5 Dollar je Aktie.

Verrechnung des Einkommens mit den Aktien zu ihren durchschnittlichen Anfangskosten.

+ Verrechnung des Einkommens mit den Aktien zu ihrem Marktwert zu den Daten der Ausschüttung an das Management.

++ Verrechnung des Einkommens mit dem Barabfindungsbetrag, den das Management wahlweise statt der Aktien erhalten hat.

Die Tabelle zeigt die Wirkung dieser Transaktionen auf die ausgewiesenen Einnahmen, wie sie im Emissionsprospekt des Unternehmens vom 13. Mai 1937 offengelegt wurden.

ANMERKUNG 51 (ZU SEITE 453)

	Unterschiede, die den zu versteuernden Gewinn erhöhen	Unterschiede, die den zu versteuernden Gewinn senken
I. Posten des Jahresberichts, die für die steuerliche Erfolgsrechnung herausgenommen wurden	Kurzfristiger Kapitalverlust für das laufende Jahr Gezahlte Lebensversicherung der Vorstandsmitglieder Notierung der Wertpapiere im Marktbesitz	85 % der erhaltenen inländischen Dividenden Für Regierungsanleihen, bundesstaatliche und städtische Anleihen erhaltene Zinsen
II. Posten, die sowohl im Jahresbericht als auch in der Steuererklärung aufgeführt sind	Gewinn aus dem Verkauf von Kapitalvermögen Auf vorherige Jahre anwend-bares erhaltenes Einkommen Gewinn aus dem Verkauf bestimmter Kapitalbestände	Langfristiger Verlust beim Verkauf von Kapitalvermögen Gewisse Entwicklungsausgaben, die in künftigen Jahren abzuschreiben sind. Aufgeld und nicht amortisiertes Disagio auf getilgte Anleihen. Verlust bei bestimmten Verkäufen von Kapitalvermögen. Amortisation des zuvor in seiner Ganzheit mit dem Überschuss verrechneten Disagio im laufenden Jahr
III. Posten, die weder im Jahresbericht noch in der Steuererklärung		(Gewisse) Nettoverluste, die vom vorangegangenen oder dem Jahr davor übertragen wurden. (Gewisse) kurzfristige Kapitalverluste, die aus dem vorangegangenen Jahr übertragen

**für das laufende
Jahr erscheinen**

wurden

IV. Sonstige Unterschiede:

- A. Abschreibung und sonstige Amortisation können mittels verschiedener Verfahren in der Steuererklärung und dem Jahresbericht berechnet werden.
- B. Die Höhe der Steuer kann aufgrund außerhalb der USA gezahlter Einkommensteuern oder ähnlicher Steuern verringert werden.

In der oben stehenden Tabelle ist eine Zusammenfassung der bedeutenderen Unterschiede dargestellt, die zwischen dem der Einkommensteuer unterliegende Gewinn des Unternehmens und den Nettoerträgen, die im Jahresbericht den Aktionären gegenüber ausgewiesen werden, entstehen können. Diese basieren auf dem amerikanischen Einkommensteuergesetz von 1939.

ANMERKUNG 52 (ZU SEITE 492)

Im Folgenden dargestellt sind drei unterschiedliche Beispiele für den Ausschluss eines Teils des Amortisationsbetrags aus der Ergebnisrechnung.

Beispiel A: Pennsylvania-Dixie Cement Co. Zum 1. Januar 1937 hat dieses Unternehmen eine spezielle Rücklage von 9.373.000 Dollar (durch Belastung der Kapitalrücklage) geschaffen, um den Wert der Fabrik auf eine Zahl abzuschreiben, die eine Aufwertung zur Zeit der Gründung des Unternehmens im Jahre 1926 eliminiert. Die Kapitalrücklage wurde wiederum dadurch geschaffen, dass die Kapitalverbindlichkeiten der 7-Dollar-Dividenden der nennwertlosen Vorzugsaktien willkürlich von 100 auf 25 Dollar gesenkt wurden. Im Jahr 1936 lag der Amortisationsbetrag bei 1.367.661 Dollar, jedoch im Jahre 1937 belastete das Unternehmen den Ertrag mit nur 585.000 Dollar und die Sonderrücklage mit der Differenz von 744.000 Dollar. Das Ergebnis dieser Posten war, dass 1937 und 1938 die fixen Belastungen mit einer geringen Gewinnspanne erwirtschaftet wurden, wohingegen auf der alten Grundlage ein Defizit vor Abzug der Zinsen zu verzeichnen gewesen wäre.

In diesem Fall scheint die niedrigere Abschreibung gerechtfertigt, da sie sich auf die ursprünglichen Kosten der Fabrik anstatt auf den geschätzten Wert bezieht. Es wäre einfacher gewesen, wenn das Unternehmen lediglich das Fabrikkonto abgeschrieben hätte und danach eine einzelne Amortisation auf der niedrigeren Grundlage ausgewiesen hätte. Die Einbehaltung des höheren Werts für die Fabrik war möglicherweise durch den Wunsch motiviert, die ursprünglich hohe vorherige Kapitalisierung in Anleihen und Vorzugsaktien zu rechtfertigen.

Beispiel B: Symington-Gould Corp. Im Jahre 1938 belastete dieses Unternehmen den

Gewinn mit 168.000 Dollar für die Abschreibung und zusätzliche 165.000 Dollar als »Rücklage für die Verringerung des Fabrikwerts«. Die ursprüngliche Rücklage, die Anfang 1937 gebildet wurde, lag bei 880.000 Dollar gegenüber einem Bruttowert des Fabrikkontos von 7.500.000 Dollar.

Diese Verteilung unterscheidet sich von derjenigen des ersten Beispiels, weil die Rücklage proportional kleiner ist und zusätzliche Belastungen durch Amortisation für etwa fünf Jahre abdeckt. So wurde der Nettowert des Fabrikkontos nur geringfügig in der Erfolgsrechnung herabgesetzt, wobei die Abschreibung auf den Ertrag auf der anderen Seite halbiert wurde.

Beispiel C: Climax Molybdenum, Co. Dieses Bergbauunternehmen belastete die Erträge im Jahre 1938 nur mit 20.000 Dollar für Substanzverzehr (basierend auf den Kosten des Bergwerks); mit der hohen Summe von 2.341.000 Dollar für Substanzverzehr wurde der Bilanzposten »aufgedeckter Wertzuwachs« belastet.

Offensichtlich ist die Belastung für Substanzverzehr auf der Einnahmeseite unbedeutend für den Anleger. Die Belastung des Postens »aufgedeckter Wertzuwachs« ist als Indikator für die verbleibende Lebensdauer des Bergwerks sinnvoll – etwa 29 Jahre im Jahre 1938, neue Entwicklungen vorausgesetzt. Man beachte, dass für das Unternehmen die Belastung auf Grundlage eines geschätzten Wertes des Bergwerks von 72.000.000 berechnet wird, wohingegen der Durchschnittspreis von rund 47 pro Aktie im Jahre 1939 einer Bewertung des Bergwerks von rund 111.000.000 Millionen entspricht. Folglich wäre die vom Analysten vorgesehene Abschreibung für den Substanzverzehr auf Grundlage der Marktwerte höher als die, mit der das Unternehmen den Überschuss belastet hat.

Man mag behaupten, dass bei einer Lebensdauer von 30 Jahren der Erträge durch Zinseszins vorgenommen werden sollte, wodurch die jährliche Rücklage für Substanzverzehr erheblich reduziert wird. In Anbetracht der zahlreichen Unsicherheitsfaktoren in Verbindung mit einem Bergbauunternehmen würde es Sinn machen, ein einfacheres, »geradlinigeres« Verfahren anzuwenden, in dem man eine gewisse Sicherheitsspanne für künftige Ereignisse schafft.

ANMERKUNG 53 (ZU SEITE 543)

In der Auflage dieses Buches von 1934 (S. 434) waren wir in diesem Punkt der Ansicht, dass der Analyst im Falle des Unternehmens A »den angemessenen Wert in Form der durchschnittlichen Erträge von 4 Dollar je Aktie mit einem Koeffizienten multipliziert hätte, der sogar bei 16 hätte liegen können. Dies würde zu einem Wert von rund 65 führen.« Unsere

gegenwärtige Betrachtung weicht in zweierlei Hinsicht von der früheren Sichtweise ab: (1) Erhöhung des Multiplikators von 16 auf 20 und (2) Annahme der Erträge aus den jüngsten Jahren anstelle des Durchschnitts als Maßstab für die angegebene Ertragskraft.

Die Erhöhung des Multiplikators erfolgt unserer Ansicht nach automatisch aus der Fortdauer wesentlich niedrigerer Anleiheninsen, als sie vor 1934 die Regel waren. (Der Durchschnittsertrag auf *Standard Statistics A1+* Anleihen Anfang 1940 lag bei 2,78 Prozent im Vergleich zu 4,67 Prozent im Jahre 1933 und 4,78 Prozent 1929. Siehe Anhang, Anmerkung 57 zu einer weiteren Erörterung im Hinblick auf den vorgeschlagenen neuen maximalen Multiplikator von 20.)

Indem statt des Durchschnitts die Erträge der jüngsten Jahre zugelassen werden, haben wir sicherlich unsere Sicht in eine liberalere Richtung verschoben. Der Grund dafür ist, dass uns die Erträge des laufenden Jahres (oder der letzten Jahre) bei näherer Betrachtung als bedeutender für die Zukunft erscheinen und daher ein realistischerer Maßstab für die Ertragskraft sind, und zwar in den Fällen, in denen (1) sie nicht durch ungewöhnlich gute allgemeine Geschäftsvoraussetzungen gefördert werden, (2) es einen angekündigten Aufwärtstrend gab und (3) die langfristigen Aussichten günstig erscheinen.

ANMERKUNG 54 (ZU SEITE 546)

An dieser Stelle der Auflage dieses Buches von 1934 (S. 437) notierten wir Folgendes als Veranschaulichung:

»Beispiel: Nehmen wir die Situation der *Mack Trucks, Inc.*, im Jahre 1933, als die Aktien zu einem extrem niedrigen Kurs sowohl hinsichtlich ihrer Substanzwerte als auch hinsichtlich der damaligen durchschnittlichen Erträge verkauft wurden. Zur Zeit der Veröffentlichung des Jahresberichts im März 1933 wurden die Stammaktien zu 15 Dollar je Aktie verkauft. Der Bericht wies ein für die Stammaktien verfügbares Nettobargeldvermögen von 12 Dollar je Aktie und ein Nettoumlaufvermögen von 40 Dollar je Aktie aus. Die Erfolgsrechnung kann der Tabelle entnommen werden. Es wird deutlich, dass das Aktienkapital je Aktie im März 1933 zu etwas mehr als einem Drittel des Nettoumlaufvermögens und zu etwas mehr als den doppelten durchschnittlichen Erträgen gehandelt wurde.

Dieses Unternehmen war das größte in einer bedeutenden Branche, sodass es gute Gründe dafür gab, davon auszugehen, dass es wieder in der Lage sein würde, einen beträchtlichen Gewinn auf das investierte Kapital zu verzeichnen. Der niedrige Kurs der *Mack Trucks* weist jedoch eine weitere Anomalie auf. Der Rückgang der Investitionen in der Eisenbahnbranche

lag zum Großteil in der Zunahme des Wettbewerbs seitens der Lastkraftwagenbranche und in der Angst begründet, dass dieser Wettbewerb den Verkehr von der Schiene abwerben würde. Unter dieser Voraussetzung hätte die langfristige Prognose für die Hersteller von Lastkraftwagen ungewöhnlich gut sein müssen. Folglich musste der äußerst subnormale Kurs der *Mack Trucks*-Aktien dem Analysten besonders unlogisch erscheinen.«

Jahr	Für Stammaktien verfügbar (in \$)	Je Aktie (in \$)	Gezahlte Dividenden (in \$)
1932	-1.480.000	-2,19	1,00
1931	-2.150.000*	-2,90*	2,25
1930	2.008.000	2,67	5,50
1929	6.841.000	9,05	6,00
1928	5.915.000	7,83	6,00
1927	4.707.000	6,60	6,00
1926	7.716.000	10,81	6,00
1925	8.331.000	13,64	6,00 und 50 % in Aktien
1924	5.083.000	11,97 [#]	6,00
1923	5.866.000	13,81 [#]	5,00
Durchschn.	4.284.000	7,13	

* Vor außergewöhnlicher Abschreibung von Werkzeugen etc. auf 1 Dollar.

Angepasst an 50 Prozent Aktiendividenden, gezahlt am 31. Dezember 1925.

Fortschreibung und Erörterung: Die weitere Entwicklung der Situation der *Mack Truck* lassen sich in der folgenden Tabelle zusammenfassen:

Jahr	Gewinn je Aktie (in \$)	Gezahlte Dividende (in \$)	Kursspanne
1933	-1,42	1,00	46,375–13,5
1934	0,03	1,00	41,75–22
1935	-0,66	1,00	30,75–18,625
1936	2,41	1,50	49,25–27,375
1937	2,15	1,25	62,25–17,372
1938	-1,56	0,25	32,5–16

1939	1,14	0,50	33,75–18
------	------	------	----------

Die Erwartung einer Rendite in Form von angemessenen Erträgen aus dem investierten Kapital konnte eindeutig nicht realisiert werden. Die Gründe scheinen erstens mit mangelnder nachhaltiger Aktivität in der Anlagegüterindustrie im Allgemeinen, zu der die Herstellung von Lastkraftwagen zählt, und zweitens mit einer Verschlechterung der Position von *Mack* in der Branche zusammenzuhängen.

Hinsichtlich des niedrigen Aktienkurses, der Anfang 1933 verzeichnet wurde, überrascht es jedoch nicht, dass sich ein Verkauf von *Mack Truck* zu 15 als recht profitabel herausgestellt hätte. Unseres Erachtens lässt dieses Beispiel zweierlei Schlussfolgerungen zu: 1. Die Bewertung eines Analysten im Hinblick auf die Zukunft eines Unternehmens kann sich als falsch herausstellen, entweder aufgrund einer schlechten Einschätzung oder aus anderen Gründen. 2. Zur Herangehensweise eines Analysten gehört es, sich weitestgehend gegen unerwartete Ereignisse abzusichern, indem eine breite Sicherheitsspanne über dem für eine Stammaktie gezahlten Kurs vorgesehen wird.

ANMERKUNG 55 (ZU SEITE 550, 691): SPÄTERE WERTENTWICKLUNG VON BRAUEREIAKTIEIN IN DEN JAHREN 1933 BIS 1934

Es wurde eine Untersuchung aller in den Jahren 1933 und 1934 emittierten Aktien der Brauereibranche durchgeführt, die ermöglichte, die Emissionskurse und Werte per Schlussnotierung im Jahre 1938 zu erhalten. Die meisten Daten für die ursprünglichen Emissionen wurden dem *Commercial and Financial Chronicle* entnommen. Nachfolgend finden Sie eine Zusammenfassung der Ergebnisse für eine Gruppe von 72 Unternehmen. Die aggregierten Dollarwerte wurden aus der Anzahl der Aktien abgeleitet, die bei jedem Vorgang angeboten wurden, und nicht vom ausstehenden Gesellschaftskapital.

Kurs vom 31.12.1938 vs. Emissionskurs	Anzahl der Unternehmen	Gesamtwert der angebotenen Aktien (in Tsd. \$)	
		Zum Emissionskurs	Zum Kurs vom 31.12.1938
Höher platzierte Emissionen	9	6.211	12.555
Niedriger platzierte Emissionen	62	30.533	5.918
Zum gleichen Kurs platzierte Em.	1	346	346

Summe	72	37.090	18.819
-------	----	--------	--------

ANMERKUNG 56 (ZU SEITE 558, 743)

Eine Reihe von Unterschieden bei den jeweiligen Wertpapierkursen der *Interborough Rapid Transit Co.* (New York) veranschaulichen die Möglichkeiten bei der analytischen Arbeit, die wiederholt an den Wertpapierbörsen angewandt werden.

1. Im November 1919 wurden sowohl die 4,5 Prozent-Anleihen als auch die Vorzugsaktien der *Interborough Consolidated Corp.* bei 13 platziert. Die Anleihen (als *Interborough- Metropolitan 4,04s* bezeichnet) befanden sich im Verzug und das Unternehmen unter Konkursverwaltung. Die Inhaber der Anleihen waren dazu berechtigt, sämtliche Anlagen einzufordern, die von erheblichem Wert waren; die Aktionäre hatten keinerlei Anspruch. Bei der darauffolgenden Umstrukturierung wurden die Vorzugsaktien und Stammaktien vollständig getilgt, während die Inhaber der 4,5 Prozent-Anleihen neue Wertpapiere erhielten, die weit über 13 Prozent des Nennwerts der Anleihen lagen.

2. Im Januar 1920 wurden die *Interborough Rapid Transit Co.* 7 %-Schuldverschreibungen (fällig im September 1921) bei 64,5 gehandelt, die *First and Refunding 5s* (fällig 1966) bei 53,75. Jede 7-Prozent-Schuldverschreibung war durch Einlage von rund 1562 Dollar in 5-Prozent-Anleihen gesichert und war wandelbar in 5-Prozent-Anleihen im Wert von etwa 1144 Dollar. Die Schuldverschreibungen waren zu den jeweiligen Kursen weit erstrebenswerter als die Anleihen, weil (a) die Schuldverschreibungen besser gesichert waren, (b) sie eine höhere Rendite abwarfen und (c) ihr Wandlungsrecht es dem Inhaber ermöglichte, von jeder Kurserhöhung der 5-Prozent-Anleihen zu profitieren.

Die Schuldverschreibungen wurden für ein Jahr zu 8 Prozent verlängert und den Inhabern wurden im Jahr 1922 100 Dollar in bar und 900 Dollar in besicherten, wandelbaren 7-Prozent-Schuldverschreibungen angeboten, die 1932 fällig wurden. Wer keines dieser beiden Angebote annehmen wollte, konnte eine vollständige Auszahlung verlangen. Ein Umtausch der *5s* gegen *7s* zu den oben angegebenen Kursen hätte zu bestimmten Zeiten innerhalb der Jahre 1921 und 1922 einen erheblichen Gewinn eingebracht.

3. Anfang 1929 notierte das Aktienkapital der *Interborough Rapid Transit Company* wiederholt zu einem höheren Kurs als die »*Modified Guaranty*«-Aktien der *Manhattan Ry. Co.* (zum Beispiel 55,5 für *I.R.T.* gegenüber 54 für *Manhattan Mod. Gty.* im März 1929). Dieses Kursverhältnis war unlogisch, weil

(a) *Manhattan Modified* Anspruch auf kumulative jährliche Dividenden von 5 Prozent

und Zahlung von insgesamt 6,25 Prozent hatte, bevor die Aktien der *Interborough* irgendetwas erhielten,

- (b) *Manhattan Modified* darüber hinaus Anspruch auf weitere 7 Prozent hatte für den Fall, dass *Interborough* 6 Prozent erhielt,
- (c) *Interborough* vor 1950 nicht mehr als 7 Prozent erhalten konnte und
- (d) tatsächlich 5 Prozent Dividende auf *Manhattan* gezahlt wurden, während *Interborough* nichts erhielt.

Es hätte nahegelegen, dass die Aktionäre der *Manhattan* mindestens eine ebenso hohe Dividende wie die Aktionäre der *Interborough* in den folgenden 21 Jahren hätten erhalten sollen. Im August 1929 wurde der Kursunterschied berichtigt, da die *Manhattan Modified*-Aktien 16 Punkte über denen der *Interborough* lagen (39,5 gegenüber 23).

4. Im Oktober 1933 notierten sowohl die 6-Prozent-Anleihen als auch die 7-Prozent-Schuldverschreibungen der *I.R.T.* bei 65. Dieser Unterschied wurde detailliert in Kapitel 1 erörtert und in Kapitel 51 wieder aufgenommen.

5. Im Dezember 1932 wurden die »*Unmodified*«-Aktien der *Manhattan Ry.* bei 18 gehandelt, die »*Modified*«-Aktien bei 6,625. Die Aktien waren ursprünglich zu 7 Prozent dividendenberechtigt und wurden ohne Bedingungen seitens der *Interborough* garantiert. Die modifizierten Aktien unterlagen einer Vereinbarung, in deren Rahmen die Zahlung der Dividenden von den Erträgen abhing. Der (im Jahre 1922 angenommene) Restrukturierungsplan sah vor, dass, sofern die *Interborough* mit Steuerzahlungen oder Anleihen zinsen unter der Verwaltung durch *Manhattan* in Verzug geraten würde, die ursprünglichen Garantiebedingungen hinsichtlich der modifizierten Aktien wiederhergestellt würden. Die *Interborough* befand sich in Konkursverwaltung und ein Zinsverzug unter der *Manhattan* war höchstwahrscheinlich (und stellte sich auch bald ein). Folglich erschien das Preisverhältnis zwischen den beiden Klassen der *Manhattan*-Aktien im Licht der Gegebenheiten ungerechtfertigt.

Im Rahmen des Übernahmeplans der Stadt New York, der 1940 vollzogen werden sollte, erhielt man für die unmodifizierten Aktien 35 Dollar und für die modifizierten Aktien 19 Dollar in Form von städtischen Anleihen. Im Falle der 7s und 5s der *I.R.T.* scheint man die Rechte gewissermaßen der Zweckmäßigkeit geopfert zu haben.

ANMERKUNG 57 (ZU SEITE 563, 833)

In der Auflage dieses Buches von 1934 sind wir davon ausgegangen, dass das 16-Fache der durchschnittlichen Erträge als Höchstbewertung bei der Investition in Stammaktien dienen

sollte. Der Multiplikator von 20, den wir nun vorschlagen, spiegelt natürlich die viel niedrigeren Zinssätze bei der langfristigen Kreditaufnahme wider. Es ließe sich einwenden, dass ein Rückgang der Anleihezinsen von 4,5 auf 2,75 Prozent eine proportionale Erhöhung des Stammaktienmultiplikators vom 16-Fachen auf das rund 25-Fache rechtfertigen würde.

Es stecken jedoch zwei besondere Gefahren im Rückgang der Zinsen gleichrangig zu einer Erhöhung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses. Die erste Gefahr besteht darin, dass sich auch die Anzahl der Jahre in der Zukunft mit der Erhöhung des Multiplikators erhöht, die der Anleger berücksichtigen sollte, bevor sein Kauf vollständig gerechtfertigt ist. Ein Käufer, der vom Zehnfachen der Erträge ausgeht, könnte vernünftigerweise annehmen, seine Investitionssumme innerhalb von nicht allzu langer Zeit aus den Gewinnen zurückzuerhalten, und im Anschluss behutsamer vorgehen. Dies ist ein allgemein üblicher und nützlicher Ansatz bei der Anlage in Aktien. Während sich jedoch der Multiplikator erhöht oder das Kurs-Gewinn-Verhältnis sinkt, verlängert sich dieser Zeitraum in einem Ausmaß, das sowohl über die Geduld des Anlegers als auch über seine Fähigkeit, die Zukunft vorauszusagen, hinausgeht. Somit hängt er für die Beschleunigung der Auszahlung grundsätzlich von der Börse oder von allgemeinen Ertragssteigerungen ab.

Die zweite Gefahr besteht in der möglichen Wechselbeziehung zwischen Zinsen und zukünftigen Erträgen aus investiertem Kapital. Es bestehen gute Chancen, dass die Gewinnspanne letztendlich auch sinkt, sofern die Zinsen dauerhaft niedriger sind als zuvor. Die Anwendung eines liberalen Multiplikators auf die früheren Erträge wäre somit unklug, da diese Erträge noch nicht alle Konsequenzen aus dem Rückgang der langfristigen Zinsen widerspiegeln.

ANMERKUNG 58 (ZU SEITE 564)

Nachfolgend werden die in der Auflage dieses Buches von 1934 verwendeten Tabellen abgedruckt, um verschiedene Typen von Aktienkäufen zu präsentieren.

Position	<i>National Biscuit</i> Ertrag pro Aktie	<i>Air Reduction</i> Ertrag pro Aktie	<i>Commercial Solvents</i> Ertrag pro Aktie
1932	2,44	2,73	0,51
1931	2,86	4,54	0,84
1930	3,41	6,32	1,07
1929	3,28	7,75	1,45
1928	2,92	4,61	1,22
1927	2,84	3,58	0,84
1926	2,53	3,63	0,69
1925	2,32	3,33	0,37
1924	2,18	2,81	0,45
1923	2,02	4,14	-0,02
Zehn-Jahres- Durchschnitt	2,68	4,34	0,74
Vorzugsaktien (in \$)	(248.000 Aktien zu je 140 \$) 35.000.000		
Stammaktien (in \$)	(6.289.000 Aktien zu je 53 \$) 333.000.000	(841.000 Aktien zu je 90 \$) 76.000.000	(2.495.000 Aktien zu je 30 \$) 75.000.000
Summe Eigenkapital (in \$)	368.000.000	76.000.000	75.000.000
Nettoanlagevermögen per 31.12.1932 (in \$)	129.000.000	29.200.000	8.700.000*
Nettoumlaufvermögen per 31.12.1932 (in \$)	36.000.000	9.800.000	6.000.000
Durchschnittlicher Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	5,1	4,8	2,5
Maximaler Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	6,4	8,6	4,8

* Hier sollte ein Betrag für die Abschreibung von Kraftwerk und Anlagen auf einen Buchwert von 1 Dollar hinzugerechnet werden. 1929 waren diese Positionen im Anlagevermögen mit 3.000.000 Dollar angesetzt worden.

**Gruppe A: Wegen ihres im Juli 1938 hohen Kursniveaus spekulative Stammaktien
(Werte an die Veränderungen der Kapitalstruktur angepasst)**

Position	<i>B.F. Goodrich (Rubber)</i> Ertrag pro Aktie *	<i>Gulf States Steel</i> Ertrag pro Aktie	<i>Standard Oil Kansas</i> Ertrag pro Aktie
1932	-6,75	- 3,94	0,23 [#]
1931	- 8,01	- 5,89	- 1,95
1930	- 8,55	- 4,84	1,19
1929	4,53	5,93	4,73
1928	1,50	6,28	0,91
1927	17,11	4,93	- 2,59
1926	- 4,15	5,28	0,51
1925	23,99	7,17	1,54
1924	11,10	7,48	- 1,50
1923	- 0,88	12,79	- 0,88
Zehn-Jahres-Durchschnitt (in \$)	2,99	3,52	0,22
Wertpapiere (in \$)	43.000.000	5.200.000	
Vorzugsaktien (in \$)	(294.000 Aktien zu je 38 \$) 11.200.000	(20.000 Aktien zu je 50 \$) 1.000.000	
Stammaktien (in \$)	(1.156.000 Aktien zu je 15 \$) 17.300.000	(198.000 Aktien zu je 28 \$) 5.600.000	(269.000 Aktien zu je 20 \$) 5.380.000
Summe Eigenkapital (in \$)	71.500.000	11.800.000	5.380.000
Nettoanlagevermögen per 31.12.1932 (in \$)	105.300.000	27.000.000	5.290.000
Nettoumlaufvermögen per 31.12.1932 (in \$)	43.700.000	2.230.000	3.980.000
Durchschnittlicher Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	19,9	12,6	1,1
Maximaler Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	160	45,7	23,7

* In Spalte 1 angepasst, um Bewertungsänderungen im Unternehmensvermögen zu reflektieren.

Für die am 31.12.1932 endenden neun Monate.

Gruppe B: Wegen ihrer im Juli 1938 unregelmäßigen Erträge spekulative Stammaktien

Position	<i>S.H. Kress</i> Ertrag pro Aktie	<i>Island Creek Coal</i> Ertrag pro Aktie	<i>Nash Motors</i> Ertrag pro Aktie
1932	2,80	1,30	0,39
1931	4,19	2,28	1,78
1930	4,49	3,74	2,78
1929	5,92	5,05	6,60
1928	5,76	4,46	7,63
1927	5,26	5,64	8,30
1926	4,65	4,42	8,50
1925	4,12	3,22	5,57
1924	3,06	3,58	3,00
1923	3,39	4,08	2,96
Zehn-Jahres-Durchschnitt (in \$)	4,36	3,78	4,75
Vorzugsaktien (in \$)	(372.000 Aktien zu je 10 \$) 3.700.000	(27.000 Aktien zu je 90 \$) 2.400.000	
Stammaktien (in \$)	(1.162.000 Aktien zu je 33 \$) 38.300.000	(594.000 Aktien zu je 24 \$) 14.300.000	(2.646.000 Aktien zu je 19 \$) 50.300.000
Summe Eigenkapital (in \$)	42.000.000	16.700.000	50.300.000
Nettoanlagevermögen per 31.12.1932 (in \$)	58.300.000	18.900.000	41.000.000
Nettoumlaufvermögen per 31.12.1932 (in \$)	15.200.000	7.500.000	33.000.000
Durchschnittlicher Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	13,2	15,8	25
Maximaler Ertrag auf den Kurs der Stammaktie (in %)	17,9	23,5	44,7

* Bei *Island Creek Coal* und *Nash Motors* um ausgeschüttete Gratisaktien angepasst.

Gruppe C: Aus quantitativer Sicht im Juli 1933 für Investitionen gerechtfertigte Stammaktien*

Fortsetzung. – Im Folgenden werden die von einem Käufer der jeweiligen Gruppen gemachten Erfahrungen dokumentiert; die Angaben erfolgen bis Ende 1939 und es wird

angenommen, dass sich jeweils mit dem gleichen Dollarbetrag an jeder der gelisteten Aktien beteiligt wurde.

	Kurs am 31. Dez. 1939	Summe der auf eine Aktie ausgeschütteten Dividenden (in \$)	Ergebnis pro \$100 Beteiligung		
			Eingenommene Dividenden (in \$)	Wert der Beteiligung am 31. Dez. 1939 (in \$)	Gesamtergebnis gemessen an der Vermögensänderung (in %)
Gruppe A:					
<i>National Biscuit</i>	22,625	10,80	20,6	42,9	- 36,5
<i>Air Reduction</i>	170,25*	35,50	39,2	189,0	+ 128,2
<i>Com. Solvents</i>	14	2,85	9,5 23,1	46,6 92,8	- 43,9 + 15,9
Durchschnittliche jährliche Dividendenrendite (in %)			3,85		
Gruppe B:					
<i>Goodrich</i>	19,5	2,00	13,3	131,0	+ 44,3
<i>Gulf States Steel</i>	55 [#]			196,4	+ 96,4
<i>Standard Oil of Kansas</i>	48	10,00	50,0	240,0	+ 190,0
Durchschnittlich pro \$100			21,1	189,1	+ 110,1
Durchschnittliche jährliche Dividendenrendite (in %)			3,52		
Gruppe C:					
<i>Kress</i>	57,25 [?]	19,10	57,8	173,5	+ 131,3
<i>Island Creek Coal</i>	25,25	12,50	52,1	105,2	+ 57,3
<i>Nash Motors</i>	6,625	3,88	20,5	34,9	- 44,6
Durchschnittlich pro \$100			43,5	101,2	+ 44,7
Durchschnittliche jährliche			7,25		

* 3 : 1-Aktiensplit berücksichtigt.

Aktientausch in *Republic Iron and Steel* berücksichtigt.

? 2 : 1-Aktiensplit berücksichtigt.

Die Wertentwicklung, wie sie oben zusammengefasst ist, führt zu den folgenden Beobachtungen:

1. Das beste Gesamtergebnis zeigte die Gruppe B, was offensichtlich einer spekulativen Auswahl entsprochen hätte. Diese Beobachtung muss dem Zufall zugeschrieben werden; ein anderes Trio aus dieser Aktienkategorie hätte während dieser Periode ein völlig anderes Ergebnis liefern können.
2. Die weitaus beste Dividendenrendite wurde von Gruppe C realisiert. Dies kann sehr wahrscheinlich auch als allgemeine Eigenschaft dieses Aktientyps gegenüber anderen angesehen werden.
3. Die Marktwertänderungen in Gruppe A und C können wegen der geringen Größe der untersuchten Auswahl keineswegs als Indikator für eine gruppeninhärente Qualität angesehen werden. Die Bedeutung der qualitativen Faktoren bei der Auswahl von Gruppe-C-Wertpapieren wird anhand des Ergebnisses von *Nash Motors* besonders deutlich. Dieser Punkt wird (und wurde) im Fließtext mit der Formulierung betont: »Doch beim tatsächlichen Kauf derartiger Emissionen (Gruppe C) muss auch der Käufer dahingehend zufriedengestellt werden, dass die Aussichten des Unternehmens zumindest angemessen positiv sind.«

ANMERKUNG 59 (ZU SEITE 580)

Für einen Verschuldungsabbau vgl. das folgende Beispiel von *American Water Works & Electric Co.*:

Position	1929 (in \$)	1938 (in \$)	Verhältnis der Werte von 1938 zu denen von 1929 (in %)
Bruttoerlös	54.119	50.004	92,40
Saldo für Zinsdienst	22.776	17.593	77,20
Feste Verbindlichkeiten und Vorzugsdividenden	16.154	16.698	103,37
Saldo für Ausschüttungen auf die Stammaktien	6.622	895	13,52
Anzahl Stammaktien	1.657	2.343	141,41
Ertrag pro Stammaktie	4,00	0,38	9,50
Kurshoch der Stammaktien	199	16,125	8,10
Minimaler Ertrag pro Stammaktie seit 1929 (in \$)			0,38 (1938)
Kurstief der Stammaktien seit 1929 (in \$)			6 (1938)

***American Water Works & Electric Co.* (zahlenangaben in tSD, ausgenommen die Werte je Aktie)**

Zu einer spekulativen Gelegenheit, die der zu *American Water Works* beschriebenen ähnelt, siehe Folgendes:

Position	1934	1937
Bruttoerlös	73.867	89.531
Saldo für Zinsdienst	19.905	23.404
Feste Verbindlichkeiten	18.918	17.932
Gewinnsteuer		289
Saldo für Vorzugsdividenden	987	5.183
Ertrag pro Vorzugsaktie	1,64	8,64

***The United Light and Power Company* (zahlenangaben in tSD, ausgenommen die Werte je Aktie)**

1935 notierten die 6 \$*Cumulative Preferred*-Aktien von *United Light & Power Co.* bei 3,5

je Aktie – dies entspricht einem aggregierten Marktwert der Emission von 2.100.000 Dollar –, die nachrangig waren zu den umlaufenden Anleihen sowie den Vorzugsaktien der Tochtergesellschaften mit einem Gesamtwert von 329.422.455 Dollar. Die Größe dieser stark geschachtelten Struktur, gemessen an Bruttoumsätzen und vorrangiger Kapitalstruktur, macht deutlich, dass schon eine kleine Verbesserung des Saldos für den Zinsdienst eine große Wirkung auf den Ertrag der Vorzugsaktien des Mutterkonzerns entfaltet. Bis zum Jahr 1937 war der Kurs dieses Wertpapier vom Tiefstwert 3,5 im Jahr 1935 auf 75,875 gestiegen. Das Kurshoch von 1936 lag bei 68.

ANMERKUNG 60 (ZU SEITE 589)

Die Folgegeschichte dieses Beispiels (welches bereits in der Auflage dieses Buches von 1934 präsentiert wurde) könnte von Interesse sein.

Der Anstieg des Goldpreises ließ die Umsätze von *Wright-Hargreaves* in allen Jahren zwischen 1934 bis 1938 auf Werte zwischen 7.000.000 und 8.000.000 steigen und erhöhte den Ertrag vor Abschreibungen auf 72 Cent pro Aktie. Der Aktienkurs kletterte im Jahr 1934 auf einen Höchstwert von 10,30 und lag Ende 1939 bei 6,125.

Mit Abklingen der Depression erholten sich die Umsätze von *Barker Bros.* im Jahr 1937 auf 14.314.000 Dollar. Im Jahr 1936 erreichte der Nettoertrag 666.000 Dollar, was einem Wert von 23,67 Dollar je Vorzugsaktie und 3,36 Dollar je Stammaktie entsprach. Nach Anpassung der regulären Vorzugsdividenden, um die Kapitalerhöhung von 1936 widerzuspiegeln, welche die akkumulierten Vorzugsdividenden eliminierte, ergab sich ein Ertragsäquivalent pro Stammaktie von 2,67 Dollar. Der Kurs der Vorzugsaktie stieg 1936 auf 131 und 1937 auf einen Äquivalenzwert von 140. Die Stammaktien erreichten 1937 ihr Kurshoch bei 32. Ende 1939 notierten die Stammaktien bei 8,5, die Vorzugaktien bei einem Äquivalent von 80. Zu beachten ist, dass die Vorzugsaktien die weitaus bessere spekulative Gelegenheit als die Stammaktien boten – eine charakteristische Eigenschaft von niedrig bepreisten vorrangigen Wertpapieren in Bezug auf nachgeordnete Stammaktien.

ANMERKUNG 61 (ZU SEITE 616, 645)

KURSE, ERTRÄGE UND VERMÖGENSWERTE VON STAMMAKTIEN DER INDUSTRIE

EINE UMFASSENDE STUDIE DER AN DER NEW YORK STOCK EXCHANGE

GELISTETEN WERTE VON 1938

Ende 1938 betrug der gesamte Marktwert aller an der New York Stock Exchange gelisteten Werte ungefähr 41 Milliarden Dollar. Dieser Wert lag ziemlich genau in der Mitte zwischen dem Höchstwert von 55 Milliarden im März 1937 und dem Tiefstwert von 27 Milliarden ein Jahr später. Die Wall Street sah wenig Veranlassung, den Wert Ende 1938 in Bezug auf den inneren Wert als entweder zu hoch oder zu niedrig wahrzunehmen; und tatsächlich lag ein Jahr später ein ähnlicher Wert vor. Damit bietet sich der Aktienmarkt 1938 recht gut für eine Postdepressionsstudie von Bewertungsstandards an, genauer für eine Studie des Zusammenhangs zwischen den Marktwerten verschiedener Aktienkategorien und ihren Erträgen und Fundamentalwerten in einem Zeitraum, der als »nicht abnormal« bezeichnet werden kann. Eine Zusammenfassung dieser Art, die nahezu alle an der New York Stock Exchange gelisteten Industriewerte berücksichtigt, wurde im Frühjahr 1939 von Studenten der *Columbia University School of Business* unter Anleitung der Autoren erstellt. Das Ergebnis dieser Arbeit soll im Folgenden kurz wiedergegeben werden.⁴¹³

In die Studie wurden 648 Stammaktienwerte von insgesamt 823 Werten aufgenommen, die am 31. Dezember 1938 an der Börse gelistet waren. Neben 71 Eisenbahngesellschaften und 46 öffentlichen Versorgungsunternehmen wurden die Aktien von 27 Finanzinstituten und 16 ausländischen Gesellschaften sowie 15 inaktiven oder anderweitig ungeeigneten Unternehmen von der Untersuchung ausgeschlossen. Die hier analysierten Aktienwerte hatten zum Ende 1938 einen aggregierten Marktwert von 32,4 Milliarden – damit umfasste die Analyse nahezu 80 Prozent aller gelisteten Stammaktienwerte. (Dabei ist die Beobachtung interessant, dass der Wert aller Aktien von Eisenbahngesellschaften, inklusive Konzernmütter, kleiner als 6 Prozent der Gesamtsumme von 41,3 Milliarden war.)

Die beiden von der Studie abgedeckten Hauptfaktoren sind die folgenden:

1. Verhältnis aus Marktwert zu den Erträgen des Jahres 1938, der Jahre 1936 bis 1938 und 1934 bis 1938
2. Verhältnis aus Marktwert zu den im Jahr 1938 in den Büchern ausgewiesenen Anlagegütern sowie dem Nettoumlaufvermögen

Zusätzlich zu diesen zentralen Elementen wurde ebenfalls berechnet:

3. Verhältnis der Bruttoerlöse von 1938 zu Marktpreisen der Aktien sowie Erträgen
4. Deckungsgrad; Verhältnis von Umlaufvermögen zu Umsatz; Verteilung des kurzfristigen Umlaufvermögens in Barvermögen, Forderungen und Vorräte
5. Umfang von ausstehenden vorrangigen Wertpapieren sowie der Zinsdienst hierauf

6. Rückstellungen für Abschreibungen im Verhältnis zum Umsatz und Anlagevermögen

Die in dieser Anmerkung gelieferten Daten wurden prinzipiell auf zwei verschiedene Weisen gruppiert. Einerseits wurde auf Grundlage der monatlichen Berichterstattung im *New York Stock Exchange Bulletin* anhand der Branchenzugehörigkeit separiert. Dabei hat es sich als zweckmäßig erwiesen, die im Bulletin verwendete Klassifikation ein wenig zu modifizieren, indem einige wenige Unternehmen ungeordnet und einige Gruppen, die andernfalls zu pauschalierend für informative Aussagen gewesen wären, weiter differenziert wurden. Andererseits wurde darüber hinaus eine Differenzierung der Ergebnisse nach der Unternehmensgröße vorgenommen, wobei diese anhand (1) des im Unternehmen investierten Kapitals und alternativ anhand (2) des gesamten Marktwertes aller ausstehenden Wertpapiere gemessen wurde.⁴¹⁴ Aus diesem Klassifizierungsansatz folgen vier Klassen; kleine Unternehmen mit einem Wert geringer als 10 Millionen, mittlere Unternehmen mit einem Wert zwischen 10 und 100 Millionen, große Unternehmen mit einem Wert zwischen 100 Millionen und einer Milliarde und einige wenige riesige Unternehmen mit einem jeweiligen Wert von über einer Milliarde Dollar.

Nahezu alle hier gelieferten Daten werden in den Tabellen V-A.16 bis V-A.21 abgebildet. Zusätzlich zu diesen Daten, die auf den Werten per 31. Dezember 1938 basieren, wurden ebenfalls die maximalen und minimalen Marktwerte aus der Periode 1937/1938 berechnet. Die hierbei zutage tretende extreme Spannbreite – obwohl lediglich zwölf Monate dazwischen liegen – und die daraus folgenden Implikationen für die Verhältniszahlen bei Bezug auf Vermögenswerte und Erträge werfen ein interessantes Licht auf den Charakter des Aktienmarktes während der letzten Jahre.

ANMERKUNGEN IN BEZUG AUF DIE GRUNDGESAMTHEIT VON 648 UNTERNEHMEN

Die vielleicht am meisten beeindruckende Zahl der Gesamtstudie ist der Wert aller Anlagegüter, der dem Stammkapital gegenübersteht (Tabelle V-A.16). Dieser beläuft sich auf 22 Milliarden im Vergleich zum Marktwert des Stammkapitals von 32,4 Milliarden. Trotz des allgemeinen Empfindens, dass die Marktentwicklung seit 1930 unzufriedenstellend verlaufen sei – trotz der definitiv schlechten Ergebnisse des Jahres 1938 und trotz des allgemeinen Reputationsverlustes, der schlechthin als Begründung für die Unfähigkeit amerikanischer Unternehmen herangezogen wird, frisches Kapital zu akquirieren –, waren die in Industriewerten investierten Anleger in den Jahren 1938 und 1939 offensichtlich bereit, für das Stammkapital als Ganzes zu zahlen – etwa 50 Prozent mehr als das Anlagevermögen, das

dem Stammkapital gegenüberstand.

Diese Eigenschaft der Gesamtaggregation ist jedoch keineswegs charakteristisch für die große Mehrheit der einzelnen Unternehmen. In nicht weniger als 307 Fällen – oder 47 Prozent der Gesamtanzahl – war der Marktwert niedriger als der Buchwert des Anlagevermögens. Das Gleiche trifft auch auf 28 von 67 der gebildeten Untergruppen der Industriewerte zu.

Betrachtet man die Gruppierungen anhand der Unternehmensgröße (Tabelle V-A.19A), erkennt man, dass am Marktwert gemessen kleine Unternehmen in der Aggregation viel niedriger bewertet sind, als ihre Vermögensposition ausweist, während die größeren Unternehmen eine Marktbewertung so weit oberhalb des Vermögensausweises aufweisen, dass für die Grundgesamtheit insgesamt das aufgezeigte 50-prozentige Agio folgt. Aus diesen Daten könnte der Schluss gezogen werden, dass kleine Unternehmen als solche von einem systematischen Abschlag betroffen sind. Erstaunlicherweise ist dies jedoch nicht der Fall. Die gemessen an ihrem materiellen Vermögensausweis kleinen Unternehmen notieren zu einem Kurs, der ein höheres Agio als bei den anderen Gruppen darstellt (Tabelle V-A.19B). Der Effekt ist in Wirklichkeit darauf zurückzuführen, dass die für weniger als 10.000.000 Dollar gehandelte Gruppe zum Großteil von solchen Unternehmen gebildet wird, die zwar große Vermögenswerte ausweisen, aber niedrig bewertet sind, weil sie nicht erfolgreich wirtschaften. Mit anderen Worten: Die aufgrund ihres Marktwertes kleinen Unternehmen weisen eine eindeutige Neigung in Richtung schwacher Erträge auf, die sich in einem niedrigen Verhältnis von Marktwert zu Unternehmensvermögen niederschlägt. Die korrekte Erklärung des erheblichen Agios in der Grundgesamtheit, zusammengenommen mit der großen Anzahl von Unternehmen, die mit einem Abschlag gehandelt werden, besteht darin, dass das typische Agio für ein erfolgreiches Geschäft viel kleiner ist als der typische Abschlag für ein nicht erfolgreiches.

Dabei sollte ebenfalls bemerkt werden, dass 54 Einzelunternehmen, oder 8 Prozent der Gesamtmenge, geringer bewertet waren, als allein das Umlaufvermögen zum Ende 1938 ausweist. Von den Unterdurchschnittlichen traf dies in den Jahren 1937 und 1938 auf nicht weniger als 133 Unternehmen, oder 1 von 5, zu. Von den Überdurchschnittlichen befand sich nicht ein Unternehmen in dieser Situation.

KURS-GEWINN-VERHÄLTNIS

Die Studie der Erträge umfasst die im Jahr 1938 endenden Ein-, Drei- und Fünfjahreszeiträume. Soweit überhaupt von einem »normalen« oder repräsentativen Zeitraum gesprochen werden kann, erscheint der fünf Jahre umfassende als am passendsten – denn das Einzeljahr 1938 war zweifelsfrei ein schlechtes Jahr und die dreijährige Periode zwischen

1936 und 1938 könnte ein wenig zu stark geprägt vom Wachstumsmarkt sein. In dieser Hinsicht ist der Leser aufgefordert, sich seine eigene Meinung zu bilden. Wie auch immer man sich entscheidet, klar ist in jedem Falle, dass die gelisteten Aktienwerte Ende 1938 beim 19,5-Fachen ihrer Durchschnittserträge (oder auf einer Basis von 5,1 Prozent) in der Fünfjahresfrist und beim 16,6-Fachen in der Dreijahresfrist (oder auf einer Basis von 6 Prozent) notierten. Unterstellt man nur die Erträge des Jahres 1938, steigt der Multiplikator auf das 28-Fache und das Verhältnis aus Gewinn zu Marktwert fällt auf 3,6 Prozent.

SPEZIFISCHE EIGENSCHAFTEN DER INDUSTRIEBRANCHEN

Die Zuordnung von 648 verschiedenen Unternehmen in unterschiedliche Branchen trägt notwendigerweise willkürliche Züge. Im *New York Bulletin* werden Unternehmen in 27 Kategorien eingeteilt; für die vorliegenden Zwecke hielten wir es für zweckmäßig, eine tiefergehende Differenzierung auf 67 Gruppen vorzunehmen. Von diesen war, gemessen am Marktwert, die Gruppe der Ölkonzerne am größten – gefolgt von der chemischen Industrie und den Automobilproduzenten. Die obersten sieben Kategorien umfassen 111 Unternehmen mit einem Wert von 19,3 Milliarden oder einem Anteil am Wert der Grundgesamtheit von 53 Prozent.

In Tabelle V-A.17 wird die große Spannbreite der Wertentwicklung der 67 Untergruppen detailliert aufgezeigt. Die folgenden zusätzlichen Klassifikationen könnten dabei von weiterem Interesse sein:

Marktwert des Stammkapitals	648 Unternehmen	30 Unternehmen des Dow Jones Industrial-Index
31. Dez. 1938 (in \$):		
Marktwert des Stammkapitals	32.412	14.771
Anlagevermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht	21.980	7.922
Nettoumlaufvermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht	2.606	811
Anleihen (zu pari) und Vorzugsaktien (zum Marktwert)	8.029	2.727
Gesamtkapitalisierung	40.441	17.498
Jahr 1938 (in \$):		

Umsatzerlöse	27.460	7.896
Abschreibungen	1.198	433
Nettoergebnis vor Zinsen	1.595	652
Zinsen und Vorzugsdividenden	442	116
Saldo für die Stammaktien	1.153	536
Auf die Stammaktien ausgeschüttete Dividenden	1.109	435
Durchschnittlicher Saldo für die Stammaktien 1936–1938	1.953	850
Durchschnittlicher Saldo für die Stammaktien 1934–1938	1.642	722
Marktwert der Stammaktien:		
Kurshoch 1937–1938	48.216	20.364
Kurstief 1937–1938	19.898	9.299
Gesamtkapitalisierung::		
Kurshoch 1937–1938	56.774	23.065
Kurstief 1937–1938	26.862	11.552
31. Dez. 1938 (in \$):		
Barvermögen	4.359	1.528
Forderungen	3.195	785
Vorräte	6.073	2.165
Andere kurzfristige Vermögensbestandteile	13	
Summe Umlaufvermögen	13.640	4.478
Summe kurzfristige Verbindlichkeiten	2.694	926
Nettoumlaufvermögen	10.946	3.552
Anlagevermögen:	ca. 20.000	8.236
Marktwert der Stammaktien am 31.12.1938 zu: (in %)		
Anlagevermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht	147 %	186 %
1938 auf Stammaktien entfallende Erträge	28,1-mal	27,5-mal
Zwischen 1936–1938 auf Stammaktien entfallende Erträge (Durchschnitt)	16,6-mal	17,4-mal
Zwischen 1934–1938 auf Stammaktien entfallende Erträge (Durchschnitt)	19,8-mal	20,4-mal

Kurzfristiges Vermögen zu kurzfristigen Verbindlichkeiten (in %)	5,0-mal	4,8-mal
Abschreibungen zu Umsatzerlösen	4,3 %	5,5 %

Werte von 648 Industrieunternehmen im Vergleich mit den 30 großen Unternehmen aus dem Dow-Jones Industrial-Index (in mio.)

(Der von den Autoren geschätzte aggregierte Marktpreis der 648 Stammaktienwerte Ende 1939 lag etwa um 3 Prozent unter dem vom Ende 1938, das entspricht ungefähr 31,5 Milliarden; die auf die Stammaktien ausschüttungsfähigen Erträge betrugen etwa 1.830 Millionen. Daraus ergibt sich, dass die Stammaktien von Industrieunternehmen Ende 1939 aggregiert etwa beim 17,2-Fachen der 1939 für sie verfügbaren Erträge notierten – oder ungefähr beim 18,8-Fachen der durchschnittlich auf sie zwischen 1934 und 1939 entfallenden Erträge.)

Man beachte dabei, dass die im Vergleich zu den Erträgen am höchsten bewerteten Gruppen ebenfalls höher bewertet waren als der Durchschnitt aller Unternehmen gemessen am Ertrag, ausgenommen die Daten für die Einzelperiode 1938. Die von diesen Unternehmen gezeigte Fähigkeit, im aktuell schlechten Jahr besser abzuschneiden als im Fünfjahresdurchschnitt, ist zweifelsfrei der Schlüssel für ihre Popularität. Am anderen Ende des Spektrums finden sich natürlich die Unternehmen mit – gemessen am Unternehmensvermögen – geringen Marktwerten, welche insgesamt ein sehr schlechtes Ertragsbild liefern. Auf der anderen Seite schnitten Unternehmen aus den 20 Gruppen mit Marktwerten zwischen 50 und 100 Prozent ihres Unternehmensvermögens vom Ertragsgesichtspunkt nicht bedeutend schlechter ab als Unternehmen, die ein Agio verbuchen konnten, solange nicht speziell das Einzeljahr 1938 zur Berechnung herangezogen wird. Auffällig ist dabei allerdings, dass die zwischen dem Doppelten und Vierfachen ihres Unternehmensvermögens bewerteten Unternehmen aus Ertragsgesichtspunkten in jeder Periode eine schwächere Performance ablieferten als jene, deren Marktwerte zwischen dem einfachen und doppelten Unternehmensvermögen lagen. Man beachte außerdem, dass die in Tabelle V-A. 18 gelieferten Zahlen sich nur auf die jeweiligen Gruppen als Ganzes beziehen. Jede von diesen kann einzelne Unternehmen enthalten, deren Werte erheblich von denen der Gesamtgruppe abweichen.

ERTRAGSTREND

Die Veränderung der Ergebnisse beim Übergang von der einjährigen zur dreijährigen und fünfjährigen Betrachtung ermöglicht einen einfachen und überzeugenden Test für den Ertragstrend. Unternehmen oder Gruppen, für die die Relation $1938 > 1936$ bis $1938 > 1934$ bis 1938 zutreffend ist, zeichneten sich durch eine außergewöhnliche Verbesserung aus,

während solche, die das Gegenteil – 1938 < 1936 bis 1938 < 1934 bis 1938 – erfüllen, als rückläufig bezeichnet würden. Aus der Anwendung dieses Kriteriums ergäben sich die folgenden Kandidaten für spezielle Wert- und Geringschätzung:

Branche	Anzahl der Unternehmen in dieser Branche	Marktwert der Stammaktien (in Mio. \$)	Gesamtkapitalisierung (in Mio. \$)	Anlagevermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht (in Mio. \$)	Verhältnis der Spalte 5 zu 3 (in %)	Auf Stamm entfallender Ertrag	
						1934–1938	1936–1938
PKW-Hersteller	11	2657,5	2897,1	,087,3	40,9	174,6	20,0
LKW-Hersteller	8	99,6	114,9	106,5	107,0	2,9	3,0
Kfz-Zulieferer	39	601,9	656,0	352,2	58,6	38,6	4,0
Stahl	27	1683,1	3173,2	2269,9	136,0	32,1	5,0
Eisen	8	110,0	137,9	138,4	125,8	0,7	2,0
Chemie	11	3557,7	3864,1	1032,6	29,1	131,6	14,0
Pflanzenöle	3	29,9	35,3	45,6	152,5	3,2	2,0
Seifen	3	393,9	450,7	137,1	35,0	17,4	1,0
Sonstige Chemie	19	760,5	825,3	370,3	48,9	39,9	4,0
Düngemittelproduzenten	5	27,2	45,0	43,4	160,0	0,9	1,0
Glasproduzenten	5	388,9	414,5	136,1	35,0	18,9	2,0
Pharma- und Kosmetikproduzenten	13	494,7	544,8	114,3	23,2	30,0	3,0
Elektrogroßanlagenbau	4	1685,5	1722,1	607,6	35,9	52,6	6,0
Haushaltselektronik	10	94,4	122,2	50,3	53,3	4,3	5,0
Öl	38	4766,6	6091,7	5395,8	113,0	297,8	38,0
Fleisch und Fisch	8	170,9	448,5	379,8	222,0	12,3	5,0
Molkereien	4	168,2	252,1	211,8	125,7	17,0	1,0
Getreideverarbeitung	11	306,1	459,2	194,9	63,5	19,4	2,0
Zucker	11	111,9	204,9	208,2	186,5	12,9	1,0
Alkoholfreie Getränke	3	539,9	577,6	48,5	9,0	19,1	2,0

Dauerlebensmittel	12	611,9	751,2	285,9	46,7	43,2	4
Obst	1	189,7	189,7	170,9	90,0	11,7	1
Süßwaren	6	270,5	297,9	56,6	20,9	13,9	1
Brauereien und Destillieren	8	165,0	261,2	160,0	95,2	26,7	2
Trikotage	6	16,4	24,3	22,6	137,7	1,4	1
Kunstfaser	8	78,1	156,5	66,4	85,0	5,8	5
Baumwolle	2	38,0	38,0	69,6	182,6	2,0	1
Wolle, Teppiche	5	41,2	63,3	45,2	109,8	1,6 (d)	-
Kleidung	6	26,7	34,9	27,6	103,2	1,3	1
Sonstige Unternehmen	9	54,6	96,6	63,3	115,7	1,7	3

Teil 1

Eisenbahnausrüster	15	509,5	616,9	539,2	106,0	8,4	1
Landmaschinen	6	437,6	635,7	374,8	85,7	29,3	4
Haushaltswaren	8	127,6	150,5	73,2	57,4	8,7	1
Konservenproduzenten	2	370,5	465,0	178,0	47,4	23,4	2
Anderer Leichtanlagen- und Metallbau	37	444,9	571,5	215,2	48,3	21,3	2
Schweranlagenbau	19	444,0	485,3	231,0	52,0	20,4	2
Unterhaltungselektronik	3	99,8	169,1	-19,2	0	3,5	5
Film, Theater und Rundfunk	10	268,8	517,6	240,6	89,4	25,2	2
Kohlebergbau	14	24,9	160,7	139,9	560,0	-9,5	-1
Kupferbergbau	15	1578,0	1721,2	1.551,3	98,3	81,9	10
Goldbergbau	6	270,1	270,1	88,6	32,8	18,7	1
Leichtmetalle	15	1298,0	1431,0	532,7	40,9	55,2	6
Papier	16	185,2	454,2	210,9	113,8	9,7	1

Druck und Verlage	7	42,6	97,8	89,8	210,5	0,9	0
Lebensmittel	7	113,7	145,2	158,9	139,5	10,7	9
Discounter	10	791,1	861,9	476,9	60,2	57,7	5
Restaurants	6	29,4	40,4	39,8	135,0	1,5	1
Apotheken	2	30,7	40,9	19,7	64,1	3,2	3
Sonstiger Handel	7	236,4	245,0	110,0	46,5	20,0	2
Warenhäuser	24	291,2	559,3	336,6	115,6	14,9	2
Versandhandel	4	704,0	755,9	437,5	62,2	42,8	4
Sonstiger Vertrieb	6	71,1	165,8	88,2	124,0	6,5	8
Luftfahrt	13	523,8	559,1	160,0	30,6	4,9	9
Büroausstatter	9	389,5	448,8	173,9	44,7	26,4	2
Transportunternehmen	5	5,9	41,1	41,7	697,0	-1,0	-
Schiffbau	7	36,8	69,9	64,2	175,0	-0,9	-
Gummi und Reifen	8	261,0	663,7	195,4	74,9	8,7	1
Zigaretten	5	1300,7	1507,3	438,2	33,7	71,8	7
Zigarren	7	27,7	44,1	29,7	107,1	0,2	0
Schnupftabak	3	117,5	132,5	45,5	38,8	6,5	6
Sonstiger Tabak	3	18,2	28,2	13,3	73,0	1,4	1
Immobilien und Hotels	5	29,9	58,6	43,4	145,0	-1,0	-
Zement	4	91,1	108,2	95,4	105,0	2,0	4
Andere Baustoffe	21	889,5	1020,3	501,6	56,3	26,1	3
Hoch- und Tiefbau	4	38,5	53,5	17,9	46,6	-0,6	0
Schuhe	6	157,8	171,7	133,2	84,5	11,7	1
Leder	5	11,2	19,8	11,8	105,3	-0,8	-

* Mit einem ganz leichten Abwärtstrend.

Teil 2

Untersucht man den Markt, fällt besonders auf, dass einige relativ populäre Gruppen in der

Liste mit schlechtem Trend auftauchen und zwei unpopuläre Gruppen in der Liste mit gutem Trend. Die wichtigste daraus zu gewinnende Erkenntnis sollte sich in einer gesunden Skepsis in Bezug auf die Verlässlichkeit eines rein arithmetischen Aufwärtstrends als Basis für einen Hausse-Enthusiasmus niederschlagen.

Tabelle V-A.18 stellt, bezogen auf alle drei Untersuchungsperioden, die fünf Untergruppen mit dem höchsten Kurs-Gewinn-Verhältnis (Kurswert von 1938) den fünf Gruppen mit dem niedrigsten Verhältnis von Unternehmensvermögen zu Marktwert gegenüber.

	Anzahl der Unternehmen	Aggregierter Marktwert des Eigenkapitals (in Mio. \$)	Marktwert (1938) im Verhältnis zu			
			Unternehmensvermögen (in %)	Erträgen in %		
				1934–1938	1936–1938	1938
Gruppe mit hohem Ertragsverhältnis ¹	48	907.2	116,7	10,9	11,9	9,0
Gruppe mit niedrigem Vermögensverhältnis ²	25	1.404.9	14,9	4,7	5,2	5,2

¹ Einschließlich Brauereien und Destillieren, Molkereien, sonstige Tabakverarbeitung, Unterhaltungsfilme, Drogerien, Einzelhandelsketten, Zucker, Pflanzenöle.

² Einschließlich Pharmaindustrie, Süßwarenhersteller, Rundfunkgeräte etc. und Erfrischungsgetränke.

Tabelle V-A.17 kann entnommen werden, dass keine der, gemessen am Verhältnis von Marktwert zu durchschnittlichen Erträgen, billigen Gruppen schlechter abschnitt als die Grundgesamtheit von 648 Unternehmen im schlechten Jahr 1938. Darüber hinaus war ihre Bewertung auch in Bezug auf das Unternehmensvermögen niedrig. Damit besteht ein scharfer Kontrast zwischen dieser Teilmenge aller Unternehmen und jener bereits angesprochenen, in der Unternehmen zusammengefasst wurden, deren Marktwert mindestens 4-mal so groß war wie das Unternehmensvermögen. Zur Letzteren zählen Rundfunkgerätehersteller (3 Unternehmen), Pharmaproduzenten (13), Süßwaren (6) und Erfrischungsgetränke (3). Man beachte, dass die »billigen« Aktien im Vergleich zu den Werten mit geringem Unternehmensvermögen 8-mal höhere Vermögenswerte pro Dollar Marktbewertung ausweisen, 2,3-mal höhere Erträge in der Periode von 1934 bis 1938 erwirtschafteten und sogar noch das 1,7-Fache der Erträge von 1938 erreichten. Statistisch betrachtet ergibt sich bei der letzteren Gruppe der alleinige Vorteil, dass die Erträge von 1938 eine Steigerung von 11 Prozent im Vergleich zum Fünfjahresdurchschnitt aufweisen, während die andere Teilmenge einen Rückgang von 17 Prozent verzeichnete. Dabei sollte herausgestellt werden, dass die von der »teuren« Gruppe gezeigte Verbesserung größtenteils durch ein einziges

Unternehmen bewirkt wurde (Coca-Cola) und dass die 1938 von der »billigen« Gruppe gezeigten Erträge relativ beständiger waren als die Gesamtbetrachtung aller an der Börse gelisteten Werte.

Der Unterschied zwischen diesen beiden Gruppen wird noch durch einige deutliche Gemeinsamkeiten einzelner enthaltener Kategorien akzentuiert. Radiohersteller und Rundfunkbetrieb laden zum Vergleich mit der Unterhaltungsfilmbranche ein, Pharmaproduzenten mit Drogerien und Apothekenketten, Süßwarenhersteller mit der Zuckerindustrie und Erfrischungsgetränke sowohl mit Molkereibetrieben als auch Destillerien. Der herausragendste Unterschied wird zwischen Coca-Cola (dominiert den Markt für Erfrischungsgetränke) auf der einen und allen anderen gelisteten Brauereien, Molkereien, Erfrischungsgetränkeproduzenten und Schnapsbrennereien auf der anderen Seite deutlich. Diese 14 Stammaktien zusammen hatten einen Marktwert, der gerade mal zwei Drittel des Marktwertes von Coca-Cola allein ausmachte – der von ihnen 1938 erzielte Umsatz belief sich aber auf zusammen 970 Millionen gegenüber 76 Millionen. Und die für die Stammaktien verfügbaren Ertragsanteile betrugen 52,8 Millionen gegenüber 23,8 Millionen, für die den Aktien gegenüberstehenden Vermögenswerte ergab sich jeweils ein Wert von 390 Millionen und nur 16 Millionen.

ERTRAG AUF DAS INVESTIERTE KAPITAL

Die Betrachtung von Kurs-Gewinn-Verhältnissen kann durch die Angabe des Ertrags pro investiertem Kapital ergänzt werden, welches wiederum anhand der den Stammaktien oder allen umlaufenden Wertpapieren gegenüberstehenden Vermögenswerten gemessen werden kann. Zu diesem Zweck wurden hier die durchschnittlich im Zeitraum 1934 bis 1938 erzielten Ergebnisse als repräsentativste Datengrundlage verwendet, um sie mit dem Ende 1938 investierten Kapital (inklusive Unternehmensschulden) zu vergleichen. Die Resultate sind in Tabelle V-A.19A und B für verschiedene Unternehmensgrößen zusammengefasst.

Bestimmte Aspekte dieser Aufstellung bedürfen einer weiteren Kommentierung. Da große Erträge pro investiertem Kapital als einer der besten Anhaltspunkte für ein gut laufendes Geschäft akzeptiert werden können, bietet es sich natürlich an, diese Kennzahl auch für einen Vergleich der relativen Rentabilität verschiedener Industriebranchen zu verwenden. Bei Verwendung der aggregierten Ergebnisse der 67 Untergruppen können tatsächlich weitreichende Unterschiede von 39,8 Prozent auf das investierte Kapital bei Erfrischungsgetränkeproduzenten bis hinunter zu Defiziten im Ledergeschäft festgestellt werden.

Genauso beeindruckend wie diese Unterschiede sind jedoch auch die Unterschiede

innerhalb der individuellen Gruppen. Dieser Punkt kommt in Tabelle A-V.20 zum Ausdruck, in der die jeweiligen Gruppenmaxima, -minima und -mediane in Prozent sowie die Gesamtergebnisse derjenigen Gruppen angegeben sind, welche die höchsten 5 Prozentsätze in den jeweiligen Rubriken bilden. Dabei kann festgestellt werden, dass viele Gruppen, die beste Gesamtergebnisse erzielt haben, einzelne Unternehmen enthalten, die überhaupt keine oder nur sehr geringe Erträge erwirtschaftet haben – und in gewissem Maße ist auch das Gegenteil zutreffend.

Diese innerhalb von Industriebranchen zu verzeichnenden Abweichungen sollten dazu führen, den natürlichen Hang von Investoren und Analysten, Branchenzugehörigkeiten einen dominanten Stellenwert in Form von besonderer Wert- und Geringschätzung einzuräumen, zu dämpfen. Dass der Industriotyp eines Unternehmens einen signifikanten Einfluss bei der Beurteilung von Stammaktienwerten ausübt, steht außer Frage; aber vorschnelle Urteilsbildung und extreme Entscheidungen nur auf Grundlage dieses Merkmals zu treffen, wird sich oftmals als unzweckmäßig herausstellen.

Aus der Klassifikation nach der Größe lassen sich einige interessante Fakten entwickeln. Der wichtigste Punkt ist, dass die Erträge auf das eingesetzte Kapital (nämlich das materielle Unternehmensvermögen, welches Anleihen und Aktien gegenübersteht) nahezu identisch für alle fünf Gruppen ist, begonnen bei Unternehmen kleiner als 10 Millionen bis hinauf zu den riesigen Konzernen, deren Wert eine Milliarde noch übersteigt. Darüber hinaus notiert der auf das Unternehmensvermögen bezogene Anteil kleinerer Unternehmen zu leicht höheren Kursen als die anderen.

Nimmt man jedoch die identische Klassifizierung unter Verwendung von Marktwerten anstelle von materiellen Vermögenswerten vor – so wie in Tabelle V-A.18 –, ergibt sich eine grundsätzlich andere Situation. Die kleinen Unternehmen erscheinen weniger rentabel, obwohl sie die anteilig größeren Unternehmensvermögen und Umsätze aufweisen. Der Grund hierfür braucht nicht lange gesucht zu werden. Ihr Marktwert ist klein, weil sie unrentabel sind, und nicht andersherum. Diese beiden Vergleiche deuten darauf hin, dass der auf kleineren Unternehmen lastende Druck nicht so weit geht, dass ihre Ertragskraft in Bezug auf das eingesetzte Kapital in der Gesamtsumme unter den Wert der größeren Wettbewerber sinkt.⁴¹⁵ Dass aber kleine individuelle Unternehmen anfälliger für widrige Entwicklungen sind und die Ergebnisstreuung in dieser Klasse die größte Schwankungsbreite aufweist, steht außer Frage.

Größe	Anzahl der Unternehmen in dieser Klasse	Marktwert des Stammkapitals (in Mio \$)	Anlagevermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht (in \$)	Verhältnis der Spalte 4 zu 3 (in %)	Erträge des Marktwertes der Stammaktien von 1938 (in %)			Erträge des Anlagevermögens, das dem Stammkapital gegenübersteht, von 1934–1938 (in %)
					1934 – 1938	1936 – 1938	1938	
Kleiner als 10 Mio.	252	968.0	1.323.9	136,8	3,4	5,0	(d)	2,5
10–100 Mio.	309	7.292.4	5.575.4	76,4	5,3	2,9	2,9	6,9
100–1.000 Mio.	82	17.016.1	11.368.4	66,7	5,3	6,2	4,5	7,9
Mehr als eine Mrd.	5	7.135.9	3.712.4	52,0	4,6	5,5	2,9	8,9

Differenzierung nach der Unternehmensgröße. gröÙe gemessen am marktwert des Unternehmens Ende 1938

Größe	Anzahl der Unternehmen in dieser Klasse	Marktwert des Stammkapitals (in Mio.)	Anlagevermögen, das dem Stammkapital gegenübersteht (in \$)	Verhältnis der Spalte 4 zu 3 (in %)	Erträge des Marktwertes der Stammaktien von 1938 (in %)			Erträge des Anlagevermögens, das dem Stammkapital gegenübersteht, von 1934–1938 (in %)
					1934 – 1938	1936 – 1938	1938	
Kleiner als 10 Mio.	250	1.493.0	951.1	63,6	4,9	6,0	2,4	7,7
10 – 100 Mio.	331	10.454.5	6.761.4	64,4	4,9	5,8	3,0	7,6
100 – 1.000 Mio.	64	16.303.5	11.321.6	69,4	5,1	6,0	4,2	7,3
Mehr als eine Mrd	3	4.161.4	2.946.0	70,8	5,5	6,7	3,0	7,8
Alle Firmen	648	32.412.4	21.980.1	67,6	5,1	6,0	3,6	7,5

Differenzierung nach der Unternehmensgröße. gröÙe gemessen am Nettoanlagevermögen Ende 1938

Industriebranche	Anzahl der Unternehmen in dieser Branche	Ertrag in % des investierten Kapitals			
		Verteilungsmerkmale der Branche			Branchenwert
		Maximum	Minimum	Median	
Erfrischungsgetränke	3	59,4	5,3	5,5	39,8
Goldbergbau	6	33,4	9,8	15,4	21,1
Pharmaproduzenten	13	30,7	(d)	12,9	19,6
Süßwaren	6	31,9	(d)	19,7	18,2
Sonstiger Handel	19	22,8	(d)	17,9	18,0
Seifen	3	34,0	5,2	14,4	11,9
Bergbau (außer Gold, Eisen und Kupfer)	15	152,0	(d)	8,2	10,6
Haushaltsgeräte	37	44,2	(d)	9,3	8,9
Sonstige Chemie	19	42,3	(d)	9,9	9,9
Unterhaltungsfilme	16	42,2	3,5	7,7	8,2
LKW	8	17,4	(d)	0,7	1,5
Wolle und Teppiche	5	14,7	(d)	3,2	1,5
Schiffbau und Reedereiwesen	7	4,8	(d)	2,4	1,4
Hoch- und Tiefbau	4	2,8	(d)	0,8	0,7
Leder	5	6,1	(d)	1,5	(d)
Summe der hier genannten Branchen	164				
Summe aller Unternehmen	648	152,0	(d)	6,3	7,0

¹ Das investierte Kapital ist auf Ende 1938 bezogen und repräsentiert das Nettoanlagevermögen, welches Anleihen und Aktien gegenübersteht.

Differenzierung von Industriebranchen nach dem Verhältnis aus marktwert zu Unternehmensvermögen, Verteilung der Erträge pro investiertem Kapital¹ für verschiedene Industriebranchen

Marktwert zu Unternehmensvermögen	Anzahl der Gruppen	Anzahl der Unternehmen in diesen Gruppen	Ertrag in % des Marktwertes		
			1934–1938	1936–1938	1938
Über 400 %	4	25	4,7	5,2	5,2
200–400 %	17	166	4,8	5,4	3,6
100–200 %	22	189	5,9	7,0	4,4
50–100 %	20	234	4,9	6,7	3,0
Weniger als 50 %	4	34	1,1	def.	def.
Gesamt	67	648	5,1	6,0	3,6

Differenzierung von Industriebranchen nach dem Verhältnis aus marktwert zu Unternehmensvermögen

ANMERKUNG 62 (ZU SEITE 615)

Die folgende Tabelle zeigt eine repräsentative Aufstellung von Vorzugs- und Stammaktien, deren niedrige Kurse während des Jahres 1931 und in den ersten vier Monaten des Jahres 1932 unter ihrem Nettoumlaufvermögenswert je Aktie lagen. Zum Ende des Jahres 1932 standen die meisten dieser Aktien noch niedriger.

Unternehmen	1931 bis April 1932		Umlaufvermögenswert je Vorzugsaktie (in \$)	Umlaufvermögenswert je Stammaktie (in \$)	Tiefstand 1932 bis 1933	
	Tiefstand der Vorzugsaktien	Tiefstand der Stammaktien			Vorzugsaktie	Stammaktie
<i>Allis-Chalmers</i>		6,5		11		4
<i>Amer. Agric. Chem.</i>		4,375		43		3,5
<i>California Packing</i>		5,375		8		4,25
<i>Diamond Match</i>	19,5	10,625	48	14	20,5	12
<i>Endicott-</i>						

<i>Johnson</i>	98,375	23,5	276	37	98	16
<i>Liquid Carbonic</i>		11,75		23		9
<i>Mack Truck</i>		12		36,5		10
<i>Mid-Continent Petrol</i>		3,75		8		3,75
<i>Montgomery Ward</i>	59	6,5	462	16	41	3,5
<i>Nat'l Cash Register</i>		7,125		15		5,125
<i>U.S. Indus. Alcohol</i>		19,25		23,5		13,25
<i>U.S. Pipe & Foundry</i>	12,25	8,75	26	10,5	11,5	6,125
<i>Wesson Oil</i>	44,25	9,5	74		40	
<i>Westing house Air Brake</i>		9,5		11		9,25
<i>Westing house Electric</i>	60,25	19,875	1.164	34,5	52,5	15,625

Die nächste Tabelle zeigt eine Aufstellung von Aktien, die mit niedrigen Kursen während der ersten fünf Monate 1932 zu oder unter ihrem Barvermögenswert je Aktie notierten (ohne Abzug der kurzfristigen Verbindlichkeiten).

Unternehmen	Tiefstand Jan. bis Mai 1932	Barmittel je Aktie (in \$)	Umlaufvermögenswert je Aktie (in \$)	Tiefstand 1932 bis 1933
<i>Amer. Car & Foundry*</i>	20	50	108	15
<i>Amer. Locomotive*</i>	30,25	41	63	1,125
<i>Amer. Steel Foundries*</i>	58	128	186	34
<i>Amer. Woolen*</i>	15,5	30,5	85	15,5
<i>Congoleum-Nairn</i>	7	7	12	6,5
<i>Howe Sound</i>	5,75	10	11	4,875

<i>Hudson Motor</i>	2,825	5,5	7	2,875
<i>Hupp Motor</i>	1,5	5,5	7,5	1,5
<i>Lima Locomotive</i>	8,5	19	36	8,5
<i>Magma Copper</i>	4,5	9	12	4,25
<i>Marlin Rockwell</i>	5,75	11,5	13	5,75
<i>Motor Products</i>	11	15,5	19	7,375
<i>Munsingwear</i>	10	17	34	5
<i>Nash Motors</i>	8	13,5	14	8
<i>New York Air Brake</i>	5	5	9	4,25
<i>Oppenheim Collins</i>	5	9,5	15	2,5
<i>Reo Motor</i>	1,5	3	5,5	1,375
<i>Standard Oil of Kansas</i>	7	8,5	14	7
<i>Stewart Warner</i>	1,825	3,5	7	1,875
<i>White Motor</i>	7	11	34	6,875

* Vorzugsaktien

Diese Beispiele stammen aus mehreren Artikeln von einem Autor, der sich mit diesem Phänomen befasst (siehe Benjamin Graham, »Inflated Treasuries and Deflated Stockholders«, Magazin *Forbes*, 1. Juni 1932, S. 11; »Should Rich Corporations Return Stockholders' Cash«, *Forbes*, 15. Juni 1932, S. 21; »Should Rich but Losing Corporations Be Liquidated«, *Forbes*, 1. Juli 1932, S. 13). Die niedrigen Kurse der Jahre 1932 bis 1933 wurden hinzugefügt, um das Bild zu vervollständigen.

ANMERKUNG 63 (ZU SEITE 675)

Der Analyst sollte häufig die jeweiligen Werte der Bezugsrechte und der dazugehörigen Stammaktien errechnen. Um diese Berechnungen zu vereinfachen, fügen wir zwei einfache Formeln an unter Verwendung folgender Variablen:

R = Wert des Bezugsrechts

M = Aktienkurs

S = Bezugspreis der Aktie

N = Anzahl der benötigten Rechte zum Kauf einer Aktie

Formel A (anzuwenden, bevor die Aktie »ohne Bezugsrechte« gehandelt wird, das heißt, der Käufer der Aktie ist zum Empfang der Rechte berechtigt):

$$R = \frac{M - S}{N + 1}$$

Formel B (anwendbar, nachdem die Aktie »ohne Bezugsrechte« gehandelt wird, das heißt, der Käufer der Aktie erhält keine Bezugsrechte, wie sie der eingetragene Aktionär hat):

$$R = \frac{M - S}{N}$$

Beispiel: Es werden Bezugsrechte ausgegeben, eine Aktie zu 50 Dollar für fünf gehaltene Aktien zu erwerben. Die Aktie notiert »mit Bezugsrechten« bei 64 Dollar.

$$\text{Wert des Bezugsrechtes} = \frac{64 \$ - 50 \$}{5 + 1} = 2,33 \$$$

Beispiel: Gleiches Angebot; die Aktie notiert »ohne Bezugsrechte« bei 90 Dollar.

$$\text{Wert des Bezugsrechtes} = \frac{90 \$ - 50 \$}{5} = 8 \$$$

Diese Berechnungen müssten allerdings noch eingepasst werden, um Folgendes zu berücksichtigen: (1) jede Dividende, die für alte, jedoch nicht für neue Aktien erhalten wird; und umgekehrt (2) jede Zinsersparnis dadurch, dass für neue Aktien nicht gezahlt werden muss, bis die Bezugsrechte auslaufen.

ANMERKUNG 64 (ZU SEITE 694)

ZWEI BEISPIELE VON UNTERNEHMENSVERSCHACHTELUNGEN

Erstes Beispiel: Der wesentliche Charakter der *Insull*-Verschachtelung kann durch die folgende teilweise Zusammenfassung verdeutlicht werden:

		Den Stammaktien vorrangige Verbindlichkeiten (31.12.1931)
Unternehmen 1 (Oberstes Unternehmen)	<i>Corporation Securities Co.</i> Eine spezialisierte Investmentgesellschaft Wichtigste Beteiligungen in: Unternehmen 2 (59 Mio. Dollar) und Unternehmen 3 (42 Mio. Dollar) mit einem Gesamtportfolio von 145 Mio. Dollar	Bankdarlehen etc. 33.000.000 \$ Langfristige Verbindlichkeiten 24.000.000 \$ Vorzugsaktien 37.000.000 \$
Unternehmen 2	<i>Insull Utility Investments, Inc.</i> , Ebenfalls eine spezialisierte Investmentgesellschaft Wichtigste Beteiligungen in: Unternehmen 3 (64 Mio. Dollar) mit einem Gesamtportfolio von 252 Mio. Dollar (Es wurden ebenfalls Aktien im Wert von 32,6 Mio. Dollar an Unternehmen 1 gehalten.)	Bankdarlehen etc. 53.000.000 \$ Langfristige Verbindlichkeiten 58.000.000 \$ Vorzugsaktien 46.000.000 \$
Unternehmen 3	<i>Middle West Utilities Co.</i> Öffentliche Holdinggesellschaft des Versorgungssektors, die zahlreiche Teilsysteme beherrschte. Bruttoumsatz des Jahres 1931: 173 Mio. Dollar Hauptbeteiligung: Unternehmen 4	Muttergesellschaft: Bankdarlehen etc. 35.000.000 \$ Langfristige Verbindlichkeiten 40.000.000 \$ Vorzugsaktien 61.000.000 \$ (Anm.: eeteiligungen an Tochtergesellschaften: Anleihen 283.000.000 \$ Vorzugsaktien 152.000.000 \$ Stammaktien 10.000.000 \$)
Unternehmen 4	<i>National Electric Power Co.</i> Öffentliche Holdinggesellschaft des Versorgungssektors, die zahlreiche Teilsysteme beherrschte. Bruttoumsatz des Jahres 1931: 68 Mio. Dollar Hauptbeteiligung: Unternehmen 5.	Muttergesellschaft: Bankdarlehen etc. (nicht separate aufgeführt) Langfristige Verbindlichkeiten 10.000.000 \$ Vorzugsaktien und Aktien der Klasse A 36.000.000 \$
Unternehmen 5	<i>National Public Service Corp.</i> Öffentliche Holdinggesellschaft des Versorgungssektors, die vier Teilsysteme beherrschte. Bruttoumsatz des Jahres 1931: 36 Mio. Dollar Hauptbeteiligung: Unternehmen 6	Muttergesellschaft: Bankdarlehen etc. (nicht separate aufgeführt) Langfristige Verbindlichkeiten 20.000.000 \$ Vorzugsaktien und Aktien der Klasse A 30.000.000 \$
Unternehmen 6	<i>Seaboard Public Service Co.</i> Öffentliche Holdinggesellschaft des Versorgungssektors, die sechs Teilsysteme beherrschte. Bruttoumsatz des Jahres 1931: 16 Mio. Dollar Hauptbeteiligung: Unternehmen 7	Muttergesellschaft: Langfristige Verbindlichkeiten keine Vorzugsaktien 9.000.000 \$
Unternehmen 7	<i>Virginia Public Service Co.</i> Öffentliche Betriebs- und Holdinggesellschaft des Versorgungssektors. Bruttoumsatz des Jahres 1931: 7,6 Mio. Dollar	Langfristige Verbindlichkeiten 37.000.000 \$ Vorzugsaktien 10.000.000 \$

Bemerkenswert ist, dass über den verschiedenen Betriebsgesellschaften eine Verschachtelungsstruktur von sechs aufeinanderfolgenden Holdinggesellschaften errichtet wurde. Der vollständige Zusammenbruch dieser Struktur zeigt sich darin, dass jede einzelne dieser sechs übergeordneten Holdinggesellschaften im Konkurs endete. Für weitere Beschreibungen, grafische Darstellungen und Erörterungen der *Insull*-Gruppe siehe James C. Bonbright und Gardiner C. Means, *The Holding Company*, S. 108–113, New York, 1932.

Zweites Beispiel: Die Aufstellung der *United States and Foreign Securities Corp.* liefert eine recht einfache Darstellung der Funktionsweise einer Verschachtelungsstruktur bei Investmentfonds.

Das Unternehmen wurde im Jahr 1924 gegründet. An der Börse wurden vorrangige *6 Dollar First Preferred* zum Nennwert für insgesamt 25 Mio. Dollar gekauft (wovon das Unternehmen 24 Mio. Dollar erhielt), die organisierenden Banken kauften *6 Dollar Second Preferred* zum Nennwert für 5 Mio. Dollar. Die eine Million Stammaktien, die zu 10 Cent je Aktie eine rein nominale Investition darstellten, wurden folgendermaßen aufgeteilt: 25 Prozent für die Börse, 75 Prozent für die Gründer. Damit stellten Letztere ein Sechstel des Kapitals zur Verfügung, das den anderen fünf Sechsteln nachrangig war, und erhielten einen Drei-Viertel-Anteil am Mehrge Gewinn. Gegen Ende des Jahres 1928 wurde die verschachtelte Holdingstruktur zur Formierung eines zweiten Unternehmens verwendet, der *U.S. & International Securities Corp.*, ein 60 Mio. Dollar schweres Unternehmen. Die Börse stellte 50 Mio. Dollar an Kapital zur Verfügung und erhielt *5 Dollar First Preferred*-Aktien zum Nennwert von 100 Dollar sowie ein Fünftel der Stammaktien. Die *United States & Foreign Securities Corp.* brachte 10 Mio. Dollar an Kapital auf und erhielt *5 Dollar Second Preferred*-Aktien zum Nennwert von 100 Dollar und vier Fünftel der Stammaktien. Diese Ausgestaltung gab den Gründern des ursprünglichen Unternehmens Kontrolle über die zusätzlich gezeichneten Geldmittel ohne weitere Kapitalbereitstellung ihrerseits. Aufgrund einer Werterhöhung der Ressourcen der *U.S. & Foreign Securities Corp.* in Höhe von 30 Mio. Dollar kontrollierten die Geldgeber, die ursprünglich 5 Mio. Dollar an Kapital beigesteuert hatten, zum Ende des Jahres 1928 nun 110 Mio. Dollar (einschließlich ausübbarer Bezugsrechte) und konnten über etwa 78 Prozent des Mehrgewinns verfügen.

Position	Gesamt	Öffentlicher Anteil	Anteil der Organisatoren
Anfängliche Investition	30.000.000 \$*	25.000.000 \$	5.000.000 \$
Buchwert, Dezember 1928	60.000.000 \$	32.000.000 \$	27.000.000 \$
Anstieg des Buchwertes in %	100	30	450
Höchstmarktwert des Kapitals von <i>U.S. & Foreign</i> **	100.000.000 \$	42.000.000 \$	57.000.000
Anstieg des Marktwertes in %	233	70	1040

* Das Unternehmen vereinnahmte 29.000.000 \$.

** Vorrangige Vorzugsaktien zu 100 \$; nachrangige Vorzugsaktien zu 80 \$ (geschätzt); Stammaktien zu 70 \$.

Zeitraum 1924–1928

Datum	Öffentlicher Anteil (in \$)	Anteil der Organisatoren (in \$)
Buchwert:		
31. Dez. 1928	130*	550
31. Dez. 1932	100*	35
31. Dez. 1933	100*	96
31. Dez. 1939	108*	215

* Vorrangige Vorzugsaktien zum Nennwert, zzgl. Liquidationswert der dazugehörigen Stammaktien.

Zeitraum 1928–1939

Durch die Verringerung der ausstehenden vorrangigen Vorzugsaktien aufgrund von Rückkäufen durch das Unternehmen werden die Ergebnisse je 100 Dollar des ursprünglichen Anlagebetrages abgebildet.

Datum	Öffentlicher Anteil (in 100 \$)	Anteil der Organisatoren (in 100 \$)	Vorrangige Vorzugsaktien	Nachrangige Vorzugsaktien (geschätzt)	Stammaktien
Kurs:					
Hoch, 1929	170	1,150	100	80	70
Tief, 1932	27,5	11,5	26	10	1,5
Dez. 1933	73	170	65	50	8
Dez. 1939	87	165	80	60	7

Der tatsächliche Ablauf dieser Anordnung aus Sicht des Buchwertes (»Liquidationswert«) und der Kursnotierungen ist in den Tabellen auf S. 695 dargestellt.

Die Zahlen zeigen die typischen Ergebnisse für eine hoch spekulative Kapitalstruktur unter günstigen und ungünstigen Umständen. Es zeigt sich, dass die Schwankungen des Buch- beziehungsweise Liquidationswertes durch den überhöhten Optimismus und Pessimismus der Börse gegenüber Wertpapieren von Investmentgesellschaften extrem verstärkt wurden. Ebenso ist deutlich zu beobachten, dass – zu dem Zeitpunkt, als der Buchwert nahe am Kaufpreis der Aktie lag, im Jahre 1933 – der Markt eine beträchtliche Wertminderung des

öffentlichen Kapitalanteils und eine dementsprechende Werterhöhung des Anteils der Organisatoren verbuchte.

ANMERKUNG 65 (ZU SEITE 696)

Nachfolgend führen wir einige Beispiele von Unternehmen an, die mit einem relativ geringen Kapitaleinsatz beherrscht wurden:

1. Ein Kapitaleinsatz der *Van Sweringens* von weniger als 20 Mio. Dollar verschaffte ihnen die Mehrheit an acht Klasse-I-Eisenbahngesellschaften mit gemeinsamen Vermögenswerten von über 2 Mrd. Dollar. Somit reichte ein Kapitaleinsatz von 1 Prozent aus, um das vollständige System zu kontrollieren. Siehe F. I. Shaffner, *The Problem of Investment*, S. 83, New York, 1936. Siehe auch S. 694 ff. für weitere Einzelheiten der *Van Sweringen*-Verschachtelung. Im Anschluss kauften die Herren Ball und Tomlinson diese Mehrheitsanteile auf einer Konkursbasis für 3 Mio. Dollar.
2. Vor 1935 besaß die *Henry L. Doherty & Co.* 27 Prozent der Stimmrechte der *Cities Service Co.* in Form von 1 Mio. Vorzugsaktien zu je einem Dollar Nennwert, die im Vergleich zu den Stammaktien Mehrfachstimmrecht hatten. Durch diese Anordnung in Verbindung mit einer verschachtelten Kapitalstruktur berechtigten die Vorzugsaktien in Höhe von 1 Mio Dollar dazu, eine Gesellschaft mit konsolidierten Vermögenswerten von über 1,25 Mrd. Dollar zu kontrollieren. Siehe James C. Bonbright und G. C. Means, *The Holding Company*, S. 113–114, New York, 1932.
3. Vor 1930 wurde *Standard Gas and Electric System* mit konsolidierten Vermögenswerten von 1,2 Mrd. Dollar von der *H. M. Byllesby & Co.* kontrolliert, hauptsächlich durch den Besitz von 1 Mio. Vorzugsaktien zu je einem Dollar Nennwert, ähnlich dem Beispiel *Cities Service Co.* (*ibd.*, S. 115). Danach erfolgte eine Änderung der Kapitalstruktur, wonach ein Kapitalanteil von 3.000.000 Dollar beziehungsweise weniger die vollständige Kontrolle über das 1.200.000.000 Dollar schwere Versorgungssystem besaß (*ibd.*, S. 116).
4. Aktien mit einem Buchwert von 8 Mio. Dollar und einem noch geringeren Marktwert besaßen einst die Kontrolle über das 1 Mrd. Dollar schwere *Associated Gas & Electric*-System (*ibd.*, S. 122). Während des Verlaufs der Anhörungen, die der Verabschiedung des Public Utility Holding Act von 1935 vorausgingen, zeigte sich, dass die Herren H. C. Hopson und J. I. Mange, die eine führende Rolle der beherrschenden Interessen einnahmen, durch das Instrument der verschachtelten Holdinggesellschaft zwischen 1923 und 1929 auf ihren gesamten Kapitaleinsatz in

Höhe von 298.318 Dollar eine jährliche Rendite von 60,82 Prozent erhielten. Siehe *Hearings on H. R. 5423*, vor dem *House Committee on Interstate and Foreign Commerce*, Teil 2, 74. Kongress und 1. Sitzung, S. 1473–1476, Washington, D. C., 1935.

5. Die Besitzer von *Insull* kontrollierten mithilfe von sechs Ebenen von Holdinggesellschaften die *Tide Water Power Co.* Die Investition betrug – gemessen am Buchwert der ausstehenden Wertpapiere des Unternehmens – nur 0,02 Prozent der gesamten Investition in das Unternehmen. Somit wurden 5000 Dollar mit einem Kapitaleinsatz von einem Dollar beherrscht. In ähnlicher Weise kontrollierten die *Insull*-Besitzer mit einem Kapitaleinsatz von 2,50 Dollar Vermögenswerte von 5000 Dollar auf der untersten Verschachtelungsebene (*Florida Power Corp.*) mithilfe von sechs Ebenen von Holdinggesellschaften. Siehe *Utility Corporations*, Sen. Doc. 92, Teil 72–A, 70. Kongress und 1. Sitzung, S. 159–161, Washington, D. C., 1935.

ANMERKUNG 66 (ZU SEITE 187 UND 709, 737)

ANALYSE DER ANLEIHEN DER *CHICAGO, MILWAUKEE, ST. PAUL UND PACIFIC RAILWAY GENERAL MORTGAGE* (UNTERSCHIEDLICHE SERIEN), FÄLLIGKEIT 1989

Durchschnittlicher Kurs im Jahr 1939 etwa 25 Dollar

Diese Emission hatte unterschiedliche Zinssätze und belief sich auf einen Gesamtwert von 139 Mio. Dollar (ohne lombardierte Anleihen). Bei einem Kurs von 25 Dollar betrug der Wert der gesamten Emission etwa 35 Mio. Dollar. Die Anleihen besaßen ein erstrangiges Pfandrecht auf 6000 Streckenmeilen eines Systems von insgesamt 11.000 Meilen; ebenso waren sie durch Maschinen und weitere Vermögensgegenstände besichert. Eine Separierung der Gewinne des Systems (einschließlich des *Terre Haute*-Geschäftsbereiches) in Übereinstimmung mit den verschiedenen Grundpfandrechten zeigt, dass nach Abzug der Gebühren für Eisenbahnfinanzierungsgesellschaften etwa 60 Prozent der restlichen Gewinne für diese Emission zur Verfügung standen. Somit zeigt sich, kurz gesagt, dass ein Kurs von 25 Dollar für die durch Gesamthypothek besicherten Obligationen einem Gesamtwert von etwa 60 Mio. Dollar für alle Vermögenswerte von *St. Paul* entspricht, vorbehaltlich der durch Sachanlagen gesicherten Obligationen in Höhe von 29.000.000 Dollar (Marktpreis gleich Nennwert). (Die nachrangigen, in diesem Gesamtwert nicht eingeschlossenen Pfandrechte hätten bestenfalls einen sehr geringen Anspruch auf diese Vermögenswerte.)

Dieser für die Vermögenswerte von *St. Paul* angegebene Wert von etwa 90 Mio. Dollar ist mit folgenden Daten zu vergleichen: einem Wiederbeschaffungswert (abzüglich Abschreibungen) von nicht weniger als 660 Mio. Dollar, einer Gesamtkapitalisierung zum Nennwert von 739 Mio. Dollar, einem durchschnittlichen Bruttoumsatz der Jahre 1934 bis 1938 von 99 Mio. Dollar, einem durchschnittlichen für Zinsen verwendbaren Gewinn in diesen fünf Jahren von etwa 8,1 Mio. Dollar. Falls die Zinsen für Eisenbahnfinanzierungsgesellschaften (als Äquivalent zu den Betriebskosten) abgezogen werden, entspricht der Saldo von etwa 7 Mio. Dollar einer nahezu 12-prozentigen Kursrendite auf die verschiedenen durch erstrangige Hypotheken gesicherten Pfandbriefe.

Diese Zusammenfassung der Position der *General Mortgage*-Anleihen zeigt, dass, sofern die zukünftigen Aussichten von *St. Paul* nicht trostlos sind, sie mehr als 25 Cent je Dollar wert sein müssen. Wie viel mehr? Zur Bewertung können zwei Methoden herangezogen werden, wobei wir für beide den Durchschnitt der Jahre 1934 bis 1938 als Maß zukünftiger Ertragskraft verwenden.

BEWERTUNGSMETHODE A. ALLGEMEINE BEWERTUNG (UNABHÄNGIG VON EINEM SPEZIFISCHEN RESTRUKTURIERUNGSPLAN)

Wir nehmen an, dass Erträge von 8 Mio. Dollar feststehende Belastungen von 4 Mio. Dollar tragen können, äquivalent zu vorrangigen 4-Prozent-Pfandbriefanleihen (zu pari) in Höhe von 100 Mio. Dollar. Der Saldo von 4 Mio. Dollar kann mit 8 Prozent verzinst werden, das heißt 50 Mio. Dollar an Eigenkapital nachrangig gegenüber den Pfandbriefen. Dies führt zu einem Systemwert von 150 Mio. beziehungsweise 120 Mio. Dollar mehr als die durch Sachanlagen gesicherten Obligationen. Im Gegenzug bedeutet dies einen Wert von 72 Mio. Dollar für die Gesamthypothek (52 Prozent des Nennwertes) gegenüber einem Kurs von 25 Dollar.

Diese kurze Berechnung unterliegt den folgenden Fragen und Voraussetzungen:

1. Kann der durchschnittliche Gewinn von 8 Mio. Dollar wirklich als Maß für zukünftige Gewinne angesehen werden? Der Wert liegt um 2 Mio. Dollar über dem Gewinn des Jahres 1938, jedoch 1,4 Mio. Dollar unter dem des Jahres 1939. Die im Januar 1938 durchgeführten Schätzungen der zukünftigen »normalen Erträge« lagen bei 15,8 Mio. Dollar. Die Ergebnisse des letzten Jahrzehnts variierten zwischen 30 Mio. im Jahr 1929 und weniger als einer Mio. im Jahr 1932. Das Instandhaltungsverhältnis lag im Zeitraum von 1934 bis 1938 deutlich über dem Durchschnitt anderer Eisenbahngesellschaften. Insgesamt muss daher die Schätzung von 8 Mio. Dollar als konservativ angesehen werden, obwohl eine Zukunft der Gewinne von Eisenbahngesellschaften alles andere als gewiss ist.
2. Ein Teil des dem System beigemessenen Wertes entfällt auf die nachrangigen Emissionen und muss somit vom Anteil der Gesamthypothek abgezogen werden. Aktuelle Neuregelungsverfahren zeigen jedoch, dass diese Wertumverteilung vergleichsweise gering sein wird.
3. Entscheidender ist daher die Frage, ob ein Gewinn von 8 Mio. Dollar einen Marktwert von 150 Mio. Dollar in der von uns berechneten Art und Weise rechtfertigen kann. Einen ausschlaggebenden Punkt hierbei stellen die zukünftigen Investitionen dar, die eventuell aus den Gewinnen finanziert werden müssen und somit den ausschüttbaren Betrag an die Wertpapierinhaber reduzieren. Verschiedene Restrukturierungspläne haben angedeutet, dass für diesen Zweck jährlich 2,5 Mio. bis 5 Mio. Dollar aufgewendet werden sollen, nach der Bereitstellung von 4 Mio. Dollar für vorrangige feste Belastungen. Bei einer solchen Vorgehensweise ist es unwahrscheinlich, dass ein Gesamtgewinn von 8 Mio. Dollar in einem Wert von 50

Mio. Dollar für die nachrangigen Wertpapiere resultiert, da hierfür – wenn überhaupt – nur geringe Zinsen gezahlt werden können.

In Zusammenfassung der vorgehenden Überlegungen könnte sich unsere Beurteilung als zu liberal erweisen, falls hohe Rückstellungen für Kapitalkosten notwendig sind; andererseits könnte sich auch herausstellen, dass sie auf einer übermäßig niedrigen Schätzung zukünftiger Gewinne basiert.

BEWERTUNGSMETHODE B. ABGELEITET AUS EINEM SPEZIFISCHEN RESTRUKTURIERUNGSPLAN

Zu diesem Zweck verwenden wir den im November 1938 vom *I.C.C. Examiner* vorgestellten Restrukturierungsplan und versuchen, die den Anleihen von *General Mortgage* zugehörigen neuen Wertpapiere zu bewerten. Der Plan sieht feste Belastungen in Höhe von 3.865.000 Dollar vor, basierend auf den gegenwärtigen Eisenbahnfinanzierungsgesellschaften zuzüglich neuer *First 3,5s*-Anleihen in Höhe von 77 Mio. Dollar. Danach erfolgt ein Abzug für Kapitalaufwand von 2,5 bis 5 Millionen Dollar (vom Aufsichtsrat festzulegen), 3.600.000 Dollar Zinsen für Gewinnschuldverschreibungen der *Series A 4,5s*, 1,1 Mio. Dollar Zinsen für Gewinnschuldverschreibungen für *Series B 4,5s*, nach diesen folgen ein Amortisationsfonds und die neuen Vorzugs- und Stammaktien.

Die *General Mortgage*-Anleihen sollen je 350 Dollar der neuen *First 3,5s* und *Series A 4,5s* sowie je 240 Dollar der *Series B 4,5s* und der Vorzugsaktien erhalten. Nach Bewährung können die *3,5s* einen Markthöchstwert von 90 Dollar erlangen. Ein Gewinn von 8.000.000 Dollar kann nominell die gesamten Zinskosten der *Series A 4,5s* tragen; die Ausschüttung hängt jedoch von einer Mittelbereitstellung des Kapitalfonds ab. Kurse von 40 Dollar für die *Series A 4,5s*, 20 Dollar für die *Series B 4,5s* und 5 Dollar für die Vorzugsaktien scheinen vernünftig, wobei die letzten beiden hauptsächlich spekulative Möglichkeiten darstellen. Dies würde zu einem Gesamtwert von 51 Dollar für die *General Mortgage*-Anleihen führen, in naher Übereinstimmung mit dem (wie erwarteten) Ergebnis der ersten Methode.⁴¹⁶

Schlussfolgerung. – Die *St. Paul General Mortgage*-Anleihen sind zu einem Kurs von 25 Dollar deutlich unterbewertet, sofern die Zukunft von Eisenbahngesellschaften nicht so pessimistisch aussieht, dass praktisch alle Wertpapiere von Beförderungsunternehmen derzeit überbewertet sind. Auf jeden Fall sollten diese Anleihen eine bessere Beteiligung darstellen als die nachrangigen Obligationen und Vorzugsaktien von verschiedenen solventen, aber nicht fest etablierten Eisenbahngesellschaften.

EIN VERGLEICH VON *MISSOURI, KANSAS & TEXAS* UND *ST. LOUIS-SAN FRANCISCO* (RUNDSCHREIBEN VOM JANUAR 1922)

EINLEITUNG

Die neuen Wertpapiere der Eisenbahngesellschaft *Missouri, Kansas & Texas* stellen eine Reihe von attraktiven Gelegenheiten für den Anleger und den Spekulanten dar. Der bevorstehende Restrukturierungsplan, der kürzlich als durchführbar bekannt gegeben wurde, reduziert die festen Belastungen des Systems auf einen sehr konservativen Wert, das heißt, die Zinskosten für die Anleihen sollten mit einem erheblichen Spielraum regelmäßig bedient werden können. Darüber hinaus versprechen die – unter den derzeitigen nachteiligen Bedingungen – exzellenten Zahlen der Gesellschaft eine beträchtliche Ertragskraft für die nachrangigen Wertpapiere.

Die in die Länge gezogene Konkursverwaltung der *M. K. & T.* hat letztendlich die Position der neuen Emissionen gestärkt. Denn in diesem Zeitraum wurden zur technischen Wiederherstellung jedes Teils des Systems hohe Investitionen unternommen. Die daraus folgenden Verbesserungen des Streckennetzes und der Maschinen haben im Gegenzug zu einer höheren Betriebseffizienz geführt, sodass die Transportkosten im letzten Jahr wesentlich niedriger waren als der Durchschnitt anderer Eisenbahngesellschaften.

Bei der Analyse des Wertes der neuen Wertpapiere von *M. K. & T.* ist ein Vergleich mit *St. Louis-San Francisco* unausweichlich. Beide Systeme sind sich in Lage, Verkehrsaufkommen und Kapitalstruktur äußerst ähnlich. Zudem wurde die Restrukturierung von *Missouri, Kansas & Texas* in naher Anlehnung der Restrukturierung der *'Frisco* gestaltet, die 1916 abgeschlossen war.

	<i>St. Louis-San Francisco</i>				<i>Missouri, Kansas & Texas</i>			
	Zinssatz (%)	Fälligkeit	Kurs (ca.)	Rendite (%)	Zinssatz (%)	Fälligkeit	Kurs (ca.)	Rendite (%)
Vorrangige Anleihen	4 5 6	1950 1950 1928	69,5 83,5 96,5	6,35 6,25 6,55	4 5 6	1970 1970 1932	65 78 92	6,35 6,50 7,15
Gewinn-schuldverschreibungen*	6	1955	73,5	8,16				
Gewinnobligationen*	6	1960	55,5	10,81	5	1967	45	11,11*
Vorzugsaktien	(6)		38		(7)		25,5	
Stammaktien			21,5				8,25	

* Unter Annahme vollständiger Zinszahlungen.

Die Ähnlichkeit der Kapitalstruktur der beiden Eisenbahngesellschaften ist in oben stehender Tabelle verdeutlicht, in der die aktuellen Kurse und Renditen von verschiedenen Wertpapieren verglichen werden.

Auf den folgenden Seiten erörtern wir die allgemeine Lage der beiden Unternehmen hinsichtlich Kapitalstruktur und Betriebsergebnis und unternehmen einen detaillierten Vergleich der entsprechenden Wertpapieremissionen. Unsere Analyse zeigt, dass *M. K. & T.* gegenüber *St. Louis-San Francisco* zwei grundlegende Vorteile besitzt:

- Die Fixkosten im Verhältnis zum Bruttoumsatz sind geringer.
- Die Wirtschaftlichkeit ist höher.

Durch diese beiden Vorteile sollte *M. K. & T.* in der Lage sein, einen höheren Grad an Absicherung für seine Anleihen zu bieten, zusätzlich zu einer höheren relativen Ertragskraft für die Aktien. Basierend auf einer Untersuchung der beiden Systeme empfehlen wir für Wertpapierbesitzer von *St. Louis-San Francisco* Folgendes:

1. Ein Austausch der *'Frisco Prior Lien 4s, 5s und 6s* gegen die entsprechenden Obligationen von *M. K. & T.* zu ihren niedrigen Kursen
2. Ein Austausch der *'Frisco 6s*-Gewinnschuldverschreibungen zu 55,5 Dollar gegen *M. K. & T. Adjustment 5s* zu 45 Dollar
3. Ein Austausch der *'Frisco*-Stammaktie zu 21,5 Dollar gegen die *M. K. & T.*-Vorzugsaktien zu 25,5 Dollar

Ferner erachten wir, wenn wir die Wertpapiere von *M. K. & T.* nach ihren individuellen Vorzügen beurteilen, die durch Vorranghypothek gesicherten Obligationen als gut besicherte hochverzinsliche Anlagen und die Gewinnschuldverschreibungen, Vorzugs- und Stammaktien als attraktive spekulative Gelegenheiten.

Staat	<i>M.K. & T.</i>	<i>St. Louis-San Francisco</i>
Missouri	544	1720
Kansas	487	626
Texas	1721	495
Oklahoma	1036	1517
Andere Staaten	19	898
Gesamt	3807	5256

Betriebsmeilen zum 31. Dezember 1920

Missouri, Kansas & Texas und *St. Louis-San Francisco* operieren hauptsächlich in denselben Staaten und liegen in vielen Punkten im Wettbewerb. Demzufolge ist das Verkehrsaufkommen der beiden Systeme sehr ähnlich, außer dass 'Frisco erheblich mehr Kohle und Nutzholz, jedoch entsprechend weniger Öl befördert. Die Gebühren je Meile für Fracht- und Passagierfahrten sind nahezu identisch. *M. K. & T.* leistet durchschnittlich jedoch erheblich schwerere Zugladungen und längere Fahrten.

Position	<i>M.K. & T.</i>	<i>St. Louis-San Francisco</i>
Durchschnittlicher Gütertransport Umsatz	442 Tonnen	398 Tonnen
Durchschnittlicher Gütertransport je Tonne Umsatz	248 Meilen	187 Meilen

Diese beiden Vorteile machen zweifelsohne einen Großteil der wesentlich niedrigeren Transportkosten von *M. K. & T.* im Jahre 1921 aus.

KAPITALSTRUKTUR

Ein Vergleich der Wertpapieremissionen der beiden Unternehmen sieht wie folgt aus:

Position	<i>M.K. & T. (in \$)</i>	<i>San Francisco (in \$)</i>
Ausstattung	7.248.000	86.782.000
Vorrangige Anleihen	93.073.000	121.748.000
Gewinnschuldverschreibungen	57.500.000	39.220.000

Gewinnobligationen		35.192.000
Vorzugsaktien	24.500.000	7.500.000
Stammaktien	783.155 Aktien (ohne Nennwert)	504.470 Aktien (Nennwert 100 \$)
Fixe Zinsbelastungen	4.917.717	9.248.374
Variable Zinsbelastungen	2.875.000	4.750.912
Zinsbelastungen gesamt	7.792.717	13.999.286

Die Zahlen für *St. Louis-San Francisco* stammen aus dem letzten verfügbaren Jahresbericht vom 31. Dezember 1920. Die Daten von *M. K. & T.* basieren auf der Annahme, dass alle alten Wertpapiere nach den Bestimmungen des Restrukturierungsplans ausgetauscht werden. Voraussichtlich bleiben jedoch einige der aktuellen Vorrangspfandrechte, insbesondere die *First 4s* (fällig 1990), weiterhin ausstehend. In einem solchen Fall würde der Betrag der zugrunde liegenden Anleihen, wie oben angegeben, erhöht und jener der durch Vorranghypothek gesicherten Obligationen verringert werden, das heißt, der Gesamtbetrag bleibt praktisch unverändert. Es wird erwartet, dass die festverzinslichen Belastungen etwas geringer als der im Plan angesetzte Gesamtbetrag sind, da das Unternehmen von 1 Prozent der *First 4s* in Höhe von 40 Mio. Dollar, die nicht umgetauscht werden, jährlich einen halben Prozentpunkt einsparen kann.

Die »ungewissen Zinsbelastungen« repräsentieren den Bedarf der Besserungsscheine, die nur im Falle eines Gewinns zurückgezahlt werden müssen. Diese elastische Vorkehrung stellt für beide Eisenbahngesellschaften eine Art Stärke dar, da sie ihnen ermöglicht, ihre Zinsbelastungen in kritischen Jahren ohne finanzielle Turbulenzen zu reduzieren.

	<i>M.K. & T.</i>		<i>'Frisco</i>	
	je Meile (in \$)	% vom Bruttogewinn	je Meile (in \$)	% vom Bruttogewinn
Bruttogewinn	16.870	100,0	16.730	100,0
Fixe Zinsbelastungen	1300	7,7	1790	10,7
Variable Zinsbelastungen	760	4,5	920	5,5
Zinsbelastungen gesamt	2060	12,2	2710	16,2

Vergleich der Bruttoeinnahmen und zinsbelastung je Betriebsmeile

Die oben stehende Tabelle zeigt den Vorteil, den *M. K. & T.* durch eine drastische

Reduzierung der festverzinslichen Belastungen gewinnt. Dadurch müssen nur etwa 7,7 Cent je Dollar aufgewendet werden. Dieses Verhältnis ist so gering, dass unter gewöhnlichen Bedingungen ein großer Sicherheitsspielraum für die durch Vorranghypothek gesicherten Obligationen garantiert werden kann. In dieser Hinsicht besitzt *M. K. & T.* mit seinen verhältnismäßig niedrigen – sowohl feststehenden als auch ungewissen – Zinskosten einen erheblichen Vorteil gegenüber *St. Louis-San Francisco*.

ERTRAGSKRAFT

Beim Vergleich der Ertragskraft zweier Unternehmen ist es üblich, den Durchschnitt der Jahresberichte mehrerer Jahre zu verwenden. Im gegenwärtigen Fall macht jedoch der störende Einfluss staatlicher Kontrolle eine derartige Vorgehensweise unmöglich. Die Zahlen früherer Jahre liegen zu weit zurück und im Zeitraum von 1917 bis 1920 sind sie zu außergewöhnlich, um aus ihnen eine seriöse Analyse zu erstellen. Daher ist es notwendig, das meiste Gewicht auf die letzten Betriebsergebnisse zu legen. Für die elf Monate bis 30. November 1921 wurde die Ergebnisrechnung gerade veröffentlicht. Unter Hinzurechnung eines Elftels kann die Ergebnisrechnung auf das gesamte Jahr hochgerechnet werden (siehe nachstehende Tabelle).

	<i>M.K. & T.</i>		<i>'Frisco</i>	
	Wert (in \$)	% vom Bruttoumsatz	Wert (in \$)	% vom Bruttoumsatz
Betriebsmeilen	3.784		5.165	
Bruttoumsatz	63.842.000	100,0	86.521.000	100,0
Instandhaltung	24.635.000	38,6	26.874.000	31,1
Sonstige Betriebsausgaben	25.072.000	39,3	37.275.000	43,1
Steuern	2.731.000	4,3	3.790.000	4,4
Mieten etc., abzgl. sonstiger Erträge	1.654.000	2,6	1.065.000	1,2
Saldo zur Zinsdeckung	9.750.000	15,2	17.517.000	20,2
Fixe Zinsbelastungen	4.918.000	7,7	9.248.000	10,7
Variable Zinsbelastungen	2.875.000	4,5	4.750.000	5,5
Saldo für Aktien	1.957.000	3,0	3.519.000	4,0
Vorzugsdividendenansprüche	1.715.000	2,7	450.000	0,5
Saldo für Stammaktien	242.000	0,3	3.069.000	3,5

Ergebnisrechnung im Kalenderjahr 1921 (ein monat geschätzt)

Bei der Analyse der oben angeführten Zahlen ist es notwendig, den deutlich höheren Instandhaltungsaufwendungen von *M. K. & T.* besondere Aufmerksamkeit zu widmen. Für jeden Dollar Umsatz wurden hier 38,9 Cent für Instandhaltung aufgewendet, bei *'Frisco* dagegen nur 31,3 Cent. Es ist bekannt, dass die für Instandhaltung aufgewendeten Beträge größtenteils willkürlich durch das Management bestimmt werden und somit eine Methode darstellen, den Gewinn mehr oder weniger künstlich zu steuern. Verglichen mit anderen Eisenbahngesellschaften im gleichen Gebiet scheint es, dass *'Frisco* während des vergangenen Jahres zu wenig und *M. K. & T.* zu viel Instandhaltung betrieben hat. Diese Vorgehensweise hat dazu geführt, dass der Gewinn von *St. Louis-San Francisco* wesentlich höher und der von *M. K. & T.* erheblich geringer erscheint als bei einer »normalen« Kalkulation der Instandhaltungsaufwendungen.

Falls *M. K. & T.* 35 Prozent des Umsatzes (offenbar ein angemessener Wert) für Instandhaltungen aufgewendet hätte, wäre der Gewinn um 2,3 Mio. Dollar höher und der Gewinn von *'Frisco* 3.280.000 Dollar niedriger als die Ergebnisse, die den Jahresberichten zu entnehmen sind.

Die folgende Analyse zeigt, wie radikal eine derartige Berichtigung die Position der

verschiedenen Wertpapiere beeinflusst hätte.

Position	Tatsächliches Ergebnis		Bereinigtes Ergebnis (Instandhaltungsrate bei 35 %)	
	<i>M. K. & T.</i>	<i>'Frisco</i>	<i>M. K. & T.</i>	<i>'Frisco</i>
Deckungsrate feststehender Zinsbelastungen	1,94-mal	1,89-mal	2,51-mal	1,54-mal
Zinsdeckungsrate gesamt	1,25-mal	1,25-mal	1,55-mal	1,02-mal
Gewinn je Vorzugsaktie (in \$)	8,00	46,92	17,39	3,19
Gewinn je Stammaktie	0,30	6,08	3,25	0

Ertragskraft von 1921

DURCH VORRANGHYPOTHEK GESICHERTE OBLIGATIONEN

Obwohl die durch Vorranghypothek gesicherten Wertpapiere von *M. K. & T.* einige Punkte unter denen von *'Frisco* notieren, zeigt die oben stehende Tabelle, dass sie besser besichert sind. Denn ungeachtet der viel höheren Instandhaltungsaufwendungen bei *M. K. & T.* besaß die Deckungsrate für festverzinsliche Ansprüche im Jahr 1921 einen großen Spielraum. Falls die unterschiedlichen Instandhaltungskosten entsprechend berücksichtigt werden, wird die überlegene Entwicklung von *M. K. & T.* noch deutlicher.

GEWINNOBLIGATIONEN UND BESSERUNGSSCHEINE

Die Zinsen auf die *M. K. & T. Adjustment 5s* sind nach 1925 kumulativ, wohingegen die *St. Louis-San Francisco Income 6s* dauerhaft nicht kumulativ sind. Während der nächsten drei Jahre muss mindestens die Hälfte des für die *M. K. & T. Adjustments* verfügbaren Betrages an Zinsen gezahlt werden. Auf Basis des Gewinns von 1921 ist es wahrscheinlich, dass die Besitzer der Gewinnobligationen die vollen 5 Prozent für dieses Jahr erhalten.

Diese Wertpapiere von *M. K. & T.* und *'Frisco* erbringen die gleiche Rendite, wenn die Zinsen voll gezahlt werden. Die *M. K. & T.*-Besserungsscheine sind beständiger, da sie den durch Vorranghypothek gesicherten Obligationen direkt nachrangig sind, wohingegen die

'Frisco Income 6s zusätzlich der Hypothek zur Sicherung von Inhaberschuldverschreibungen unterliegen. Wie in der letzten Tabelle gezeigt, sollten die von *M. K. & T. Adjustments* unter gewöhnlichen Betriebsbedingungen den Vorteil einer wesentlich höheren Ertragskraft haben.

M. K. & T. 7-PROZENT-VORZUGSAKTIEN (KUMULATIV AB 1. JANUAR 1928)

Aufgrund der Ähnlichkeit des Kurses ist diese Emission eher mit den Stammaktien als mit den Vorzugsaktien von *'Frisco* zu vergleichen. Die Vorzugsaktien von *M. K. & T.* weisen ausgezeichnete laufende Gewinne auf und scheinen nicht nur den Stammaktien von *St. Louis-San Francisco* eindeutig vorzuziehen zu sein, sondern stellen auch an sich eine spekulative Kaufgelegenheit dar.

M. K. & T. 7-PROZENT-STAMMAKTIEN

Während Dividenden für diese Aktie zweifelsohne weit zurückliegen, sollte sie schnell jede Verbesserung der allgemeinen Marktsituation von Eisenbahngesellschaften beziehungsweise der Lage von *Missouri, Kansas & Texas* widerspiegeln. Zu ihrem gegenwärtigen Kurs von 8,25 Dollar besitzt diese günstige Eisenbahnaktie ungewöhnlich spekulative Möglichkeiten.

EIN VERGLEICH VON ATCHISON, SOUTHERN PACIFIC UND NEW YORK CENTRAL (RUNDSCHREIBEN VOM APRIL 1922)

EINLEITUNG

In den letzten Wochen konnte eine Wiederbelebung des Interesses an hochgradigen Eisenbahnaktien festgestellt werden. Diese Aktivität ist von besonderer Bedeutung, da sie sowohl spekulative Erwägungen als auch solche von Langzeitinvestoren berücksichtigt. Der fortgesetzte Kursanstieg bei den Anleihen hat sich zunächst in einer entsprechenden Stärke von Vorzugsaktien niedergeschlagen und lenkt nun die Aufmerksamkeit auf Stammaktien mit Anlagebonität, das heißt Aktien mit traditioneller Dividendenhistorie.

Auch aus spekulativer Sicht gewinnen höherklassige Eisenbahnaktien an Attraktivität. Es gibt deutliche Anzeichen für eine erhebliche Verbesserung der Gewinne im Jahr 1922 im

Vergleich zum Vorjahr. Aktuell werden bereits beträchtliche Steigerungsraten beim Frachttransport berichtet und dieser Zuwachs sollte durch den industriellen Aufschwung im Laufe des Jahres intensiviert werden.

Von noch größerer Wichtigkeit ist die fortgesetzte Reduzierung der Betriebskosten, die allmählich zu einer Rückkehr eines normalen Verhältnisses von Nettoertrag zu Bruttoumsatz führt.

Daher verdienen hoch bewertete Stammaktien von Eisenbahngesellschaften Beachtung von Anlegern und Spekulanten. Wir präsentieren das Ergebnis einer Untersuchung des gegenwärtigen Status und der aktuellen Jahresberichte von drei bekannten derartigen Emissionen – *Atchison* sowie *Southern Pacific* und *New York Central*. Einige der wichtigsten Zahlen sind in der folgenden Kurzübersicht zusammengefasst.

Gesellschaft	Kurs ca.	Dividende (in %)	Rendite (in %)	Gewinn je Aktie (in \$)		Deckungs rate der feststehenden Belastungen 1921
				1921	Durchschnitt	
<i>Atchison</i>	100	6	6,00	14,69	12,89	4,00-mal
<i>Southern Pacific</i>	90	6	6,67	7,25	8,35	2,13-mal*
<i>New York Central</i>	91	5	5,50	8,92	6,64	1,44-mal

* Teilweise geschätzt. siehe Text.

Stammaktien

Aus Sicht der Ertrags- und Finanzkraft zeigen die Zahlen eine deutliche Vorrangstellung von *Atchison*. Verglichen mit *New York Central* besitzt dieses Unternehmen eine höhere Dividendenrendite, höhere Gewinne und einen wesentlich kleineren Anteil an Anleihenschulden. Während *Southern Pacific* und *Atchison* beide 6 Prozent an Dividenden zahlen, ist die Ertragskraft von *Atchison* überlegen genug, um ihre um 10 Punkte höher liegende Kursnotierung vollständig zu rechtfertigen.

Neben dem bemerkenswerten Gewinn verdienen die folgenden Merkmale in der Aufstellung von *Atchison* besondere Aufmerksamkeit:

- der Bestand an Barmitteln,
- die wertvollen Ölquellen und

- die niedrigen und ständig sinkenden langfristigen Verbindlichkeiten.

Die Bilanzen der drei Unternehmen werden auf den folgenden Seiten genauer analysiert. Basierend auf einer sorgfältigen Studie der verfügbaren Daten gelangen wir zu den folgenden Schlussfolgerungen:

1. *Atchison* sollte zum gegenwärtigen Zeitpunkt gekauft werden, entweder als attraktive Kapitalanlage oder zur Erzielung eines konservativen Spekulationsgewinns.
2. *Atchison* ist aufgrund seiner wesentlich höheren Ertragskraft an sich begehrenswerter als *Southern Pacific*.
3. Wertpapiere von *New York Central* könnten problemlos in Wertpapiere von *Atchison* getauscht werden, um eine höhere Dividendenrendite, eine durchschnittlich höhere Ertragskraft und höhere finanzielle Stabilität zu erzielen.

Aus spekulativer Sicht ist es angemessen, aufzuzeigen, dass die kleine Menge an *New York Central*-Aktien – im Verhältnis zu ihren Anleienschulden und ihrem Bruttoumsatz – unter günstigen Umständen zu einem schnelleren Gewinnanstieg je Aktie führen kann. Umgekehrt kann ein verhältnismäßig geringer Rückgang des Gewinns den für diese Aktien verfügbaren Saldo ernsthaft reduzieren.

UNTERNEHMENSSTRUKTUR

Bei der Analyse der Situation einer Eisenbahngesellschaft ist es häufig notwendig, nicht nur den jeweiligen Betrieb zu berücksichtigen, sondern auch die wesentlichen Beteiligungen an Tochtergesellschaften oder verbundenen Unternehmen. Die von *Atchison* und *Southern Pacific* veröffentlichten Jahresberichte berücksichtigen die Ergebnisse des gesamten Systems, doch *New York Central* besitzt große Aktienanteile an wichtigen Eisenbahnlinien, die ihre Betriebsergebnisse separat veröffentlichen. Die gesamten Betriebsmeilen dieser beherrschten Unternehmen übersteigen sogar die von *New York Central*. Jedes Jahr steuern die Tochtergesellschaften einen wesentlichen Anteil zu den Rücklagen bei, wovon ein Großteil tatsächlich den Aktien von *New York Central* zufließt, sich jedoch nicht im Gewinn der Muttergesellschaft widerspiegelt. Um eine geeignete Basis zur Beurteilung des Wertes der Aktien von *New York Central* zu liefern, analysieren wir die Ertragskraft sowohl anhand der eigenen Ergebnisrechnung des Unternehmens als auch anhand eines konsolidierten Berichtes, der alle Tochtergesellschaften einschließt. Ein zusätzlicher Grund für die Verwendung der letzteren Methode findet sich in der kürzlichen Erklärung von *New York*

Central, man habe die Absicht, die ausstehenden Minderheitsanteile der beherrschten Unternehmen zu erwerben, um deren Betrieb mit dem eigenen zu fusionieren.

Die nachstehende Tabelle listet die eigenständig tätigen Tochtergesellschaften von *New York Central* auf, zusammen mit ihren Betriebsmeilen und dem innerhalb des Systems gehaltenen Aktienanteil.

Unternehmen	Betriebsmeilen	Aktienanteil in %
<i>N.Y. Central R.R.</i>	6069	
<i>Cincinnati Northern</i>	245	56,9
<i>C.C.C. & St. Louis</i>	2421	50,1
<i>Indiana Harbor Belt</i>	120	60,0
<i>Kanawha & Michigan</i>	176	100,0
<i>Lake Erie & Western</i>	738	50,1
<i>Michigan Central</i>	1865	89,8
<i>Pittsburgh & Lake Erie</i>	224	50,1
<i>Toledo & Ohio Central</i>	492	100,0
Gesamt	12.350	

Auch hinsichtlich *Southern Pacific* muss die Aufstellung aus früheren Jahren korrigiert werden, um die Anpassungen widerzuspiegeln, die sich aus der kürzlichen Abspaltung der Ölsparte ergeben haben. Ebenso müssen der Wegfall des früheren Ölgewinns, der Austausch von Umtauschanleihen in Aktien und die Einnahme von 43 Mio. Dollar in bar durch den Verkauf der Aktien von *Pacific Oil* berücksichtigt werden.

ERTRAGSKRAFT

Die Ergebnisse des Jahres 1921 erwecken besonderes Interesse, da sie die aktuellsten sind und weil sie das erste vollständige Jahr eines unabhängigen Betriebes darstellen. Eine zusammengefasste Ergebnisrechnung für das Jahr 1921 findet sich auf S. 881.

Die fixen Belastungen und das außerordentliche Ergebnis von *Southern Pacific* wurden auf Basis des Jahresberichtes von 1920 geschätzt, der angepasst wurde, um die Abspaltung der Ölförderung widerzuspiegeln. Es zeigt sich sofort, dass *Atchison* nicht nur den höchsten

Gewinn je Aktie aufweist, sondern auch das niedrigste Verhältnis von fixen Belastungen zu verfügbarem Gewinn. Die zusammengefasste Ergebnisrechnung von *New York Central* und ihren Tochtergesellschaften zeigt beträchtliche Gewinne je Aktie; der hohe Anteil von Anleihen und Mietverpflichtungen – gemessen an der Gesamtkapitalisierung – darf jedoch nicht außer Acht bleiben.

Die aus den Zahlen des Jahres 1921 gezogenen Schlussfolgerungen werden durch Berücksichtigung der Ergebnisrechnung jedes Unternehmens seit 1914 bestätigt. Wir geben hier die jährlichen Gewinne je Aktie an. Für die Jahre 1918, 1919 und 1920 werden zwei Ergebnisse gezeigt, die sowohl auf dem tatsächlichen Betrieb als auch auf der staatlichen Mietgarantie basieren. Die Zahlen für *Southern Pacific* wurde angepasst wie auf S. 881 ersichtlich.

Die Regelmäßigkeit, mit der *Atchison* trotz der ungewöhnlichen Bedingungen, denen die Transportunternehmen während eines Großteils dieser Periode insgesamt ausgesetzt waren, den Gewinn seit 1915 auf einem hohen Niveau gehalten hat, stellt keinesfalls das einzige bemerkenswerte Charakteristikum der oben stehenden Zahlen dar. Der Gegensatz zu *New York Central* und *Southern Pacific* ist besonders im Übergangsjahr 1920 deutlich.

Ein weiteres signifikantes Merkmal von *Atchison* ist der beträchtliche Anstieg der betriebsfremden Erträge von 4.311.000 Dollar im Jahr 1918 auf 15.100.000 Dollar im Jahr 1919 und 9.842.000 Dollar im Jahr 1920. Ein Großteil dieser Gewinne stammte aus der Ölförderung, deren Bedeutung offensichtlich nicht ausreichend erkannt wurde.

ZAHLEN DES LAUFENDEN BETRIEBS

Die überlegene Ertragskraft von *Atchison* gegenüber *Southern Pacific* und *New York Central* stützt sich zum Teil auf das im Verhältnis zu den Bruttoeinnahmen geringere Kapital, im Einzelnen jedoch auf die niedrigeren Betriebsaufwendungen. Die Tabelle macht den Transportkostenvorteil von *Atchison* deutlich:

GEWINN- UND VERLUSTRECHNUNG 1921 (IN 1000 \$)

Position	<i>Atchison</i>	<i>Southern Pacific</i>	<i>N.Y. Central R.R.</i>	<i>N.Y. Central System</i>
Meilen	11.678	11.187	6.077	12.350
Bruttoumsatz (in \$)	228.925	269.494	322.538	535.821

Gewinn nach Mietaufwand (in \$)	41.268	39.823	56.679	90.615
Sonstige Erträge (in \$)	11.082	8.000*	15.665	17.251
Gesamtgewinn (in \$)	52.350	47.823	72.344	107.866
Feststehende Belastungen etc. (in \$)	13.018	22.800*	50.048	71.519
Vorzugsdividenden (in \$)				500
Verfügbar für Minderheitsaktien (in \$)				4.302
Saldo für Stammaktien (in \$)	33.123	25.023	22.296	31.545
Saldo für Stammaktien je Aktie (in \$)	14,69	7,25	8,91	12,62**

* Geschätzt. Siehe Text.

** Je Aktie von N.Y. Central.

Es ist zu erkennen, dass *Atchison* durchweg großzügige Instandhaltungsaufwendungen vorgenommen hat. Verglichen mit *Southern Pacific*, deren Betrieb nahezu das gleiche Gebiet abdeckt, hat *Atchison* regelmäßig einen höheren Prozentsatz seines Umsatzes für Instandhaltungen und einen deutlich kleineren Anteil für Transportkosten aufgewandt.

Kalenderjahr	<i>Atchison</i>		<i>Southern Pacific</i> *		<i>N.Y. Central R.R.</i>		<i>N.Y. Central System</i>	
	Gewinn auf operativer Basis (in 1000 \$)	Gewinn auf Garantiebasis (in 1000 \$)	Gewinn auf operativer Basis (in 1000 \$)	Gewinn auf Garantiebasis (in 1000 \$)	Gewinn auf operativer Basis (in 1000 \$)	Gewinn auf Garantiebasis (in 1000 \$)	Gewinn auf operativer Basis (in 1000 \$)	Gewinn auf Garantiebasis (in 1000 \$)
1921	14,69		7,25		8,92		12,62	
1920	12,54	13,98	1,89	8,61	-12,34	5,49	-14,65	9,68
1919	15,41	16,55	7,03	8,40	6,23	7,97	10,73	8,62
1918	10,59	9,98	10,63	8,38	6,59	7,16	13,39	8,34
1917	14,50		13,96		10,24		13,25	
1916	15,36		11,00		18,26		23,50	
1915	10,99		8,90		11,08		13,80	
1914	9,03		6,01**		4,10		3,69	
Durchschnitt								
Gewinn auf operativer	12,89		8,33		6,64		9,54	

Basis				
Gewinn auf Garantie-basis	13,14	9,06	9,16	11,69

KAPITALSTRUKTUR

Das Verhältnis von Aktien zu Anleihen ist bei *Atchison* am höchsten und bei *New York Central* am geringsten. Die Kapitalstruktur des letzteren Unternehmens scheint eher unausgeglichen, das heißt, relativ kleine Veränderungen des Gewinns führen zu weitreichenden Schwankungen des für die Aktien verfügbaren Saldos. In erfolgreichen Jahren hat dieses Übergewicht von Anleihen zu einer offensichtlich hohen Ertragskraft für die Aktien geführt, in Depressionsjahren kann dies jedoch zu einer ernsthaften Last werden.

SCHLUSSFOLGERUNG

Der einzigartige Status von *Atchison* im Eisenbahnsektor kann vielleicht am besten durch seine Finanzmittelposition verdeutlicht werden. Trotz des Umstandes, dass das Unternehmen während der letzten acht Jahre eigentlich keine Anleihen emittiert hat, besaß es am 31. Dezember des letzten Jahres über 52.700.000 Dollar an Barmitteln und Schatzanleihen, wohingegen sich die kurzfristigen Verbindlichkeiten auf 28.279.000 Dollar beliefen. Die Kombination aus hoher Ertragskraft und einer soliden Finanzlage rechtfertigt die Erwartung einer späteren Erhöhung der Dividendenrate.

ANMERKUNG 67 (ZU SEITE 165, 734 UND 741)

Das folgende Zitat entstammt den Seiten 594 bis 595 der Auflage dieses Buches von 1934:

»Ein aktuelles Beispiel. – Die *Fox Film Corporation* änderte nach hohen Verlusten im Zeitraum von 1931 bis 1932 ihre Kapitalstruktur mit Wirkung zum April 1933, indem sie die Besitzer von etwa 95 Prozent ihrer Verbindlichkeiten davon überzeugte, diese in Stammaktien des Unternehmens umzuwandeln. Im Ergebnis wurden die Bankdarlehen getilgt und die Anleihenemission, mit Fälligkeit April 1936, wurde von 30 Mio. Dollar auf unter 1,8 Mio. Dollar verringert. Im Dezember 1933 notierten die 6-Prozent-Anleihen bei 75 Dollar, das heißt bei einer Rendite bis zur Fälligkeit von über 20 Prozent. Der Marktwert der Stammaktien betrug etwa 35.000.000 Dollar, das Nettoumlaufvermögen etwa 10 Mio. Dollar.

Die Zahlen wiesen darauf hin, dass die Anleihenemission großzügig besichert und demzufolge bei einem Kurs von 75 Dollar günstig war.

Wie verlässlich war diese Schlussfolgerung? Es kann mit Sicherheit gesagt werden, dass entweder die Aktien nicht annähernd 35 Mio. Dollar wert waren oder die Anleihenemission im Wert von 1,8 Mio. Dollar vollkommen sicher sein musste. Doch eine derartige Aussage ist weniger aufschlussreich, als sie klingt, da es normalerweise nicht möglich ist, aus dem jeweiligen Kursunterschied einer hoch spekulativen Aktie und einer vorrangigen Anleihe mit Anlagebonität zu profitieren.⁴¹⁷ Der Analyst muss entscheiden, ob das Wertpapier an sich eine attraktive Kaufgelegenheit darstellt. Falls das Unternehmen sehr instabil ist, kann selbst eine große Emission von Stammaktien vollständig verschwinden und eine geringe Anleihenemission nicht gezahlt werden. *Fox Film* stellt auf der einen Seite eine ansehnliche Größe in einer bedeutenden Branche dar, das heißt, es sollte ausreichende Stabilität vorhanden sein, um zumindest die Ablösung dieser kleinen Verpflichtung sicherzustellen. Andererseits ist die Filmindustrie eine äußerst spekulative Branche und die Bilanzen von *Fox Film* seit 1930 waren nicht vertrauenerweckend.

Unsere Schlussfolgerung muss daher darauf hinauslaufen, dass die außergewöhnlich hohe Absicherung für diese Anleihen im Dezember 1933 das Risiko einer Nichtzahlung auf einen geringen Anteil reduzierte. Bei derartigen Transaktionen betonen wir erneut, dass eine Diversifizierung als Schutzmaßnahme dienen kann, und wir vertreten die Ansicht, dass sich einige Käufe in diesem Bereich im Durchschnitt wahrscheinlich recht zufriedenstellend auswirken. Es versteht sich von selbst, dass einige Verluste auftreten, doch der Anteil solcher Verluste sollte in einer normalen Periode wie von 1923 bis 1927 zweifellos deutlich geringer sein als in Katastrophenjahren wie zwischen 1930 und 1933. «

NACHSPIEL

Das Unternehmen wies – nach einer Änderung der Kapitalstruktur – während des Jahres 1933 eine Zinsdeckungsrate von 6 auf. Die Kostendeckungsrate lag 1934 bei etwa 5, im Jahr 1935 bei 10 und im Jahr 1936 bei 38. Die Anleihen wurden zur Fälligkeit am 4. April 1936 zum Nennwert abgelöst.

ANMERKUNG 68 (ZU SEITE 746) MITTEILUNG AN DIE BESITZER VON *VICTORY*- ANLEIHEN (RUNDSCHREIBEN VOM MAI 1921)

Wir möchten die Besitzer von *Victory 4,75s* (fällig 1. Juni 1923) auf den Vorteil hinweisen, der durch einen Tausch zum aktuellen Kurs gegen eine gleiche Anzahl *Liberty Fourth 4,25s* (fällig 1938) erreicht werden kann.

Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung notierten die *Victory 4,75s* bei etwa 97,70 Dollar, die *Liberty-Fourth 4,25* bei etwa 87,20 Dollar. Die Gesamtrendite beider Anleihen ist gleich, nämlich 4,86 Prozent. Anders ausgedrückt können *Victory*-Anleihen im Wert von 400 Dollar gegen *Liberty Fourth 4,25s*-Anleihen im Wert von 450 Dollar umgetauscht werden, zu gleichen Kosten und bei gleicher Rendite.

Die *Liberty*-Anleihen besitzen jedoch aus Sicht einer künftigen Marktwertwerterhöhung gegenüber den *Victory*-Anleihen einen großen Vorteil. Der mögliche Anstieg der *Victory*-Anleihen ist strikt auf 2 Punkte beschränkt, da ihre Fälligkeit (1923) einen Verkauf mit einem erheblichen Agio ausschließt. Die *Liberty*-Anleihen werden jedoch mit einem erheblichen Abschlag vom Nennwert gehandelt (über 12,5 Prozent), der es recht wahrscheinlich macht, dass sie in den nächsten Jahren einen bedeutsamen Anstieg verzeichnen.

Wenn man – als extremes Beispiel – annimmt, dass alle *Victory*-und *Liberty*-Anleihen im Jahr 1923 zum Nennwert abgelöst werden, betrüge der Anstieg der *Liberty*-Anleihen mehr als 12 Punkte gegenüber einem Anstieg der *Victory*-Anleihen von nur 2 Punkten. Der Anleger würde 450 Dollar durch den vorgeschlagenen Tausch für *Victory*-Anleihen in Höhe von 400 Dollar realisieren. In jedem Fall müssen die *Liberty Fourth 4,25s*-Anleihen in den nächsten zwei Jahren nur um 2 Punkte steigen, um den vorgeschlagenen Austausch profitabel zu machen.

In diesem Zusammenhang möchten wir darauf hinweisen, dass alle Anzeichen auf einen bevorstehenden Kursanstieg von hochgradigen Anleihen hinweisen. Die Tendenz zu niedrigeren Zinsen ist, wie durch eine Senkung des Diskontsatzes gezeigt, bereits wahrnehmbar. Aus diesem Grund sind langfristige Kapitalanlagen beliebter als kurzfristige Anleihen und dementsprechend ist die Rendite von Ersteren wesentlich geringer als die von Anleihen nahe der Fälligkeit. Doch im Fall der *Victory*-Anleihen können diese kurzfristigen Anleihen ohne eine Verringerung der Gesamtrendite gegen langfristige *Liberty*-Anleihen eingetauscht werden.

Eine Liquidation bei den *Liberty*-Anleihen war drastisch und bis vor Kurzem kontinuierlich, doch scheint diese Periode beendet zu sein. Auf Kredit erworbene Anleihen wurden größtenteils bezahlt oder verkauft; schwache Beteiligungen wurden nahezu eliminiert und von den *Liberty*-Anleihen kann nun gesagt werden, dass sie sich in den Händen von wirklichen Anlegern befinden. Die deutlich verbesserte technische Position sollte sich – in Reaktion auf jede Kaufaktivität – in einem beträchtlichen Kursanstieg niederschlagen.

Ein weiterer aus dem Austausch zu erzielender Vorteil liegt in der Ausnahme der *Liberty*-

Anleihen (bis zu bestimmten Höchstgrenzen) von der Zusatzsteuer und der normalen Steuer.

Aus diesen beiden wichtigen Gründen – die Aussicht auf einen beträchtlichen Kursanstieg und die Überlegenheit in der Steuerbefreiung – empfehlen wir, *Victory*-Anleihen in eine adäquate Anzahl an *Liberty Fourth 4,25s*-Anleihen einzutauschen.

Zusätzliche Informationen hinsichtlich dieses Vorschlages stellen wir bereitwillig zur Verfügung und erörtern gerne mit einzelnen Anlegern die Steuerersparnis aus diesem Umtausch.

ANMERKUNG 69 (ZU SEITE 749)

Die Hauptgrundsätze der »Dow-Theorie« sind:

1. Durchschnittswerte können drei Arten von Schwankungen aufweisen:
 - a. *Primäre Bewegungen*: umfassende, fundamentale Trends von Hausse- und Baissemärkten, die sich über Zeiträume von unter einem Jahr bis zu einigen Jahren erstrecken. Das Hauptziel der Dow-Theoretiker ist eine genaue Bestimmung solcher Bewegungen.
 - b. *Sekundäre Bewegungen*, die von drei Wochen bis zu mehrere Monaten andauern, jedoch dem Primärtrend entgegengesetzt laufen.
 - c. *Tägliche Schwankungen* in beide Richtungen – von geringerem Charakter und geringer Bedeutung, außer bei der Bestimmung, ob »Linien« geformt werden. Da sie die langfristigen Bewegungen ausmachen, müssen sie jedoch grafisch dargestellt und untersucht werden.
2. Die Durchschnitte von Industrie- und Eisenbahngesellschaften müssen sich gegenseitig bestätigen, sofern hinsichtlich der Natur der aktuellen Bewegungen verlässliche Rückschlüsse gezogen werden sollen. Obwohl, allgemein gesagt, in einer Hausse aufeinanderfolgende Höchststände jedes Durchschnitts die vorhergehenden Höchststände übersteigen und aufeinanderfolgende Tiefstände höher sind als vorhergehende Tiefstände (und umgekehrt in einer Baisse), unterliegt jede Art der größeren Bewegung einer Unterbrechung durch Gegenbewegungen sekundären Charakters. Von diesen sekundären Bewegungen wird allgemein gesagt, dass mit ihrer Hilfe die hauptsächlichen Kursveränderungen der Durchschnitte – seit Beendigung der vorhergehenden sekundären Bewegung – zu etwa einem bis zwei Drittel nachgezeichnet werden können. Es ist offensichtlich, dass der Versuch, aus täglichen oder wöchentlichen Bewegungen zu bestimmen, ob die aktuelle Bewegung sekundär

oder die Umkehr eines Haupttrends ist, eine schwieriges Unterfangen darstellt.

3. Wenn Bewegungen von einigen Wochen oder mehr in beiden Durchschnitten auf eine Spanne von 5 Prozent beschränkt sind, wird von einer »Linie« gesprochen, die sich geformt hat und die entweder auf Anwachsen oder auf Streuung hindeutet. Wenn beide Durchschnitte gleichzeitig über diese Linie ausbrechen, wird hieraus eine Anhäufung geschlossen und ein Kursanstieg vorausgesagt. Falls die Durchschnitte gleichzeitig unter die Linie ausbrechen, lautet die Schlussfolgerung umgekehrt. Falls ein Durchschnitt durch eine Linie bricht, ohne durch eine ähnliche Aktion des anderen bestätigt zu werden, ist das ein negatives Anzeichen.
4. Ein überkaufter Markt wird flau bei Markterholungen und aktiv bei Marktrückgängen; umgekehrt verhalten sich überverkaufte Märkte. Große Volumina kennzeichnen das Ende einer Hausse; zu ihrem Beginn gibt es nur wenige Transaktionen.
5. Aktive Aktien tendieren dazu, sich im Einklang mit den Durchschnitten zu bewegen, jedoch können einzelne Aktien typische Umstände reflektieren, die Abweichungen von Durchschnittsmustern ergeben können.

Die vorangehende Auflistung der Hauptgrundsätze der »Dow-Theorie« kann notwendigerweise nicht viele wichtige Einzelheiten zeigen oder die Art, wie diese Theorie in der Praxis angewendet wird. Für vollständigere Aussagen der Theorie und ihrer Anwendung siehe W. P. Hamilton, *The Stock Market Barometer*, New York, 1922; Robert Rhea, *The Dow Theory*, New York, 1932; Charles A. Dice, *The Stock Market*, S. 486–506, New York, 1926; Floyd F. Burtchett, *Investments and Investment Policy*, S. 672–688, New York, 1938. Zur Chartanalyse allgemein siehe R. W. Schabacker, *Stock Market Theory and Practice*, S. 591–692, New York, 1930.

ANMERKUNG 70 (ZU SEITE 570, 755)

»Investors Guide Stock Reports«, eine Abteilung der *Standard Statistics Co., Inc.*, gab im Oktober und Dezember 1933 die folgenden beiden Berichte heraus:

B (N.Y.S.E.) BALDWIN LOCOMOTIVE WORKS					
Aktie	Bewertung	Dividende	Kurs	Datum	Rendite
Stammaktie	Halten II	Keine	11,125	21.12.1933	Keine
7-Dollar- Vorzugsaktie	Halten, spekulative Vorzugsaktie	Keine	34,875		Keine

Hinweis: Sind konstruktive Entwicklungen in Aussicht, dienen sie dazu, die nachteiligen Effekte der Stammaktie durch eine spätere Ausübung von Aktienoptionen zu neutralisieren. Die Vorzugsaktie besitzt eine langfristige spekulative Attraktivität.

Lage & Aussicht: Obwohl die Betriebsaufwendungen von *Baldwin* auf einem Minimum gehalten wurden, spiegelt sich der Mangel an Bestellungen für Lokomotiven im Jahr 1933 wahrscheinlich in einem Betriebsverlust für das Jahr wider. Zusammengefasste Bestellungen in letzter Zeit weisen auf eine moderate Expansion hin und der Ausblick des Unternehmens für das Jahr 1934 hat sich erheblich verbessert aufgrund von Darlehen, die einer Reihe von Eisenbahngesellschaften von der PWA zum Kauf neuer Maschinen (einschließlich 30 Lokomotiven) gewährt wurden. Anträge weiterer Transportunternehmen für Maschinen, darunter auch 133 neue Lokomotiven, stehen noch aus. Somit gibt es eindeutige Anzeichen, dass die Transportunternehmen angefangen haben, ihre Antriebskraft zu erhöhen; die vollständige Wirkung des Programms wird sich wahrscheinlich gegen Ende 1934 zeigen. *Baldwin* kann aufgrund seiner starken Marktposition auf einen Großteil des Geschäftes hoffen. Während aktuelle Gewinne auf die Stammaktien erst einmal noch nicht zu erwarten sind, insbesondere da die Aktie durch die angedeutete spätere Ausübung von Optionen erheblichen Verwässerungen unterliegt, scheint es, dass die Verluste je Stammaktie von nun an abnehmen sollten. (Die zu den durch Gesamthypothek gesicherten Schuldverschreibungen zugehörigen Optionen berechtigen zum Kauf von 480.000 zusätzlichen Stammaktien zu je 5 Dollar.) Die finanzielle Lage ist solide.

Hintergrund: *Baldwin Locomotive Works* ist einer der zwei großen Hersteller von Dampflokomotiven. Es werden ebenso Schmiede- und Gussstücke wie hydraulische und Spezialmaschinen, Motoren, Klimaanlage, Kühlausrüstungen etc. hergestellt. Das Unternehmen besitzt eine Aktienbeteiligung an *General Steel Castings* und wertvolle Grundstücke in Philadelphia.

Kapitalisierung: Langfristige Anleihen: 15.500.000 Dollar; 7 Prozent kumulative Vorzugsaktien (100 Dollar Nennwert); 200.000 Aktien, einlösbar zu 125 Dollar; 843.000 Stammaktien (nennwertlos). Vorzugsdividenden insgesamt gegenwärtig 17,50 Dollar je Aktie.

Gewinn (in \$)			Dividenden (in \$)		Kursspanne	
Stammaktien		Vorzugsaktien	Stammaktien	Vorzugsaktien	Stammaktien	Vorzugsaktien
1933	-5,24	-15,50	Keine	Keine	17,625 – 3,5	60 – 9,5
1932	-6,50	-20,39	Keine	Keine	12 – 2	35 – 8

1931	-6,55	-20,61	0,875	3,50	27,875 – 4,625	104,5 – 15
1930	1,94	15,18	1,75	7,00	38 – 19,375	116 – 84

Achtung: Diese Informationen stammen aus einer Quelle, die als verlässlich angesehen wird, jedoch keine Garantie darstellt.

BRY (N.Y.S.E.) BEATRICE CREAMERY CO.					
Aktie	Bewertung	Dividende	Kurs	Datum	Rendite
Stammaktie	Umtausch	Keine	12,5	17.10.1933	Keine
7-Dollar- Vorzugsaktie	Umtausch	\$7	72		9,9 Prozent

Hinweis: Angesichts kurzfristiger Unsicherheiten sollte der Besitz von Stamm- und Vorzugsaktien gegen Emissionen mit besseren Aussichten getauscht werden.

Lage & Aussicht: Molkereibetriebe unterliegen weiterhin dem Hindernis der ungünstigen statistischen Position der Branche. Die Milchproduktion liegt deutlich über der Nachfrage und diese Situation hat nicht nur zur Bildung von Rekordständen an Butter und Käse geführt, sondern auch verhindert, den Preis dieser Rohstoffe nachhaltig zu stabilisieren. Preissteigerungen von Milch, größtenteils durch staatliche Milchkontrollgremien oder durch Vermarktungsvereinbarungen der AAA initiiert, wurden nahezu vollständig an Landwirte weitergegeben. Zusätzlich wurden die Gewinne des Unternehmens der letzten sechs Monate zum Ende 31. August durch den Kostenanstieg durch die NRA und durch unbefriedigende Speiseeisumsätze während der Hauptmonate Juli und August nachteilig beeinflusst.

Der Gewinn je Aktie für diesen Zeitraum belief sich auf 4,47 Dollar für die Vorzugsaktien und 0,28 Dollar für die Stammaktien, gegenüber 6,34 Dollar und 0,82 Dollar für den gleichen Zeitraum im Vorjahr. Aufgrund saisonaler Einflussfaktoren wird für die letzte Jahreshälfte ein geringerer Gewinn avisiert. Eine Erholung verspricht sich nur langsam zu vollziehen, solange das überschüssige Milchangebot nicht beseitigt ist. Die finanzielle Lage ist solide.

Hintergrund: Beatrice ist der drittgrößte Hersteller in der Molkereiindustrie. Während der größte Teil des Umsatzes zuvor aus Butterproduktion stammte, hat das Unternehmen in den letzten Jahren seine Aktivitäten auf Speiseeis und Milch erheblich ausgeweitet; darüber hinaus werden Käseprodukte, Eier und Geflügel vertrieben. Die Betriebsstätten liegen hauptsächlich im Mittleren Westen, doch eine Expansion an die Ost- und Pazifikküste wurde bereits bewirkt.

Kapitalstruktur: Langfristige Anleihen: keine; 7 Prozent kumulierte Vorzugsaktien (100

Dollar Nennwert); 107.851 Aktien; 377.719 Stammaktien (25 Dollar Nennwert).

Gewinn (in \$)			Dividenden (in \$)		Kursspanne	
Stammaktien		Vorzugsaktien	Stammaktien	Vorzugsaktien	Stammaktien	Vorzugsaktien
1933	-0,84	4,03	Keine	7,00*	27–7	85–45
1932	3,54	19,30	2,50	7,00	43,5–10,5	95–62
1931	7,12	32,49	4,00	7,00	81–37	111–90
1930	7,31	34,02	4,00	7,00	92–62	109,25–101,25

* Achtung: Diese Informationen stammen aus einer Quelle, die als verlässlich angesehen wird, jedoch keine Garantie darstellt.

Investor's guide Stock Reports (Copyright und Veröffentlichung: *Standard Statistics Co., Inc.*, 345 hudson St., N.y.)

UNSERE ERÖRTERUNG IN DER AUFLAGE VON 1934

Es ist offensichtlich, dass die Empfehlung, *Baldwin Locomotive* zu halten und *Beatrice* zu verkaufen, vorwiegend auf der Ansicht basierte, dass die Aussichten für die Lokomotivindustrie gut und für die Molkereiindustrie schlecht waren. Hinsichtlich der Ersteren wird angenommen, dass die Verbesserungen einige Jahre anhalten werden; für *Beatrice Creamery* ist nicht eindeutig, ob die Aussage »eine Erholung verspricht sich nur langsam zu vollziehen« eine Verzögerung von einigen Monaten oder Jahren meint.

Der Ansatz des Wertpapieranalysten gegenüber diesen beiden Stammaktien, sofern er auf den in diesem Buch entwickelten Prinzipien und Techniken basiert, würde sich von dem in den oben angeführten »Aktienberichten« deutlich unterscheiden – genau genommen in entgegengesetzter Richtung. Die anfängliche Schlussfolgerung des Analysten für *Beatrice Creamery* würde etwa wie folgt lauten: »Die aktuellen Bedingungen sowie die kurzfristigen Aussichten werden als ungünstig erachtet. Der Kurs der Aktie hat erheblich an Wert verloren. Ist es möglich, dass die Aktie einen inneren oder dauerhaften Wert hat, der deutlich über dem aktuellen niedrigen Kurs liegt, welcher durch die aktuelle Situation beeinflusst ist?«

Im Fall von *Baldwin Locomotive* könnte die Schlussfolgerung in entgegengesetzter Richtung verlaufen:

»Die Aussichten des Unternehmens für das Jahr 1934 sind entschieden besser als für 1932 und 1933. Die Aktie notiert jedoch zum Fünffachen des niedrigen Kurses von 1932.

Sind die Aussichten günstig und verlässlich genug, um die Stammaktie zu ihrem aktuellen Kurs attraktiv zu machen, in Anbetracht der äußerst unbefriedigenden Zahlen der letzten zehn Jahre?«

Bei der Entwicklung einer Antwort auf diese Fragen wäre eine statistische Analyse angemessen, etwa wie im Folgenden dargestellt (die Daten werden nicht als »Vergleich« von *Baldwin* und *Beatrice* im herkömmlichen Sinne angegeben, sondern eher als Hilfestellung, um im Hinblick auf jede Aktie eine separate analytische Schlussfolgerung zu erreichen):

Position (in \$)	<i>Baldwin Locomotive</i>	<i>Beatrice Creamery</i>
A. Kapitalisierung:		
Anleihen zum Nennwert	15.500.000	
Vorzugsaktien zum Marktwert	7.000.000	7.750.000
Summe vorrangige Wertpapiere	22.500.000	7.750.000
Stammaktien zum Marktwert	9.400.000	4.700.000
Optionen zum Marktwert	3.400.000	
Summe Stammaktienemissionen	12.800.000	
Gesamtkapital	35.300.000	12.450.000
B. Aktuelle Gewinn- und Verlustrechnung:	(vergangene 12 Monate bis Sep. 1933)	(vergangene 12 Monate bis Aug. 1933)
Umsatz	7.730.000	44.045.000
Gewinn vor Abschreibungen und Zinsen	-1.000.000	1.831.000
Abschreibungen	1.850.000	1.605.000
Zinsen	1.160.000	
Vorzugsdividendenansprüche	1.400.000	750.000
Saldo für Stammaktien	-5.410.000	-524.000

<i>Baldwin Locomotive*</i>				<i>Beatrice Creamery*</i>			
Jahr	Umsatz (in 1000 \$)	Gewinn (in 1000 \$)	Saldo für Stammaktien (in 1000 \$)	Umsatz (in 1000 \$)	Gewinn (in 1000 \$)	Saldo für Stammaktien (in 1000 \$)	Gewinn je Stammaktie (in 1000 \$)
1933	7.730	-2.850	-5.410	44.045	226	-524	(d)
1932	10.579	-2.941	-5.478	46.264	434	-323	(d)

1931	20.436	-2.982	-5.523	54.059	2.101	1.363	3,54
1930	49.872	4.202	1.637	82.811	3.354	2.626	7,12
1929	42.797	3.093	900	83.682	2.489	1.971	7,31
1928	37.214	600	-1.104	53.307	1.523	1.103	6,31
1927	49.011	3.400	1.685	52.744	1.223	890	6,66
1926	65.569	5.800	4.049	33.974	1.006	735	5,97
1925	27.876	-500	-2.225	35.050	1.003	760	6,18

* Baldwin: Das Geschäftsjahr endet zum 30. September 1933, davor gleich dem Kalenderjahr. Alle Werte sind – außer für das Jahr 1925 – vergleichbar. Die Werte für 1925–1928 wurden berichtigt, um die durchschnittlichen Abschreibungen i.H.v. 1.022.000 \$ p.a. widerzuspiegeln (siehe hierzu auch Kapitel 34). Der Gewinn für das Jahr 1928 ist ein Näherungswert. *Beatrice*: Das Geschäftsjahr 1933 endet am 31. August. 1932 endet das Geschäftsjahr am 28. Februar 1933, ebenso für 1925–1931. Die Erlöse aus Wertpapierverkäufen i.H.v. 389.000 \$ bei *Beatrice* wurden herausgerechnet.

Durchschnittlicher Gewinn von <i>Baldwin Locomotive Works</i>	etwa \$2.9 Mio. \$
Durchschnittliche Gewinne für Stammaktien und Optionen von <i>Baldwin</i>	824.000 \$
Durchschnittlicher Gewinn je Stammaktie von <i>Baldwin</i> (unter der Annahme der Ausübung der Optionen und 6 Prozent Zinsen auf den vom Unternehmen erhaltenen Betrag)	0,73 \$
Maximaler Gewinn je Stammaktie von <i>Baldwin</i> (berichtigt)	3,17 \$
Durchschnittlicher Gewinn je Stammaktie von <i>Beatrice</i>	6,59 \$
Maximaler Gewinn je Stammaktie von <i>Beatrice</i>	7,31 \$

Hinweis: Infolge der fortlaufenden Expansion von *Beatrice Creamery* zwischen 1925 und 1932 – unter Berücksichtigung der Emission zusätzlicher Aktien – muss der Gewinn je Aktie als bedeutsamer angesehen werden als der Gewinn für die Stammaktien insgesamt.

Position (in \$)	<i>Baldwin</i>	<i>Beatrice</i>
Umlaufvermögen	13.900.000	9.410.000
Kurzfristige Verbindlichkeiten	1.200.000	748.000
Nettoumlaufvermögen	12.700.000	8.662.000
Materielles Anlagevermögen je Stammaktie	26.50	48.75

Hinweis: Die Werte des Umlaufvermögens von *Baldwin* wurden angepasst, um den Anteil der

Minderheitsaktionäre der *Midvale Company* auszuschließen. Der Buchwert der Stammaktien von *Baldwin* wurde unter der Annahme berichtigt, dass die Optionen ausgeübt werden. Der Buchwert der Stammaktien von *Beatrice* wurde nicht um eine Abschreibung von Sachanlagen in 1933 berichtigt (der Betrag wurde nicht angegeben).

Eine Untersuchung dieser quantitativen Daten liefert keinen Grund zu der Annahme, dass die Stammaktie von *Baldwin Locomotive* zu etwa 11 Dollar je Aktie an sich attraktiv ist. Die einzigen ausgesprochen günstigen Werte sind die Gewinne des Einzeljahres 1926 und der Buchwert; doch keine von beiden kann als besonders ausschlaggebend erachtet werden. Oberflächlich betrachtet scheint die Aktie, auf Basis der großen Anzahl vorrangiger Wertpapiere, eine »Hebelwirkung« bzw. eine spekulative Kapitalstruktur zu besitzen. Tatsächlich wäre diese Hebelwirkung jedoch nur von reellem Wert, wenn die Gewinne höher als die seit 1926 erreichten sind.

Im Fall von *Beatrice Creamery* sind die Daten aus zwei wichtigen Gründen eindrucksvoll. Der erste liegt in den beständig hohen Gewinnen je Aktie während der sechs Jahre von 1925 bis 1930, die regelmäßig etwa 50 Prozent des aktuellen Kurses von 12,5 ausmachen. Der zweite betrifft die sehr hohen Umsätze des Unternehmens je Dollar Stammaktie, gemessen an ihrem Marktwert. Selbst zu den niedrigen Preisen von Molkereiprodukten im Jahr 1933 erzielte das Unternehmen je Dollar Stammaktie 9 Dollar Umsatz. Im Jahr 1929 betrug dieses Verhältnis etwa 1 : 18. Offenbar wird nur ein äußerst geringer Gewinn pro Dollar Umsatz benötigt, um auf den gegenwärtigen Kurs der Stammaktie hohe Erträge zu erwirtschaften.

Darüber hinaus gibt es andere analytische Merkmale, die in Bezug auf die Zahlen von *Beatrice* interessant sind:

1. Aus technischer Sicht bietet die Stammaktie aufgrund der Kapitalstruktur besonders günstige spekulative Möglichkeiten. Das gesamte, relativ große vorrangige Kapital besteht aus Vorzugsaktien, die keine Gefahr finanzieller Schwierigkeiten tragen.
2. Der hohe Sachanlagenvermögenswert im Verhältnis zum Kurs ist nicht unbedeutend. Während dieser Punkt nicht zu ernst genommen werden darf, deutet er auf die Frage hin, ob das Unternehmen in der Zukunft einen angemessenen Gewinn für die Stammaktien verdient. Obwohl eine Abschreibung der Sachanlagen in Erwägung gezogen wurde, wäre diese Schlussfolgerung auch auf bereinigter Basis aufrechtzuhalten.
3. Angenommen, die Abschreibung wäre gerechtfertigt, würde dies implizieren, dass der Abschreibungsaufwand in den letzten Jahren höher als notwendig war. Im Wirtschaftsjahr, das zum Februar 1934 endete, wurde der Abschreibungsaufwand auf etwa 1.400.000 Dollar reduziert, verglichen mit 1.900.000 Dollar im Vorjahr. Wäre

dieser Satz für die zwölf Monate zum Ende Februar 1933 verwendet worden, hätte das Unternehmen in diesem Jahr einen Gewinn für seine Stammaktien angeben können.

4. Der Posten »Umlaufvermögen« ist für diesen Typ von Unternehmen und im Verhältnis zum Aktienkurs solide.

QUALITATIVE ERWÄGUNGEN

A. *Baldwin Locomotive*: Es wäre schwierig, irgendeine verlässliche Schlussfolgerung in Bezug auf die langfristigen Aussichten oder die normale Ertragskraft dieses Unternehmens vorzunehmen. Die Branche ist eine grundlegende und die überaus niedrige Quote von Lokomotivkäufen in den letzten Jahren würde zweifelsohne auf einen hohen aggregierten Bedarf hinweisen. Nichtsdestotrotz hat sich das Unternehmen als extrem unstetig erwiesen und Ansichten zu seiner zukünftigen Entwicklung liegen mehr im Bereich der Zauberei als in intelligenter Vorhersage.

B. *Beatrice Creamery*: Das Geschäft dieses Unternehmens scheint neben einer zugrunde liegenden Stabilität auch Dauerhaftigkeit aufzuweisen. Die Nachfrage nach Molkereiprodukten unterliegt sicherlich nicht den gleichen Schwankungen wie die Nachfrage für Lokomotiven. Während Perioden des Überangebotes die Verkaufspreise drastisch beeinflussen können, sind die entstehenden Schwierigkeiten nicht ernsthafter als in etlichen anderen Branchen. Es gibt Grund zu der Annahme, dass die Molkereiindustrie langfristig wächst, so wie in der Vergangenheit geschehen. Der Rückgang der Nachfrage während der Jahre von 1929 bis 1933 war ein natürliches Phänomen weitreichender Depression und er wird wohl für die kommenden Jahre keine verhängnisvolle Bedeutung haben. *Beatrice Creamery* ist nicht so günstig positioniert wie die beiden größeren Konkurrenten (*Borden's* und *National Dairy Products*), die besser diversifiziert sind und ein profitables Geschäft an Markenprodukten haben. Dennoch weisen die Wahrscheinlichkeiten stark auf eine Erholung der Ertragskraft von *Beatrice Creamery* nahe dem zuvor erreichten Niveau hin, wenn die allgemeinen Bedingungen erneut günstig sind.

Jede individuelle Voraussage dieser Art kann irreführend sein, da sie gewissermaßen von der Gnade der Zukunft abhängt. Doch wir vertreten die Ansicht, dass auf dieser Logik basierende Schlussfolgerungen – im Durchschnitt und über die lange Frist – bessere Ergebnisse erzielen als die »Marktempfehlungen« in den Aktienberichten zu Beginn dieser letzten Anmerkung.⁴¹⁸

NACHSPIEL

Die Umstände haben sich für beide Unternehmen so entwickelt, wie es der Analyst zum Ende des Jahres 1933 annehmen (jedoch nicht vorhersagen) konnte. Im Fall *Baldwin* war der Verlust für das Jahr 1934 trotz der erwarteten besseren Aussichten fast genauso hoch wie 1933 und bis 1939 wurde jedes Jahr ein Defizit verzeichnet. Im Jahr 1935 meldete das Unternehmen Konkurs an und der Kurs der Stammaktie fiel auf 1,5 Dollar. Zum Ende des Jahres 1939 notierte sie – bezogen auf die durch Restrukturierung ausgegebenen Aktien – bei 3 Dollar.

Beatrice Creamery erwirtschaftete einen Gewinn für seine Stammaktien in 1935 (Wirtschaftsjahr endet im Februar). Danach stiegen die Erträge beständig (mit Ausnahme eines einzelnen Jahres) bis zu einem Wert von 3,81 Dollar je Stammaktie für die zwölf Monate bis zum Ende November 1939. Zum Börsenschluss dieses Jahres notierte die Aktie bei 27,5 Dollar.

ANMERKUNG 71 (ZU SEITE 355 UND 388)

Die Arbeit von Mead und Grodinsky kann im folgenden Absatz zusammengefasst werden:

Alle Branchen verlieren, nachdem sie für einen längeren oder kürzeren Zeitraum expandiert haben, letztlich an Wachstum. Nachdem der Rückgang einmal begonnen hat, kann er selten umgekehrt werden. Zu jeder Zeit können alle Branchen in expandierend und rückläufig eingeteilt werden. Der Beginn des Verfalls kann durch die folgenden Symptome erkannt werden: stagnierende Nachfrage, eine Zuflucht zu Verbesserungen anstatt zu Expansion, versuchte Preiserhöhungen und die Aufnahme von Fremdkapital. Eine solide Kapitalanlage muss strikt auf expandierende Branchen und möglichst auf Unternehmen beschränkt werden, für die durch Recherche Wachstumschancen aufgedeckt werden konnten. Sie muss zwangsläufig Stammaktien miteinschließen, da das Angebot an Anleihen und Vorzugsaktien in solchen Kategorien äußerst eingeschränkt ist. Für einen zukünftigen Rückgang muss der Anleger aus seinem Einkommen und seinen Kapitalgewinnen eine Tilgungsrücklage bilden.

Es kann nicht bestritten werden, dass diese Ansicht wichtige Wahrheiten widerspiegelt, die den Unternehmensaktivitäten und Anlageerfahrungen zugrunde liegen. Doch ob sie – in der angegebenen oder annähernd in dieser Art und Weise – ein seriöses und praktikables Anlagemuster liefert, ist eine schwierige Frage. Einige Auswirkungen dieser Behauptung können angemerkt werden:

1. Kapitalanlagen in wachsende Branchen und Wechsel aus rückläufigen Branchen müssen unabhängig von aktuellen Kursen erfolgen. Falls ein großer Prozentsatz von Aktieninhabern diesem Prinzip folgt, würde der Kurs von »guten Aktien« sensationell ansteigen, wohingegen aussichtslose Aktien fast auf null fallen würden – unabhängig von ihren Gewinnen und Vermögenswerten. Eine Vernachlässigung des Kursfaktors in dieser Theorie muss die Einstellung widerspiegeln, dass entweder der Kurs keinen Unterschied macht oder dass Anleger im Durchschnitt tatsächlich keinen zu hohen Ausgleich für gute Aktien zahlen müssen. Die erste Alternative ist deutlich unhaltbar; die zweite ist mehr als zweifelhaft. Das Marktverhalten des vergangenen Jahrzehnts verrät – hinsichtlich der hohen für Wachstumsaktien gezahlten Aufschläge – bereits den Einfluss dieser Philosophie. Ihre Ausweitung könnte verheerenden Schaden anrichten.
2. Die beschriebene Methode ist nicht so einfach, wie sie klingt. Die gebilligte Kapitalanlage muss sowohl Branchentests als auch einige unternehmensspezifische Anforderungen erfüllen; der Inhaber muss dann auf die unausweichlichen Signale eines anfänglichen Rückgangs achten und bereit sein, zu verkaufen, trotz zufriedenstellender Erträge oder – umgekehrt – trotz eines nicht zufriedenstellenden Marktniveaus. Diese allgemeine Methode beinhaltet das Dilemma, dass entweder die Zahl der auswählbaren Wachstumsbranchen eingeschränkt ist, sodass jede hohe Konzentration von Anlagen darin nahezu unmöglich ist, oder dass eine zu großzügige Anerkennung zu vielen Fehlern oder plötzlichen Rücknahmen führt. Mead und Grodinsky hatten den Mut, alle Branchen in expandierende oder rückläufige Kategorien aufzuteilen – 61 zur ersteren und 50 zur letzteren Kategorie. Dabei gibt es sicher etliche Grenzfälle; tatsächlich sollten wir uns vor Augen halten, dass eine sehr große mittlere Kategorie ausgeklammert würde, bezüglich deren Ungewissheit vorherrscht, und dass eine sichere Aussage nur auf die obere und die untere Kategorie beschränkt wäre. Bedenklicher ist die Möglichkeit, dass das Wachstum – ohne angemessene Warnung und bevor der Anleger seine Früchte ernten kann – aufhört. Eine auffallende Tendenz der Trendumkehr findet sich bei einem Vergleich der Veränderungen der Gewinne von Branchengruppen von 1926 bis 1930 (oder 1928 bis 1930) gegenüber 1936. Die Daten für eine derartige Analyse können in den Tabellen von Mead und Grodinski oder in den Zusammenstellungen der *Standard Statistics Company* über die Gewinne von Industriebranchen (ab 1926) gefunden werden.
3. Die Empfehlung, Anleihen aus rückläufigen Branchen zugunsten von Aktien aus expandierenden Branchen zu meiden, hier stark kategorisiert⁴¹⁹, kann aus zusätzlichen Gründen beanstandet werden. Die Ratgebenden selbst bemühen sich, darauf hinzuweisen (S. 461–462), dass mithilfe der Einrichtung eines Tilgungsfonds das

vorrangige Kapital von nicht expandierenden Unternehmen abgelöst werden kann, bevor sie im endgültigen und unausweichlichen Zusammenbruch verschlungen werden. Um sich darüber hinaus vor dem gleichen tragischen Schicksal in Acht zu nehmen, das selbst ein wachsendes Unternehmen – jedoch erst nach einem langen Intervall – erwartet, bestehen Mead und Grodinski darauf (S. 465–467), dass ein Käufer von derartigen Aktien aus den erhaltenen Dividenden oder entnommenen Gewinnen seinen eigenen Tilgungsfonds bilden muss, das heißt, nur ein Teil davon kann als wirkliches Einkommen angesehen werden. Wir sollten annehmen, dass die Anleihen von *Swift & Co.* (in einer »rückläufigen Branche«) aus eindeutigen quantitativen Gründen als sicher angesehen werden können, selbst wenn in Zukunft ein reduzierter Pro-Kopf-Verbrauch an Fleisch in Betracht gezogen wird. Doch wie die Stammaktie von *Johns Manville* (eine erstklassige Aktie in einer »expandierenden Branche«) als »sicher« angesehen werden kann – ungeachtet der Tatsache, ob der Anleger 1937 zu 155 Dollar oder 1938 zu 58 Dollar gekauft hat –, ist für uns unverständlich.

4. Die ausführlichen Untersuchungen, auf die Mead und Grodinski ihre Anlageprinzipien stützen, deuten auf ein anderes Ergebnis hin, das für Aktionäre von großem Interesse sein sollte. Es kann durchaus zutreffen, dass in vielen Fällen der Beginn eines Rückgangs Vorbote eines vollständigen Verlustes der Ertragskraft und eines nahezu vollständigen Verlustes des Aktionärskapitals ist und dass die Unternehmensleitung – obgleich kompetent und einfallsreich – hilflos ist, den Zusammenbruch zu verhindern. Doch wenn dies zutrifft, könnte es für die Aktionäre andere Alternativen geben, als lediglich ihre Anteile auf dem freien Markt zu jedem nur möglichen Preis zu verkaufen. Würde nicht die gleiche Argumentation, die dahin geht, den einzelnen Aktionär zum Verkauf seiner Anteile zu überreden, logischer klingen, wenn sie sich an alle Aktionäre wendet, ihre Vermögenswerte zu Geld zu machen, bevor sie verbraucht sind?

Wir erkennen an, dass *The Ebb and Flow of Investment Values* ein überzeugendes Argument zur Unterstützung unserer eigenen These enthält (siehe Kapitel 43 und 44): Das Verharren des Aktienkurses unterhalb des Liquidationswertes ist ein Anzeichen, das eindringliche Beachtung erfordert; die Aktionäre müssen feststellen, ob das Unternehmen wie bisher oder mit geänderter Strategie fortgeführt, veräußert beziehungsweise ganz oder teilweise liquidiert werden soll; letztlich sollte diese entscheidende Frage nicht durch die Unternehmensleitung, die voreingenommen ist und besondere Interessen verfolgt, beantwortet werden, sondern durch eine kompetente und neutrale außenstehende Stelle.

ÜBER DIE AUTOREN



Benjamin Graham ist eine der Legenden der Wall Street und Begründer der modernen Wertpapieranalyse. Graham lehrte an der Columbia University in den Jahren von 1928 bis 1957 und managte außerdem den Graham-Newman Investment Fonds. Graham etablierte heute so selbstverständliche Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis. Mit seinen beiden Büchern, »Intelligent Investieren« und »Die Geheimnisse der Wertpapieranalyse«, wurde er zum Bestseller-Autor und gelangte zu Weltruhm.

David L. Dodd war ein Schüler Benjamin Grahams und seines Investmentansatzes. Er lehrte als Assistenzprofessor an der Columbia University in New York.

NOTE

- 1 1940 änderte das Board diesen Index. Es wurden neue Elemente hinzugefügt und der Durchschnitt der Jahre 1935 bis 1939 als Basis verwendet.
- 2 Die für diese drei Unternehmen relevanten Daten finden sich im Anhang, Anmerkung 1.
- 3 Für die Chronologie der sechs vorgestellten Beispiele siehe im Anhang Anmerkung 2.
- 4 Zwischen 1933 und 1939 schwankten die Erträge pro Stammaktie zwischen 14,66 Dollar (Fehlbetrag) und 19,20 Dollar, Durchschnitt: 3,18 Dollar. Der Marktpreis bewegte sich zwischen 30,5 und 191,75, Schlusskurs 1939: 73,75.
- 5 Siehe im Anhang, Anmerkung 3, die Ergebnisse einer Vergleichsstudie des Marktverhaltens von Aktien mit hohen und niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnissen.
- 6 Im Jahr 1927 erzielten die *3,5s* eine Rendite von 3,39 Prozent, während *U. S. Liberty 4,5s* bei identischer Fälligkeit eine Rendite von 4,08 Prozent boten.
- 7 Jährliche Preisspanne von *American Telephone and Telegraph Company Convertible 4,5s*, fällig 1939:

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

- 8 Die zugrunde liegende Finanzierungsmethode wurde von verschiedenen Einzelprojektgesellschaften, allesamt organisiert und gegründet von *Fred F. French Company* und affilierten Unternehmen, verwendet, ausgenommen einige spätere, die im Zusammenhang mit *Tudor City*-Projekten begeben wurden. Zur Finanzierung Letzterer wurden verzinsliche Schuldverschreibungen emittiert, wobei dem Unternehmen ein Pari-Wandlungsrecht in Vorzugsaktien vorbehalten blieb. Diese ersetzten die Vorzugsaktien im Finanzplan. Siehe: *The French Plan (10th ed., December 1928)*, veröffentlicht von und zu beziehen bei *Fred F. French Investing Company, Inc.*, Siehe ebenfalls: *Moody's Manual*; »*Banks and Finance*«, 1933, S. 1703–1707.
- 9 Immobilienunternehmen, die diesem Beispiel zugrunde liegen, gaben Stammaktien als Bonus bei der Emission der Vorzugsaktien aus. Diese Stammaktien hatten gegenwärtig keinen Fundamentalwert, aber einen potenziellen Zukunftswert, der bei *vorteilhafter Entwicklung* den Kauf hätte profitabel werden lassen können. Aus der hier vertretenen Sichtweise auf Investitionen treffen auf diese Vorzüge alle vorgebrachten Einwände zu. Es ist eigentlich unnötig, zu erwähnen, dass die Zeichner dieser Wertpapiere in nahezu jedem Fall ziemlich schlecht abschnitten.
- 10 Bis zum Jahr 1936 war der Kurs des *Brooklyn Union Elevated 5s* bis 155,5 gestiegen. Nach 1937 waren die Erträge von *B.M.T.* rückläufig und der Kurs fiel auf 59. Als die Stadt *New York City* 1940 das Betreibersystem vollständig kaufte, wurde man der starken Position des Papiers wieder gewahr, denn der Preis erholte sich bis auf 92.
- 11 *First National Store* weist seit Gründung kaum Veränderungen in der Ertragslage auf. Die Vorzüge wurden ab 1934 zurückgekauft. *Studebaker* erlebte nach 1930 einen rapiden Ertragseinbruch; 1933 wurde ein Treuhänder mit der Unternehmensführung betraut und die Vorzüge verloren fast ihren gesamten Wert.
- 12 Manche Bahnunternehmen schicken ihren Aktionären jetzt einen verkürzten Jahresbericht, der ausführliche Bericht kann bei Bedarf zugesendet werden.

- 13 Die Zahlen von *Alaska Juneau* – gekürzt – bestanden von ca. 1925 bis Ende 1939. 1938 begann *Caterpillar Tractor* damit, monatlich das gesamte Ertragskonto und die Bilanzaufstellung zu veröffentlichen. Das ist eigentlich nichts Besonderes, die meisten Unternehmen stellen ihren Geschäftsführern diese Daten zur Verfügung.
- 14 Im März des Jahres 1936 schlug die New Yorker Börse vor, dass alle börsennotierten Unternehmen so verfahren, anstatt wie üblich vierteljährliche Gewinne bekannt zu geben. Dieser Vorschlag traf auf heftigen Widerstand und wurde im Folgemonat zurückgenommen.
- 15 *Pocahontas Fuel Company* scheint das einzige Unternehmen zu sein, das, obwohl es an der Börse in New York gelistet war, nur eine Jahresbilanz veröffentlichte und keine Erfolgsrechnung zur Verfügung stellte. Diesen Papieren wurde im Oktober 1934 die Börsennotierung entzogen. Im New Yorker Freiverkehr werden einige sogenannte »nicht börsennotierte Papiere« gehandelt, die noch aus der Zeit vor der SEC stammen und nicht deren Kontrolle unterstehen. Unter ihnen finden sich Namen wie *American Book*, ein Unternehmen, das kein Ertragskonto veröffentlicht, und *New Jersey Zinc*, das zwar ein Ertragskonto veröffentlicht, aber keinen Rechnungsabschluss. Unternehmen, deren Papiere im Freiverkehr gehandelt werden und die dadurch nicht der Regulierung der SEC unterliegen, veröffentlichen generell nur Jahresabschlussberichte. Diese sind oft weniger detailliert als bei börsennotierten Unternehmen; Umsatz- und Abschreibungszahlen werden besonders häufig vergessen. Die überwältigende Mehrzahl veröffentlicht sowohl eine Bilanz als auch ein Ertragskonto, aber es gibt einige Ausnahmen. Ein amüsantes Beispiel ist die *Dun & Bradstreet Corporation*. Dieser Finanzinformationsdienst gibt seine Einnahmen den Aktionären nicht bekannt. Andere Unternehmen, die Ertragskonten weglassen sind: *Bemis Brothers' Bag*, *Joseph Dixon Crucible* (seit 1935), *Glenwood Range*, *Goodman Manufacturing*, *Perfection Stove*, *Regal Shoe* und andere.
- 16 Amerikanisches Börsenaufsichtsgesetz [Anm. d. Ü.].
- 17 Einigen Unternehmen wie *Celanese Corporation of America* gelang es, dass ihre Umsatzzahlen in einigen Jahren vor 1938 vertraulich behandelt wurden. In manchen, wahrscheinlich den meisten, Fällen wurden spätere Anfragen abgelehnt und die Umsatzzahlen nachträglich veröffentlicht.

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

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

- 18 Einige dieser Punkte waren Gegenstand eines langwierigen Disputs zwischen der New Yorker Börse und *Allied Chemical and Dye Corporation*. 1933 ging dieser Zwist zugunsten der Börse aus, doch die Jahresabschlussberichte des Unternehmens an die Aktionäre sind noch immer mangelhaft, da sie noch immer keine Zahlen zu Umsätzen, Betriebskosten oder Abschreibungen enthalten.
- 19 Diese Berichte wurden jeweils publiziert als: Sen. Doc. 92, Punkte 1–84D, 70. Kongress, 1. Sitzung (1928–1937), House Doc. 702, Punkte 1 und 2, 75. Kongress, 3. Sitzung (1938), House Doc. 468, 76. Kongress, 1. Sitzung (1939), House Report Nr. 2192, Punkte 1 und 2, 72. Kongress, 2. Sitzung, (1933), House Doc. 340, 76. Kongress, 1. Sitzung (1939) und zusätzliche Berichte auf den Seiten 609–611, sowie der Berichtsvorschlag Telephone Investigation Pursuant to Public Resolution Nr. 8, 74. Kongress (1938).
- 20 Im Laufe des Jahres 1941 fusionierten *Poor's Publishing Company* und *Standard Statistics Company* zur *Standard & Poor's Corp.* Die separaten Dienste von *Poor's* wurden eingestellt.
- 21 Eine Erläuterung dieser Dienste steht im *Handbook of Commercial and Financial Services*, Special Libraries

Association, New York, 1939.

- 22 *Dollars behind Steel*, ein Merkblatt des American Iron and Steel Institute, New York, 1939.
- 23 Im Oktober 1939 listete die SEC unter dem Titel »Investmentunternehmen« die Emission von Aktien der *The Adventure Company Ltd.*, einem neuen Unternehmen, unterstützt von *The Discovery Company Ltd.* Die Tatsache, dass mit 10 Dollar pro Aktie 1 Cent unter dem Aktienwert geboten wurde, zeigt eine gewisse, wenn auch nicht wirklich bedeutsame Opportunität.
- 24 Lawrence Chamberlain auf S.8 von *Investment and Speculation*, Chamberlain und William W. Hay, New York, 1931.
- 25 Sloan, Laurence H., S. 8–9, 279 ff. in *Everyman and His Common Stocks*, New York, 1931.
- 26 Für einen ernst gemeinten Vorschlag in dieser Richtung konsultieren Sie Felix I. Shaffner, S.18–19, *The Problem of Investment*, New York, 1936.
- 27 In den letzten Jahren wurden viele kurzlaufende United States Staatsanleihen zu Preisen gehandelt, die bis zum Laufzeitende Renditen von null oder weniger bedeuteten. Die Käufer waren dabei von der Erwartung getrieben, dass ihnen als Halter am Laufzeitende lukrative Umtauschrechte in neue Wertpapiere eingeräumt würden. Entsprechend der hier getroffenen Definition sind alle solche Wertpapierkäufe in dem Ausmaß als spekulativ zu bezeichnen, in dem der Kaufpreis den Nominalwert und die Zinsen bei Fälligkeit überstieg.
- 28 An dieser Stelle wurde absichtlich und unter Inkaufnahme zukünftigen Bedauerns ein Beispiel mit höchst kontroversen Charakter gewählt. Nahezu jedermann an der Wall Street würde *General Electric*-Stammaktien unabhängig von ihrem Preis als »Investmentpapier« einordnen und dabei den Durchschnittskurs von 38 Dollar als völlig gerechtfertigt ansehen. Die Autoren sind aber davon überzeugt, dass eine preisunabhängige qualitative Einordnung von Investitionen einen fundamentalen und gefährlichen Fehler aufweist. Der Kurs, bei dem der Investitionscharakter von *General Electric* endet und die spekulative Komponente beginnt, bietet natürlich großen Raum für subjektive Meinungsbildungen. Die hier verwendete Zahl dient nur illustratorischen Zwecken.
- 29 Für Beispiele betrügerischer Verkäufe von Anleihen siehe den Securities Act von 1933: *Release No. 2112* vom 4. Dezember 1939, der die Verflechtungen mehrerer am Verkauf von *American Terminals and Transit Company*-Anleihen sowie *Green River Valley Terminal Company Notes* beteiligter Parteien aufzeigt.
- 30 Siehe im Anhang Anmerkung 4 für eine Darstellung der Liquidierung von *United States Express Company*, die diesen Punkt noch einmal illustriert, und für ein aktuelleres Beispiel die *Court-Livingston Corporation*.
- 31 Der Leser wird an dieser Stelle auf den Anhang, Anmerkung drei der ersten Auflage dieses Buches verwiesen, wo eine zusammengefasste Auflistung möglicher Abweichungen mit Beispielen geliefert wird. Aus Platzgründen wurde auf diese Darstellung in dieser Ausgabe verzichtet.
- 32 Im Juni 1939 schuf die SEC einen heilsamen Präzedenzfall, in dem die Zustimmung zur Emission von *Capital Income Bonds* im Rahmen der Restrukturierung der *Griess-Pfleger Tanning Company* mit der Begründung verweigert wurde, dass die Neukonstruktion von hybriden Finanztiteln weit genug gegangen sei. Unglücklicherweise kam das zuständige Gericht zu einer anderen Lagebeurteilung und erlaubte die Auflage des neuen Wertpapiers.
- 33 Die aktuellen Schwankungen der Kurse von langfristigen Anleihen mit Investmentstatus seit 1914 haben ein so großes Ausmaß angenommen (siehe die Darstellung auf S. 19), dass nicht mehr von einer untergeordneten Bedeutung gesprochen werden kann. Dennoch ist es eine Tatsache, dass sich Anleger so verhalten, *als wenn* sie von untergeordneter Bedeutung für sie wären, sodass das oben gewählte Kriterium wenigstens aus diesem subjektiven Blickwinkel gerechtfertigt ist. Die Antwort auf den Einwand, mit diesem Standpunkt dem Selbstbetrug von Anlegern Vorschub zu leisten, könnte lauten, dass Anleger unterm Strich besser damit beraten sind, die Kursschwankungen von erstklassigen Anleihen auszusitzen, als zu versuchen, aus diesen einen Gewinn zu erzielen und damit das Kalkül eines Händlers anzunehmen.
- 34 Siehe im Anhang Anmerkung 5 für die Einzelheiten dieses Wertpapiers.
- 35 1932 existierten viele dieser Vorzugsaktien – zum Beispiel *Interstate Department Stores Preferred*, die zu einem durchschnittlichen Kurs von 30 in den Jahren 1932 und 1933 gehandelt wurden und schließlich bis auf 107 in den Jahren

1936 und 1937 stiegen. Ähnliche Anmerkungen sind in Bezug auf niedrig bewertete Anleihen zu treffen, wie jene, die in der Tabelle auf S. 386 angegeben sind.

- 36 Siehe im Anhang Anmerkung 6 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen.
- 37 Lombard Street, S. 245, New York, 1892
- 38 Diese allgemeine Regel ist auf die Mehrheit von Anleihen aus der Klasse der Investitionen mit Festbetragsanspruch anwendbar, dabei aber von einigen Ausnahmen betroffen, die später diskutiert werden.
- 39 Diese Aspekte sind auch im Jahre 1940 weder so neu noch besonders, als sie es bereits im Jahre 1934 waren, zweifelhaft ist indes, inwiefern sie bereits standardmäßig berücksichtigt werden.
- 40 Siehe im Anhang Anmerkung 7 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen.
- 41 Der über sieben Jahre erfolglose Versuch, die Hypothekenforderung aus *Interborough Rapid Transit Secured 7s* geltend durchzusetzen, nachdem der Schuldner Insolvenz anmeldete (siehe Anmerkung 2 im Anhang), ist ein guter Beleg für diese Sichtweise.
- 42 Siehe im Anhang Anmerkung 8 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen.
- 43 Siehe im Anhang Anmerkung 9 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen.
- 44 Siehe im Anhang Anmerkung 10 für Daten, die diese Einschätzung unterstützen. In Bezug auf Verzögerungen bei der rechtskräftigen Durchsetzung von Gläubigerforderungen sollte herausgestellt werden, dass trotz ihres Anteils an allen Konkursen (Unternehmensliquidierungen) von Eisenbahngesellschaften von einem Drittel, mit dem vor sechs Jahren 1933 erlassenen *Sec. 77 amendment to the Bankruptcy Act* keine aus treuhänderischer Verwaltung initiierten Abwicklungen mehr bekannt geworden sind – ein Schritt, der die Reorganisation von insolventen Unternehmen beschleunigt hat.
- 45 Unter der Bezeichnung *debenture* wird in der amerikanischen Finanzliteratur gemeinhin eine unbesicherte Obligation oder Schuldverschreibung verstanden. Irreführenderweise wurde diese Bezeichnung allerdings auch für einige Wertpapiere verwendet, die dieser ursprünglichen Intention nicht entsprechen. Dazu zählen zum Beispiel *secured debentures*, wie der *Chicago Herald and Examiner Secured Debenture 6,5s* für das Jahr 1950 und *Lone Star Gas Debenture 3,5s* für 1953. Auch für einige Vorzugsaktien wurde die unzutreffende Bezeichnung *debenture*-Vorzugsaktien oder sogar *de benture*-Aktien gewählt, zum Beispiel *Du Pont Debenture Stock* (fällig 1939) und *General Cigar Company Debenture Preferred* (fällig 1927). Einigen *debentures*, irreführend so etikettiert, da ursprünglich unbesichert, wurden nachträglich im Rahmen von Rangaufwertungen einzelner Titel zusätzlich Sicherheiten verbrieft, zum Beispiel: *New York, New Haven and Hartford Railroad Company Debentures*, später im Kapitel 19 diskutiert. Ein weiteres Beispiel ist aus dem Jahr 1933 im Zuge der Reorganisation von *Fox New England Theaters, Inc.*, in Bezug auf das als *debenture 6,5s* bezeichnete Wertpapier. Diese *debentures* wurden nachträglich mit vorrangigen Hypothekenrechten des gleichen Unternehmens ausgestattet, die aus einer gekündigten und zurückgekauften Charge stammten, weil vereinbarte Gewinnziele nicht erreicht wurden. Bei diesen Überlegungen sei beachtet, dass keine klare Abgrenzung für die Bezeichnung von »Schuldverschreibungen« unterschiedlicher Laufzeit existiert, mit »Anleihen« werden aber gemeinhin solche bezeichnet, die eine Laufzeit von zehn und mehr Jahren haben.
- 46 Diese Einschätzung wird von der Tatsache unterstützt, dass in der schwierigen Marktlage für Industrieobligationen zwischen 1935 und 1939, in der nur erstklassig benotete Papiere emittierbar waren, *debentures* die Mehrheit aller neu aufgelegten Titel repräsentierten.
- 47 Beide Papiere von *Cudahy* wurden im Jahr 1935 vorzeitig und vollständig über pari zu 102,5 abgelöst.
- 48 Im Jahr 1937 betrug der niedrigste von *Pacific Power and Light 5s* notierte Kurs 51, während *American Gas and Electric Debenture* nie unter 104 notiert wurde.
- 49 Dabei ist zu beachten, dass eine ganze Reihe von Papieren aus der Versorgungsbranche 1931 und 1932 notleidend gestellt wurden, während im gleichen Zeitraum Anleihen der *United States Steel Corporation* trotz ausgesprochen schlechter operativer Ergebnisse ein hohes Investmentrating behielten.

- 50 Für Beispiele zu diesem wichtigen Punkt der Darstellung siehe die Diskussion von *Studebaker Preferred stock* auf Seite 58 und *Willys-Overland Company First 6,5s* in Anmerkung 34.
- 51 Hätte sich ein Investor, bezogen auf das ertragreiche Jahr 1928, zum Beispiel auf diejenigen Anleihen von Unternehmen beschränkt, deren Erträge mindestens das 2,5-Fache ihrer Fixkosten betrug, wären nur die folgenden Unternehmen in Betracht gekommen: *Atchinson; Canadian Pacific; Chesapeake and Ohio; Chicago, Burlington and Quincy; Norfolk and Western; Pere Marquette; Reading and Union Pacific*. (Mit Ausnahme von *Pere Marquette* kamen Anleihen dieser Unternehmen relativ gut durch die Wirtschaftskrise. Dabei ist zu beachten, dass der hier vorgeschaltete Test noch strenger sein kann als derjenige, der später vorgeschlagen wird: *durchschnittlicher Ertrag = doppelte Fixkosten*.)
- 52 Siehe im Anhang Anmerkung 11 für eine repräsentative Zusammenfassung der Entwicklung zwischen 1937 und 1938 von Eisenbahngesellschaften und Versorgungsunternehmen unter Bezug auf ihre Ertragsdeckungsquote der Fixkosten (Ertrag/Fixkosten) 1936.
- 53 Siehe im Anhang Anmerkung 12 für belegende Daten und weitere Beispiele.
- 54 Diese Unternehmen waren: *American Machine and Foundry, American Sugar Refining Company, Associated Oil Company, Corn Products Refining Company, General Banking Company, General Electric Company, General Motors Acceptance Corporation, Humble Oil and Refining Company, International Business Machine Corporation, Liggett and Myers Tobacco Company, P. Lorillard Company, National Sugar Refining Company, Pillsbury Flour Mills Company, Smith (A.O.) Corporation, Socony-Vacuum Corporation, Standard Oil Company of Indiana, Standard Oil Company of New Jersey and United States Steel Corporation*.
- 55 Siehe im Anhang Anmerkung 13 für eine Zusammenfassung der Kursentwicklung von Industriebanleihen im Zusammenhang mit historischen Erträgen dieser Unternehmen aus einer Periode, die bis 1936 reicht.
- 56 Siehe im Anhang Anmerkung 14 für Beispiele.
- 57 Siehe auch Fußnote 215 auf Seite 333.
- 58 In dem hierfür beispielhaften Jahr 1921 boten Papiere von fundamental gut aufgestellten Unternehmen in Zeiten hoher Geldmarktzinsen einen Kupon von 7 Prozent.
- 59 Aus der Vielzahl von Beispielen für diese negative Besonderheit kann die Verpfändung spezifischer Einnahmen im Rahmen der *Dawes Loan 7s* (Gläubiger ist die deutsche Regierung), fällig 1949, sowie des *Sao Paulo Secured 7s*, fällig 1956, angeführt werden. Nach dem Ausfall der Zinszahlungen dieser beiden Papiere im Jahr 1934, respektive 1932, wurde nichts und hätte auch nichts unternommen werden können, um die Zahlungsansprüche der Gläubiger aus den verpfändeten Einnahmen durchzusetzen.
- 60 Der vorstehende Abschnitt über Investitionen in ausländische Staatsanleihen ist unverändert aus der 1934er-Ausgabe dieses Buches übernommen worden. Die Entwicklungen im Zusammenhang mit dem Krieg 1940 verleihen unserer Schlussfolgerung weiteres Gewicht. Interessant ist dabei, dass 1939 aus der Menge der Dollar-Anleihen nur die von Argentinien, Kanada und Kuba wenigstens eine Basisverzinsung von 6 Prozent aufwiesen. (Bei einzelnen kubanischen Anleihen ergab sich aus dem Kurs sogar eine effektive Verzinsung von über 6 Prozent. Dabei hatten Großbritannien, Holland, Schweden und die Schweiz keine Dollar-Anleihen im Umlauf.) Für Daten betreffend den Ausfall von ausländischen Staatsanleihen siehe die verschiedenen Veröffentlichungen des *Foreign Bondholders Protective Council, Inc.*,
- 61 Siehe im Anhang Anmerkung 15 für Beispiele.
- 62 Siehe im Anhang Anmerkung 16 für Beispiele.
- 63 Wir beziehen uns dabei auf die spezifischen New Yorker Vorschriften eingedenk der Tatsache, dass es in der Macht der Bankaufsichtsbehörde steht, einzelne oder alle Regelungen aufzuheben (siehe S. 122).
- 64 Der Charakter einer Investition in ein kurzfristig fällig werdendes Papier, obwohl die Ertragslage dieses Unternehmens nicht zufriedenstellend ist, aber die Struktur des Umlaufvermögens die spätere Rückzahlung sicherstellen könnte, entspricht im Allgemeinen der kurzfristigen Kreditvergabe von Banken. *Beispiel*: Dies trifft auch auf das Papier

- Central Steel Company First 8s*, später umbezeichnet zu *Republic Steel Corporation*, fällig 1941, zu, das 1939 zu einem Kurswert von 109 gehandelt wurde, was eine effektive Verzinsung von gerade 3,31 Prozent ermöglicht. Natürlich existieren Umstände, die eine Fokussierung auf kurze Restlaufzeiten rechtfertigen, doch sollte dieses Verhalten Ausdruck einer bestimmten *Investitionspolitik* sein, die verfolgt wird, und sich nicht in der Abschwächung von Sicherheitsstandards niederschlagen.
- 65 Von Letzteren sollte man diejenigen Unternehmensreorganisationen ausnehmen, die vornehmlich durch zu hohe Verschuldung ausgelöst wurden und deren Fremdkapitalbestand im Zuge der Umstrukturierung auf ein durch die Ertragslage gerechtfertigtes Maß zurückgeführt werden konnte.
- 66 So notierten Obligationen der Stadt Detroit mit Fälligkeit 1954, die im Jahr 1933 notleidend gestellt wurden, im Jahr 1939 zu einem Kurs, der zu einer Verzinsung von 3,7 Prozent auf das investierte Kapital geführt hat, während Papiere von kleineren Kommunen mit einwandfreien Vergangenheitsdaten nur 2 Prozent brachten.
- 67 Die Methode zur Analyse von Staats- oder Kommunalanleihen ist äußerst differenziert und erlaubt keine Daumenregeln. Eine angemessene Darstellung würde den Rahmen dieses Buches sprengen und übersteigt die Kompetenzen der Autoren. Wir verweisen den interessierten Leser daher auf die Investitionsstandardwerke wie Hastings Lyon: *Investment*, S. 56–179, New York, 1926; Ralph E. Badger Harry G. Guthmann: *Investment: Principles and Practices*, S. 735–780, rev. ed., New York, 1936; und auf: *Proceedings of the Conference on Bond Portfolios 1939* of the New York State Bankers Association, S. 136–158, New York, 1939; *Investment Standards and Procedure*, erschienen im *Commercial Bank Management Booklet No. 19*, herausgegeben von der *Bank Management Commission of the American Bankers Association*, New York, 1937; A.M. Hillhouse, *Municipal Bonds: A Century of Experience*, New York, 1936.
- 68 Vergleiche dazu die Aussage des Vorstandsvorsitzenden von *New Haven* in einem Verfahren im Dezember 1936 vor der *Interstate Commerce Commission*, der einräumte, im Jahr 1931 aus dem Grund eine Dividende ausgeschüttet zu haben, damit die Anleihen weiter gesetzlich zulässig bleiben, und weitere Eisenbahngesellschaften anführte, die aus gleichem Grund Dividenden ausgeschüttet haben, obwohl diese nicht durch entsprechende Erträge in den Geschäftsjahren erwirtschaftet wurden (siehe: *New York Times* vom 3. Dezember, 1936). Ein früheres Beispiel für die Ausschüttung von nicht erwirtschafteten Dividenden, um den Status der eigenen Anleihen zu erhalten, liefert die Diskussion von *Dewing* bezüglich der *Boston and Maine Railroad* zwischen 1911–1913 (*Financial Policy of Corporations*, 3d rev. ed., S. 609 ff.).
- 69 In Vermont sind zum Beispiel Investitionen in Eisenbahngesellschaften aus *New England* ohne Einschränkung hinsichtlich der Ertragslage zulässig; in Bezug auf andere Eisenbahngesellschaften dürfen die laufenden Zinszahlungen 20 Prozent des *Bruttoergebnisses* nicht übersteigen. In beiden Fällen wird eine ununterbrochene Ausschüttung von Dividenden gefordert.
- 70 Siehe zum Beispiel: *Maine, Sec. 27, Chap. 57 of Revised Statutes*, geändert durch *Chap. 22 of Public Laws 1931, subsections VI, VII, VIII*, in Bezug auf Dampfeisenbahnen, öffentliche Versorger und Telefongesellschaften. Ähnliche Vorschriften für Anleihen öffentlicher Versorger sind im Vermont Statute zu finden. In *New Hampshire* ist die *Cumulative-deductions Method* bei der Analyse von Anleihen von Eisenbahngesellschaften und Versorgungsunternehmen erlaubt; seltsamerweise ist für die Analyse von Anleihen von Telefon- und Telegrafengesellschaften allerdings die *Total-deductions Method* vorgeschrieben.
- 71 Die Bezeichnungen *earnings ratio*, *times interest earned* und *earnings coverage* haben alle dieselbe Bedeutung. Die Aussage, dass »die Zinslast 1,75-fach erwirtschaftet wurde«, ist jedoch besser verständlich und eingehender als der teilweise benutzte äquivalente Ausdruck, »der Sicherheitsfaktor betrage 75 Prozent«, und die Autoren raten hier die konsistente Verwendung der ersten Alternative an. Einige Institutionen (z. B. *Moody's Manual of Investment* vor 1930) verwenden auch die Bezeichnung *margin of safety* für das Verhältnis aus Gewinn nach Steuern und Gesamtgewinn. Beispiel: Wenn die Zinslast 1,75-fach durch den Ertrag gedeckt ist, folgt für die *margin of safety* $0,75 \div 1,75 = 42,85$ Prozent.
- 72 Die eingeschränkte Eignung des New Yorker Regelwerks schlägt sich auch in einer wiederholt erfolgten Ausnahmeregelung nieder. Hierdurch wurden zwischen 1931 und einschließlich 1937 die Ertragsdeckungsquoten der Jahre 1931 bis 1936 aus der Beurteilung ausgeschlossen. Diese Fehlentwicklung wurde erst im April 1938 gestoppt und man modifizierte die Ausnahme dahingehend, dass der tatsächliche Ertrag des letzten Jahres wie der durchschnittliche

- aus fünf der letzten sechs Jahre wenigstens im Großen und Ganzen den fälligen Zinsen entsprach. Dies führte zu einer plötzlichen Streichung von Eisenbahnanleihen aus der Gruppe der zulässigen Anleihen mit einem gesamten Nominalwert von 3 Mrd. Dollar.
- 73 Wobei hier trennscharf von *high-coupon bonds* (Hochzinsanleihen) unterschieden werden soll, deren Kurse aus offensichtlichen Gründen besonders niedrig sind.
- 74 Siehe im Anhang Anmerkung 17 für weitere Vergangenheitsdaten solcher Wertpapiere.
- 75 Siehe im Anhang Anmerkung 18 für weitere Kommentare und Daten.
- 76 Die *419–4th Avenue Corporation Bowker Building* begab 1927 bei einem eingezahlten Stammkapital von 75.000 Dollar eine Anleihe mit einem Nominalwert von 1.230.000 Dollar. (Durch die gängige Bewertungspraxis ermittelte man bei Grundstücks- und Baukosten von 1.300.000 einen Substanzwert dieses Objekts von 1.897.788 Dollar.) Dass die Anleihe später 1931–1932 als notleidend eingestuft wurde und das Unternehmen in die Konkursverwaltung geriet, war unausweichlich.
- 77 Siehe im Anhang Anmerkung 19 für den Bericht des *Real Estate Securities Committee der Investment Bankers Association of America* zu Konkursen in dieser Branche.
- 78 Siehe im Anhang Anmerkung 20 für ein Beispiel (*Hudson Towers*).
- 79 Seit 1933 wurde die Finanzierung von Einfamilienhäusern zum größten Teil durch die *Federal Housing Administration* (F.H.A.) und damit durch eine Bundesbehörde übernommen, sodass praktisch keine Immobilienanleihe zur Finanzierung solcher Objekte mehr öffentlich begeben wurde. Die Finanzierung größerer Objekte wurde im gleichen Zuge beschränkt. Praktisch sind bis Ende 1939 alle solche Projekte durch Kapital von institutionellen Investoren (Versicherungen etc.) und nicht von Privatanlegern finanziert worden.
- 80 Siehe im Anhang Anmerkung 21 für Beispiele und Kommentare.
- 81 Fußnotentext in der Ausgabe von 1934: » Eines der wenigen verbliebenen Beispiele für eine konservative Finanzierung mit Immobilienanleihen aus dem Jahr 1933 ist die *Trinity Buildings Corporation of New York First 5,5s*, fällig 1939, welche durch zwei gut gelegene Bürokomplexe im Finanzdistrikt von New York City besichert ist. Die ausstehende Anleihe hatte einen Nominalwert von 4.300.000 Dollar und war mit einem Pfandrecht an Grundstücken und Gebäuden ausgestattet, deren Wert aus der Besteuerung des Unternehmens mit 13.000.000 Dollar angegeben war. Im Jahr 1931 konnte das Unternehmen ein Betriebsergebnis von 2.230.000 Dollar erzielen, was nach Abschreibung immer noch sechsmal so groß war wie die Zinsverpflichtung für die Anleihe. 1932 sanken die Mieterlöse auf 1.653.000 Dollar, was immer noch dem 3,5-Fachen der Zinsverpflichtung entsprach. Im September 1933 wurden diese Anleihen nahezu pari gehandelt.« Diese Fußnote sowie die nachfolgenden Entwicklungen stellen einmal mehr die Bedeutung der bereits im obigen Text angesprochenen Lage einer Immobilie heraus. Trotz der bisherigen Erholung der allgemeinen wirtschaftlichen Lage seit 1933 ist das immer noch verhältnismäßig niedrige Aktivitätsniveau im Finanzdistrikt an der deutlich gesunkenen Zahl der Mieter dort spürbar. Der Bilanzgewinn von *Trinity Buildings Corporation* erreichte 1938 weder die Höhe der Abschreibungen noch die der fälligen Zinsverpflichtungen; Zinsdienst und Tilgung wurden bei Fälligkeit 1939 als notleidend gestuft; auch eine Garantie durch den Mutterkonzern *United States Realty and Improvement Company* erwies sich als unzureichend und die Gläubiger sahen sich gezwungen, den Kredit zu prolongieren und dabei einen Abschlag auf die Kuponverzinsung in Kauf zu nehmen. In dieser Konstellation hat sich gezeigt, dass eine zweifelsfrei an konservativen Maßstäben geprüfte Investition (*quantitativer* Entscheidungsfaktor) sich als unzureichend dafür erwiesen hat, die Veränderungen in der Mietstruktur der Nachbarschaft kompensieren zu können (*qualitativer* Entscheidungsfaktor).
- 82 Auf die Form der Hypothekenpfandbriefe wird in Kapitel 17 weiter eingegangen.
- 83 Der Liquidationswert eines Unternehmens, der in etwa dem Wert der Unternehmensaktiva abzgl. der laufenden Verbindlichkeiten entspricht, kann zeitweise größer sein als der Marktpreis, was jedoch selten ist im Umfeld erstklassiger Unternehmen.
- 84 Beachte hierzu, dass die Sicherheitstests der *New York State Bankers Association* aus einer Zusammenarbeit mit *Standard Statistics Company* in Bezug auf Eisenbahn- und Industrieanleihen Marktwerte von Aktien verwenden, um

- »das realistischste Maß für die Position der Gläubiger« angeben zu können. Eine weitere detaillierte Diskussion dieser Tests erfolgt im Anhang unter Anmerkung 22.
- 85 Siehe hierzu die Diskussion von *Fox Film Corporation 6 Prozent Notes* für den Dezember 1933 im Anhang unter Anmerkung 67.
- 86 Um beide Tests auf derselben Berechnungsgrundlage durchzuführen, sollte die Eigenkapitaldeckung tatsächlich anhand des Verhältnisses des *Gesamtkapitals* (nominelles Fremdkapital plus Marktwert der Aktien) zum Fremdkapital angegeben werden. So berechnet, ergeben sich Mindestwerte von 1,5, 1,66 respektive 2. Den Studenten sei es freigestellt, die Form der Berechnung zu wählen, die ihnen eingängiger erscheint; die jeweiligen Implikationen sind natürlich identisch.
- 87 *Zum Beispiel:* Im September 1932 wurde das *General Baking 5,5s* zu einem Kurs verkauft, der zu einer Rendite von 6 Prozent führte. Die durchschnittlichen Erträge waren 20-mal so groß wie die Zinszahlungen; im ersten Halbjahr 1932 betrug die Zinsdeckung das 14-Fache. Die Eigenkapitaldeckung war sechs zu eins.
- 88 Eine sorgfältige und grafisch aufgearbeitete Analyse von hypotheckenbesicherten Eisenbahnanleihen, der als Sicherheit dienenden Trassenabschnitte usw. mit hilfreichen Zahlen und Beschreibungen findet sich bei White und Kembel: *Atlas and Digest of Railroad Mortgages*, mit allen bedeutenden Eisenbahngesellschaften der Vereinigten Staaten. Ein ausführlicherer Überblick über Zusammensetzung und Aufkommen des Verkehrs, der auf bestimmten und als einzelne Sicherheit dienenden Trassenabschnitten erfolgt, liefern die *Freight Density Charts* und die von *H. H. Copeland and Son* auf eigene Rechnung erhobenen und an eine große Anzahl institutioneller Investoren herausgegebenen Daten (New York).
- 89 Seit dem 1. Jan. 1936 beinhaltet die Definition der *fixed charges* (Fixkosten) der *I.C.C.* bei Eisenbahnabschlüssen den Aufwand für die Überlassung von Anlagevermögensbestandteilen. Dieser Definition wird bisher jedoch bei der Berechnung der Zinsdeckung durch die Anbieter entsprechender Services nicht gefolgt.
- 90 Beim von der *Standard Statistics Company* verwendeten Vorgehen für die Bestimmung der Fixkosten sind einige Posten von nachgeordneter Bedeutung nicht enthalten, sie werden unter der Bezeichnung »sonstiger Aufwand« bereits vom Bruttoertrag abgezogen. Die hier vorgeschlagene Methode ist einfacher, kommt aber annähernd zum gleichen Ergebnis wie die *Standard Statistics Company* Methode, sodass bei Verfügbarkeit auch letztere Ergebnisse verwendet werden können.
- 91 Geografische Unterschiede, die früher zu erheblichen Abweichungen in der üblichen Instandhaltungsquote geführt haben, waren in der Zeit zwischen 1926 und 1930 von geringer Bedeutung. Weitere Informationen zu diesem Punkt und weiteren Zusammenhängen mit dem Instandhaltungsaufwand von Eisenbahngesellschaften finden sich im Anhang unter Anmerkung 23.
- 92 Viele detaillierte Beispiele hierzu liefert eine Rede von *L. A. Down*, Präsident der *Illinois Central Railroad*, vom 3. Dez. 1936, hernach veröffentlicht von der *Association of American Railroads*.
- 93 Diese Beurteilung stützt sich auf die Antworten der Eisenbahngesellschaften auf ein Rundschreiben der *Interstate Commerce Commission* vom 12. Dezember 1936, in denen der Wert des bis 1938 unterlassenen Aufwandes für Instandhaltung von den Unternehmen selbst auf 283.800.000 geschätzt wurde. Die Antworten trennten grundsätzlich in zwei Arten von Instandsetzungsaufwand, solchen für einen sicheren und ökonomischen Betrieb, der als immer erfolgt beschrieben wurde, und jenen, der ingenieurwissenschaftlich zufriedenstellend gewesen wäre. (Siehe hierzu die Zusammenfassung der Antworten auf *Statistical Series Circular 26*, veröffentlicht als *Statement 3911* vom *Bureau of Statistics* der *Interstate Commerce Commission*, März 1939.)
- 94 Diese und ähnliche Feinheiten der Rechnungslegung im Zusammenhang mit unregelmäßigen Erträgen werden ausführlich in den Kapiteln 31 bis 33 behandelt (speziell siehe Kapitel 33, S. 466 f. für mehrere Beispiele).
- 95 Siehe im Anhang Anmerkung 24 für Beispiele.
- 96 Der Anteil der Betriebsausgaben an den Reinerlösen betrug für *Chesapeake and Ohio* lediglich 56,95 Prozent, während der Durchschnitt dieses Anteils unter allen Klasse-I-Gesellschaften 74,87 Prozent betrug. Diese Eigenschaft lässt die Ostküsten-Braunkohletransporteure als eigene Gruppe erscheinen – fast wie aus einem anderen

Industriezweig. Im Übrigen haben sie gehörig vom Wachstum der Abbaumenge ihrer Kunden profitiert – vornehmlich in den *Pocahontas Fields* –, eine Entwicklung, die zulasten teurer Minen anderswo lief.

- 97 Siehe hierzu zum Beispiel: »*Why Railroads Show Diverse Trends*« von E. S. Adams, in: *Barron's* vom 21. November 1938. Darin wird empfohlen, »den langfristigen Entwicklungen im Eisenbahngeschäft das höchste Erklärungsgewicht bei der Beurteilung einzelner Wertpapiere beizumessen. Der Artikel selbst klärt allerdings nicht viel mehr als die Frage, warum bestimmte relative Veränderungen in der *Vergangenheit* stattgefunden haben.
- 98 Siehe die Fußnote 88 auf Seite 176.
- 99 Solche Zuordnungen können anhand der Zahlen für die verschiedenen Hypothekenbriefe der *Chicago and North Western* aus dem Jahr 1937 nachvollzogen werden. Das erste Sanierungskonzept (von 1936) sah noch eine Differenzierung der Papiere nach ihren relativen *Preisen* in der vorangegangenen Periode vor, die jedoch durch eine geeignetere Differenzierung nach ihrem relativen Wert ersetzt wurde. Ähnliche Berechnungen waren auch im Sanierungskonzept vom 15. Juli 1936 für die Anleihen der *Chicago, Rock Island and Pacific* vorgesehen. Dabei muss die besondere Behandlung des *Kansas City Short Line 4,5s* aus anderen Erwägungen als dem beigetragenen Ertragspotenzial beachtet werden.
- 100 Die *Hamilton Gas Company* ist ein Beispiel für ein Unternehmen, dessen Charakter zum Großteil industriell geprägt war und welches sich auf Basis öffentlich gehandelter Anleihen fremdfinanzierte. Resultat: Konkurs und erhebliche Abschreibungen bei den einzelnen Wertpapieren.
- 101 Siehe im Anhang Anmerkung 25 für Beispiele.
- 102 Siehe hierzu die treffenden Kommentare von William, Z. Ripley: *Main Street and Wall Street*, S. 172–175 und 333–336, speziell die Letzteren, Boston 1927. Für weitere Diskussionen des Abschreibungsaufwandes von öffentlichen Versorgern siehe ebenso das Kapitel 35 dieser Veröffentlichung.
- 103 Diese nachteilbehaftete Vorgehensweise wird auch noch durch die zu große Freiräume einräumenden Vorschriften für Geschäftsbanken in vielen Staaten begünstigt, die auf den Ertrag vor Abzug der Abschreibungen abstellen. In Vermont zum Beispiel werden die Abschreibungen bei der Ermittlung des Nettoertrags von Telefongesellschaften abgezogen, dies gilt jedoch *nicht* für die Ermittlung bei Gas-, Strom- und Wasserversorgern und Beförderungsdienstleistungen. Siehe im Anhang Anmerkung 26 für Kommentare der verschiedenen Interessenvertretungen aus der *Investment Bankers Association of America* zum Umgang mit dem Abschreibungsaufwand bei Anleihenprospekten.
- 104 Dieses und andere Unternehmen, welche sich ebenfalls einer derartigen Veranschlagung des Abschreibungsaufwandes in ihren Anleiheprospekten und sogar bei den Jahresabschlüssen bedienten, verwenden solchermaßen zweifelhafte Methoden mittlerweile meist nicht mehr.
- 105 Kürzlich veröffentlichte Zahlen lassen erkennen, dass das Eisgeschäft mehr als die Hälfte des gesamten Marktes einnimmt.
- 106 Es gibt einige Anhaltspunkte (Gerichtsurteile und der 1939er-Bericht der *Federal Communications Commissions*) dafür, dass *American Telefon and Telegraf* unzulässig hohe Abschreibungen vorgenommen hatte, was jedoch die oben erfolgte Beurteilung kaum verändern könnte.
- 107 1932 wurde die *Utilities Service Company* in die Zwangsverwaltung überführt und die Anleiheninhaber aus Debentures verloren ihr gesamtes Kapital.
- 108 Siehe im Anhang Anmerkung 27 für die drei Berechnungsmethoden angewendet, auf die Abschlussdaten von *United Light and Railways Company* für 1938.
- 109 In den Ausnahmefällen, in denen sich Zahlungsverpflichtungen von *öffentlichen Versorgern* nicht in der Bilanz widerspiegeln, genügt es, diese ebenfalls als ewige Rente mit 4,5 Prozent abzuzinsen und diesen Betrag zum Fremdkapitalbestand des Unternehmens hinzuzurechnen.
- 110 Einige Behörden schließen Einrichtungen von den »schnell absetzbaren Vermögensgegenständen« aus, beziehen sie aber beim »Umlaufvermögen« mit ein. Dies ist eine hilfreiche Unterscheidung, die als Standard übernommen werden sollte. Ebenfalls angewendet wurde sie von der SEC/WPA im *Zensus of American Listed Corporations*, einer Serie

von Veröffentlichungen zwischen 1938–1940.

- 111 *General Baking* erreichte diesen Status im Laufe von 1932. Inklusive *General Baking* wiesen 13 von 18 Unternehmen allein *liquide Mittel* auf, die das Fremdkapital überstiegen. Bestimmte Typen von Industrieunternehmungen – z. B. Banken, Eis- und Gastronomiebetriebe – benötigen, bezogen auf die Unternehmensgröße, normalerweise ein relativ geringeres Nettoumlaufvermögen. In diesen Fällen erweist sich die Anforderung einer 100-prozentigen Deckung des in Anleihen verbrieften Kapitals durch das Nettoumlaufvermögen als übertrieben. Siehe hierzu die spätere Diskussion der möglichen Verbriefung von Verpflichtungserklärungen in Bezug auf die Eigenschaften des Umlaufvermögens als Schutzmechanismus für das in Anleihen verbrieft Kapital (Kapitel 19).
- 112 Ende 1939 betrug der aggregierte Marktwert der gelisteten Vorzugsaktien etwa 6,25 Mrd. Dollar, verglichen mit 14,25 Mrd. Dollar für alle gelisteten Unternehmensanleihen (Summen von der *New York Stock Exchange*).
- 113 Siehe hierzu die weitere Diskussion des Verhältnisses von Gläubigern und Unternehmenssteuerung im Kapitel 44.
- 114 Dabei wurden *Standard Oil Export Corporation 5 % Preferred; Pittsburgh, Fort Wayne and Chicago Railway 7 % Preferred* sowie andere mit Garantien ausgestattete Vorzugsaktien ausgeschlossen, da sie letztlich die Position eines *Debenture* des Garantie stellenden Unternehmens darstellen.
- 115 Fremdkapitalzinsen sind vor Steuern abzugsfähig und mindern so die Bemessungsgrundlage des Ertrags, dies gilt nicht für die Ausschüttungen von Dividenden an Vorzugsaktien.
- 116 Die Emittenten dieser Vorzugsaktien waren: *Champion Paper and Fibre, Continental Can, Du Pont, General Foods, Loose-Wiles Biscuits, Monsanto Chemical, G.C. Murphy, Scott Paper*.
- 117 Für 70 der untersuchten 607 Fälle waren, auch von den emissionsführenden Häusern, keine Kurse verfügbar. Damit ist der tatsächliche Verlust der Anleger noch größer als der, der aus den 537 statistisch untersuchten Papieren folgt. Für weitere Details der Studie siehe: *Arthur S. Dewing, »The Role of Economic Profits in the return on Investments« in: Harvard Business Review, Vol. I, S. 451, 461–462; Arthur S. Dewing, Financial Policy of Corporations, Book vi, Chap. 2, S. 1198–1199, New York, 1926.*
- 118 *Rodkey, Robert G., Preferred Stocks as Long-term Investments, Ann Arbor, University of Michigan Press, 1932.*
- 119 Für eine kurze Zusammenfassung des Ansatzes von Dr. Rodkey und die angeführten Einwände siehe die Ausgabe dieses Buches von 1934 im Anhang Anmerkung 25.
- 120 Eine Anpassung der bei Anleihen vorgeschlagenen *Mindestgrößen* der Unternehmen nach oben erscheint indes als nicht ratsam.
- 121 Von den 21 in Tabelle II.14 abgebildeten Papieren wiesen elf Fälle vorrangige Gläubigeransprüche aus Anleihen auf, im Einzelnen waren dies fünf Industrietitel, ein Eisenbahnpapier und fünf (von 15) Industrietitel.
- 122 Siehe im Anhang Anmerkung 28 für weitere Kommentare in Bezug auf diesen Punkt und die diesbezügliche Nachlässigkeit der Autoren von Investitionsbüchern.
- 123 Siehe zum Beispiel die folgenden Zitate, entnommen aus: *R.E. Badger and H.G. Guthmann, Investment Principles and Practices, New York, 1941:*

»Ein ähnlicher allgemeiner Grundsatz verlangt für die Eignung einer Industrieanleihe, dass die Zinszahlung im Durchschnitt mindestens 3-fach durch den Ertrag gedeckt sein muss« (S. 316). »Der Autor vertritt die Meinung, dass Vorzugsaktien so lange als spekulatives Investment zu betrachten sind, wie die Ertragsdeckung für die Kombination aus Zinsdienst und Vorzugsdividenden nicht über eine Periode hinweg mindestens doppelt war« (S. 319).

»Man kann sich ziemlich sicher sein, wenn man aufgrund einer gegebenen doppelten Ertragsdeckung der kombinierten Verpflichtungen, inklusive des Zinsdienstes für die Anleihen der Konzernmutter, auf eine gegebene Eignung der Finanzierungspapiere der Muttergesellschaft schließt. Entsprechend gilt in Bezug auf die Summe aus kombinierten Verpflichtungen und Vorzugsdividenden, dass, wenn diese Ertragsdeckung das 1,5-Fache beträgt, ein Kauf dieser Vorzugsaktien befürwortet werden kann« (S. 421).

Siehe ebenso *F. F. Burtchett, Investments and Investment Policy, New York, 1938*, Seite 325, wo verlangt wird, dass bei Handelsunternehmen die Ertragsdeckung der Zinsverpflichtungen größer sein soll als die Deckung der Vorzugsdividenden.

- 124 *Island Creek Coal Preferred* lautet auf einen Nennwert von einem Dollar und *Remington Rand, Inc., Second Preferred* auf einen Nennwert von 25 Dollar, beide Aktien schütteten eine Dividende von 6 Dollar aus und verbriefen eine Eigenkapitalbeteiligung in Höhe von 120 Dollar respektive 100 Dollar pro Aktie im Falle der Liquidation des Unternehmens. Der wahre Nominalwert ist deshalb 100 Dollar. Das Gleiche trifft auch zu auf *American Zinc Lead and Smelting First 5 \$ Prior Preferred* und *6 \$ (Second) Preferred* mit jeweiligem Nennwert von 25 Dollar.
- 125 Die einzige wichtige Emission von nichtkumulativen Vorzugsaktien, die an die eigenen Aktionäre und die Öffentlichkeit verkauft wurden und die mit dem Prädikat »straight« bezeichnet werden konnten, war *St. Louis-San Francisco Railway Company Preferred*. Im Fall von *Illinois Central Railroad Company Noncumulative Preferred* war das Wandlungsrecht das bei der Bewertung ausschlaggebende Merkmal.
- 126 Für *Kansas City Southern Railway Company 4 % Noncumulative Preferred* wurden zwischen 1907 und 1929 Dividenden ausgeschüttet, während auf die Stammaktien keine Dividenden gezahlt wurden. Dies ist eine besondere Ausnahme von dieser Regel. Die Dividenden für *St. Louis Southwestern Railway Company 5 % Noncumulative Preferred* wurden zwischen 1923–1929 vollständig ausgeschüttet, während auf die Stammaktien keine Dividenden gezahlt wurden; der Zeitraum jedoch, in dem die Vorzugsdividende vollständig oder teilweise zurückgehalten wurde (und damit unwiederbringlich verloren ging), war länger.
- 127 *Day v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 94 N.J. Eq. 389, 124 Atl. 546 (1924), aff'd. 96 N.J. Eq. 738, 126 Atl. 302 (1925); *Moran v. United States Cast Iron Pipe and Foundry Company*, 95 N.J. Eq. 389, 123 Atl. 546 (1924), aff'd. 96 N.J. Eq. 698, 126 Atl. 329 (1925).
- 128 *Wabash Railway Company et al. v. Barclay et al.*, 280 U.S. 197 (1930), als Revision von *Barclay v. Wabash Railway*, 30 Fed. (2d) 260 (1929). Siehe hierzu die Diskussion in *A. A. Berle, Jr., and G. C. Means, The Modern Corporation and Private Property*, Seiten 190–192.
- 129 Siehe hierzu zum Beispiel die Regelungen betreffend *George E. Fuller Company \$3 Convertible Stock*; *eolian Company 6 % Class A Preferred*; *United States Lines Company Convertible Second Preferred*. Der Trend, Vorzugsaktien mit solchen Sonderrechten auszustatten, ist bei verschiedenen gerade aktuellen Reorganisationsplänen von Eisenbahngesellschaften zu beobachten. Siehe hierzu die verschiedenen Vorschläge aus der Zeit zwischen 1936–1938 für *Chicago and Eastern Illinois Railroad*, *Missouri Pacific Railroad*, *Erie Railroad*, *St. Louis-San Francisco Railroad*. Ein frühes Beispiel für diesen Typ von Vorzugsaktien ist *Pittsburgh, Youngstown and Ashtabula Railway*. Hier nimmt die Dividende aber nur den kumulativen Charakter an, wenn sie in vollem Umfang von 7 Dollar erwirtschaftet, aber in geringerer Höhe ausgeschüttet wurde.
- 130 Siehe hierzu zum Beispiel die Daten für *American Car Foundry Company 7 % Noncumulative Preferred*. Über viele Jahre hinweg wurde dieses Papier zu höheren Kursen gehandelt als *United States Tobacco Company 7 % Noncumulative Preferred*. Im Jahre 1929 konnte man auf eine Periode von 30 Jahren ununterbrochener Dividendenausschüttungen zurückblicken und in den letzten 20 Jahren war der Marktpreis nie unter 100 Dollar gefallen. Als im Jahr 1932 die Dividende ausgesetzt wurde, fiel der Preis auf 16. Auf *Atchison, Topeka and Santa Fe Railway Company Preferred*, ein nichtkumulatives 5-Prozent-Papier, wurden zwischen 1901 und 1931 alle Dividenden vollständig ausgeschüttet und es galt lange als mustergültiges Investment. Im darauffolgenden Jahr fiel der Preis auf 35 und anschließend wurde die Dividende auf eine 3-Dollar-Basis verringert. Später ging man wieder zu einer 5-Prozent-Basis über, aber 1938 wurden gar keine Dividenden mehr ausgeschüttet. Solche Entwicklungen sollten Anleger davor bewahren, *Norfolk and Western 4 % Noncumulative Preferred* im Jahre 1939 zu einem Preis von 112 zu kaufen.
- 131 Dabei handelt es sich um die Unternehmen: *General Electric*, *American Tobacco* und *Corn Products Refining*. In der Studie der Universität Michigan von *Dr. Rodkey* wird diesem Umstand teilweise Rechnung getragen, indem Fremdkapitalbestände, die weniger als 10 Prozent des Gesamtkapitals betragen, außer Acht gelassen werden.
- 132 Dabei handelt es sich um das Papier *Milwaukee Lake Shore and Western Income 6s* mit einem Volumen von 500.000 Dollar, welches im Jahr 1881 begeben und 1891 von *Chicago and Northwestern* übernommen und schließlich 1911 zurückgezahlt wurde. Sowohl *St. Louis-San Francisco Railway Company Income 6s* als auch *Adjustment 6s* wurden

1928 auf Rückkauf zum Nominalwert gestellt, was einer Verkürzung der Laufzeit um 32 respektive 27 Jahre entsprach. Dies sollte sich für die Anleiheninhaber als Glücksfall erweisen, da das Unternehmen 1932 in die Konkursverwaltung geriet. Die Unternehmensgeschichte von *Frisco* zwischen dem überstandenen Konkursverfahren 1916 und der erneuten Eröffnung im Jahre 1932 ist ein besonders deutliches Beispiel für das kopflose Verhalten von beiden Gruppen, Investoren und Spekulanten, aufgrund kurzfristiger moderater Verbesserungen in den Unternehmensdaten, zumal gezeigt in einer Zeit allgemeiner wirtschaftlicher Prosperität, einem Eisenbahnunternehmen mit schlechten Vergangenheitsdaten und fremdkapitallastiger Kapitalstruktur ein hohes Rating beizumessen.

- 133 Nach mehr als 40 Jahren ununterbrochener Zinszahlungen fiel das Papier im Jahr 1938 vorübergehend in Ungnade. Am 1. Mai wurden die Zinszahlungen für Anleihen zurückgestellt (und auf halbjährliche Auszahlung umgestellt), jedoch bereits sechs Monate später wieder aufgenommen. Der Kurs der Anleihe stürzte von 103,25 auf 75,125 und erholte sich dann wieder auf 96,25 – alles im Jahr 1938. Diese Kurserholung zeigt eindrucksvoll das Verlangen von Anlegern nach sogenannten »prime-bonds«.

Einige mit Garantien ausgestattete Schuldverschreibungen von gepachteten Eisenbahnstrukturen haben ähnlich zu Eisenbahnaktien mit Dividendengarantie einen hohen Investmentstatus erreichen und behaupten können. *Beispiel: Elmira and Williamsport Railroad Income 5s*, fällig 2862, garantiert durch *Pennsylvania Railroad* und durch eine bedeutende Tochtergesellschaft. (Beachte die Laufzeit von 1000 Jahren.) Gleiches gilt in Bezug auf den hervorragenden Status von *Chicago Terre Haute and South Eastern Income 5s*, garantiert durch *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad* nach Reorganisation dieses Konzerns (*infra* S. 215).

Unter den in letzter Zeit neu dazugekommenen Gewinnschuldverschreibungen hat eine bereits mit ihrer Emission einen hervorragenden Investmentstatus erreichen und behaupten können, *Allied Owners Corporation 4s-5s*, praktisch garantiert durch *Loews Inc.* Nach Auffassung der Autoren existieren keine Gründe für die Umwidmung dieses Papiers in eine Gewinnschuldverschreibung während der Reorganisation von 1936.

- 134 Dies hat sich ganz aktuell in der Finanzierung von Industrieunternehmen zwischen 1937–1939 niedergeschlagen. Praktisch alle Neuemissionen von Anleihen waren als Debentures ausgestaltet und mit unverhältnismäßig niedrigen Zinssätzen ausgestattet. Unserer Auffassung nach bezeichnen heutzutage Debentures von Industrieunternehmen eine bessere Wertpapierklasse als mit Hypotheken besicherte Industrieanleihen.
- 135 Die *Associated Gas and Electric Company* hat eine »Anleihe« mit Wandlungsrecht in Vorzugsaktien begeben, wobei das *Wandlungsrecht bei der Emittentin* liegt und damit den Steuervorteil realisiert, ohne die Verpflichtungen einer Anleihe eingegangen zu sein. In diesem Fall hätte die Form einer Gewinnschuldverschreibung bereits eingangs weniger Verwirrung bei den Anlegern hervorrufen können als diese außergewöhnliche Konstruktion. Gewinnschuldverschreibungen wurden gegenüber Vorzugsaktien aus dem Grund bei Eisenbahnreorganisationen favorisiert, weil es Versicherungsgesellschaften aus aufsichtsrechtlichen Gründen nicht gestattet ist, Vorzugsaktien anstelle von vormaligen Anleihen im Portfolio zu halten. Solche Überlegungen wie auch der Steuervorteil könnten Unternehmen veranlassen, bei *Neuemissionen* eher auf die Form einer Gewinnschuldverschreibung als auf die einer Vorzugsaktie zurückzugreifen.
- 136 In den verschiedenen Reorganisationsplänen für dieses Unternehmen (1936–1939) wurde das *Second Income 4s* viel besser behandelt als das später emittierte Festzinspapier. Einen ungewöhnlichen Fall bietet *Wabash Railway Noncumulative Income Debenture 6s*, fällig 1939, bei dem als »Basis für die Zinszahlungen der Nettoertrag« vereinbart wurde. Obwohl als *Debenture* bezeichnet, war es mit einem unmittelbaren Pfandrecht ausgestattet und war vorrangig vor dem *Wabash Railroad Refunding and General Mortgage*. Obwohl laut Bezeichnung die Zinszahlung als nichtkumulativ und ertragsabhängig verbrieft wurde, kam es zwischen 1916 und 1938 zu keiner Unterbrechung der regelmäßigen Zinszahlungen, dies trotz der Zwangsverwaltung von 1931 und der Zahlungseinstellung für das nachrangig besicherte Festzinspapier im Jahr 1932. Die gleiche bevorzugte Behandlung widerfuhr diesem Papier im Zuge der verschiedenen Reorganisationspläne für das Unternehmen bis zum Ende des Jahres 1939.
- 137 Eine kurze Zusammenfassung dieses berühmten Falls findet sich auf den Seiten 656–657 der 1937er-Ausgabe dieses Buches.
- 138 Allerdings ermöglichten die Ausführungen in Kapitel 11 des *Chandler (Federal Bankruptcy) Act* eine Modifikation der Vertragsbestimmungen für Inhaber von Garantiepapieren, ohne dabei Verluste beim garantierenden Unternehmen auszulösen, jedoch mit der Möglichkeit, die Zustimmung von Minderheitsaktionären zu solchen Modifikationen zu

erzwingen. Beispiel: Modifikation der *Guaranty of Trinity Building 5,5s*, garantiert von *United States Realty and Improvement*, vorgenommen im März 1939.

Im Vergleich dazu wurde im Oktober 1932 die vollständige Bedienung der Zinszahlung für den nicht verkauften Teil des *Savoy Plaza Corporation Debenture 5,5s* geleistet, welches ebenfalls mit einer Garantie von *United States Realty and Improvement* ausgestattet war. Ab diesem Zeitpunkt sank der Kurs des nicht garantierten *First Mortgage Bond* von *Savoy Plaza* auf einen Wert von 5. Beachtenswert ist ebenfalls die vollständige Leistung der Zinszahlungen für *Utica Clinton and Binghamton Railroad First 5s* im Jahr 1939 durch die Bereitstellung der finanziellen Mittel hierfür vom Garanten *Delaware and Hudson Railroad*, obwohl *Delaware and Hudson* die betreffende Trasse schon Jahre nicht mehr betrieben.

- 139 Die Zinszahlungen für diese Gewinnschuldverschreibung wurden bis einschließlich 1939 vollständig geleistet, obwohl das garantierende Unternehmen selbst bereits 1935 in die Insolvenzverwaltung geriet und die Zahlungen für alle eigenen Obligationen einstellte. Das lag nicht an der Garantie, sondern an der strategischen Bedeutung und den substanziellen Erträgen der *Terra Haute Division*. Beachte, dass in diesem Fall ein *divisional second-mortgage income bond* besser abgeschnitten hat als ein *first mortgage* auf die Haupttrassen des Konzerns. *Nicht die Bezeichnung, sondern die Fakten determinieren die Entwicklung eines Investments.*
- 140 Versuche, die philippinische Regierung durch einen Sonderausschuss zu einem Rückkauf der Anleihen zu bewegen oder die Tilgung durch eine Bürgschaft sicherzustellen, schlugen fehl und resultierten in einem Skandal und in Untersuchungshaft für den Ausschussvorsitzenden. Im Jahr 1939 wurden die Anleihen zu einem Kurs von 7 gehandelt.
- 141 Auf dem Rechtsweg erreichten die Anleihengläubiger 1939, dass *Canadian Pacific* für die Zeit der ausgesetzten Tilgung die Zinszahlungen fortführen musste.
- 142 Ein wachsamer Anleger hätte vielleicht bereits aus der Tatsache, dass *Western Union* die im eigenen Portfolio befindlichen Stammaktien von *American Telegraph and Cable* bereits seit 1913 kontinuierlich abwertete und 1932 schließlich ein Wert von 10 Dollar geschätzt wurde, eine Warnung abgeleitet.
- 143 Siehe im Anhang Anmerkung 30 für die entsprechenden Daten.
- 144 Die Verwendung »Joint« im Namen bezeichnet die verschiedene Interessengruppen beinhaltende Eigenkapitalbasis und ist unglücklicherweise für mögliche Missverständnisse verantwortlich zu machen, wenn Anleger aus ihr auf eine gemeinsame Verantwortlichkeit Bankengruppe gegenüber den Verbindlichkeiten jeder einzelnen Bank abgeleitet haben. Für eine diese Banken zusammenfassende und kritische Betrachtung siehe: Carl H. Schwartz, *Financial Study of the Joint Stock Land Banks, Washington, D.C., 1938.*
- 145 Einige der *Joint Stock Bond*-Papiere wurden zwischen 1930 und 1932 notleidend, von denen ein großer Anteil im Kurs auf das bei Konkursverwaltung übliche Niveau absank, jedoch alle auf ein spekulatives Kursniveau absanken. Auf der anderen Seite gab es unter den *Federal Land Bank Bonds* nicht nur keinen einzigen Zahlungsausfall, sondern auch ausschließlich relativ moderate Kursrückgänge, sodass der Investmentstatus nie verändert wurde. Die guten Erfahrungen der Anleger mit *Federal Land Bank Bonds* sind sicherlich in erheblichem Maße auch dem zusätzlich von der Regierung der Vereinigten Staaten bereitgestellten Eigenkapital und der strengeren behördlichen Aufsicht zu verdanken, aber die bestehenden Garantieerklärungen haben sich zweifelsfrei als bewertungsrelevantes Merkmal erwiesen. Ebenfalls beachtenswert ist, dass die *Joint Stock Land Bank Bonds* 1932 in vielen Staaten für den Handel von Fondsgesellschaften zugelassen worden sind und dies trotz ihrer zweifelsfrei unzureichenden Sicherheit auch nach 1932 blieben. Seit Mai 1933 ist den *Joint Stock Land Banks* der weitere Geschäftsbetrieb untersagt und sie befinden sich in der Liquidierung.
- 146 Bei den unabhängigen Bürgschaftsinstituten erwiesen sich die Garantien jedoch, wenn auch nur teilweise, als nützlich. Auf die Bankrotterklärung von *National Surety Company* hin entfielen auf die Anleiheninhaber mit entsprechenden Garantien große Barzahlungen. Einige der solvent gebliebenen Unternehmen erreichten dies durch eine Einigung mit den Anleiheninhabern, in der ein Umtausch gegen neue Anleihen mit Zinsgarantie, jedoch niedrigerem Kupon vorgesehen war, was freilich nicht die Tilgung des Nominalwertes miteinbezog. *Beispiele: Metropolitan Casualty Company, Maryland Casualty Company, United States Fidelity and Guaranty Company.*
- 147 Zum Beispiel erzielen die *Pittsburgh, Fort Wayne and Chicago Railway Company Preferred and Common* eine 7-prozentige Dividende aus einer Erbverpachtung an *Pennsylvania Railroad Company* mit einer Laufzeit von 999

Jahren. Die Dividenden sind dabei von der *Pennsylvania Railroad* garantiert.

- 148 *A.S. Dewing* kommt in seiner *A Study of Corporation Securities*, Seiten 293–297, zu folgenden Aussagen in Bezug auf garantierte Anleihen:
- »Es sind durchaus Umstände denkbar, in denen ein Kontrolle ausübendes Unternehmen oder eine Konzernmutter die Zins- oder Pachtzahlungen für überlassene, aber unrentable Vermögensgegenstände aus strategischen Überlegungen fortsetzt.« (An dieser Stelle folgen Beispiele, inklusive Details für *San Antonio and Aransas Pass Railway Company First 4s*, fällig 1943, aus denen hervorgeht, dass die Emittentin in den meisten Jahren nicht in der Lage war, den Zinsdienst aus den Erträgen zu erwirtschaften.) »Die Bedeutung der Strecken (von *San Antonio and Aransas Pass Railway*) für die *Southern Pacific Company* war jedoch so groß, dass die Garantin gut beraten war, die Defizite im Zinsdienst auszugleichen. ... Trotz solcher Beispiele bewahrheitet sich immer wieder die allgemeine Regel, nach der die Stärke einer garantierten Anleihe nicht größer sein kann als die der Emittentin selbst und letztlich vom Ertragspotenzial der zugrunde liegenden Vermögensbestandteile abhängt.«
- Für die Autoren ist indes klar, dass durch diese Aussagen der essenzielle Charakter von garantierten Schuldverschreibungen fehlinterpretiert wird. Der von *Southern Pacific* vorgenommene Defizitausgleich ist nicht als Ausnahme von der Regel zu betrachten, sondern Ausdruck mangelnder realer Handlungsalternativen. Die Stärke einer garantierten Anleihe *kann viel größer sein* als die der Emittentin selbst, weil diese Stärke aus einem doppelten Anspruch der Anleihengläubiger gegen *beide*, die Emittentin der Anleihe und die Garantin, folgt.
- 149 In Anmerkung 31 im Anhang findet sich anhand von *N.Y. and Harlem Railroad* sowie *Mobile and Ohio Railroad* eine kurze Diskussion von einigen interessanten Entwicklungsabschnitten von garantierten Papieren und den zugrunde liegenden Pachtverhältnissen.
- 150 Von der SEC ist dafür die Kategorie »*rents and royalties*« vorgesehen, typischerweise sind darin aber ausschließlich Verbindlichkeiten (*rents*) verbucht, sodass man den ausgewiesenen Saldo einfach übernehmen kann.
- 151 Diese Aktien, mit Nennwert 20, wurden 1939 zu einem Preis von 25 gehandelt, obwohl ein Rückkaufsrecht der Emittentin zu einem Preis von 22 bestand.
- 152 Aus praktischen Erwägungen wie eigenen finanziellen Interessen des Mutterkonzerns an einer Tochter oder strategischem Kalkül kann eine Sicherstellung von Zinszahlungen für Wertpapiere Letzterer erfolgen, obwohl sie keine echte Verbindlichkeit der Mutter sind. Solche Überlegungen sind allerdings nur im Hinblick auf eine aus *spekulativem* Kalkül erfolgende Investition zulässig (nämlich in der Absicht, Kursgewinne zu realisieren), nicht aber, wenn die Anleihen nahe *pari* notieren. Konkret ausgedrückt, hätte *United Drug* bei einem Kurs von 45 eine aussichtsreiche Spekulation darstellen können, bei 93 war es aber ein schlechtes Investment.
- 153 Mit Konkursverwaltung (*Receivership*) wurden einst alle Verfahren bezeichnet, in denen finanzielle Schwierigkeiten dazu geführt haben, dass Gerichte tätig wurden. Ein Ergebnis des *Chandler Act* (*Bankruptcy Act* von 1938) ist, dass die vormaligen Konkursverwalter größtenteils durch Treuhänder ersetzt wurden. Die Bezeichnung Konkursverwaltung wird sich – wenigstens für eine Weile – jedoch noch halten, da die Bezeichnungen »Treuhänderische Verwaltung« und »Bankrott« nicht ganz zutreffend sind, die erste ist gewissermaßen zweideutig und die zweite zu negativ belegt. »Insolvenz« im Sinne von Zahlungsunfähigkeit ist eine treffende Bezeichnung, dessen Verwendung jedoch manchmal Unbehagen bereitet.
- Sogenannte *Equity Receivers* werden auch weiterhin in Bezug auf die Durchsetzung von Ansprüchen der Eigenkapitalgeber bei Sammelklagen, freiwilligen Liquidationen und anderen besonderen Sachverhalten benannt.
- 154 Andere *Events of Default* – nämlich Nichteinhaltung von Mindestwerten des Unternehmensvermögens oder des *Working Capital* – führten selten zur Eröffnung eines Konkursverfahrens. In den meisten Fällen zogen es die Anleihengläubiger vor, über solche Tatbestände hinwegzuschauen oder in Nachverhandlungen zu treten, anstatt die Unternehmen in Gerichtsprozesse zu verwickeln und dadurch ihre eigene Position zu schädigen.
- 155 Die Regelungen 1 bis 4 sind dem Kapitel \times des *Chandler Act* entnommen, der infolge des berühmten *Sec. 77B* steht, welcher selbst 1933 dem alten *Bankruptcy Act* hinzugefügt wurde. Eisenbahnreorganisationen waren im *Sec. 77* geregelt, die unverändert im *Chandler Act* und Kapitel $\times V$ durch Hinzufügung 1939 übernommen wurden (siehe dazu die Fußnote 173 auf S. 277). Ein Bestandteil des *Chandler Act* ist mit Kapitel $\times I$ auch eine Regelung des Verfahrens für den Fall ausschließlich unbesicherter Unternehmensverschuldung.

- 156 Vorschriften, analog zu den Mechanismen aus 77B und dem *Chandler Act*, sind auch für Reorganisationen von Immobiliengesellschaften unter der Bezeichnung *Schackno and Burchill Act* von der *New York State Legislature* im Jahre 1933 erlassen worden. Im selben Jahr wurde der *The Companies Creditors Arrangement Act* auch in Kanada übernommen, sodass es zahlungsunfähigen kanadischen Unternehmen möglich ist, Konkursverfahren abzuwenden, wenn übereinstimmende Kompromisse mit den Gläubigern und ihre gerichtliche Sanktionierung erreicht werden können. So zustande gekommene Einigungen entfalten dann auch eine bindende Wirkung für Minderheitengruppen unter den Wertpapierinhabern. Siehe dazu: *W.S. Lighthall, The Dominion Companies Act 1934, annotated*, Seiten 289, 345 ff., Montreal, 1935.
- 157 Der Reorganisationsplan von *New York State Railways* vom Februar 1939 sieht vor, dass die Inhaber der neu emittierten Gewinnschuldverschreibungen so lange zwei Drittel der Direktorenposten des Vorstandsgremiums benennen dürfen, wie nicht mindestens 80 Prozent der Anleihe zurückgezahlt wurde. Den Inhabern des *Commercial Mackay Corporation Income Debenture*, fällig 1967, wird so lange das Recht zugestanden, ein Drittel der Direktorenposten zu bestimmen, wie nicht die gesamte Anleihe zurückgezahlt wurde.
- Beim *National Hotel of Cuba Income 6s*, fällig 1959 (emittiert 1929), stehen den Gläubigern für den Fall, dass die Zinszahlungen ein Jahr im Rückstand sein sollten, alle Stimmrechte zu. Ältere Beispiele für den Übergang von Stimmrechten zu Anleihengläubigern schließen *Erie Railroad Prior Lien 4s and General 4s*, *Mobile and Ohio Railroad General 4s*, *Third Avenue Railway Adjustment 5s* mit ein.
- Im Zuge der Reorganisation von *Maple Leaf Milling Company, Ltd. (Canada)*, wurde vereinbart, dass die effektive Ausübung der Kontrollrechte über das Unternehmen beim *Indenture Trustee 5,5s*, fällig 1949 (später verlängert bis 1958), verbleibt, indem zwei von drei Direktorenposten bzw. Stimmen an diese Gruppe übertragen wurden.
- 158 Von diesen Regelungen allgemein ausgenommen sind Veränderungen beim Fälligkeitstermin von Zinsen und Tilgung, des Zinssatzes, des Rückkaufspreises oder Wandlungsrechtes. Beispiel: *Richfield Oil Corporation Debenture 4s*, fällig 1952. Das *Industrial Rayon First 4,5s*, fällig 1948, ist insoweit ungewöhnlich, als es eine Zweidrittelmehrheit der Stimmen der Anleihengläubiger voraussetzt, um Zinszahlungen aufzuschieben. Für die Listung an der *New York Stock Exchange* wurde jedenfalls eine Verpflichtungserklärung verlangt, diese Vertragsklausel nicht anzuwenden.
- 159 Siehe dazu: *S.E.C. Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganizations Committees, Pt. IV*, Seiten 135–177, speziell Seiten 138–143, 164–177, Washington, 1936.
- 160 Wie in Kapitel 50 herausgestellt werden wird, zeigte sich, dass das *Fisk Rubber 8s* später nahezu 100 und das *5,5s* mehr als 70 wert waren.
- 161 Im Jahr 1936 kam es zu einer zweiten freiwilligen Sanierungsmaßnahme, bei der die Kuponrate auf 4 Prozent festgesetzt wurde und den Anleiheinhabern ein wertloser Bonus in Form von Stammaktien übertragen wurde. 1939 kam es zu einer dritten freiwilligen Übereinkunft, nach der die Anleiheninhaber mit einer 30-prozentigen Barzahlung und 70 Prozent in Vorzugsaktien abgefunden wurden – die nötigen Mittel dafür stammten aus einem Kredit der *R.F.C.*
- 162 Die Reorganisation der *Industrial Office Building Company* zwischen 1932 und 1933 liefert ein bemerkenswertes Beispiel für die Umwandlung von Anleihen mit Festbetragsansprüchen in Gewinnschuldverschreibungen, ohne dass die Eigenkapitalgeber dabei Einschnitte jedweder Form hinnehmen mussten. Eine detaillierte Diskussion dieses Falles erfolgt im Anhang unter Anmerkung 32.
- 163 Dabei handelt es sich um den *Chandler Railroad Act* von 1939, der dem *Bankruptcy Act* ein zusätzliches Kapitel, Kapitel 15, hinzufügte. Maßnahmen, die unter diese Regelungen fallen sollen, mussten vor dem 31. Juli 1940 initiiert worden sein und durften nicht länger als ein Kalenderjahr bis zur vollständigen Umsetzung dauern. Soweit es die Sanierungsmaßnahmen und -abläufe im Einzelnen betrifft, besteht kein großer Unterschied zu *Section 77*. In beiden Fällen bedarf es einer Zustimmung der *I.C.C.*, eines Gerichts und eines Mindestanteils der Wertpapierinhaber. Der wichtigste Unterschied besteht darin, dass unter dem neuen Kapitel 15 kein Konkursverfahren im engeren rechtlichen Sinne eingeleitet wird. Das Unternehmen vertritt weiterhin seine eigenen Interessen und alle nicht im Sanierungskonzept berücksichtigten Verträge und Obligationen bleiben hiervon unverändert.
- 164 Siehe im Anhang Anmerkung 33 für eine weitere Diskussion sowie ein Beispiel für diesen Punkt aus der ersten Auflage dieses Buches.

- 165 Grundlage der gesetzlichen Änderungen war eine von der SEC durchgeführte Studie von Anleihenverträgen, welche vor allem durch ein Urteil von Richter *Rosenman* 1936 angeregt war, der keine Ansprüche der Inhaber von *National Electric Power (secured) Debentures* wegen großer Verluste gegen den eingesetzten Treuhänder zuließ. Im Urteilsspruch wurde darauf verwiesen, dass der Treuhänder aufgrund exkulpatorischer Klauseln vor Regressansprüchen geschützt war, das gesamte System aber einer radikalen Reform bedurfte.
- 166 Im Jahr 1933 wurde der *St.-Paul-Tochter* genehmigt, einen Teil der *First and Refunding* zu emittieren, die als zusätzliche Sicherheiten für die Gewährung von kurzfristigen Kreditlinien durch die US-Bundesregierung dienten.
- 167 In einigen Fällen wurden *Debenture*-Schuldverschreibungen in *Hypotheken* auf die als Sicherheit dienenden Vermögensgegenstände umgeschrieben, wenn diese zwischenzeitlich verpfändet wurden.
Beispiel: National Radiator Corporation Debenture 6,5s, fällig 1947, und das *Income Debenture 5s* vom Rechtsnachfolger des Unternehmens. Im Zuge einer zweiten Reorganisation im Jahr 1939 wurden diese *Debentures* durch Aktien ersetzt. Dies ist ein exzellentes Beispiel für die relative Unwichtigkeit von Schutzbestimmungen, wenn man sie mit einem ertragreichen Wertschöpfungsprozess vergleicht.
- 168 Für entsprechende Regelungen bei Vorzugsaktien siehe die Vereinbarungen zu *Consolidated Edison Company of New York 5 \$ Preferred*, *General Foods Corporation 4,50 \$ Preferred* und *Gotham Silk Hosiery Company 7 % Preferred*.
- 169 *Ashland Home Telephone First 4,5s*, fällig 1961, ist eine Schuldverschreibung eines öffentlichen Versorgers und weist die Eigenart einer relativ schwachen Koppelung an das Betriebsvermögen auf.
- 170 In ähnlichen Situationen existierten 1933 in Bezug auf die Wertpapiere *G. R. Kinney (shoe) Company 7,5s*, fällig 1936, und *Budd Manufacturing Company First 6s*, fällig 1935. Anfang 1934 wurden die Inhaber von *Debentures* der *United States Radiator Corporation* um ihre Zustimmung für eine Modifikation der Regelungen betreffend das Umlaufvermögen und die Tilgungsmodalitäten gebeten. Für diese *Zugeständnisse* wurde den Gläubigern allerdings keine Gegenleistung angeboten. Bezeichnenderweise hat das Unternehmen in der Begründung für diesen Schritt auch nicht darauf abgestellt, dass den Anleihengläubigern in diesem Zusammenhang bestimmte Schutzrechte zustehen würden, sondern lediglich darauf verwiesen, dass die bei der Verbriefung festgelegten Beschränkungen zu technischen Problemen in Verbindung mit anstehenden Bankfinanzierungen führen würden.
- 171 Falls der Marktwert des Wertpapierportfolios sogar unter den Wert des verbrieften Fremdkapitals sinken sollte, entspricht dies einem Überschuldungstatbestand, der in der Folge zu sofortigen Sanierungsmaßnahmen führen muss. Andernfalls ergäbe sich für die Aktionäre die Möglichkeit, Spekulationen mit dem Kapital durchzuführen, das eigentlich den Fremdkapitalgebern gehört. Aber selbst in diesem augenscheinlich einfachen Punkt ergeben sich Schwierigkeiten. Im Jahr 1938 strebten die Inhaber des *Reynolds Investing Company 5s* die Einsetzung eines Treuhänders wegen Überschuldung an, aber die Aktionäre waren der Ansicht, dass der Marktwert bestimmter großer Beteiligungen des Unternehmens niedriger war als ihr wahrer Wert. Nach beträchtlichen Verzögerungen kam es in Übereinstimmung der verschiedenen Ansprüche zur Einsetzung eines Treuhandverwalters. Beachtenswert ist, dass das *Guardian Investors Corporation 5s*, fällig 1948, nahezu im gesamten Zeitablauf seit 1932 unter 100 Prozent des Fremdkapitals lag und zu solch niedrigen Kursen wie 24 notierte, ohne dass irgendwelche Gegenmaßnahmen ergriffen wurden.
- 172 Eine weitere Schutzklausel wurde bei der Verbriefung des *Reynolds Investing Company 5s* zur Absicherung der Gläubigerposition angewendet. Sie sah vor, dass, falls der Wert des Anlagevermögens jemals unter 110 Prozent des Wertes des in Anleihen verbrieften Fremdkapitals sinken sollte, die gesamte Anleihe zum nächsten Zinstermin fällig gestellt werden würde. Bei der Anwendung ergaben sich die gleichen Schwierigkeiten, wie bereits hinsichtlich fraglicher Zahlungsfähigkeit erörtert wurde.
- 173 Im Jahr 1933 hat die *Interstate Commerce Commission* nachdrücklich empfohlen, dass auch Eisenbahngesellschaften durch laufende Rückkäufe Maßnahmen zur Reduktion ihrer Verschuldung treffen sollen. Die *Chicago and North Western Railway* hat daraufhin einen entsprechenden Plan ausgearbeitet, der im Einzelnen aber keine besondere Wirkung entfaltete.
- 174 Die freiwillig eingeleiteten Sanierungsmaßnahmen aus 1922 sahen einen fünfjährigen Aufschub der Rückkaufverpflichtungen für diese Anleihe vor. Diese Abänderung wurde von etwa 75 Prozent der berechtigten Stimmen akzeptiert. Bei vielen Immobilienwerten wurden Rückkaufvereinbarungen unter verschiedenen Aufschub

gewährenden Staatsgesetzen ohne weitere Strafen ausgesetzt. *Beispiel: Harriman Building First 6s*, fällig 1951. Zwischen 1934 und 1939 wurden hierfür unter Verweis auf das *New York Moratorium Law* keine Tilgungsrückkäufe geleistet.

- 175 Dabei muss allerdings die Entwicklung der letzten Jahre hin zu einem wachsenden Schutz der Vorzugsaktionäre gegen die Emission von *Debenture*-Anleihen beachtet werden, indem ihre Zustimmung mittlerweile für die Emission jeglicher »Anleihen, Schuldverschreibungen, *Debentures* oder anderer Fremdkapitaltitel mit Laufzeiten von länger als einem Jahr ab Emission« Voraussetzung ist. Siehe zum Beispiel: *Kendall Company 6 % Participating Preferred*, *A. M. Byers Company 7 % Preferred*. Aus der Klasse der älteren Wertpapiere besaß schon *Loose- Wiles Biscuit Company 7 % First Preferred* eine solche Regelung.
- 176 Neuere Gesetze in einigen Bundesstaaten erlauben es den Unternehmen, die Zustimmung *aller* Vorzugsaktionäre zu einer Kapitalerhöhung zu erzwingen, wenn mindestens zwei Drittel der Vorzugsaktionäre ein entsprechendes Votum abgegeben haben. *Beispiel: Die Kapitalerhöhung von International Paper and Power* von 1937 (nach den Gesetzen in Massachusetts), bei der die originalen 6-Prozent-Vorzüge und die daraus hervorgegangenen 7-Prozent-Vorzüge (zusammen mit den für sie aufgelaufenen Dividenden) durch neue 5-Prozent-Vorzüge inklusive Wandlungsrecht und einen Bonus von Stammaktien ersetzt wurden. Dabei sollten allerdings die verschiedenen Gerichtsurteile nicht außer Acht gelassen werden, die aufgelaufenen Dividendenansprüchen bei Unternehmen, die vor der Gesetzesnovelle gegründet wurden, nach wie vor eine auch durch Aktionärsabstimmung nicht veränderliche Rechtsstellung zuweisen. Siehe hierzu *Keller vs. Wilson & Co., Inc.*, 190 Atl. 115 (Del. 1936), und *S.E.C. Report on the Study and Investigation of the Work, Activities, Personnel and Functions of Protective and Reorganization Committees, Pt. VIII, »Management Plans without Aid of Committees«*, Hrsg.: United States Government Printing Office, Seiten 187 ff.
- 177 Im Jahr 1939 wurden die 7-Prozent-Vorzüge durch Gewinnschuldverschreibungen, neue Vorzüge sowie Stammaktien ersetzt.
- 178 Eine gänzlich unübliche Variation dieses Konzepts bot der Fall *Du Pont »Nonvoting Debenture Stock«* (ein Vorzug), welches 1939 gelöscht wurde. Den Inhabern wurde ein gleichberechtigtes Stimmrecht mit den Stammaktionären für den Fall eingeräumt, dass der Gewinn weniger als 9 Prozent des Nennwertes betrug. Das ausschließliche Stimmrecht ging für den Fall über, dass sechs Monate lang keine Dividenden ausgeschüttet wurden.
- 179 Soweit es den Autoren bekannt ist, stellen solche Arrangements nur einen verhältnismäßig kleinen Anteil dar. Beispiele hierfür sind *North American Company Preferred* und die neuen Vorzugsaktien von *Ogden Corporation* (Nachfolger der *Utilities Power and Light Corporation*). Es ist anzunehmen, dass mehr von diesen Papieren nach Maßgabe der SEC aufgelegt werden. Für eine allgemeine Betrachtung der Stimmrechtskontrolle durch Vorzugsaktionäre siehe: *W. H. S. Stevens, »Voting Rights of Capital Stock and Shareholders«*, XI in: *The Journal of Business of the University of Chicago*, 311–348, October 1938.
- 180 *Section 216–12(a) aus Chap. X des Bankruptcy Act* von 1938 sieht für Vorzugsaktien, die unter diesen Regelungen emittiert wurden, vor, dass den Vorzugsaktionären für *jedwede* Form von zurückbehaltenen Dividenden die Besetzung *einiger* Vorstandspositionen zusteht.
- 181 Es sollte hinzugefügt werden, dass die Dividendenausschüttung für die 6-Dollar-Vorzüge im Jahr 1933 wieder aufgenommen wurden und die bis dato aufgelaufenen Dividenden 1934 beglichen wurden.
- 182 Diese Aussage wurde 1934 formuliert. Mittlerweile hat sich die Aufnahme solcher Regelungen in die Wertpapierverbriefung als Standard bei Neuemissionen von Anleihen durchgesetzt. Dabei sind nicht nur Herabsetzungen des gezeichneten Kapitals verboten, sondern es ist ebenfalls die Tendenz zum »Einfrieren« der gebildeten Rücklagen für die Laufzeit der Anleihe zu erkennen, obwohl hierbei oft Spielräume belassen werden. Beispiele: In der Verbriefung von *Youngstown Sheet and Tube First 4 %* und der *Debenture 3,5 %* waren Barausschüttungen an die Aktionäre auf die seit dem 31. Dezember 1935 erwirtschafteten Erträge plus 5.000.000 Dollar beschränkt. Im Fall *Koppers Company First and Collateral 4s*, fällig 1951, waren Ausschüttungen auf die seit 1. Januar 1936 erzielten Erträge plus Einzahlungen aus Kapitalerhöhungen beschränkt.
- 183 Bei der Sanierung von *International Paper and Power Company* 1937 wurde den Vorzugsaktionären ein ähnliches Opfer abverlangt. Die Genehmigung der SEC erfolgte nur unter beachtlichen Bedenken. Und dieser Fall wurde von

Commissioner Frank als unsittliches Beispiel in seinem heftigen und langwierigen Disput bezüglich der *Commission's order* vom 30. Januar 1939 angeführt, welche die Emission der *North American Company 6 % Preferred Stock* genehmigte.

Bei diesem Streitfall brachte er den interessanten Vorschlag, nach dem die Vorzugsaktionäre dem skizzierten Dilemma entfliehen können, wenn parallel zur Herabsetzung des gezeichneten Kapitals eine spezielle Kapitalrücklage aufgebaut wird, gegen die Verluste gegengerechnet werden könnten, die sonst das verbleibende gezeichnete Eigenkapital vermindern würden.

- 184 Die Unternehmensverfassung von *General American Investors Company, Inc.*, beispielsweise sieht vor, dass keine Dividenden- oder andersgearteten Ausschüttungen an die Stammaktien vorgenommen werden dürfen, wenn dadurch das Nettoanlagevermögen unter einen Wert von 150 Dollar pro Vorzugsaktie sinken würde. In der Unternehmensverfassung von *Interstate Department Stores, Inc.*, ist die Zustimmung von mindestens zwei Dritteln der Vorzugsaktien für jegliche Ausschüttungen auf die Stammaktien nötig, die durch Kapitalherabsetzungen und Auflösung von Rücklagen ermöglicht wurden.
- 185 Dieser Betrag basiert auf der maximalen jährlichen Zeichnungssumme eines Individuums in Höhe von 7500 Dollar. Nach dem zehnten Jahr ununterbrochener Zeichnung in dieser Höhe werden jährlich Rückzahlungen in Höhe von 10.000 Dollar fällig; saldiert man diese Einzahlung mit der jährlich weitergeführten Auszahlung von 7500 Dollar, verbleiben 2500 Dollar als maximal erzielbares jährliches Einkommen.
- 186 Dieser Faktor wurde durch den Erlass des *Security Exchange Act* von 1934 in großem Umfang reduziert.
- 187 Viele Eisenbahnanleihen haben sich seit 1933 als Ausnahme von dieser Aussage erwiesen. Beachte zum Beispiel, dass *Baltimore and Ohio Railroad First 4s*, fällig 1948, 1936 bei 109,5 notierte, obwohl die Ertragsdeckung der gesamten Zinsverbindlichkeiten bereits eine Zeit lang viel zu gering war. Im Jahr 1938 notierten diese Anleihen bei einem Kurs von 34,25.
- 188 Der Leser muss an dieser Stelle jedoch gewarnt sein, sehr große Zinsdeckungen allein als Garant für vollständige Absicherung anzusehen. Ein operativer Verlust zehrt die Zinsdeckung auf, wie hoch sie auch gewesen sein mag. Daher ist eine inhärente Stabilität ein essenzielles Kriterium, wie bereits im *Studebaker*-Beispiel aus Kapitel 2 betont wurde.
- 189 Eine wachsende Anzahl Börsenhändler verlangt mittlerweile ebenfalls Gebühren für Beratungsdienstleistungen.
- 190 Mit der SEC-Aufsicht verschwanden solche Emissionen größtenteils von den zentralen Handelsmärkten und an ihre Stelle trat die Ausgabe von Wertpapieren kleiner mutmaßlich legitimer Unternehmen, die zu Höchstpreisen an die Öffentlichkeit verkauft wurden. Welche weiteren Gefahren aus Betrugereien drohen, kann anhand des Berichts von 1938 des *Better Business Bureau of New York City* nachvollzogen werden.
- 191 Die Ausgabe von 1934 enthielt an dieser Stelle einen Abschnitt über vorrangige Wertpapiere mit Anlagebonität zu günstigen Kursen. Zwar waren diese im Zeitraum von 1931 bis 1933 weit verbreitet, sie sind seitdem jedoch äußerst rar geworden – selbst beim Marktrückgang der Jahre 1937 bis 1938. Dieser Abschnitt wurde hier aus Platzgründen ausgelassen.
- 192 Es gibt noch eine vierte Art von Gewinnbeteiligung, die sogenannte »optionale« Anleihe oder Vorzugsaktie. Sie ist jedoch von geringerer Bedeutung als die drei beschriebenen und trat erstmals in den Haussejahren 1928/1929 auf. Mit diesem Recht können Zins- oder Dividendenzahlungen statt in bar in festgelegten Mengen von Stammaktien bezogen werden (das heißt zu einem festgelegten Kurs je Aktie). Beispielsweise gaben die bevorrechtigten 6-Dollar-Wandelanleihen von *Commercial Investment Trust*, optionale Serie des Jahres 1929, dem Inhaber die Option, anstatt der Bardividende von 6 Dollar eine jährliche Rate von einem Dreizehntel an Stammaktien zu beziehen. Dies entsprach einem Kurs der Stammaktien von 78 Dollar, das heißt, die Option besäße einen Wert, sobald die Aktie über 78 Dollar notiert. Gleichermäßen gaben die optionalen 6-Prozent-Wandelobligationen von *Warner Brothers Pictures, Inc.*, Fälligkeit 1939, Ausgabe 1929, dem Inhaber die Option, als Zinszahlung anstatt eines Barbetrages von 60 Dollar die jährliche Rate in Form einer Stammaktie zu beziehen. Es kann behauptet werden, dass diese optionale Ausgestaltung die modifizierte Form eines Wandlungsrechts ist, bei dem die Zins- oder Dividendenträge separat in Stammaktien wandelbar sind. Bei den meisten (evtl. sogar allen) dieser Emissionen ist auch das Kapital wandelbar. Durch die separate Wandelbarkeit der Ertragszahlungen gewinnt das Recht etwas an Attraktivität – wenn auch nicht viel.

- 193 Der *Report of the Industrial Securities Committee of the Investment Bankers Association of America* aus dem Jahr 1927 führt den folgenden, vermutlich Zustimmung findenden Vorschlag an: Da ein gewisser Prozentsatz an vorrangigen Wertpapieren von mittelgroßen Unternehmen »über einen Zeitraum von fünf oder zehn Jahren erheblichen Verlusten unterliegt«, sollten Anleger dieser Papiere durch ein Wandlungsrecht oder ein anderes vorrangiges Recht eine Beteiligung an den zukünftigen Gewinnen erhalten, um dieses Risiko auszugleichen. Siehe *Proceedings of the Sixteenth Annual Convention of the Investment Bankers Association of America*, Seite 144–145, 1927.
- 194 Vor dem Erscheinen des *Release No. 208 (Statistical Series)* der SEC am 16. Februar 1939 wurde keine vollständige Zusammenstellung des Dollarvolumens von bevorrechtigten Emissionen vorgenommen und regelmäßig weitergeführt. Diese Veröffentlichung lieferte auf vierteljährlicher Basis Daten für den Zeitraum vom 1. April 1937 bis zum 31. Dezember 1938 und zusätzliche Daten wurden seitdem vierteljährlich von der SEC veröffentlicht. Weitere Belege des Volumens dieser Art von Finanzierung über einen weitaus längeren Zeitraum finden sich im Anhang, Anmerkung 35.
- 195 Diese Kritik gilt nicht für Wandelanleihen, die nach 1933 emittiert wurden, deren Mehrheit unseren Anlagestandards entspricht.
- 196 In der Praxis ergeben sich Wandlungen oft aus Arbitragetransaktionen, die den Kauf einer Anleihe und den gleichzeitigen Verkauf der Aktie zu einem Kurs, der leicht über dem »Wandlungsverhältnis« liegt, beinhalten.
- 197 Für Daten bezüglich der relativen Häufigkeit von bevorrechtigten Wertpapieren zwischen 1925 und 1938 siehe Anhang, Anmerkung 35, und die in der Fußnote auf S. 265 erwähnten statistischen Veröffentlichungen der SEC.
- 198 Aufgrund der wachsenden Bedeutung von bevorrechtigten Wertpapieren und einer fehlenden eingehenden Betrachtung in gewöhnlichen Lehrbüchern wird dieses Thema in einer Länge behandelt, die unverhältnismäßig erscheinen kann.
- 199 Ein weitaus größerer Kursunterschied dieser Art bestand bei den partizipierenden Vorzugsaktien und den Stammaktien von *White Rock Mineral Springs* in den Jahren 1929 bis 1930. Aufgrund der Marktsituation akzeptierten die Inhaber nahezu aller partizipierenden Vorzugsaktien ein Angebot, diese in Stammaktien einzutauschen, obwohl dies keinen zusätzlichen Gewinn sowie den Verlust ihrer vorrangigen Position bedeutete.
- 200 Die dauerhaft breite Kursspanne bei den Stammaktien und Klasse-B-Aktien der *R.J. Reynolds Tobacco Company* basiert auf dem besonderen Umstand, dass die Vorstände und Angestellten des Unternehmens, welche die Stammaktien besitzen, in den Genuss bestimmter gewinnbeteiligender Vorteile gegenüber den Klasse-B-Aktionären kamen. Nicht stimmberechtigte Stammaktien werden von der New York Stock Exchange nicht mehr gelistet und sie dürfen nicht bei Restrukturierungen nach Kapitel X des Bankruptcy Act von 1938 ausgegeben werden.
- 201 Man beachte, dass die Anleihen von *Independent Oil and Gas* ein Engagement von 33,60 Dollar je Stammaktie darstellten, wohingegen die Optionen von *White Sewing Machine* ein Engagement von nur 10 Dollar je Stammaktie beinhalteten. Doch Erstere repräsentierte den Besitz eines feststehenden Anspruchs oder eines Aktienanteils, wohingegen Letztere nur das *Recht zum Kauf* einer Aktie über dem Marktpreis beinhaltete.
- 202 Die kündbare Eigenschaft kann selbst bei »reinen« nicht wandelbaren Anleihen ein ungünstiges Element von großer Bedeutung darstellen (was kürzlich auch der Fall war). In wenigen Fällen wirkt sich das Kündigungselement zum Vorteil des Inhabers aus, indem es die neue Kapitalaufnahme erleichtert, welche die Ablösung der alten Emission zu einem Preis über dem Marktwert beinhaltet. Doch das gleiche Ergebnis könnte, sofern es kein Recht zur Ausübung gibt, durch ein Angebot erreicht werden, das Wertpapier »aufzukaufen«. Dies wurde im Fall der 5-Prozent-Anleihen der *United States Steel Corporation*, Fälligkeit 1951, durchgeführt, die nicht kündbar waren, aber zu 110 Dollar aufgekauft wurden.
- 203 Dewing zitiert den Fall der 4-Prozent-Gewinnobligationen von *Union Pacific Railroad – Oregon Short Line*, die 1903 emittiert wurden und durch die Bürgschaft der Aktien der *Northern Securities Company* besichert waren. Die Anleiheninhaber besaßen das Recht, an jeder Dividende von mehr als 4 Prozent zu partizipieren, die auf die hinterlegte Sicherheit angekündigt wurde. Die Anleihen wurden zu 102,5 Dollar abgelöst, gerade zu der Zeit, als eine gewinnbeteiligende Ausschüttung bevorzustehen schien. Siehe Arthur S. Dewing, *A Study of Corporation Securities*, Seite 328, New York, 1934.
- 204 Gleichzeitig mit dem Anstieg der Stammaktie von 16,875 Dollar auf 124,875 Dollar im Jahr 1933 wurden alle Vorzugsaktien von *National Distillers* in diesem Jahr gewandelt. Nahezu alle Wandlungen wurden durch eine

Änderung des Wandlungsverhältnisses nach dem 30. Juni 1933 herbeigeführt. Der geringe Saldo wurde aufgrund der Ablösung der Emission zu 40 Dollar und der Dividende im August gewandelt.

- 205 Diese Gefahr wurde bei der 4,5-Prozent-Wandelanleihe von *Atchison, Topeka and Santa Fe*, Fälligkeit 1948, vermieden, indem die Emission erst nach Ablauf des Wandlungsrechts im Jahr 1938 gekündigt werden konnte. (Dagegen waren die besicherten Wandelobligationen von *Affiliated Fund* zum Nennwert zu jedem Zeitpunkt mit 30-tägiger Vorankündigung kündbar, was es dem Unternehmen tatsächlich ermöglichte, jede Gewinnchance aus dem Wandlungsrecht zu beseitigen.) Ein weiteres Absicherungsinstrument, das kürzlich angewendet wurde, besteht darin, dem Inhaber eines wandelbaren Wertpapiers zum Zeitpunkt der Ablösung der Emission eine Aktienoption auszuhändigen, die den Inhaber berechtigt, die Anzahl an Stammaktien zu erwerben, die er bei Wandlung erhalten hätte, falls die vorrangige Emission nicht abgelöst worden wäre. Siehe hierzu die 6-Prozent-Wandelvorzugsaktien mit Dividendengarantie von *Freeport Texas*, emittiert im Januar 1933. Die 7-Prozent-Vorzugsaktie von *United Biscuit*, wandelbar in 2,5 Stammaktien, ist bei 110 Dollar kündbar; wenn sie jedoch vor dem 31. Dezember 1935 gekündigt wurde, besaß der Inhaber die Möglichkeit, 100 Dollar in bar zu erhalten, zuzüglich einer Option, bis zum 1. Januar 1936 2,5 Stammaktien zu 40 Dollar zu erwerben.
- 206 Für ein Beispiel siehe Anhang, Anmerkung 37 (7-Prozent-Anleihen der *Consolidated Textile Corporation*, Fälligkeit 1923).
- 207 Für ein Beispiel siehe Anhang, Anmerkung 38, (4,5-Prozent-Wandelobligation der *American Telephone and Telegraph Company*, Fälligkeit 1933).
- 208 Zum Schutz gegen diese Art von Verwässerung wird Inhabern von Wandelobligationen zuweilen das Recht gegeben, jede neue Emission von Stammaktien auf der gleichen Basis zu zeichnen, als wenn sie die Anzahl Stammaktien besäßen, in die ihre Anteile wandelbar sind. Siehe die Verträge zur Sicherung der 6-Prozent-Wandelobligationen der *New York, New Haven and Hartford Railroad Company*, Fälligkeit 1948, sowie die 5,5-Prozent-Wandelobligationen der *Commercial Investment Trust Corporation*, Fälligkeit 1949.
- 209 Siehe Anhang, Anmerkung 39, für ein Beispiel der 6-Prozent-Wandelobligationen von *Dodge Brothers, Inc.*, Fälligkeit 1940.
- 210 Siehe Seite 266–267 der Ausgabe von 1934 für eine ausführlichere Aufstellung eines ähnlichen Rekords der 5-Dollar-Wandelvorzugsaktien der *Engineers Public Service Company* in den Jahren 1928 bis 1929.
- 211 Die Höhe des Aufschlags ergab sich teilweise aus den hohen Zinsen. Die Anleihen waren jedoch zu 110 Dollar kündbar, ein Umstand, den der Markt ignorierte.
- 212 In einigen Fällen (zum Beispiel bei den bereits erwähnten 6-Prozent-Wandelobligationen von *Porto Rican-American* und den vorrangigen Vorzugsaktien von *International Paper and Power Company*) endet das Wandlungsrecht vollständig, nachdem ein bestimmter Anteil der Emission gewandelt wurde. Dadurch wird der konkurrierende Faktor während der Laufzeit des Rechts beibehalten und er wird theoretisch davor bewahrt, jemals einen substanziellen Wert anzunehmen.
- 213 Siehe beispielsweise die wandelbaren 5-Prozent-Hypothekenanleihen der *Chicago, Milwaukee, St. Paul and Pacific Railroad Company*, Serie A, Fälligkeit 1. Januar 2000, die in fünf Vorzugsaktien und fünf Stammaktien wandelbar sind. Für weitere Beispiele siehe S. 623 im Anhang der Ausgabe von 1934.
- 214 Diese außergewöhnlichen Wertpapiere wurden verschiedentlich »Anlagezertifikate«, »wandelbare Pfandbriefe«, »zinstragende Anteilszertifikate« und »Wandelobligationen« genannt. Im Jahr 1932 erzwang das Unternehmen die Wandlung eines Großteils dieser Wertpapiere, doch wurde dem Inhaber die Option eingeräumt (zusätzlich zu den durch die Konditionen der Emissionen bereits zugesicherten Optionen), in ähnlich ungewöhnliche »Wandelobligationen, Serie A und B, Fälligkeit 2022« zu wandeln, die gleichfalls nach Ermessen des Unternehmens in Aktien wandelbar waren. Nach dem 15. November 1933 wurde das Unternehmen jedoch von der Zwangswandlung von »5,5-Prozent-Anlagezertifikaten« in Höhe von etwa 17.000.000 Dollar abgehalten. Dies erfolgte aufgrund einer vertraglichen Regelung für diese Anleihen, welche die Ausübung der Option des Unternehmens für den Fall, dass Dividenden auf die dividendenberechtigten 5,50-Dollar-Vorzugsaktien im Rückstand waren, verbot (auf diese Aktien sind seit dem 15. Juni 1932 keine Dividenden gezahlt worden). Es ist interessant, anzumerken, dass die *Pennsylvania Securities Commission*

- den Verkauf dieser »Wandelobligationen« aufgrund ihrer zu beanstandenden Regelungen im Dezember 1932 verbot. Das Unternehmen widersetzte sich der Entscheidung der Kommission durch eine Klage am Federal District Court of Philadelphia, die später jedoch fallen gelassen wurde (siehe 135 *Chronicle* 4383, 4559; 136 *Chronicle* 326, 1011).
- 215 Siehe die folgenden Emissionen aus den Jahren 1920 bis 1921: die 7,5-Prozent-Goldanleihe der *Shawinigan Water and Power Company*, Ausgabe 1920 und Fälligkeit 1926, wandelbar in 6-Prozent-Umtauschschuldverschreibungen, Serie B, Fälligkeit 1950, die als Wertpapiere verpfändet waren; die wandelbaren 8-Prozent-Schuldverschreibungen der *San Joaquin Light and Power Corporation*, Ausgabe 1920 und Fälligkeit 1935, wandelbar in die verpfändeten 6-Prozent-Umtauschschuldverschreibungen der Serie C, Fälligkeit 1950; die wandelbaren 8-Prozent-Goldanleihen der *Great Western Power Company of California*, Ausgabe 1920 und Fälligkeit 1930, wandelbar in verpfändete 7-Prozent-Umtauschanleihen, Serie B, Fälligkeit 1950. Ein weiteres Beispiel für die Wandlung einer Anleihe in eine andere Anleihe stellen die 5-Prozent-Anleihen von *Dawson Railway and Coal*, Fälligkeit 1951, dar, wandelbar in vorrangige 5-Prozent-Anleihen der *El Paso and Southwestern Railway Company*, Fälligkeit 1965 (diese Muttergesellschaft ist wiederum eine Tochtergesellschaft von *Southern Pacific*). Solche Beispiele sind selten und dienen nicht der Verallgemeinerung.
- 216 Siehe Anhang, Anmerkung 40, für Einzelheiten bezüglich dieser Emission.
- 217 Für zahlreiche Variationen von partizipierenden Wertpapieren siehe Anhang, Anmerkung 3 in der Ausgabe von 1934.
- 218 In der zweiten Hälfte des Jahres 1938 sowie 1939 bestand eine ähnliche Beziehung zwischen dem Kurs der 6-Prozent-Wandelanleihen von *Baldwin Locomotive Works*, Fälligkeit 1950, wandelbar in 65 Stammaktien, und dem Kurs der Stammaktie. Vergleiche die Höchststände von 17,25 Dollar für die Aktie und 116,5 Dollar für die Anleihe im Jahr 1938 mit den entsprechenden Tiefständen von 9,125 Dollar und 82,5 Dollar und den nachfolgenden Höchstständen von 21,25 Dollar und 139 Dollar im Jahr 1939.
- 219 Dieser Begriff sollte nicht mit dem *Nennwert* verwechselt werden, der lediglich den Nominalwert des Wertpapiers angibt. Der »Nennwert« hinsichtlich des Kurses einer Stammaktie beläuft sich fast immer auf 100 Dollar je Aktie und hat keinen Bezug zum wirklichen Wert der Aktie, der vollständig abweichen kann.
- 220 Falls das vorrangige Wertpapier sofort gegen die Stammaktie eingetauscht werden kann, schafft ein Abschlag eine *Arbitragegelegenheit*. Hierdurch kann ohne Verlustrisiko ein (gewöhnlich geringer) Gewinn erzielt werden durch: (1) gleichzeitigen Kauf des vorrangigen Wertpapiers und Verkauf der Stammaktie; (2) sofortige Wandlung des vorrangigen Wertpapiers in die Stammaktie; (3) Abschluss der Transaktion durch Ablieferung der Stammaktie für den Verkauf. Arbitrage dieser »todsicheren« Art wird sehr ausgiebig in aktiven, steigenden Märkten durchgeführt, doch die Gelegenheiten sind normalerweise von auf derartige Transaktionen spezialisierten Maklern monopolisiert. Andere Formen der Arbitrage mit verschiedenen Wertpapieren entstehen aus Restrukturierungen, Fusionen, Aktiensplits, Aktienbezugsrechten usw. Für eine ausführliche Erörterung siehe Meyer H. Weinstein, *Arbitrage in Securities*, Harper & Brothers, 1931. In der älteren Bedeutung wurde die Bezeichnung »Arbitrage« für gleichzeitige Käufe und Verkäufe desselben Wertpapiers an unterschiedlichen Börsen verwendet (zum Beispiel New York und London) sowie für ähnliche Transaktionen mit Devisen.
- 221 Die gleiche Argumentation trifft zu, wenn beide Wertpapiere offenbar spekulativ sind. *Beispiel*: Die Vorzugsaktie von *Western Maryland Railroad* kann im Aktientausch in Stammaktien gewandelt werden. Während eines Großteils der Jahre 1928 bis 1933 notierte sie nicht höher als die Stammaktie. Doch wenn jemand bereit war, die Stammaktien zu besitzen, hätte er in die Vorzugsaktien wechseln sollen, die alle Möglichkeiten der Stammaktien *zuzüglich* ihrer vorrangigen Position besaßen. Anfang 1934 notierte die Vorzugsaktie mit einem fairen Aufschlag gegenüber der Stammaktie bei 23 Dollar gegenüber 17 Dollar.
- 222 »Hedging« von Rohstoffen ist eine vordergründig ähnliche, doch prinzipiell unterschiedliche Transaktion. Im Allgemeinen besteht ihr Zweck darin, einen normalen Produktions- oder Ausschüttungsgewinn gegen einen spekulativen Verlust aufgrund von Rohstoffpreisänderungen abzusichern. Ein Müller, der Weizen gekauft hat, um ihn einige Monate später als Mehl zu verkaufen, wird als »Absicherung« gegen einen potenziellen Preisverfall in Weizen, der seine Gewinnmarge vernichtet, Weizen-Futures verkaufen. Wenn das Mehl veräußert ist, deckt er den als Absicherung verkauften Weizen (das heißt, er kauft ihn zurück). Die meisten Absicherungsgeschäfte bei Rohstoffen stellen daher Schutzmaßnahmen dar, wohingegen Absicherungsgeschäfte mit Wertpapieren gewöhnlich auf einen direkten Gewinn abzielen.

- 223 Regulierungen der SEC und der Aktienbörsen haben den Leerverkauf von Wertpapieren seit 1934 erschwert. So konnten beispielsweise Leerverkäufe eine Zeit lang nur zu einem höheren Kurs als dem letzten vorhergehenden Handelskurs getätigt werden. Diese Regelung wurde später gelockert, um Leerverkäufe zu einem nicht unter dem letzten Handelskurs liegenden Kurs zu erlauben. Das durch diese Regelungen auferlegte Hindernis wird teilweise durch den Umstand gemildert, dass Absicherungsgeschäfte der beschriebenen Art gewöhnlich nur in einem steigenden und recht aktiven Markt durchgeführt werden.
- 224 Eine Analyse dieser Transaktion findet sich im Anhang, Anmerkung 41.
- 225 Siehe Anhang, Anmerkung 42, für Daten von Anleihenkursen in den Jahren 1931 bis 1934 und 1939.
- 226 Siehe spätere Verweise zu *The Ebb and Flow of Investment Value*, von Mead und Grodinski, veröffentlicht 1939, das eindringlich die Argumentation des vorhergehenden Absatzes unterstützt (siehe Seite 389.)
- 227 Die vergleichsweise Verlässlichkeit der verschiedenen Komponenten des Umlaufvermögens (Barmittel, Forderungen, Vorräte) wird im Einzelnen in der Bilanzanalyse in Kapitel 4 behandelt.
- 228 Es sollte vielleicht hinzugefügt werden, dass drei der vier in diesem Absatz erwähnten Emissionen spektakuläre Erholungen von den niedrigen Kursen der Depression verzeichneten (zum Beispiel notierten die neuen 7-Prozent-Obligationen von *Hoe*, gegen die die alten getauscht wurden, 1937 bei 100 Dollar).
- 229 Jahre später jedoch, im Jahr 1936, wurden die angesammelten Dividenden anhand eines Restrukturierungsplans gezahlt, der den Vorzugsaktionären den Großteil der erhöhten Stammaktienemission zusprach.
- 230 Für einen Überblick über die theoretische Literatur zu Stammaktien wird der Leser auf Chelcie C. Bosland (1937): *The Common Stock Theory of Investment, Its Development and Significance*, New York, verwiesen. Ein weiteres bedeutendes, nach dem Buch von Professor Bosland erschienenes Buch zu diesem Thema ist: Alfred Cowles III et. al. (1939): *Common Stock Indexes*, Bloomington, Ind.
- 231 Siehe im Anhang, Anmerkung 44, für eine Erörterung der nachfolgenden Entwicklung dieser drei Unternehmen.
- 232 Die *New Era*-Investmenttheorie verhielt sich auf der mathematischen Ebene auffällig bedeckt. Es hätte einzig des Zeigens einer Abhängigkeit zwischen Kurs und Erträgen oder Kurs und Ertragstrend bedurft (man beachte die Kurse von *Electric Power and Light* im Vergleich zu den Ertragsdaten auf Seite 379). Wurde der Versuch einer mathematischen Fundierung des zugrunde gelegten Bewertungskalküls unternommen, zog man sich mitunter auf die Aussage zurück, dass es sich um ein *Derivat* der Erträge handele, gemessen als Vielfaches der Zeit. Aktuell wird der Versuch einer mathematisch fundierten Etablierung über Abdiskontierung zukünftig erwarteter Erträge oder Dividenden mit großem Aufwand betrieben. Siehe dazu: Gabriel Preinreich (1935): *The Theory of Dividends*, New York; J. B. Williams (1938): *The Theory of Investment Value*, Cambridge Mass. Die spätere Quelle baut auf der Annahme auf, der aktuelle Wert einer Stammaktie entspräche dem Barwert aller zukünftig erzielten Dividenden. Aus diesem Prinzip kann eine Reihe ausgeklügelter mathematischer Gleichungen abgeleitet werden, die eine exakte Bewertung von Stammaktien erlauben, wobei die hinsichtlich des Ergebnisses äußerst relevanten Annahmen über die zukünftigen Erträge, die Ausschüttungspolitik und den Zinssatz *vorausgesetzt* werden.
- 233 Diese für erfolgreiche Unternehmen charakteristische Eigenschaft wird ausführlich im Jahresbericht 1938 der *National Investors Corporation* auf den Seiten 4–6 erörtert.
- 234 Das Merkmal *Expanding Industry* bei Stammaktieninvestitionen ist durch das fesselnde Buch: *The Ebb and Flow of Investment Values*, New York, 1939, von Edward S. Mead und J. Grodinsky energisch vorangetrieben worden. Für eine detaillierte Auseinandersetzung mit den dort vertretenen Ansichten siehe im Anhang Anmerkung 71.
- 235 Man beachte, dass der Referenzwert »Wert aus Sicht eines privaten Alleineigentümers« eingeführt wurde, um zwei verschiedene *Investitionstypen* zu rechtfertigen: (1) Erwerb von Wertpapieren, denen außergewöhnliche Zukunftsaussichten unterstellt werden, ohne dass ihr Kurs den Wert übersteigt, den man einer vergleichbaren Beteiligung an einem Privatunternehmen zuordnen würde, und (2) Erwerb von Wertpapieren mit guten Unternehmensdaten und *durchschnittlichen* Aussichten, deren Kurs *niedriger* als der Wert ist, den ein privater Eigentümer einem vergleichbaren Geschäft zuordnen würde. Siehe hierzu im Anhang, Anmerkung 45 für Zahlen eines Unternehmens dieses Typs (*Swift and Company*).

- 236 Anm. d. Übers.: Das amerikanische System der Unternehmensführung und -kontrolle, bestehend aus *Executive Officers* auf der einen Seite und *Board of Directors* auf der anderen Seite, ist hinsichtlich der Abgrenzung von Aufgaben- und Kompetenzbereichen nicht hundertprozentig deckungsgleich mit dem deutschen System aus *Vorstand* und *Aufsichtsrat*. Da die hier im Text getroffenen Aussagen allerdings so allgemeiner Natur sind, dass eine direkte Übersetzung keine inhaltlichen Fehler produziert, wurde diese kleine Ungenauigkeit für den besseren Lesefluss in Kauf genommen.
- 237 Siehe Anhang, Anmerkung 46, für eine Erörterung und Beispiele.
- 238 Nennwertlose Stückaktien sind größtenteils eine Entwicklung der Nachkriegsära.
- 239 Dies war über viele Jahre gängige Praxis bei Industrieunternehmen, die von *Sears Roebuck*, *Cluett Peabody*, *National Cloak and Suit* und anderen angewandt wurde.
- 240 Dabei sollte beachtet werden, dass der mit ursprünglich 50.000.000 Dollar bilanzierte Firmenwert von *Woolworth*, gemessen am Börsenkurs der Aktien, nur einen tatsächlichen Wert von ungefähr 20.000.000 Dollar hatte. Nach der Abschreibung auf einen Dollar im Jahr 1925 hatte der Firmenwert einen Gegenwert von mehreren Vielfachen von 50.000.000 Dollar.
- 241 Hier sind Rücklagen gemeint, die *gebildet werden mussten*, um den Status des Unternehmens *zu erhalten*, und nicht solche, die das Ergebnis erfolgreicher Unternehmensführung sind.
- 242 Das empfohlene Vorgehen entspricht dem British Companies Act von 1929, in dem eine Zustimmung der Aktionäre auf der jährlichen Hauptversammlung zur Dividende nötig ist, wobei eine höhere als die vom Aufsichtsrat empfohlene Dividende ausgeschlossen ist. Trotz der auferlegten Begrenzung zeigen die Fakten, dass aus der Beteiligung der Aktionäre an der Dividendenpolitik durch spezifische Zustimmungsvorschriften und entsprechendes Kritikpotenzial eine extrem wertvolle Bewusstseinschärfung des Managements für seine Verantwortung und der Eigentümer für ihr Mitspracherecht bei dieser wichtigen Entscheidung bewirkt wird. Obwohl diese Prozedur nach dem Companies Act nicht für alle Fälle bindend ist, wird sie in England allgemein angewandt. Siehe hierzu *Companies Act von 1929, pars. 89–93*; Palmer's Company Law, Seite 222–224, 13. Ausgabe von 1929.
- 243 Für eine umfassende Arbeit über den Effekt einbehaltener Erträge auf die Stabilität von Dividendenzahlungen siehe: O. J. Curry (1941): *Utilization of Corporate Profits in Prosperity and Depression*, Ann Arbor.
- 244 Siehe hierzu: Rolbein, David L. (1939): »Noncash Dividends and Stock Rights as Methods for Avoidance of the Undistributed Profits Tax«, in: *The Journal of Business of the University of Chicago*, Band XII, Seite 221–246. Für einen umfassenderen Einblick in diese Steuer siehe: Buehler, Alfred G. (1937): *The Undistributed Profits Tax*, New York (vertritt die Gegenposition), und Graham, Benjamin (1936): *The Undistributed Profits Tax and the Investor*, Yale Law Journal, Band LXVI, Seite 1–18, der ausführlich die hier vertretene Meinung begründet.
- 245 Dies war das Ergebnis der berühmten Eisner vs. Macomber-Entscheidung im Jahr 1920 (252 U. S. 189). 1936 entschied der Supreme Court im *Koshland*-Fall (297 U. S. 702), dass Gratisaktien, die Aktionären eine von ihrer bisherigen Beteiligungsquote abweichende Beteiligungsquote verbriefen, steuerpflichtig seien. Die Steuergesetze sehen demnach zum Beispiel für die Ausgabe von Vorzügen, bei denen Dividenden aufgelaufen sind, eine Steuerpflichtigkeit vor.
- 246 Vergleiche hierzu die unterhaltsamen und erbaulichen Ausführungen von J. M. Keynes: »... professionelles Investment kann mit solchen Zeitschriftenwettbewerben verglichen werden, bei denen die Teilnehmer die sechs ansprechendsten Gesichter unter einhundert Fotos auswählen sollen und der Preis an denjenigen geht, dessen Wahl am besten mit den durchschnittlichen Präferenzen aller Teilnehmer übereinstimmt. Daher ist jeder Teilnehmer angehalten, nicht die sechs auszuwählen, die ihm selbst am besten gefallen, sondern diejenigen, von denen er annimmt, dass sie den Geschmack der anderen Teilnehmer am besten treffen, die alle mit dem gleichen Kalkül an dieses Entscheidungsproblem herangehen. Es geht dabei weder darum, dem eigenen Geschmack folgend die hübschesten auszuwählen, noch die mutmaßlich durchschnittlich am hübschesten empfundenen zu identifizieren. Man begibt sich vielmehr auf eine dritte Ebene, indem der Versuch unternommen wird, zu antizipieren, wie die durchschnittliche Erwartung an die durchschnittliche Meinung ausfällt. Und darüber hinaus – davon bin ich überzeugt – wird es immer einige Entscheider geben, die das Ganze bis zur vierten, fünften oder einer noch höheren Ebene weitertreiben.« in: *The General Theory of Employment, Interest and*

- 247 Zum Beispiel gab *American Can* im Jahr 1926 sechs junge Aktien für eine alte aus, indem ein Vier-zu-eins-Aktiensplit durchgeführt wurde und 50 Prozent Gratisaktien ausgeschüttet wurden. Auf die alten Aktien wurde bisher eine Dividendenrate von 7 Dollar ausgeschüttet, für die jungen Aktien wurde bei Ausgabe sofort eine Dividendenrate von 2 Dollar angekündigt, was einer Ausschüttung von 12 Dollar auf die alten entsprach. Bis 1929 stieg die Dividendenrate für die jungen Aktien auf 5 Dollar. Ähnlich *National Biscuit*, das zwischen 1912 und 1922 eine Dividende von 7 Dollar ausgeschüttet hatte, obwohl die Erträge diesen Wert substanziell überstiegen. 1922 fand ein Aktiensplit im Verhältnis sieben zu eins statt, indem vier junge Aktien für eine alte ausgegeben und 75 Prozent Gratisaktien ausgeschüttet wurden. Für die jungen Aktien wurde eine Dividendenrate von 3 Dollar angekündigt, was einer Ausschüttung von 21 Dollar auf die alten entsprach.
- 248 Für Beispiele eines solchen Phasenablaufs siehe: *Cities Service Company*, die zwischen 1. März 1925 und 1. Juni 1932 6 Prozent in bar und 6 Prozent als Gratisaktien ausschüttete; *Sears, Roebuck and Company*, die zwischen Mitte 1928 und dem ersten Quartal 1931 2,50 Dollar pro Aktie in bar und 4 Prozent in Gratisaktien ausschüttete (Jahreswerte); *Auburn Automobile Company*, die von Januar 1928 bis Juli 1931 einen Dollar in bar und 2 Prozent in Gratisaktien ausschüttete; *R. H. Macy and Company, Inc.*, die zwischen 1928 und 1932 jährlich Gratisaktien von 5 Prozent bei steigenden Bardividenden ausschüttete.
- 249 *Cities Service Company* vom 1. Juli 1929 bis 1. Juni 1932; *Gas and Electric Securities Company* zwischen 1926 und 1931.
- 250 *Sears, Roebuck and Company* zwischen 1928 und 1931; *Federal Light and Traction Company* zwischen 1925 und 1932.
- 251 *American Water Works and Electric Company* zwischen 1927 und 1930; *American Gas and Electric Company* zwischen 1914 und 1932 mit zusätzlichen sporadischen Gratisaktien; *American Power and Light Company* zwischen 1923 und 1931 mit zusätzlichen Aktien.
- 252 *Continental Can Company* in den Jahren 1924 und 1925; *R. H. Macy and Company, Inc.*, zwischen 1928 und 1932; *Truscon Steel Company* zwischen 1926 und 1931; *General Electric Company* zwischen 1922 und 1925 (5 Prozent als spezielle Stammaktien).
- 253 Vergleiche zu einem solchen Arrangement die Erörterung von optionalen Dividenden- und Zinszahlungen bei Vorzugsaktien und Anleihen auf Seite 307 f.
- 254 Die *North American Company* hat eine exzellente Reputation und die verfolgte Politik war keineswegs Ausdruck einer der hier betrachteten betrügerischen Absichten. Das Unternehmen bemühte sich, die Ausschüttung von Gratisaktien vor seinen Aktionären zu rechtfertigen. Die Argumentation zielte dabei auf die Vorteile der Reinvestition von Erträgen ab und darauf, dass es richtig sei, zusätzliche Stammaktien auszugeben, durch die diese zusätzlichen Unternehmensressourcen repräsentiert würden. Die Diskrepanz zwischen Buch- und Marktwert dieser Gratisaktien und die daraus möglicherweise entstehenden Fehleurteile wurden nur tangiert. Besonders unglücklich wirkte sich aus, dass sich ein Unternehmen mit hohem Ansehen dieser strittigen Praxis bediente, da dieses Beispiel nur zu bereitwillig von anderen Unternehmen übernommen und ausgebeutet wurde, die ein weit weniger gewissenhaftes Management aufwiesen.
- 255 *Middle West Utilities* verfolgte zwischen 1928 und April 1932 in Hinblick auf von Töchtern und anderen Unternehmen eingenommene Gratisaktien eine ähnliche Strategie. Anschließend schrieb das Empfängerunternehmen die eigenen Rücklagen ab, um die Überbewertung der von den Töchtern erhaltenen Gratisaktien zu korrigieren.
- 256 Wird eine Ausschüttung von *Vorzugsaktien mit Wandlungsrecht* vorgenommen, ist die Gefahr einer Überbewertung natürlich nicht vollständig ausgeschlossen. Zum Beispiel schüttete *Columbia Gas and Electric Corporation* während des Jahres 1932 1,125 Dollar an die Aktionäre in Form von wandelbaren 5-Prozent-Vorzügen (Nennwert 100 Dollar) aus, die zu einem Wandlungsverhältnis von fünf Stämmen pro Vorzug in Stammaktien wandelbar waren. Die Vorzugsaktien notierten 1932 bei einem Kurs von 108 und 1933 bei 138 und waren damit im Verhältnis zu dem auf jede Stammaktie entfallenden Ertragsanteil in diesen Jahren deutlich überbewertet.
- 257 Für einige interessante juristische Aspekte im Zusammenhang mit Gewinnthesaurierung siehe: A. A. Berle and G. C.

- 258 In Fällen, bei denen es keinen Gewinn gibt oder bei denen die Höhe des Gewinns als weit unter »normal« verstanden wird, ist man an der Wall Street widerwillig gezwungen, nach einer im Grunde vernünftigeren Bewertungsmethode zu verfahren, *das heißt* nach einer Methode, die der *durchschnittlichen* Ertragskraft, dem Nettoumlaufvermögen usw. ein größeres Gewicht einräumt. Aber diese Vorgehensweise bildet die Ausnahme.
- 259 In den letzten Jahren kamen in Prüfungsberichten mehrere Fälle grober Übertreibung hinsichtlich von Gewinnen und Umlaufvermögen ans Licht – namentlich der Fall *McKesson & Bobbins Company* aus dem Jahre 1938 (als weitere Beispiele lassen sich *Interstate Hosiery Mills* und *Illinois Zinc Corporation* anführen, die ebenfalls im Jahre 1938 aufgedeckt wurden). Obwohl der *McKesson & Bobbins*-Skandal viel Aufsehen erregte, muss eingestanden werden, dass über sehr viele Jahre hinweg nur eine verschwindend geringe Zahl von Unternehmen der öffentlichen Hand in Betrugsfälle dieser Art verwickelt gewesen sind.
- 260 Das Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 und das Börsengesetz (Securities Exchange Act) von 1934 ermächtigen die US-Börsenaufsichtsbehörde (Security and Exchange Commission, SEC) zur Festlegung der einzuhaltenden Grundsätze bei der Differenzierung zwischen wiederkehrenden und außerordentlichen Posten in den Berichten der eingetragenen Gesellschaften. Diese Berichte müssen bei der SEC und den Aufsichtsbehörden eingereicht werden [Abschnitt J9(a) des Wertpapiergesetzes von 1933 und Abschnitt 13(b) des Börsengesetzes von 1934]. In den Formularen für die am Anfang notwendige Registrierung (A-1, A-2 und 10) sowie in dem Jahresabschlussformular (10-K) wird eine Abgrenzung der Posten außerordentlicher Gewinne und Verluste in der Erfolgsrechnung verlangt.
- 261 Der Generaldirektor machte hinsichtlich dieses Geschäftsvorfalles nur folgende Ausführungen: »Nach mehreren Jahren unrentabler Geschäftstätigkeit in der Batteriesparte haben die Aufsichtsratsmitglieder den Verkauf derselben zu zufriedenstellenden Bedingungen ausgehandelt.« Im Jahre 1930 führten die Manipulationen des Generaldirektors an den Unternehmensaktien zu einem Börsenskandal an der New York Stock Exchange.
- 262 Anmerkung 47 des Anhangs enthält eine Übersicht über die Ergebnisse der SEC aus der Untersuchung der Management-Performance von Kapitalanlagegesellschaften sowie weiterführende Kommentare der Autoren hinsichtlich der buchmäßigen Erfassung und der Geschäftspraktiken des Managements bei Kapitalanlagegesellschaften.
- 263 Im Gesamtjahresabschluss von 1938 wurden diese Einnahmen auf den *Überschuss* verbucht.
- 264 Die Jahresberichte der *United States Industrial Alcohol Company* für 1932 und die nachfolgenden Jahre zeigen eine Situation ähnlich der hier beschriebenen. Das Unternehmen wich von seiner gewohnten Praxis 1932 ab, indem es eine Rückstellung von 1.500.000 Dollar aus den Rücklagen bildete, um die Lagerbestände von Melasse auf den geschätzten aktuellen Marktwert zu reduzieren. (Davor wurde die Position zum Anschaffungswert geführt.) Spätere Bilanzen berichten, dass die Gewinne der Jahre 1933, 1934 und 1935 von dieser Rückstellung zu einem Betrag von jeweils 772.000 Dollar, 677.000 Dollar und 51.000 Dollar profitiert hätten. Bezeichnenderweise basierte die Steuerlast für 1934 auf 677.000 Dollar weniger als der berichtete Gewinn. (Siehe Seite 653 f. für eine ausführliche Zusammenfassung der Auswirkungen der Bilanzierungsmethoden dieses Unternehmens auf seine berichteten Gewinne je Aktie für die Jahre 1929–1938.)
- 265 Die Jahresbilanzen von *Swift* wurden von *Standard Statistics* neu formuliert, indem die Abzüge für Vorratsverminderungen für die Jahre 1933 bis 1935 als Zuführungen zu den *Rücklagen* aufgelistet wurden.
- 266 Der Revenue Act von 1938 und 1939 (mit Wirkung ab 1939 und nachfolgenden Jahren) erlaubte es Unternehmen erstmals, die sogenannte »Last in, First out«-Methode anzuwenden. Ein hypothetisches Beispiel zur Veranschaulichung der Unterschiede der beiden Vorratsbewertungsmethoden findet sich im Anhang, Anmerkung 48.
- 267 Siehe Anhang Anmerkung 50 zu Einzelheiten über die von *Interstate Department Stores* verwendeten Bilanzierungsmethoden im Zeitraum 1934 bis 1936, die in etwa dem oben beschriebenen hypothetischen Fall ähneln.
- 268 Ein ähnlicher Einwand besteht gegen die Praxis, Verluste aus der Schließung von Handelshäusern gegen die Rücklagen zu buchen. *Beispiel:* Der zu diesem Zweck von der *F.G. Shattuck Company* gebuchte Aufwand von 326.000 Dollar. Er wäre als wiederkehrender Aufwand von Handelsketten, die häufig Geschäfte eröffnen und schließen, anzusehen.

- 269 Siehe die geänderten Bilanzierungspraktiken der *Northern States Power Company* (Minnesota) nach einer Kontroverse über diesen Punkt im Zusammenhang mit der Registrierung einer Anleihenemission im Jahr 1934. (Die Gesamtsumme betrug hierbei über 8.000.000 Dollar.) Ebenfalls ist erwähnenswert, dass Unternehmen selbst bei *gekündigten Anleihen* verpflichtet wurden, das nicht amortisierte Disagio fortzuführen und durch einen jährlichen Abzug gegen den Gewinn während der Laufzeit der neuen Anleihe abzuschreiben. (Siehe den Jahresbericht der *Columbia Gas and Electric Company* des Jahres 1936, S. 17.) Unter Berücksichtigung des zur Ablösung der alten Emission gezahlten Aufschlags scheinen einige Austausche von Anleihen in den letzten Jahren eine überraschend geringe Zinsersparnis beinhaltet zu haben. Eine mögliche Erklärung für einige dieser Transaktionen könnte darin liegen, dass (1) das Unternehmen sowohl das gezahlte Agio als auch den Saldo des ursprünglichen Disagios gegen die Rücklagen gebucht und somit zukünftige Gewinne von dieser realen Belastung verschont hat; und dass (2) die beiden Positionen bei der Buchung gegen den Gewinn der *Gewinnsteuer* unterlagen und somit diese Steuerlast erheblich reduziert und den *offenkundigen* Jahresgewinn erhöht haben.
- 270 Im Jahresbericht von 1930 wurde die Beschreibung in der Bilanz von »Goodwill and Trade-marks« in »Tintex Goodwill and Trade-marks« geändert. 1939 war der Firmenwert abgeschrieben und die Zuschreibung in Höhe von 1.000.000 Dollar für die Jahre 1929 bis 1930 von den Gewinnrücklagen abgezogen.
- 271 Für eine kurze Zusammenfassung dieser Abweichungen siehe Anhang Anmerkung 51.
- 272 Siehe Antrag auf Börsenzulassung für die 6 Prozent kumulativen Vorzugsaktien der *United Cigar Stores Company of America* bei der New York Stock Exchange mit Datum vom 18. Mai 1927 (Antrag # A-7552).
- 273 Dieser Sachverhalt wird vollständig in einem nachfolgenden Kapitel behandelt.
- 274 Die Angabe in den Jahresberichten lautete »Gewinn des Geschäftsjahres, einschließlich der Werterhöhung von Pachten« (und Angabe ihrer Höhe), doch es gab keinen Hinweis, dass diese Werterhöhung willkürlich und in früheren Jahren berechnet worden war.
- 275 In einem vorangehenden Kapitel haben wir eine positive Stellungnahme zu den 6,5 Prozent-Anleihen der *Tobacco Products Corporation* (Fälligkeit 2022) abgegeben. Um keinen Widerspruch aufkommen zu lassen, stellen wir heraus, dass während dieser Situation 1930 ein kompletter Austausch des Managements vorgenommen wurde. Ebenso gab es zwei vollständige Wechsel beim Management von *United Cigar Stores* und seinen Nachfolgeunternehmen.
- 276 Für eine Erörterung des irreführenden Effekts derartiger Vorgehensweisen in früheren Jahren siehe die Verweise auf *Reading Company*, *Consolidated Gas Company* (nun *Consolidated Edison Company*) und *Warren Brothers Company* auf S. 380–381 der ersten Ausgabe dieses Werkes. Vor der SEC-Gesetzgebung lieferten die meisten Eisenbahngesellschaften keine Informationen bezüglich der Erträge ihrer Tochtergesellschaften außerhalb des Transportbereiches, von denen einige von beträchtlicher Bedeutung waren. Beispiele: *Northern Pacific*, *Atchison*.
- 277 Die *North American Company* ist darin außergewöhnlich, dass sie nur Tochtergesellschaften konsolidiert, an denen sie einen 75-Prozent-Anteil besitzt. Dadurch wurden zwei bedeutende Gesellschaften nicht berücksichtigt, deren Anteil 1939 73,5 Prozent und 51 Prozent betrug.
- 278 *Standard Statistics* berechnet nicht den Gewinn je Aktie, sofern dieser nicht um Abschreibungen berichtigt wurde.
- 279 Für ein extremes Beispiel dieser Art siehe die Jahresberichte der *Wabash Railway Company* und *Ann Arbor Railroad Company* für 1930 und die Anmerkungen dazu auf Seite 1022 im Moody's Manual of Investments (Steam Railroads), 1931. *Wabash* besaß 99 Prozent der Vorzugs- und Stammaktien von Ann Arbor. Im Dezember 1930 verkündete der Aufsichtsrat eine Dividende je Aktie von 5 Dollar für die Vorzugsaktien und 27 Dollar für die Stammaktien. Diese Aktion wurde angesichts eines negativen Nettoumlaufvermögens und Erträgen von etwas über 10 Prozent der verkündeten Dividenden unternommen. Beide Dividenden wurden nicht gezahlt. Dieses Manöver brachte *Wabash* jedoch in die Lage, seinen Anteil der angekündigten Dividenden dem Gewinn als »Dividendenerträge« in Höhe von 1.073.455 Dollar gutzuschreiben, was ausreichte, um die Deckungsrate der feststehenden Belastungen von *Wabash* von etwa 1,3 auf leicht über 1,5 zu erhöhen.
- 280 Von sehr wenigen Ausnahmen abgesehen, nehmen Eisenbahnen nur Abschreibungen auf ihre Ausrüstungsgegenstände vor (wobei dieser Posten beim Instandhaltungs- und Wartungsaufwand geführt wird). Für das Jahr 1937 haben große Eisenbahnlinien des Frachtverkehrs insgesamt 191.798.000 Dollar für die Abschreibung von Ausrüstungsgegenständen

und nur 5.236.000 für die Abschreibung von Bahnstrecken und baulichen Anlagen verbucht.

- 281 Aus unserer Sicht ist es sowohl einfacher als auch logischer, die Abschreibung auf der Grundlage der ursprünglichen Kosten vorzunehmen. Die Wiederbeschaffungskosten sollten sich nach der Wiederbeschaffung in den Büchern niederschlagen (denn vielleicht findet diese ja niemals statt), nicht jedoch vorher.
- 282 Siehe Fabricant, Solomon: »*Revaluations of Fixed Assets*«, 1925–1934« (National Bureau of Economic Research Bulletin 62, 1936), und Capital Consumption and Adjustment, National Bureau of Economic Research, Kap. XII, 1938.
- 283 Weitere Beispiele für unzureichende und unter den Absetzungen in den Einkommensteuererklärungen liegende Aufwendungen, die von Industriebetrieben geltend gemacht worden sind: *Harbison-Walker Refractories Company*, ein Unternehmen, bei dem der Aufwand in Höhe von 296.000 Dollar im Jahr 1936 als »völlig unangemessen« bezeichnet und vom neuen Management auf 472.000 Dollar korrigiert worden war; der Bericht für die *McKeesport Tin Plate Corporation* für 1937, in dem es heißt, dass der Aufwand auf der Einkommensteuererklärung mit 803.000 Dollar ausgewiesen war gegenüber 425.000 Dollar im Bericht an die Aktionäre. In ähnlicher Weise hat die *National Enameling and Stamping Company* für jedes Jahr im Zeitraum von 1935 bis 1937 rund 185.000 Dollar in ihrer Erfolgsrechnung verbucht, in der Einkommensteuererklärung dagegen waren rund 280.000 Dollar ausgewiesen. Im Jahr 1938 wurde die unzureichende Abschreibung in den Jahren 1933 bis 1937 durch eine Belastung der Rücklage in Höhe von 443.000 Dollar wiedergutmacht. Die Wirtschaftsprüfer der *Cudahy Packing Company* gaben in ihrer Bescheinigung zum Bericht für 1939 an, dass ihrer Meinung nach die Rücklagen für die Abschreibung, die von dem Unternehmen in den Jahren vor dem 29. Oktober 1938 festgelegt worden waren, nicht angemessen waren. Umgekehrt gab es auch Fälle einer zu exzessiven Abschreibung: Abschreibungen von *Acme Steel* für die Jahre von 1932 bis 1935 wurden von der Bundesregierung um 555.000 Dollar zu hoch befunden. Dieser Betrag, abzüglich der Einkommensteuer darauf in Höhe von 104.000 Dollar, wurde 1936 der Rücklage gutgeschrieben. (Das ist fast das genaue Gegenteil von dem Fall *National Enameling*). Das Unternehmen *Chicago Yellow Cap* hat 1938 der Rücklage 483.000 Dollar für übermäßige Abschreibungen in den vorangegangenen Jahren gutgeschrieben.
- 284 Umfangreiche Ausgaben, die von *Chesapeake and Ohio* in den Jahren von 1926 bis 1928 für ihre Ausrüstungsgegenstände getätigt und bei den Betriebskosten verbucht worden sind, wurden später von der Zwischenstaatlichen Handelskommission als Kapitalkaufwand eingeordnet. 1933 wurde diese Kontroverse vor Gericht gebracht und die Zwischenstaatliche Handelskommission bekam recht.
- 285 Der in der Ausgabe dieses Buches von 1934 gezogen worden war.
- 286 Vor 1919 hatte die Bilanz des Unternehmens jedes Jahr sein Anlagevermögen »abzüglich Abschreibungskonto - 300.000 Dollar« ausgewiesen. Offensichtlich war das die Absetzung für das laufende Jahr und nicht der aufgelaufene Betrag.
- 287 Das Unternehmen *Allied Chemical and Dye Corporation* bemühte sich, diese und andere Daten geheim zu halten, dennoch wurden sie mit beträchtlicher Verspätung veröffentlicht (im Jahr 1938). Dieses Unternehmen – wie einige wenige andere auch – nimmt immer noch nicht die Umsatz- und Abschreibungszahlen in den Bericht an die Aktionäre hinein, aber diese wichtigen Informationen sind aus den Jahresberichten an die Börsenaufsichtsbehörde ersichtlich (Formblatt 10–K).
- 288 Die Kosten für Ausrüstungsgegenstände und Materialien von Öl produzierenden Betrieben werden oft über den Substanzverzehr abgeschrieben (der auf der produzierten Barrel-Menge basiert) anstatt über das Abschreibungskonto (das auf der vergehenden Zeit basiert).
- 289 Zu den Unternehmen, die seit 1930 diesen Wechsel vollzogen haben, gehören: *Standard Oil of Indiana and New Jersey*, *Gulf Oil*, *Tidewater Associated*, *Consolidated Oil*.
- 290 Diese Beispiele stammen zum größten Teil aus Alfred Braunthals Buch *Are Oil Earnings Reports Fictitious?* Barrons, 8. März 1937.
- 291 Im Jahr 1925 zum Beispiel wies das Unternehmen Erträge in Höhe von 11.497.000 Dollar für das Stammaktienkapital und Rücklagen, also angeblich 3,05 Dollar pro Aktie, aus. Aber Abschreibung und Substanzverzehr müssen höher gewesen sein, sodass die Aktien in Wirklichkeit keine Erträge erwirtschaftet haben. Dennoch wurden sie zu dem sagenhaften Stückpreis von 43 Dollar verkauft.

- 292 Als Antwort auf das oft vorgebrachte Argument, dass Abschreibungsbeträge unnötig sind, da großzügige Reparaturen die Vermögenswerte in einem guten Zustand erhalten, können wir Hatfields klassischen Satz zitieren: »Jede Maschine ist unaufhaltsam auf dem Weg zur Müllhalde und das Fortschreiten dieses Prozesses kann durch Reparaturen zwar verzögert, nicht aber verhindert werden.« Henry R. Hatfield: *Accounting: Its Principles and Problems*, S. 130, New York, 1928.
- 293 Im Fall von *Cities Service Power and Light* sind diese Unterbewertungen der Abschreibungen sowohl in den Jahresabschlüssen als auch in den Verkaufsprospekten für Anleihenemissionen aufgetaucht. Daten für 1925 siehe Erörterung auf S. 191.
- 294 Beispiele für andere Methoden, bei denen Aufwendungen für Abschreibungen und Substanzverzehr von der Erfolgsrechnung ausgeschlossen werden, und Kommentare zu den Folgen siehe Anhang, Anmerkung 52.
- 295 Diese Rücklage für Eventualverbindlichkeiten hatte sich aus einem »Abschreibungsrücklagen«-Konto entwickelt, das 1916 auslief. Seit dieser Zeit schien die diesem Konto nachfolgende Rücklage für Eventualverbindlichkeiten gleichbedeutend mit dem Überschuss zu sein.
- 296 Wenn man der Firma die Erhöhung der Abschreibungsrücklage Ende 1938 im Vergleich zum 31. Dezember 1928 zugutehält, würden die berichtigten Erträge im Schnitt bei 2 Dollar pro Aktie liegen. Fast die gesamte Zeit hat das Unternehmen die Erträge pro Aktie in seinen Jahresberichten auf der Grundlage von nicht angemessenen Beträgen für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens berechnet. Und von 1934 bis 1936 ergaben die Berechnungen sogar noch höhere Erträge pro Aktie, einschließlich Einnahmen, die in Rechtsstreitigkeiten über Gebühren gebunden waren, wovon das meiste später an die Kunden zurückgegeben wurde.
- 297 Beachten Sie, dass die Aktie 1929 zu einem Höchstkurs von 248 Dollar, 1931 zu einem Kurs von 129 Dollar und 1938 zu dem niedrigsten Kurs von 10 Dollar verkauft wurde. Im Jahr 1939 stieg der Kurs auf 30 Dollar bei ausgewiesenen Erträgen von 3,07 Dollar pro Aktie für die letzten zwölf Monate zum 30. Juni. Allerdings hätte ein Abschreibungsbetrag von 11 Prozent vom Brutto die Erträge auf 1,30 Dollar pro Aktie gemindert.
- 298 Obwohl dieses Verfahren nicht generell von Unternehmen in ihrer Bilanzierung angewandt wird, trifft man es doch häufig in den Mindestanforderungen für Schuldverschreibungsurkunden und auch in denen der Börsenaufsichtsbehörde an, und zwar als eine Bedingung dafür, dass neue Anleihenemissionen gemäß dem *Public Utility Holding Company Act* von 1935 bestätigt werden.
- 299 Vor 1934 hat das Unternehmen *Consolidated Edison* offensichtlich dieselben Beträge für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens in den Einkommensteuererklärungen und den Jahresberichten verwendet, sich dann aber die höheren Abschreibungssätze bei der Kalkulation seiner Steuern zunutze gemacht. Zwischenberichte für 1939 lassen vermuten, dass sie wieder zu ihrer früheren Praxis zurückgekehrt sind.
- 300 Nach den Bestrebungen im Jahr 1934, den New Yorker Versorgungsbetrieben die Anwendung einer strikten linearen Abschreibungsmethode aufzuerlegen, und nach einigen kassatorischen gerichtlichen Entscheidungen hat die New Yorker Aufsichtsbehörde für öffentliche Versorgungsbetriebe eine neue Bestimmung verkündet, nach der jedes Versorgungsunternehmen den geschätzten Betrag der monatlich auflaufenden Abschreibung zu erfassen hat. Abschreibung wird definiert als »der Nettoverlust beim Gebrauchswert, der nicht durch laufende Instandhaltung wiederhergestellt wird und zu dem es im Zusammenhang mit dem Verbrauch oder dem perspektivischen Abgang der Anlage im Laufe des Betriebs aus Gründen kommt, die dem laufenden Geschäftsbetrieb zuzuschreiben sind und gegen die der Versorgungsbetrieb nicht versichert ist«. Das ist zweifelsohne ein Schritt in die Richtung der linearen Abschreibung.
- 301 Der Satz in Höhe von 12,5 Prozent liegt in der Mitte zwischen der Zahl, die von den Unternehmen in ihren Einkommensteuererklärungen verwendet wird, und der, die in den Berichten an die Aktionäre auftaucht, und liegt ziemlich dicht am durchschnittlichen Satz der progressiven Abschreibung, wie er aktuell ausgewiesen wird. In einer von *Goodbody and Company*, Mitglieder der New Yorker Börse, im Mai 1938 veröffentlichten Studie, die rund zwei Drittel der Leichtindustrie und Energiewirtschaft betraf, wurde angegeben, dass die Branche insgesamt für das Jahr 1937 10,46 Prozent vom Brutto für die Abschreibung oder den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens in ihren Berichten an die Aktionäre aufgeführt, in ihren Einkommensteuererklärungen jedoch 14,78 Prozent vom Brutto angesetzt hatte. Eine ausführliche Berechnung, die im Juli 1939 von der Börsenaufsichtsbehörde veröffentlicht wurde

und 177 Gas- und Energiebetriebe in Holdingsystemen betraf, zeigte, dass die in den Vermögenskonten angesetzten Abschreibungsbeträge beziehungsweise die Beträge für den Abgang von Gegenständen des Anlagevermögens für das Jahr 1938 im Schnitt bei einem Satz von 10,30 Prozent vom Rohertrag lagen. Eine von der Bundesenergiebehörde für das Jahr 1937 veröffentlichte Studie über die Ergebnisse von 385 Versorgungsunternehmen, die 90 Prozent der Stromversorgungsbranche ausmachen (wenn man das in Vermögenswerten misst), wies einen durchschnittlichen Abschreibungssatz von 10 Prozent der Betriebseinnahmen der Stromversorgungsunternehmen aus und 9,2 Prozent der Betriebseinnahmen von Versorgungsunternehmen insgesamt. Siehe *Statistics of Electric Utilities for the Year Ended December 31, 1937*, Bände I und II, 1939.

- 302 Die »aufgewendete Abschreibung« wird wie folgt berechnet: Man zieht von der Abschreibung des Jahres den Rückgang beim Nettoanlagenkonto für dasselbe Jahr ab (Anlagen abzüglich Abschreibung in der Bilanz).

<i>Beispiel: Eureka Pipe Line Nettoanlagenkonto, 31. Dez.,</i>	
1923	6.122.000 \$
1924	5.883.000 \$
(1) Nettorückgang	239.000 \$
(2) Abschreibung, 1924	314.000 \$
Aufgewendete Abschreibung: (2) minus (1)	75.000 \$

- 303 Unternehmen weisen in ihren Konten die Veraltung selten gesondert aus. Das Einkommensteuergesetz gestattet eine Absetzung für Veraltung erst nach einem deutlich nachweisbaren Wertverlust. In wenigen Fällen wird der Abschreibungsaufwand wie folgt ausgewiesen: »Abschreibung (Substanzverzehr) und Veraltung«. *Beispiel: Allied Chemical and Dye Corporation*. Ein Sonderbetrag für Veraltung, der wegen einer besonderen Entwicklung von den Erträgen abgezogen wurde, findet sich in den Berichten der *Southern Pacific Golden Gate Ferries Ltd.* für 1934 bis 1946. Mit dem Bau der Brücke in San Francisco ging man davon aus, dass die Fähren Ende 1936 weitestgehend veraltet sein würden.
- 304 Die Korrekturbedürftigkeit der offiziell vorgenommenen Abschreibungen geht aus dem Umstand hervor, dass das Unternehmen selbst von Jahr zu Jahr mehrere recht willkürliche Änderungen bei seinen Berechnungsmethoden vorgenommen hat. Im Jahr 1929 beispielsweise wurde der Abschreibungsbetrag plötzlich auf 176.000 Dollar gekürzt. (Die Angaben stammen aus den Berichten an die Zwischenstaatliche Handelskommission.)
- 305 Zu dieser Schlussfolgerung käme der Investor vielleicht etwas schneller, wenn er sich vergewissern könnte, dass eine Sparkasse oder ein Versicherungsunternehmen bereit wäre, zu einem niedrigen Zinssatz einen Betrag über einen Kurswert der ausgegebenen Pfandbriefe als Darlehen zur Verfügung zu stellen, sozusagen in Form einer institutionellen Erstrang-Hypothek. Wenn ja, muss die besagte Pfandbriefausgabe, die mit den Stammaktien verbunden ist und den gesamten Vermögensbesitz ausmacht, notwendigerweise mehr wert sein, als ein kluger Hypothekengläubiger darauf verleihen würde. Aber diese schnelle Schlussfolgerung muss davon ausgehen, dass das Institut Veraltung und andere geschäftliche Faktoren genauso sorgfältig berücksichtigt wie der Käufer unter pari.
- 306 Spätere Daten für *United States Industrial Alcohol* siehe Material auf Seite 653.
- 307 In der Ausgabe von 1934 haben wir hier die Erträge von *Homestake* von 1933 benutzt sowie den Kurs von 360 im März 1934 (entspricht 45 nach dem 8-für-1-Split im Jahr 1937). Der Anstieg des Kurses von *Homestake* zwischen 1934 und 1939 lag etwas unter dem von Industriebetrieben im Allgemeinen.
- 308 Beispiel: Vor 1933 hat die *United States Hoffman Machinery Company* Erträge mit über 200.000 Dollar jährlich oder rund einem Dollar pro Stammaktie für die Abschreibung von Patenten belastet. Der Analyst hätte die ausgewiesenen Erträge um diesen Betrag erhöhen sollen und diese dann einer sorgfältigen Prüfung unterziehen müssen, da die Situation mit den Patenten und andere Dinge (zum Beispiel große Außenstände) sich nachteilig auf die Zukunft des

- Unternehmens auswirkten. Im Jahr 1933 legte das Unternehmen den gleichen Weg noch einmal zurück, indem es den Buchwert der Patente auf einen Dollar herabsetzte, das ausgewiesene Grundkapital reduzierte und rund 1.500.000 Dollar, die vorher für die Abschreibung von Patenten abgesetzt wurden, wieder dem Reingewinn zuführte.
- 309 Beispiel: Die *American Laundry Machinery Company* setzt regelmäßig einen kleinen Betrag vom Überschuss ab, um ihr Patentkonto abzuschreiben.
- 310 Ein Untersuchungsausschuss des Senats (für Bankwesen und Währung, der die Börsenpraktiken untersuchte) hat im Februar 1934 festgestellt, dass es zwischen Februar 1932 und Juli 1933 laufend Pool-Aktivitäten bei der Aktie von *American Commercial Alcohol* gegeben hat.
- 311 Es dürfte von Interesse sein, festzustellen, dass unsere Schlussfolgerungen von 1933 hinsichtlich der Ertragskraft der *United States Steel* den Schlussfolgerungen, zu denen J. B. Williams in seiner aufwendigen Untersuchung dieses Unternehmens in seinem Buch *The Theory of Investment Value* auf Seite 409–462 kam, recht ähnlich sind. Beachten Sie im Gegensatz zur vorangehenden Andeutung einer normalen Ertragskraft aber auch die eher pessimistischen Schlussfolgerungen der weitläufigeren Untersuchung zur Position der *United States Steel* in Kapitel 45. Das Scheitern des Unternehmens, diese Ertragskraft in den Jahren 1934 bis 1939 wiederherzustellen, gibt möglicherweise Anlass dazu, der letztgenannten Analyse mehr Gewicht beizumessen.
- 312 Der bereits erwähnte Preisanstieg der *United States Steel* auf 126 im März 1937 ist ein deutliches Beispiel für diese Torheit der Wertpapierbörse. Er gründete sich auf ein einziges gutes Jahr, auf das sechs schlechte oder mittelmäßige Jahre folgten. Innerhalb von zwölf Monaten fiel der Preis auf 42 – ein Verlust von zwei Dritteln seiner Notierung und mehr als 730.000.000 Dollar des gesamten Marktwerts dieser einzelnen Emission. Bei *Youngstown Sheet and Tube* und *Jones and Laughlin Steel* war die Spanne in diesem Zeitraum sogar noch größer.
- 313 Siehe unsere Erörterung zum Beispiel Schletter and Zander in Kapitel 27.
- 314 Siehe Anhang, Anmerkung 53, zur Verweisung auf den eher konservativen Standpunkt zu diesem Thema, den wir in der Ausgabe dieses Werks von 1934 vertreten haben, sowie zu den Gründen für die Änderung.
- 315 Die Ergebnisse seit 1933 würden diese frühere Schlussfolgerung tendenziell bekräftigen, zumindest zum Teil.
- 316 Die Frage, ob der Zeitraum von zehn Jahren von 1930 bis 1939 oder die sechs Jahre von 1934 bis 1939 die künftige Ertragskraft der Unternehmen aus der Schwerindustriebranche, wie zum Beispiel der *United States Steel*, *Bethlehem Steel* und der *American Locomotive*, korrekt wiedergeben oder nicht, bleibt offen.
- 317 Siehe Anhang, Anmerkung 54, als Beispiel (*Mack Trucks, Inc.*) mit zugehöriger Abfolge.
- 318 Das Aktienkapital des Unternehmens wurde ursprünglich im September 1927 zu 24,50 \$ je Aktie angeboten, ein Preis, der das 173-Fache der durchschnittlichen Erträge der Vorgängerunternehmen innerhalb der vorangegangenen fünf Jahre ausmacht. Dieser relativ hohe Preis lag zum Teil in dem offensichtlich positiven »Trend« der Erträge und zum Teil in den gewagten Bewertungsstandards begründet, die zu diesem Zeitpunkt zunehmend vorherrschten. Siehe Seite 438–440 der Ausgabe dieses Werks von 1931 zu einem vergleichbaren Fall – *The Gabriel Company*.
- 319 Siehe Anhang, Anmerkung 55, mit kurzen Kommentaren zur anschließenden Performance der Brauereiemissionen von 1933.
- 320 Wenn Erzreserven nur als soundso viele Tonnen oder von soundso langer Lebensdauer angegeben werden, so sind diese Angaben in Ermangelung der Gewissheit hinsichtlich der Qualität des restlichen Erzes gegebenenfalls irreführend. Beispiel: Die Kosten für Substanzverzehr der *Alaska Juneau Gold Mining Company* ließen auf eine verbleibende Lebensdauer von 85 Jahren ab 1934 schließen. Im Antrag auf Börsenzulassung wurden jedoch nur ca. 25 Jahre Lebensdauer ab 1934 geltend gemacht. Die logische Schlussfolgerung (Bestätigung auf Anfrage) ist, dass die längere »Lebensdauer« eine Menge Erz einbezog, das von minderer Qualität und nicht zum Handel geeignet war.
- 321 In der Ausgabe dieses Buchs von 1934 erörterten wir eine ähnliche Lage, in der sich dieses Unternehmen im Jahr 1927 befand. Zu diesem Zeitpunkt kam der Großteil der Gewinne aus der Rückgewinnung, die bekanntermaßen nur begrenzt möglich ist.
- 322 Zuvor waren es 50 Prozent gewesen, bis *Freeport* seine Kapitalaufwendungen für die Produktionsstätte ausgeglichen

hatte. Der Preiseinbruch von 109,25 auf 65,625 von Januar bis Februar 1928, einhergehend mit der Änderung des Gebührensatzes, dient zur Veranschaulichung der allgemeinen Thematik des vorliegenden Kapitels. Der Studierende kann eine ähnliche Entwicklung im Falle der *Texas Gulf Sulphur* untersuchen, die sich von 1934 bis 1935 abzeichnete.

- 323 Da der Wert der Vorzugsaktie der *Freeport Texas* relativ gering war und weniger als ein Zehntel des gesamten Marktwerts des Unternehmens ausmachte, würde diese Analyse die Sicherheit der erstrangigen Emission nicht infrage stellen, sondern nur die Fundiertheit der Bewertung der Stammaktien widerspiegeln – beurteilt nach Investitionsstandards. Nach 1933 geriet das Unternehmen in der Tat in ernsthafte Produktionsschwierigkeiten, die die Erträge drückten und den Marktpreis herabsetzten, doch diese Probleme wurden später gelöst. Dennoch lässt sich der Preis von 49, den Spekulanten 1933 zahlten, kaum durch die Höchsterträge, die bis 1940 erzielt wurden – 3,30 Dollar je Aktie im Jahre 1937 – rechtfertigen.
- 324 Dieselbe Argumentation trifft eindeutig auf das Geschäftsvolumen aufgrund der Kriegsumstände zu, was in den Aufstellungen der Luftfahrtunternehmen von 1939 bis 1940 gut veranschaulicht wird.
- 325 Auf der anderen Seite entwertete der Anstieg des Goldpreises im Jahre 1933 zu *statistischen* Zwecken die vorherigen Erträge der Goldproduzenten auf der Grundlage von 20,67 Dollar Gold. Ob der zukünftige Goldpreis bei 35 Dollar bestehen bleibt, ist reine Vermutung, es scheint jedoch keinen Grund dafür zu geben, Berechnungen auf der Grundlage des alten Werts anzustellen.
- 326 Es gab eindeutige Anzeichen für Manipulationsversuche von Mitgliedern der Börse in den Jahren 1916 bis 1917, diese Aktien der Öffentlichkeit zu hohen Preisen unterzuschieben, bevor der Zeitraum der niedrigeren Erträge begann. Die volle Zahlung der Dividenden auf die Vorzugsaktien während einer Episode mit bekanntermaßen zeitlich begrenzten hohen Erträgen war aus Sicht der Unternehmenspolitik ein unverzeihliches, aber nachvollziehbares Hilfsmittel, die Aktien abzustoßen. Diese Dividendenausschüttungen waren nicht nur den 4,5 Prozent-Obligationären gegenüber unfair, sondern wahrscheinlich aufgrund gewisser vorheriger Entwicklungen auch illegal. (In Kapitel 20 wurde auf diesen Aspekt Bezug genommen.)
- 327 Siehe Anhang, Anmerkung 56, mit einer kurzen Erörterung der zahlreichen Preisanomalien zwischen verschiedenen Wertpapieren der *Interborough System*, nämlich:
1. Zwischen *Interborough Metropolitan 4,5s* und *Interborough Consolidated*-Vorzugsaktien im Jahre 1919
 2. Zwischen *I.R.T. 5s* und *I.R.T. 7s* im Jahre 1920
 3. Zwischen *I.R.T.*-Aktien und Manhattan-»modifizierten« Aktien im Jahre 1929
 4. Zwischen *I.R.T. 5s* und *I.R.T. 7s* im Jahre 1933
 5. Zwischen *Manhattan*-»modifizierten« und *Manhattan*-»unmodifizierten« Aktien im Jahre 1933
- 328 Der Wortlaut dieser Äußerung war, wie im Wall Street Journal vom 26. März 1928 zitiert, wie folgt: »Die Aktien von General Motors«, führte Hr. Raskob aus, »sollten gemäß dem Durchschnitt von Dow, Jones & Co. zum 15-Fachen ihrer Ertragskraft verkauft werden oder in der Nähe von 225 Dollar, wobei sie auf dem gegenwärtigen Niveau von 180 Dollar nur zum rund Zwölffachen der laufenden Erträge verkauft werden.«
- 329 Siehe Anhang, Anmerkung 57, mit einer Erörterung des Verhältnisses zwischen Zinssätzen für Obligationen und dem »Multiplikator« für Stammaktien.
- 330 Siehe Anhang, Anmerkung 58, mit den in der Ausgabe von 1934 angegebenen Beispielen und der späteren Performance.
- 331 Beachten Sie, dass die durchschnittlichen Erträge der drei Unternehmen aus Gruppe C im Verhältnis zum Kurs nahezu zweieinhalb Mal so groß waren wie die Höchsterträge der Unternehmen aus Gruppe A.
- 332 Siehe auch die Erörterung zur *American Laundry Machinery Company* auf Seite 505–507 der Ausgabe von 1934 dieses Werkes zur Illustration der möglichen Auswirkungen einer Verlagerung der Kapitalstruktur von reinen Aktien zu einer Kombination aus Anleihen und Aktien. Tatsächliche Veränderungen dieser Art wurden von *American Zine* vorgenommen (durch eine Dividende der Vorzugsaktien im Jahr 1916) und von der *Maytag Company* durch ähnliche Verteilungen im Jahr 1928. Die übliche Methode, eine spekulative Kapitalisierungsstruktur in ein Unternehmen mit konservativer Struktur zu führen, ist die Errichtung einer Holding, die ihre eigenen vorrangigen Wertpapiere und Stammaktien gegen den Ankauf der Aktien der Betriebsgesellschaft emittiert. Beispiele: *Chesapeake Corporation*

1927, *Kaufmann Department Stores Securities Corporation* 1925.

- 333 1925 wurden die Wertpapiere der *Dodge Brothers* (Automobil) auf Basis von 160.000.000 Dollar Kapitalwert aus Anleihen und Vorzugsaktien und eines Marktwertes der Stammaktien von 50.000.000 Dollar verkauft. Die Nettosachanlagen betrugen nur 80.000.000 Dollar und die durchschnittlichen Gewinne ca. 16.000.000 Dollar. Diese offensichtlich überbewertete Kapitalstruktur beeinträchtigte zunächst nicht den Wert der Papiere, doch ein starker Gewinnrückgang im Jahr 1927 enthüllte die Instabilität der finanziellen Struktur (im Jahr 1928 wurde das Unternehmen von *Chrysler* übernommen).
- 334 Zu den Daten, die bezogen auf *American Water Works* von 1929 bis 1938 den umgekehrten Prozess illustrieren, sowie zu einer ähnlichen Spekulationsgelegenheit bei den *United Light and Power Company*-Vorzugsaktien im Jahr 1935 siehe Anhang, Anmerkung 59.
- 335 1934 gab das Unternehmen eine Dividende von 100 Prozent in Aktien bekannt und verdoppelte somit die Anzahl der Stammaktien. 1937 teilte es die Aktien eins zu zehn auf und veränderte den Nennwert der Stammaktien von 100 Dollar in 10 Dollar. Diese beiden Entwicklungen vervielfachten die Zahl der ausgegebenen Aktien um den Faktor 20. Die Beständigkeit des variablen Faktors bei den Aktiengewinnen wird in den folgenden Zahlen pro Aktie dargelegt, basierend auf der Kapitalisierung von 1933: 1934 = 28,46 Dollar, 1935 = 0,76 Dollar, 1936 = 52,88 Dollar, 1937 = 18,40 Dollar, 1938 = 68,00 Dollar, 1939 = 38,80 Dollar.
- 336 Fritzsche, Louis H., »Relative Price Fluctuations of Industrial Stocks in Different Price Groups«, a.a.O., Seite 133–154.
- 337 Siehe Seite 473–474 der Ausgabe von 1934 dieses Werkes als Referenz für eine frühere Studie über das relative Verhalten der preisgünstigen und hochpreisigen Emissionen, die auf dem Tiefstand der Depression oder nahe daran in den Jahren 1897, 1907, 1914 und 1921 gekauft wurden. Innerhalb seiner begrenzten Möglichkeiten kam diese Studie, 1931 von J.H. Holmes and Company publiziert, zu ähnlichen Ergebnissen wie die von Fritzsche.
- 338 Siehe Anhang, Anmerkung 60, mit der Fortsetzung dieser Beispiele. Für einen neueren Vergleich ist der Studierende eingeladen, die Darstellung der *Continental Motors Corporation* und der *Gilchrist Company* vergleichend heranzuziehen, die beide zum Jahresende 1939 mit 5 Dollar notierten. Über unsere Hauptunterscheidung hinaus, basierend auf dem Verhältnis zwischen der Bewertung der Unternehmen und ihren Vermögen und Umsätzen, gibt es einen beachtlichen Unterschied in den Ertragsberichten und dem Posten Nettoumlaufvermögen.
- 339 Der Vorgang, in dem der Markt wegen des Anstiegs des Kupferpreises von 10 auf 13 Cent die Aktien des Unternehmens B von 15 auf 60 steigen lässt, ist an sich extrem unlogisch, denn es gibt üblicherweise keine Garantie dafür, dass der höhere Metallpreis anhält. Doch da der Markt sich in der Praxis tatsächlich so irrational verhält, muss der Spekulant dieses Verhalten in seine Kalkulation einbeziehen.
- 340 Siehe Cowles, Alfred, 3d, et. al., (Common Stock Indexes 1871–1937), Seite 43–46, 404–418, Bloomington, Ind., 1938, als Studie über Kurs-Gewinn-Verhältnisse für unterschiedliche Branchen in aufeinanderfolgenden Jahren von 1871 bis 1937. Kennzahlen für 1934 bis 1938 und für 1936 bis 1938 werden in unserer Analyse der Industriek Aktien der New Yorker Börse, Anmerkung 61, [Seite 790], geliefert.
- 341 Auch wenn die Unternehmensberichte wenige Informationen für die Aktionäre enthielten, waren die vollständigen Finanz- und Geschäftsdaten in den Akten offen zugänglich.
- 342 Eine Parallelsituation entstand im Fall der *Davis Coal and Coke Company* vor der Ausschüttung von 50 Dollar pro Aktie aus ihren großen Beständen an Staatsanleihen 1937 bis 1938. Kurz vor dieser Aktivität wurden die Aktien zu 35 gehandelt. Der Interessierte kann aus den Jahresberichten ersehen, dass die durchschnittlichen Gewinne von 2,06 Dollar pro Aktie und die durchschnittliche Dividende von 2,56 Dollar von 1934 bis 1937 ausschließlich aus anderen Quellen als dem Kohlegeschäft stammten.
- 343 Die Studierenden sind eingeladen, zwei weitere Beispiele von 1939, die diesen Punkt illustrieren, zu prüfen: Die *Westmoreland Coal Company*, die für 8 Dollar gehandelt wurde, obwohl die Gesellschaft etwa 18 Dollar pro Aktie an Barguthaben hielt. Dieser Fall ähnelt weitgehend unserem *Davis Coal and Coke*-Beispiel, obwohl es einige Unterschiede gab. *American Cigarette and Cigar*. In diesem Fall gibt es ebenfalls eine Langzeitverpachtung an die *American Tobacco Company* (wie bei *Tobacco Products*), aber die Situation wird erschwert durch die eigenen

- Unternehmungen der Gesellschaft, die Verluste produzierten, sowie den Besitz anderer Vermögenswerte. Die Aufmerksamkeit sei auch auf unsere Erörterung von *Lehigh Coal and Navigation* auf Seite 506 gelenkt, wo wir behaupten, dass die Minenverluste vielleicht nicht von der großen Pachteinnahme der Eisenbahn zu trennen waren.
- 344 Im Jahr 1929 führte das Unternehmen amüsanterweise 194.000 zurückgekaufte Klasse-A-Aktien als Vermögenswert zum Anschaffungswert von 9.434.000 Dollar in der Bilanz, obwohl die gesamte Emission von 1.000.000 Aktien als Verbindlichkeit von nur 5.000.000 Dollar aufgeführt war. Für ein ähnliches Beispiel der Widersinnigkeit in der Rechnungslegung von Stammaktien – siehe die Bilanz zum Juni 1939 von *Hecker Products*: Hierin wird die Nettoverbindlichkeit für das Aktienkapital als Negativwert angegeben.
- 345 Die *Standard Statistics Company, Inc.*, verfolgt bei der Berechnung des Buchwertes der Stammaktien die Praxis, Vorzugsaktien zu ihrem Wert bei unbeabsichtigter Liquidation abzuziehen. Dies ist wenig schlüssig, da eine Auflösung oder Liquidation meist immer eine entfernte Eventualität darstellt und unter Bedingungen stattfinden würde, die sich von denen zum Zeitpunkt der Analyse wahrlich unterscheiden. Die Methode der *Standard Statistics Company* führt dazu, einer nachrangigen Vorzugsaktie von *Procter and Gamble* mit 5 Dollar Nennwert einen »Wert« von 115 Dollar je Aktie beizumessen, einer vorrangigen Vorzugsaktie desselben Unternehmens mit 8 Dollar Nennwert einen Wert von nur 100 Dollar. Der tatsächliche bzw. wirkliche Wert der Ansprüche der Vorzugsaktionäre wäre in diesem Fall eher 160 Dollar für die vorrangigen Vorzugsaktien und 100 Dollar für die nachrangigen Vorzugsaktien, eine 5-prozentige Dividendenrenditenbasis für beide Aktien. Für Aktien von Investmentfonds sind Liquidationswerte von Vorzugsaktien von größerer Relevanz und sollten allgemein Verwendung finden.
- 346 Barvermögenswerte pro Stammaktie werden manchmal ohne Abzug irgendwelcher Verbindlichkeiten berechnet. Unserer Ansicht nach ist diese Methode nur geeignet, wenn das übrige Umlaufvermögen alle Verbindlichkeiten übersteigt, die vor Ausgabe der Stammaktien bestanden.
- 347 Gerichtliche Bewertungen von immateriellen Vermögenswerten (im Fall von geschlossenen Kapitalgesellschaften) scheinen immer noch am alten Konzept festzuhalten, dass diese weniger »reel« sind als materielle Vermögenswerte und somit vergleichsweise höhere Gewinne erfordern, um sie zu tragen. Die Abweichung zwischen den Bewertungsgrundlagen des Aktienmarktes und denen von Geschäftsleuten und Gerichten, wie sie bei privaten Unternehmen angewandt werden, gäben ausgezeichneten Stoff für eine kritische Studie ab. Für eine quantitative Studie mit dem Ergebnis, dass sich der »Goodwill« insgesamt als profitabler erwiesen hat als materielle Vermögenswerte, siehe Lawrence N. Bloomberg, *The Investment Value of Goodwill*, Baltimore, 1938.
- 348 Für eine repräsentative Aufstellung von im Jahr 1932 unter ihrem Liquidationswert gehandelten Notierungen siehe Anhang Anmerkung 62.
- 349 Siehe Anhang Anmerkung 61 für weitere Details zu diesem Argument.
- 350 Für die spätere Entwicklung der *Hamilton Woolen Company* siehe S. 638 f.
- 351 Eine außergewöhnliche Folgeerscheinung dieser Transaktion war der Konkurs der *Studebaker Corporation* im April 1933, angeblich verursacht durch den Widerstand gegen die Fusion der beiden Unternehmen von Minderheitsaktionären von *White Motor*. Diese Entwicklung hat jedoch nahezu keinen Bezug zu unserem Diskussionspunkt, bei dem es darum geht, dass dem Liquidationswert bei einem Verkauf oder einer Fusion die volle Aufmerksamkeit gewidmet werden sollte (und dies normalerweise auch getan wird), selbst wenn der aktuelle Kurs niedriger ist.
- 352 Siehe *I. Bensch and Sons* und *United Shipyard »A«* in der Tabelle auf S. 639 für weitere Beispiele eines Kursanstiegs aufgrund des Verkaufs von Grundstücken.
- 353 Für weitere Beispiele von Liquidationen, die den Aktionären mehr erbringen als den vorherigen Börsenkurs, siehe die Aufstellung S. 638.
- 354 Nach den Bestimmungen des Revenue Act von 1936 veröffentlichte das Finanzministerium die Namen und Vergütungen aller Vorstände mit Gehältern über 15.000 Dollar im gleichen Jahr. Der Revenue Act von 1938 erfordert die Angabe dieser Daten für Gehälter von mindestens 75.000 Dollar, beginnend im Jahr 1938.
- 355 Die Vertretungsbestimmungen der SEC versuchen, die Darlegung von Standpunkten, die denen des Managements gegenüberstehen, zu erleichtern, indem sie den Unternehmen auferlegen, Aufforderungen für Stimmrechtsvertreter

(inkl. Begleitschreiben) durch Privataktionäre auszusenden (die auch das Porto bezahlen).

- 356 Dies führte zu solch skandalösen Verhältnissen »in den guten alten Tagen«, dass durch den Securities Exchange Act von 1934 »Insider« gegenüber dem Unternehmen verantwortlich sind für Gewinne aus Aktienkäufen oder -verkäufen, die innerhalb eines Zeitraums von sechs Monaten realisiert werden. Die Durchsetzung muss durch Klage der Aktionäre erfolgen. Diese Regelung wurde von der Wall Street heftig kritisiert, da sie rechtmäßige Aktivitäten von Vorständen und Aufsichtsräten unterbindet, einschließlich einer Unterstützung des Aktienkurses in kritischen Zeiten. Unter dem Strich vertreten wir die Ansicht, dass sowohl Logik als auch Praktikabilität gegen die derzeitige Regelung sprechen. Die – besser unmittelbare statt monatliche – Veröffentlichung von Transaktionen sollte eine ausreichende Sicherheitsmaßnahme gegen Betrug darstellen und die Kontrolle fragwürdigen Verhaltens ermöglichen.
- 357 Weitere Beispiele einer Teilrückgabe von Kapital durch fortgeführte Unternehmen sind: *Cuban Atlantic Sugar Company* (1938–1939), *Great Southern Lumber Company* (1927–1937), *Keystone Watch Case Corporation* (1932–1933) sowie *Davis Coal and Coke Company* und einige der zuvor angeführten Öllieferfirmen von *Standard Oil* (S. 639).
- 358 Die *Hamilton Woolen Company* verkaufte 1929 anteilmäßig 13.000 Aktien an Aktionäre zu 50 Dollar je Aktie. 1932 kaufte sie anteilmäßig 6500 Aktien zu 65 Dollar zurück, 1933 1200 Aktien zu 50 Dollar. Die *Faultless Rubber Company* folgte einem ähnlichen Verfahren in 1934. Die *Simms Petroleum Company* erwarb anteilmäßig Aktien direkt von ihren Aktionären und auf dem freien Markt. Die Rückkäufe beider Verfahren zwischen 1930 und 1933 summierten sich auf nahezu 45 Prozent der 1929 ausstehenden Aktien. Die *Julian and Kokenge (Shoe) Company* tätigte anteilige Rückkäufe von Stammaktien in den Jahren 1932, 1934 und 1939.
- 359 Von der New York Stock Exchange im Februar 1934 veröffentlichte Daten deckten auf, dass 259 dort gelistete Kapitalgesellschaften Rückkäufe eigener Aktien getätigt hatten.
- 360 Beim Verkauf an Studebaker im Jahr 1933 hat der Aufsichtsrat 15.000 zurückgekaufte Aktien als Zuwendung für Schlüsselpersonen des Unternehmens zur Seite gelegt. Einige Aktionäre von *White Motor* haben versucht, diesen Vorgang durch einen Prozess rückgängig zu machen. Der Rechtsstreit wurde beigelegt durch eine Zahlung von 31 Cent für jede nicht von Studebaker erworbene *White Motor*-Aktie.
- 361 Zwei zusätzliche Faktoren verdienen in dieser Situation eine kurze Erwähnung. Das Unternehmen hatte für Kohleabbau auf gepachtetem Gebiet eine Mietverpflichtung von 10 Cent pro Tonne, mindestens jedoch von 189.000 Dollar pro Jahr. Diese Verbindlichkeit war – neben den allgemeinen – eine zusätzliche Erwägung, die für die Aufrechterhaltung eines sicheren Barmittelbestandes sprach. Dies konnte jedoch nicht die Beibehaltung weitaus höherer Barmittel rechtfertigen, als das ganze Unternehmen zwischen 1930 und 1939 wert zu sein schien. Im Oktober 1939 beantragte das Unternehmen bei der SEC, den Handel seiner Aktien an der Philadelphia Stock Exchange und New York Curb Exchange zu beenden, mit der Bekanntgabe, dass die geringe Anzahl der Transaktionen für den übermäßig niedrigen Kurs verantwortlich sein könnte. Der Leser mag selbst entscheiden, ob unter diesen Umständen die Notlage der Aktionäre durch die Abschaffung des Handelsplatzes für ihre Aktien auf irgendeine Weise erleichtert worden wäre. (Der Antrag wurde später zurückgezogen.)
- 362 Das Management der *American Telephone and Telegraph Company* hat wiederholt behauptet, dass es sich als Treuhänder für die Interessen der Aktionäre, der Arbeitnehmer und der Öffentlichkeit gleichermaßen ansieht. Eine derartige Unternehmenspolitik kann – sofern sie offen bekannt gegeben und aufrichtig verfolgt wird – im Fall eines quasi städtischen Unternehmens kaum kritisiert werden. Bei einem normalen Wirtschaftsunternehmen dreht sich die Frage jedoch eher darum, ob das Management als Treuhänder der Aktionäre oder als Treuhänder des Managements agiert.
- 363 Siehe Anhang, Anmerkung 61, für umfangreiches Datenmaterial bezüglich an der New York Stock Exchange gelisteter Industrieunternehmen Ende 1938. Siehe auch die jährlichen Zusammenstellungen in *Moody's Manual of Industrials*.
- 364 Siehe Roy A. Foulke, *Signs of the Times*, S. 17–19, 25f., New York, 1938; und Alexander Wall, *How to Evaluate Financial Statements*, S. 82–97, New York, 1936. Beachte die Kritik der Wall Street an bloßen arithmetischen Durchschnitten als Vergleichsgrundlage.
- 365 Eine Verbesserung der allgemeinen Auftragslage, verbunden mit niedrigen Zinsen (und im Fall der

- Eisenbahngesellschaften verbunden mit einem törichtem Optimismus seitens der Anleger), ermöglichte es vielen Unternehmen, Bankdarlehen aufzunehmen, die 1931 bis 1933 eine Gefahr darstellten.
- 366 Der Fall *Stokely* muss von dieser Aussage ausgenommen werden, davon gab es jedoch überraschend wenige.
- 367 Siehe weitere Referenzen für die beiden Anleihenemissionen von *Fisk* in Kapitel 6, 18 und 50.
- 368 Eine Analyse der Darstellung der *Stewart Warner Corporation* für die Jahre 1925 bis 1932, die zu ähnlichen Ergebnissen führte, findet sich an dieser Stelle in unserer Ausgabe von 1934. Vgl. W. A. Hosmer, »The Effect of Direct Charges to Surplus on the Measurement of Income«, *Business and Modern Society*, ed. M.P. McNair and H.T. Lewis, Seite 113–151, Harvard University Press, 1938.
- 369 Der Leser wird – wenn auch in kleinerem Umfang – für *Manhattan Shirt* zwischen Dezember 1937 und Dezember 1938 eine ähnliche Entwicklung feststellen.
- 370 Diese Analyse wurde im Jahr 1933 vorgenommen.
- 371 Die 1936 ausgegebenen Bezugsrechte für *Remington-Rand* stellten eine äußerst ausgeklügelte Kombination aus Bezugsrecht und Option dar. Falls der Halter einen Teil seines Bezugsrechtes sofort ausgeübt hätte (zu diesem Zeitpunkt mit einem Verlust), hätte er ein weiteres Recht gehabt, bis zu einem Jahr später weitere Aktien zu erwerben. Unserer Ansicht nach schaffen derart komplizierte Instrumente unnötige Spekulationsmöglichkeiten oder verschaffen dem cleveren und gut informierten Aktionär einen unangemessenen Vorteil gegenüber dem Durchschnitt.
- 372 Die Optionen von *Commercial Investment Trust* waren die einzigen, in denen aktiver Handel betrieben wurde. Optionen von *Havana Electric Railway* waren an der New York Stock Exchange zwischen 1926 und 1934 gelistet, ihr Handelsvolumen war jedoch belanglos.
- 373 Bezugsrechte werden in New York fortlaufend auf der Basis »ein Recht« gehandelt, das heißt, der Eigentümer erhält das Recht auf eine Aktie. Dies stellt einen Gegensatz zur üblichen Handelspraxis von Optionen dar. Siehe Anhang, Anmerkung 63, für eine schnelle Methode der Berechnung von Bezugsrechtswerten.
- 374 In wenigen Fällen werden Optionen mit vergleichsweise kurzfristiger Laufzeit emittiert. Solche Optionen stellen eher einen Anspruch auf die zukünftige Aktienmarktentwicklung als die zukünftige Unternehmensentwicklung dar. Beispiel: Die oben erwähnten Optionen der *Phillips Packing Company* hatten nur eine Laufzeit von zwei Jahren.
- 375 Siehe Dewing, Arthur S., *A Study of Corporation Securities*, Seite 404–405, New York, 1934, für eine Studie zur jeweiligen Attraktivität von Optionen und der dazugehörigen Stammaktien als Spekulationsinstrumente.
- 376 Für den Versuch einer mathematischen Formulierung des Wertes von Optionen siehe John B. Williams, *The Theory of Investment Value*, Seite 172–178, Harvard University Press, 1938.
- 377 Siehe das Gutachten für *National Radiator* (März 1939), wodurch eine Optionsregelung für Altaktionäre fallen gelassen wurde. Die prinzipiell weitgehenden Bedenken gegenüber Optionen rechtfertigen unserer Ansicht nach die drakonische Haltung der SEC. Doch eine Optionsregelung, bei der die Altaktionäre frühere Gläubiger zu einem zufriedenstellenden Preis ablösen können (zum Beispiel der Erie-Plan vom Januar 1939), ist eher zu befürworten.
- 378 Es ist eine beliebte Methode, Satzungsklauseln einzusetzen, die den Aktionären ihr sogenanntes »Vorkaufsrecht« vorenthalten. Es wird behauptet, dass die Abtretung dieses Rechts notwendig sei, um dem Aufsichtsrat mehr Handlungsfreiheit bei Unternehmenstransaktionen einzuräumen, in denen Aktien ausgegeben werden. Die Stichhaltigkeit dieses Arguments betrachten wir allerdings mit Skepsis.
- 379 Die *Cities Services Company* zahlte zwischen 1921 und 1925 solche Dividenden auf Berechtigungsschein, nahm sie jedoch im letzteren Jahr zurück. Da deren Wert nahezu vollständig von der Laune des Aufsichtsrates abhing, verschafft ein derartiges Spekulationsinstrument Insidern beträchtliche Vorteile. Die *Gas Securities Company*, eine Tochtergesellschaft von *Cities Service*, zahlte im Jahr 1933 derartige Dividenden.
- 380 Für ein aktuelles Beispiel dieser Art von Finanzierung siehe die Emission der Stammaktien und Optionen der *Berkey and Gay Furniture Company* im Januar 1936.

- 381 Die gleichen folgerichtigen Bedenken gegenüber der Zahlung von hohen »Boni für das Management« in Form von Optionen kann gegenüber der Struktur der *Alleghany Corporation* und der *United Corporation* angeführt werden.
- 382 In einer Reihe von »Anmerkungen« zur Geschichte der Finanzierung der *United Corporation* von Sanford L. Schamus, *Columbia Law Review* Mai, Juni und November 1937, wurde der Vorschlag unterbreitet, dass die unter der Gesetzgebung der SEC ausgegebenen Anlageprospekte eine Aufstellung enthalten sollen, die den Effekt der Ausübung von Optionen auf Gewinne und Vermögenswerte darstellen. Siehe Ausgabe vom November 1937, Seite 1173–1174.
- 383 In einem von der SEC im Mai 1939 veröffentlichten Unternehmensbericht über die *Petroleum Corporation* werden etliche Transaktionen, bei denen das Management auch die Gegenseite repräsentierte, schwer kritisiert. Nach 1933 wendete sich die Situation für die *Petroleum Corporation*, als *Consolidated Oil* einen Anteil von 39,8 Prozent am Unternehmen erwarb, wodurch die beiden Unternehmen gegenseitig ihre größten Aktionäre wurden. Dies stellt nicht nur eine außergewöhnliche, sondern auch eine höchst unzulässige Situation dar. Siehe Teil 3, Kapitel II (2. Abschnitt), des *Report of the S.E.C. on Investment Trusts and Investment Companies*.
- 384 In einem Fall wie der *Chile Copper Company* kann mitunter eine Ausnahme gemacht werden. Hierbei wurde das Vorhandensein beträchtlicher Erzvorkommen als Rechtfertigung angesehen, die Mine mithilfe öffentlicher Finanzierung zu erschließen. Der Verkauf der Aktien der *Lincoln Motor Company* im Jahr 1920 stellte eine der wenigen wirklichen Ausnahmen zu den hier dargestellten Grundsätzen dar. In diesem Fall stand hinter dem Unternehmen eine Person mit ungewöhnlich gutem Leumund, das Ergebnis war jedoch ein verheerender Bankrott.
- 385 Siehe zum Beispiel die Aktienemission der *New Idea Company* 1937, *General Shoe Company* 1938, *Julius Garfinckel and Company* 1939.
- 386 In der Ausgabe von 1934 haben wir an dieser Stelle die Aktienemission von *Mouquin, Inc.*, (Alkoholimporteur) untersucht, die im September 1933 zu 6,75 Dollar je Aktie erfolgte. Das Zahlenmaterial zeigte, dass von der Öffentlichkeit verlangt wurde, einen Wert von 1.670.000 Dollar für ein Unternehmen zu akzeptieren, das tatsächliche Vermögenswerte von 424.000 Dollar besaß und keine Gewinne vorweisen konnte. Das Unternehmen ging 1937 vom Markt, wodurch das Anlagekapital der Investoren vollständig vernichtet wurde.
- 387 Siehe Anhang, Anmerkung 55, bezüglich der Erfahrung von Anlegern mit Aktienemissionen von Brauereien im Jahr 1933.
- 388 Der vollständige Artikel über diese Verschachtelung findet sich in den *Hearings before the Committee on Banking and Currency, United States Senate*, 73. Kongress, 1. Sitzung, Senatsbeschluss 84 des 72. Kongresses und Senatsbeschluss 56 des 73. Kongresses, Teil 2, S. 563–777, 5.-8. Juni 1933 – über »Stock Exchange Practices«. Der Artikel ist in näheren Einzelheiten und mit grafischen Abbildungen ebenfalls dargestellt in *Regulation of Stock Ownership in Railroads*, Teil 2, S. 820–1173 (Bericht Nr. 2789, 71. Kongress, 3. Sitzung), insbesondere die Einfügungen hierzu auf S. 878. Für Grafiken und weitere Darstellungen des Effekts von Verschachtelungen im öffentlichen Versorgungssektor siehe *Utility Corporations* (Senatsdokument 92, 70. Kongress, 1. Sitzung, Teil 72–A), S. 154–166.
- Die offenkundigste Verschachtelungsstruktur der letzten Jahre war die Gründung von *Insull*. Ein interessantes Beispiel anderer Art stellt die Beziehung der beiden Gesellschaften *United States and Foreign Securities Corporation* und *United States and International Securities Corporation* dar. Diese beiden Beispiele werden in der Anmerkung 64 des Anhangs kurz beschrieben.
- 389 Bericht 2789, 71. Kongress, 3. Sitzung, Teil 2, S. 820–1173.
- 390 Siehe Anhang, Anmerkung 65 für Beispiele zu diesem Punkt.
- 391 In den drei Jahren von 1928 bis 1930 berichtete die *American Founders Group* Nettogewinne von insgesamt 43.300.000 Dollar; sie stammten jedoch vollständig aus Gewinnen von zwischengesellschaftlichen Transaktionen (siehe oben). Siehe den vollständigen Bericht der SEC über Investmentfonds, Teil III, Kapitel VI, Abschnitte II und III, vom 12. Februar 1940.
- 392 Siehe Senatsbeschluss 71 des 74. Kongresses und die 21 Bände der Anhörungen dazu, die bisher erschienen sind (Dezember 1939). Siehe ebenso Senatsbericht Nr. 180, 75. Kongress, 1. Sitzung, und Senatsbericht Nr. 25, Teil 1, 4 und

- 393 Zur Erklärung der Terminologie und der hier betrachteten kritischen Untersuchungen wird auf vorangehende Kapitel verwiesen.
- 394 Natürlich treten auch signifikante Veränderungen auf. Man beachte zum Beispiel das phänomenale Wachstum von *Philip Morris* im Vergleich zu seinen großen Wettbewerbern, die etwas weniger spektakuläre Entwicklung von *General Shoe* und die außergewöhnlichen Vergleichszahlen von *Lee Tire* in den drei genannten Sparten. Alle drei waren relativ kleine Unternehmen.
- 395 Bei der Manipulation von *Atlas Tack* 1933 bemühte man sich, die Aktie der Öffentlichkeit durch einen Aktiensplit attraktiv zu machen, indem für eine alte drei neue Aktien ausgegeben wurden. Offensichtlich stellte ein solcher Schritt für eine Aktie in den 30er-Jahren keinen wahrnehmbaren Unterschied dar. Die Umstände des Anstiegs der Aktie von *Atlas Tack* von 1,5 Dollar auf 34,75 Dollar im Jahr 1933 und ihr steiler Fall auf 10 Dollar stellen ein perfektes Beispiel für eine Untersuchung des Manipulationsmusters dar. Es ist aufschlussreich, die Kurs-Gewinn- sowie Kurs-Vermögens-Verhältnisse der gleichen Aktie vor 1929 zu vergleichen.
- 396 Siehe zum Beispiel Arthur S. Dewing, *A Statistical Test of the Success of Consolidations*, veröffentlicht im *Quarterly Journal of Economics*, November 1921, nachgedruckt in *Financial Policy of Corporations*, S. 885–898, New York, 1926. Siehe ebenso Henry R. Seager und Charles A. Gullick, *Trust and Corporation Problems*, S. 659–661, New York, 1929, sowie *Report of the Committee on Recent Economic Changes*, Vol. 1, S. 194 ff., New York, 1929.
- 397 Eine sehr ähnliche Situation bestand 1938 im Zusammenhang mit verschiedenen Anleihenemissionen der *National Bondholders Corporation*, die mit der Liquidierung verschiedener Vermögenswerte und Ansprüche zu tun hatte. Die Anleihen notierten weit unter ihrem Liquidationswert, hauptsächlich aufgrund von Gerichtsprozessen, in denen es um erhebliche Barbeträge ging. Wie im Fall *Island Oil* war das Gerichtsverfahren in den letzten Zügen der Berufung und alle Entscheidungen bis zu diesem Zeitpunkt waren für die Anleiheninhaber günstig verlaufen. Nach dem Schlussurteil stieg der Wert einer gewöhnlichen Anleihe von 26 Dollar im Jahr 1938 auf 41 Dollar im Jahr 1939.
- 398 Siehe Anhang, Anmerkung 67, für das Studienmaterial der Ausgabe von 1934 hinsichtlich der 6-Prozent-Anleihen von *Fox Film* (Fälligkeit 1936), die 1933 bei 75 Dollar notierten und damit eine Rendite von 20 Prozent bis zu ihrer Fälligkeit hatten. *Weiteres Beispiel*: 1938 notierten die 4-Prozent-Anleihen der *Tung Sol Lamp Company* (Fälligkeit 1941) bei 50 Dollar. Die geringe Größe dieser Emission im Verhältnis zu den Ressourcen und Gewinnen des Unternehmens ließ die Zinszahlungen als sicher erscheinen. (Sie wurden in der Tat 1939 abgelöst – vor Ende ihrer Laufzeit.)
- 399 Ein aktuelleres Beispiel gleicher Art zeigt die 7-Prozent-Vorzugsaktie von *Curtis Publishing*, die 1936 bei 114 Dollar und 1937 bei 109,5 Dollar notierte, trotz eines überaus unzureichenden Gewinns (sowie unzureichender Sachanlagen). Der hohe Kurs vieler Eisenbahnanleihen in diesen Jahren, der trotz ihrer nicht zufriedenstellenden Gewinne bestand, verdeutlicht diesen Punkt weitgehend.
- 400 Der Leser wird gebeten, die Kursunterschiede folgender Wertpapiere zu betrachten: zwischen den Vorzugs- und Stammaktien von *Pierce Petroleum* und *Pierce Oil* im Jahr 1929; zwischen den 5,5-Prozent-Anleihen der *Central States Electric Corporation* und den Stammaktien der *North American Company* im Jahr 1934; zwischen den Stammaktien der *Advance-Rumely Corporation* und der *Allis-Chalmers Manufacturing Company* im Jahr 1933; zwischen den Stammaktien von *Ventures Ltd.* und *Falconbridge Nickel* sowie zwischen den Stammaktien der *Chesapeake Corporation* und der *Chesapeake and Ohio Railway* im Jahr 1939. Alle Beispiele zeigen Unterschiede, die daraus resultieren, dass ein Unternehmen Wertpapiere eines anderen besitzt.
- 401 Die durchschnittliche Rendite solcher Anleihen (mit einem A1+-Rating der *Standard Statistics Company*) betrug in den ersten drei Monaten im Jahr 1940 nur jeweils 2,62 Prozent und 2,44 Prozent.
- 402 Für detaillierte Aussagen zur Theorie und Praxis der Chartanalyse verweisen wir den Leser auf: R.W. Shabacker, *Stock Market Profits*, B.C. Forbes, New York, 1934; Robert Rhea, »*The Dow Theory*«, passim, *Barron's*, New York, 1932; H. M. Gartley, »*Analyzing the Stock Market*«, eine Reihe von Artikeln in *Barron's* beginnend mit der Ausgabe vom 19. September 1932 und abschließend mit der Ausgabe vom 5. Dezember 1932. Siehe Anhang, Anmerkung 69, für eine kurze Aufstellung der Hauptsätze der Dow-Theorie.

- 403 Anhänger der Dow-Theorie behaupten, dass sie über viele Jahre durchgehend erfolgreich war. Wir halten diese Aussage für äußerst anfechtbar, das heißt, wir wenden uns teilweise gegen bestimmte zweifelhafte Interpretationen von dem, was die Theorie an verschiedenen Schlüsselereignissen angezeigt hat.
- 404 Diese Indizes können ebenfalls als Schaubilder dargestellt werden, in welchem Fall die Prognose wie eine Chartanalyse aussieht. *Beispiele:* Die A-, B- und C-Reihen des *Harvard Economic Service*, die in wöchentlichen Briefen vom 3. Januar 1922 bis 26. Dezember 1931 veröffentlicht wurden (seitdem bis 1939 in weniger häufigen Intervallen weitergeführt in *The Review of Economic Statistics*); ebenso der Single-Composite-Index im »Investment Timing Service« des *Independence Fund of North America, Inc.*, 1939.
- 405 Siehe *Bulletin of the Cleveland Trust Company*, 15. Juli 1924, zitiert von David F. Jordan, in *Practical Business Forecasting*, S. 203f., New York, 1927.
- 406 Siehe *Business Recovery Following Depression*, eine 1922 von der *Cleveland Trust Company* veröffentlichte Broschüre. Die Schlussfolgerungen von Colonel Ayres sind auf Seite 31 der Broschüre zusammengefasst.
- 407 Bei der Betrachtung der beiden Aktivitäten als mögliche Berufszweige neigen wir dazu, einen analogen Vergleich zwischen dem Rechtswesen und einer Konzertbühne zu ziehen. Ein talentierter Anwalt sollte in der Lage sein, ein ansehnliches Einkommen zu erzielen; einem talentierten, das heißt »ausschließlich talentierten« Musiker stehen für eine erfolgreiche Konzertkarriere herzerreißende Hindernisse gegenüber. Somit sollte unserer Ansicht nach ein durchaus kompetenter Wertpapieranalyst in der Lage sein, zufriedenstellende Ergebnisse mit seiner Arbeit zu erzielen, wohingegen ein Marktanalyst für einen permanenten Erfolg ungewöhnliche Qualitäten aufweisen muss – oder ungewöhnliches Glück haben muss.
- 408 Die Yale-Universität verfolgt heutzutage die Strategie, einen Teil ihres Vermögens in »Aktien« zu investieren – Stammaktien und vorrangige Emissionen ohne Dividenden. Der Prozentsatz variiert anhand einer festgelegten Formel, die etwa lautet: Der anfängliche Anlagebetrag beträgt 30 Prozent des gesamten Fonds. Sobald ein Marktanstieg diesen Wert auf 40 Prozent ansteigen lässt, wird ein Achtel jeder Aktie in Anleihen umgeschichtet. Sobald jedoch umgekehrt ein Marktrückgang diesen Anteil auf 15 Prozent reduziert, werden Anleihen verkauft und es wird für jede Aktie ein Drittel dazugekauft. Siehe die Rede von Laurence G. Tighe, Associate Treasurer der Yale-Universität, mit dem Titel »*Present Day Investment Problems of Endowed Institutions*«, gehalten am 14. Februar 1940 vor der Trust Division der *American Bankers Association*. Eine Zusammenfassung findet sich in der *New York Sun* vom 20. Februar 1940.
- 409 *The Wall Street Journal* vom 27. Dezember 1933 und vom 15. Februar 1930.
- 410 Übersicht I und II sind der Ausgabe vom 4. Dezember 1939 des *Barron's*, *The National Financial Weekly* entnommen.
- 411 Quelle: *Statistics of Railways in the United States*, *Interstate Commerce Commission*, Washington.
- 412 Der Einfluss der Rückkäufe der unternehmenseigenen Wertpapiere zu großen Abschlägen unter dem Vermögenswert wurde eliminiert. Es wurden auch Anpassungen der Ausschüttung an die Aktionäre von den Investmentgesellschaften vorgenommen und von den Komponenten der repräsentativen Gruppen oder dem Durchschnittswert, mit dem die Leistung der Unternehmen verglichen wurde.
- 413 Vgl. hierzu die interessante Längsschnittstudie von verschiedenen Industriesektoren über die Jahre von 1938 bis 1940, durchgeführt von der SEC., mit dem Titel *Survey of American Listed Corporations*. Diese basieren ausschließlich auf Daten, die aus veröffentlichten Ergebnisrechnungen sowie Bilanzen stammen, und sie beziehen keine Marktwerte mit ein.
- 414 Bei all diesen Bewertungen wurden Stamm- und Vorzugsaktien jeweils zu ihrem Marktwert angesetzt, Anleihen aber zu ihrem Nominalwert. Obwohl der Ansatz von Marktwerten auch für Anleihen eine realistischere Messung ermöglicht hätte, rechtfertigt diese Verbesserung nicht den dafür notwendigen zusätzlichen Arbeitsaufwand.
- 415 Siehe hierzu die detaillierte Studie von Simon N. Whitney mit dem Titel *Statistics Disprove Assertion that Giant Companies Squeeze Out Small Rivals*, veröffentlicht im *Annalist* am 28.12.1939; die dort verwendeten Daten führen zu der gleichen Schlussfolgerung wie oben, bieten aber wegen der Verwendung von Zensusdaten eine breitere Datenbasis. Für eine gegenteilige Ansicht siehe E. V. Kennedy, *Dividends to pay*, 1939.

- 416 Der Reorganisationsplan, wie er von I.C.C im Februar 1940 veröffentlicht wurde, enthält eine Reihe von Unterschieden zum Examiner-Plan, allerdings wirken sich diese nicht nennenswert auf die Schlussfolgerung aus.
- 417 »Im Fall von *Fox Film* konnten die 6-Prozent-Anleihen auf Basis des Restrukturierungsplans weiterhin gegen Aktien getauscht werden, das heißt zu 18,90 Dollar je Aktie. Falls dies statt eines willkürlichen ein vertragliches Umtauschrecht darstellte, wären die Anleihen von *Fox* zu 75 Dollar gegenüber den Aktien zu 14 Dollar aus jeder Sicht nachweislich überlegener.«
- 418 Unsere Kritik an gewissen individuellen von der *Standard Statistics Company* verwendeten Methoden sollte nicht so ausgelegt werden, dass sie sich auf die Arbeit dieses ausgezeichneten Unternehmens allgemein bezieht. Im Gegenteil verdient es Lob für die Genauigkeit und Vollständigkeit seiner Berichte und für den Unternehmungsgeist und die Aufgeschlossenheit, die es stets bei der Weiterentwicklung seiner Fähigkeiten und Techniken gezeigt hat.
- 419 »Die Aufzeichnungen und die aktuelle Situation zeigen, dass hinsichtlich der Sicherheit die Stammaktien erfolgreicher Unternehmen in der Gruppe expandierender Branchen, die keine Anleihen ausgeben, sicherer sind als die Anleihen von erfolgreichen Unternehmen in der Gruppe rückläufiger Branchen.« *The Ebb and Flow of Investment Values*, S. 298, New York, 1939.

Wenn Sie **Interesse** an **unseren Büchern** haben,

z. B. als Geschenk für Ihre Kundenbindungsprojekte, fordern Sie unsere attraktiven Sonderkonditionen an.

Weitere Informationen erhalten Sie bei unserem Vertriebsteam unter +49 89 651285-154

oder schreiben Sie uns per E-Mail an: vertrieb@finanzbuchverlag.de

