

dem «gross profit from sales» und den «other operating incomes.»¹¹⁴ Er habe aber keine plausiblen Erklärungen für die Herkunft der «anderen Einkommen» gefunden. Sein «dickköpfiger Standpunkt» habe sich, so Zickert, später als richtig erwiesen. Die Gesellschaft Philadelphia & Reading Coal musste 1953 die Dividende ausfallen lassen, und die «other operating incomes» gingen von 5,49 Millionen Dollar (1951) auf 0,6 Millionen Dollar (1953) zurück. Der Aktienkurs hat sich in diesem Zeitraum mehr als halbiert. Nach Schilderung dieser Story gelangt Zickert zum Fazit: «So hat gerade die Befolgung der Regel von Mr. Graham: «Erst prüfe, dann kaufe» dazu geführt, dass ich dem Beispiel von Mr. Graham mit dem Kauf von Philadelphia & Reading keine Folge leisten konnte.»¹¹⁵

Die «Nase» der Verwaltungsräte

Im *Spiegel* vom Mai 1941 nimmt Zickert zu einem Leserbrief Stellung, der sich mit der Frage auseinandersetzt, ob es genüge, sich als Finanzanalyst nur mit den Bilanzen des Unternehmens zu beschäftigen, oder ob es nicht vorteilhaft wäre, auch das Management und den Verwaltungsrat zu durchleuchten. In der Zuschrift heisst es unter anderem: «Zur Beurteilung der Lage einer Gesellschaft scheint mir das Studium der Bilanzen zwar sehr wichtig, aber nicht ausschliesslich massgebend zu sein. Ich würde als Laie und Ketzer – entschuldigen Sie – eine sozusagen biologische Methode damit verbinden. Gefällt mir die Nase des Verwaltungsrates oder nicht? Oder werden die Räte von den Machern der Gesellschaft (Direktion, Delegation usw.) selber genasführt? Die Aktiengesellschaft ist im allgemeinen nicht als Wohlfahrtsinstitut zu bezeichnen, höchstens für gewisse Teile der Verwaltung und ihren Anhang, niemals jedoch für die Aktionäre allein, die lediglich ihr gutes Geld dritten zur Verfügung halten. Wird also eine Gesellschaft von

¹¹¹ Der Wirtschaftswissenschaftler und Börsenspezialist Benjamin Graham unterrichtete von 1928 bis 1957 an der Columbia University, wo auch Warren Buffett zu seinen Schülern gehörte. 1934 veröffentlichte Graham gemeinsam mit David Dodd das Buch «Security Analysis», welches noch heute als Bibel für Value-Investoren gilt. Bedeutend ist auch seine 1949 erstmals erschienene Publikation «The Intelligent Investor», die bereits mehrere Auflagen erfahren hat und zwischenzeitlich auch in deutscher Übersetzung («Intelligent Investieren») vorliegt. Benjamin Graham vertrat die Lehre, dass eine Aktie nur unter ihrem fundamentalen Wert gekauft werden sollte. Um den Wert einer Aktie bestimmen zu können, setzte er neben der fundamentalen Wertpapieranalyse auf die Verwendung von Kurskennzahlen wie Kurs-Gewinn- und Kurs-Buchwert-Verhältnis, Dividendenrendite oder Gewinnwachstum – die wichtigsten Faktoren beim Value Investing.

Siehe dazu Benjamin Graham: *Intelligent Investieren*. Der Bestseller über die richtige Anlagestrategie. München 2005.

¹¹² *Spiegel der Wirtschaft*, Nr. 6, Juni 1953, S. 161.

¹¹³ *Spiegel der Wirtschaft*, Nr. 3, März 1954, S. 84.

¹¹⁴ Ebenda, S. 85.

¹¹⁵ Ebenda.