

# **DIE GEHEIMNISSE DER WERTPAPIER- ANALYSE**

von Benjamin Graham  
und David L. Dodd

FinanzBuch Verlag

# **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.

Periode	1911 - 1913			1923 - 1925			1936 - 1938		
	Hoch	Tief	Durchschnittswert	Hoch	Tief	Durchschnittswert	Hoch	Tief	Durchschnittswert
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	4,86	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 - (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 <sup>†</sup>	11,6 x	8,9 x	10,1 x	13,5 x	7,3 x	9,5 x	21,2 x	10,6 x	16,3 x
Rendite (in %) <sup>†</sup>	5,5	7,1	6,3	3,9	7,1	5,5	3,4	6,9	4,5
U.S. Stahl <sup>†</sup> :									
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 <sup>†</sup>	10,9 x	6,6 x	8,6 x	10,1 x	6,3 x	8,1 x	53,4 x	15,9 x	28,8 x
Rendite (in %) <sup>†</sup>	6,1	10,0	7,7	4,6	7,5	5,8	0,2	0,8	0,4
General Electric <sup>†</sup> :									
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 <sup>†</sup>	13,7 x	10,0 x	12,1 x	17,2 x	8,6 x	13,8 x	41,5 x	17,5 x	28,2 x
Rendite (in %) <sup>†</sup>	4,5	6,2	5,1	3,8	7,6	5,4	2,5	5,9	3,6



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 tiefgehenden 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, die 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 Dollars. 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



