

Prof. Dr. Rudi Zagst, Michael Huber

FIT FÜR DIE GELDDANLAGE

Chancen ergreifen und Risiken vermeiden

FBV

© des Titels »Fit für die Geldanlage« von Rudi Zagst und Michael Huber (978-3-95972-307-7)
2020 by FinanzBuch Verlag, Münchner Verlagsgruppe GmbH, München
Nähere Informationen unter: <http://www.finanzbuchverlag.de>

Vorwort

Geldanlage ist für viele ein leidiges Thema. Der Grund dafür ist häufig fehlendes Fachwissen, gepaart mit einem hohen Maß an Skepsis gegenüber Banken und Anlageberatern. Im Ergebnis ist ein großer Teil des Vermögens auf Tagesgeldkonten geparkt und liefert eine sehr geringe Rendite.

Dieses Buch soll dazu beitragen, ein besseres Verständnis für das Thema Geldanlage zu schaffen. Schritt für Schritt werden zahlreiche Finanzinstrumente erklärt und von unterschiedlichen Seiten beleuchtet. Ziel ist es, die Chancen und Risiken verschiedener Anlageformen aufzuzeigen und ihren Einfluss auf das Anlageportfolio zu beschreiben.

Am Ende werden beispielhaft einige Anlageportfolios vorgeschlagen. Die Zusammenstellung eines solchen Portfolios sollte in der Praxis jedoch stets in Zusammenarbeit mit einem spezialisierten Anlageberater erfolgen. Im offenen Dialog kann die Kapitalanlage so entsprechend den persönlichen Bedürfnissen ausgerichtet werden.

Einführung

Im Folgenden wird Schritt für Schritt ein solides Grundwissen im Bereich der privaten Geldanlage vermittelt, welches Anlegern dabei helfen soll, ein für sie passendes, ausgewogenes Anlageportfolio zusammenzustellen.

In *Kapitel 1* werden mit Aktien, Renten und Immobilien zunächst klassische Anlageklassen getrennt voneinander betrachtet. Sie stellen die wichtigsten Bestandteile der privaten Geldanlage dar und dienen als Grundbausteine für Anlageformen wie Fonds oder Zertifikate.

Kapitel 2 zeigt anschließend, welchen Mehrwert eine Kombination der vorgestellten Anlageklassen in einem Anlageportfolio hat und wie einfache Portfolios in der Praxis durch Fonds und Indizes umgesetzt werden.

Während die Kapitel 1 und 2 Möglichkeiten der direkten Investition in eine bestimmte Anlageklasse beschreiben, werden in *Kapitel 3* mit Forwards, Futures und Optionen Wege des indirekten Investments aufgezeigt.

Kapitel 4 umfasst eine Beschreibung der wichtigsten Formen von Zertifikaten. Die jeweilige Funktionsweise wird anhand konkreter Beispiele veranschaulicht. Die Ausführungen beschränken sich dabei bewusst auf einige wenige Standardprodukte, um die Übersichtlichkeit nicht zu gefährden.

In *Kapitel 5* werden aufbauend auf den vorhergehenden Kapiteln mögliche Portfoliostrukturen für unterschiedliche Anleger vorgestellt. Zusätzlich wird eine Methode beschrieben, mit deren Hilfe es möglich ist, den Erfolg eines Portfolios entsprechend dem individuellen Anlageziel zu messen.

Ergänzt werden die einzelnen Kapitel jeweils um einen mathematischen Teil, der grau hinterlegt ist. Die mathematischen Teile sind zum Verständnis dieses Buchs nicht zwingend notwendig. Sie sollen versierten Lesern mit mathematischen Vorkenntnissen dazu dienen, ein tiefergehendes Verständnis der Materie zu erlangen.

Um den Zusammenhang der einzelnen Kapitel besser zu verdeutlichen, wird ihre Abfolge durch die Geschichte des angehenden Fußballmanagers Bruno untermalt. So wie ein Anleger ein ausgewogenes Portfolio zusammenstellen möchte, will Bruno eine erfolgreiche Fußballmannschaft aufbauen. Bruno stehen bei seinen Entscheidungen zwei Spezialisten zur Seite: der Trainer Mr. Drill und die Spieltheoretikerin Dr. Quant. Während Mr. Drill wichtige Tipps, Einschränkungen oder Hinweise nochmals explizit hervorhebt und damit leichter auffindbar macht, vermittelt Dr. Quant theoretisches, mathematisch fundiertes Wissen. Abbildung 1 zeigt die drei Akteure im Überblick.

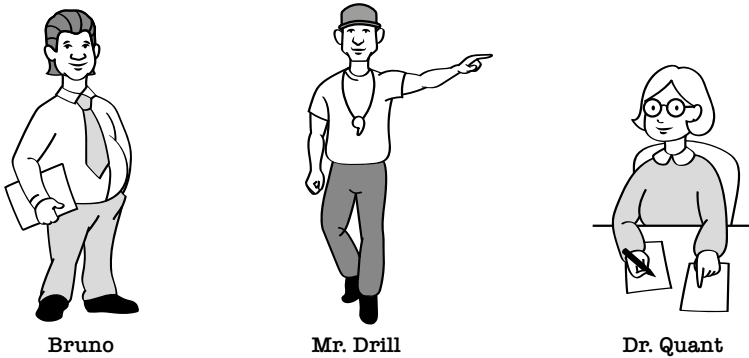


Abbildung 1: Überblick über die Akteure

Ziel dieses Buchs ist es, Anleger »fit für die Geldanlage« zu machen und ihnen dafür ein grundsätzliches Verständnis zu vermitteln. Dieses anhand ausgewählter Beispiele erlangte Wissen lässt sich dann auf die gesamte Vielfalt der Anlageprodukte anwenden, die am Markt erhältlich sind. Es ist zu beachten, dass alle Betrachtungen vor Steuern erfolgen. Auch auf die Berücksichtigung fremder Währungen wurde verzichtet.

Kapitel 1

Fit für Anlageklassen



Bruno steht am Beginn seines Vorhabens, zum Manager seiner eigenen erfolgreichen Fußballmannschaft zu werden. Nachdem er bereits einen Trainer und einen Spieltheoretiker eingestellt hat, macht er sich nun mit ihrer Hilfe daran, die richtigen Spieler für sein Team zu finden. Dabei ist es Bruno wichtig, den Sturm, das Mittelfeld und die Abwehr jeweils mit Spielern zu besetzen, die auf diese Positionen spezialisiert sind.

Der Leser befindet sich in einer ähnlichen Situation wie Bruno. Auch er möchte ein erfolgreiches Team (Portfolio) aus Anlagealternativen zusammenstellen und es anschließend managen. In diesem Kapitel werden mit Aktien, Anleihen und Immobilien die wichtigsten Grundbausteine der privaten Geldanlage vorgestellt.

Der erste Schritt in Brunos Teamzusammenstellung besteht in der Auswahl des Torwarts. Dieser muss immer dann einspringen, wenn alle anderen Mitspieler vor ihm versagt haben und der Ball dem eigenen Tor bedrohlich nahekommt. Der Torwart muss deshalb hundertprozentig zuverlässig sein. Innerhalb der Anlagestrategie eines Investors wird die Position des Torwarts von Spareinlagen übernommen, die in einem ersten Exkurs beschrieben sind.¹

EXKURS: Spareinlagen

Spareinlagen stellen die sicherste und zugleich beliebteste Anlagealternative dar. Ihr Anteil am Gesamtvermögen privater Haushalte in Deutschland belief sich 2019 auf etwa 40 % (inklusive Bargeld).² Die Besonderheit dieser



¹ Bei der späteren Portfoliobetrachtung werden Spareinlagen nicht berücksichtigt.

² Deutsche Bundesbank (2019)

Anlageform besteht darin, dass das investierte Kapital durch verschiedene Mechanismen geschützt wird. So ist jede Bank, die ihren Kunden Spareinlagen anbietet, gesetzlich dazu verpflichtet, sich einer Entschädigungseinrichtung anzuschließen. Sollte eine Bank nicht mehr zahlungsfähig sein, werden dem Anleger Spareinlagen von 100.000 Euro pro Kreditinstitut und pro Kopf³ erstattet. Zusätzlich sind fast alle Banken Mitglied privater Sicherungseinrichtungen, die Spareinlagen über die gesetzlichen Leistungen hinaus absichern. Als Beispiele für diese Sicherungseinrichtungen seien der Einlagensicherungsfonds des Bundesverbandes deutscher Banken, der Haftungsverbund deutscher Sparkassen sowie die Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes deutscher Volks- und Raiffeisenbanken genannt.

3 Vgl. § 8 EinSiG.



1.1. Fit für Aktien



Bei der Auswahl seiner Feldspieler möchte Bruno gleich zu Beginn die Positionen im Sturm besetzen. Bruno ist überzeugt: Weil Stürmer oft spektakuläre Tore erzielen, haben sie den größten Anteil am Ausgang eines Spiels. Dr. Quant weist Bruno darauf hin, dass Stürmer aufgrund ihrer großen Popularität manchmal nur zu völlig überhöhten Preisen zu haben sind. Bruno solle sich deshalb auf Spieler konzentrieren, deren Potenzial noch nicht voll entwickelt ist.

Innerhalb der Investitionsstrategie eines Anlegers nehmen Aktien die Position der Stürmer ein und sorgen für lukrative Renditen. In Deutschland sind börsennotierte Aktien mit einem Anteil von ca. 5 % am Gesamtvermögen privater Haushalte deutlich unterrepräsentiert.⁴ Die geringe Beliebtheit von Aktien könnte sich daraus erklären, dass viele Anleger nur wenig Erfahrung auf dem Gebiet der Aktienanlage haben. Das folgende Kapitel soll ein solides Grundverständnis für diese Anlageklasse schaffen und Sie damit fit für Aktien machen.

1.1.1 Allgemeine Funktionsweise

Aktien sind Teilhaberpapiere, die Anteile an einem Unternehmen verbrieften.⁵ Der Kauf einer Aktie macht einen Anleger zu einem Aktionär. Er ist damit Miteigentümer eines Unternehmens und an dessen Erfolgen beziehungsweise Misserfolgen beteiligt. Bietet ein Unternehmen Aktien zum Verkauf an, kann das im Wesentlichen aus zwei unterschiedlichen Motivationen heraus geschehen. Entweder möchten die bisherigen Besitzer ihre Unternehmensanteile und damit auch ihr unternehmerisches Risiko reduzieren oder das Unternehmen benötigt neues Kapital, um zukünftiges Wachstum zu ermöglichen.⁶ Abbildung 2 veranschaulicht die Funktionsweise von Aktien in vereinfachter Form. Die Position der bisherigen Besitzer bleibt hierbei unberücksichtigt.

4 Deutsche Bundesbank (2019).

5 Steiner, M.; Bruhns, C. (2002), S. 205.

6 Zusätzlich bestehen weitere Gründe für die Ausgabe von Aktien, zum Beispiel eine Erfolgsbeteiligung der Mitarbeiter an der Unternehmensentwicklung (vgl. Thommen, J.-P.; Achleitner, A.-K. (2003), S. 506f.).

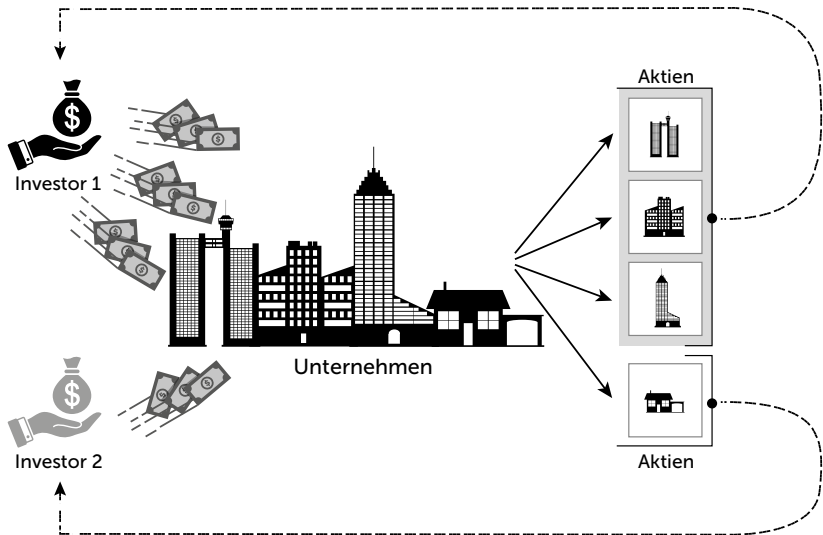


Abbildung 2: Prinzipielle Funktionsweise von Aktien

In Deutschland gibt es zwei Unternehmensarten, die Aktien ausgeben: die Aktiengesellschaft (AG) und die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA).⁷ Da KGaAs für Privatanleger in der Regel keine Rolle spielen, werden sich die folgenden Überlegungen auf von Aktiengesellschaften ausgegebene Aktien beschränken.

Exkurs: Aktiengesellschaften

Der Begriff Aktiengesellschaft (AG) beschreibt eine bestimmte Rechtsform eines Unternehmens. Für Unternehmen in der Form einer AG gelten gewisse gesetzlich verankerte Rechte und Pflichten. Hier die Besonderheiten einer AG:

Grundkapital

Um wirtschaftlich handeln zu können, benötigt ein Unternehmen in aller Regel ein Startkapital. Das Startkapital, das bei der Gründung einer AG aufgebracht werden muss, wird als Grundkapital bezeichnet. Es beläuft sich

⁷ Perridon, L.; Steiner, M. (2007), S. 358.



auf mindestens 50.000 Euro und kann nach der Gründung jederzeit erhöht werden. Aktien verbriefen einen bestimmten Anteil am Grundkapital, sodass der Anteil eines Aktionärs an der AG auch als sein Anteil am Grundkapital bezeichnet wird. Der Wert einer Aktie ergibt sich allerdings nicht aus der Höhe des Grundkapitals, das sie verbrieft.

Rechtspersönlichkeit

Eine AG gilt im Sinne des Gesetzes als juristische Person. Das heißt, dass sie vom Gesetz ähnlich wie ein einzelner Bürger behandelt wird. So kann eine AG Vermögen besitzen, gesetzliche Klagen einreichen und auch verklagt werden. Die Haftung einer AG ist stets auf ihr gesamtes Unternehmensvermögen beschränkt. Für die Aktionäre bedeutet das, dass keine Verluste eintreten können, die ihr eingesetztes Kapital übersteigen.

Organe

Die Geschicke einer AG werden von drei sogenannten Organen gelenkt: dem Vorstand, dem Aufsichtsrat und der Hauptversammlung. Der Vorstand, der auch als leitendes Organ bezeichnet wird, ist für das operative Management und somit für alle das Geschäft betreffenden Entscheidungen verantwortlich. Die Aufgabe des Aufsichtsrats als überwachendes Organ besteht darin, den Vorstand zu wählen und ihn bei der Erfüllung seiner Aufgaben zu kontrollieren. Die Mitglieder des Vorstands und des Aufsichtsrats beziehen Gehaltszahlungen von der AG. Sie können deshalb als »Angestellte der Aktionäre« gesehen werden.

Die Hauptversammlung als beschließendes Organ besteht hingegen aus allen Aktionären und damit aus den Eigentümern der AG. Die Hauptversammlung trifft für das Unternehmen grundlegende Entscheidungen. Sie wählt den Aufsichtsrat, genehmigt den Jahresabschluss und entscheidet über die Verwendung angefallener Gewinne.⁸

Als Miteigentümer des Unternehmens sind Aktionäre durch das Aktiengesetz (AktG) mit bestimmten Rechten ausgestattet. Diese lassen sich in Mitgliedschaftsrechte und Vermögensrechte unterteilen.

8 Thommen, J.-P.; Achleitner, A.-K. (2003), S. 69f.



Mitgliedschaftsrechte

Zu den Mitgliedschaftsrechten eines Aktionärs gehören alle Rechte, die in Verbindung mit der Hauptversammlung stehen. Neben dem Recht, an Hauptversammlungen teilzunehmen, ist insbesondere das Stimmrecht zu nennen. Dieses Recht ermöglicht es einem Aktionär, die Entscheidungen der Hauptversammlung bei Abstimmungen zu beeinflussen. In der Regel entfällt dabei auf jede Aktie eine Stimme.⁹

Um den effektiven Einsatz des Stimmrechts zu ermöglichen, besteht außerdem ein Auskunftsrecht bezüglich der Tagesordnungspunkte, die auf der Hauptversammlung angesprochen werden. Auch haben Aktionäre ein Anfechtungsrecht bei Verdacht auf nicht ordnungsgemäß durchgeführte Abstimmungen.¹⁰



Hinweis Mr. Drill

Hat ein Privatanleger nicht die nötige Zeit bzw. Lust, seine Mitgliedschaftsrechte bei Hauptversammlungen auszuüben, kann er diese Rechte entweder einer Bank oder einer Aktionärsvereinigung übertragen, die dann auf der Hauptversammlung seine Interessen vertritt.

Vermögensrechte

Zu den Vermögensrechten zählen alle Rechte, die die finanzielle Stellung eines Aktionärs beeinflussen. Eine besonders wichtige Rolle kommt dabei dem Mitbestimmungsrecht bei der Gewinnverwendung zu. So wird von der Hauptversammlung entschieden, welcher Anteil des Unternehmensgewinns wieder in das Unternehmen investiert wird und wie viel in Form einer Dividende an die Aktionäre ausgeschüttet wird.¹¹

Möchte eine AG neue Aktien ausgeben, ändert dies die Anteile der Altaktionäre am Unternehmen und verwässert ihr Mitbestimmungsrecht, was zu Kursrückgängen der Aktien führen kann. Um Altaktionäre davor zu schützen, sind sie mit einem Bezugsrecht ausgestattet, bei dem es sich um ein Vorkaufsrecht auf neu ausgegebene Aktien handelt.¹²

9 Eine Ausnahme hiervon stellen nicht stimmberechtigte Aktien dar (vgl. Kapitel 1.1.2).

10 Thommen, J.-P.; Achleitner, A.-K. (2003), S. 504.

11 Vgl. § 58 AktG.

12 Vgl. § 186 AktG.



Im Falle der Auflösung einer AG steht den Aktionären schließlich ein Recht auf Beteiligung am Liquidationserlös (Auflösungswert) zu, nachdem die Forderungen sämtlicher Gläubiger erfüllt sind.¹³

Der Handel von Aktien erfolgt in der Regel über die Börse. Ist eine Aktiengesellschaft nicht börsennotiert, sind also ihre Aktien nicht zum Börsenhandel zugelassen, findet der Handel direkt zwischen den beteiligten Parteien statt. Nicht börsengehandelte Aktien sind für Privatanleger meist schwer zu erwerben beziehungsweise zu veräußern, deshalb spielen sie bei den folgenden Erläuterungen keine Rolle.

Der Erwerb von Aktien über die Börse hat in der Regel keine finanziellen Auswirkungen auf das jeweilige Unternehmen. Es erhält lediglich dann Zahlungen, wenn es sich entschließt, neue Aktien auszugeben oder Aktien aus dem eigenen Bestand zu veräußern.

Preis

Aktienkurse bilden sich gemäß dem aktuellen Angebot und der aktuellen Nachfrage. Prinzipiell sollten sie den heutigen Wert aller zukünftigen Gewinne eines Unternehmens darstellen. Die über ein Geschäftsjahr anfallenden Unternehmensgewinne werden laufend in den Aktienkurs eingerechnet. Bei der Ausschüttung von Gewinnen in Form von Dividenden reduziert sich der Wert einer Aktie in etwa um den Betrag der Dividende.¹⁴ Damit führt eine Dividendenausschüttung ohne Berücksichtigung von steuerlichen Effekten und Transaktionskosten zu keiner Vermögensänderung des Investors.¹⁵ Zusätzlich zu den Gewinnen eines Unternehmens hat auch die allgemeine Marktstimmung einen erheblichen Einfluss auf den Kurs einer Aktie.

Hinweis Mr. Drill

Theoretisch müsste der Kurs einer Aktie den heutigen Wert aller zukünftigen Rückflüsse aus dem Investment darstellen. Aktienkurse sind jedoch aufgrund der zahlreichen Einflussfaktoren nicht vorhersagbar.



13 Thommen, J.-P.; Achleitner, A.-K. (2003), S. 504.

14 Bei niedriger Dividendenhöhe ist dieser Effekt aus dem Kursverlauf einer Aktie nur schwer zu erkennen.

15 Modigliani, F.; Miller, M.H. (1961).



Rendite

Die Rendite von Aktien setzt sich sowohl aus Gewinnausschüttungen in Form von Dividendenzahlungen als auch aus realisierten Kursgewinnen zusammen, wobei Letztere in der Regel deutlich stärker ins Gewicht fallen.

Der auf Dividenden zurückzuführende Renditeanteil darf aber dennoch nicht unterschätzt werden. Betrachtet man beispielsweise ein dreijähriges Investment in die dividendenstarken Stammaktien von BMW, so wird deutlich, dass im betrachteten Zeitraum von 2016 bis 2019 die gesamte erwirtschaftete Rendite auf Dividendenzahlungen zurückzuführen ist. Aus Abbildung 3 ist zu erkennen, dass der Kurs der Aktie von BMW über den Betrachtungszeitraum ca. 5 Euro gestiegen ist, was einem jährlichen Gewinn von ca. 2 % entspricht. Berücksichtigt man jedoch die Dividendenzahlungen desselben Zeitraums, die sich in Summe auf 11 Euro belaufen, so ergibt sich, ohne Berücksichtigung von Steuern und Zinsen, ein jährlicher Gewinn von ca. 6,3 %.



Abbildung 3: Kursverlauf der Stammaktie der BMW AG von Juli 2016 bis November 2019



Risiken

Aktien ermöglichen es Investoren, hohe Renditen zu erzielen, bergen jedoch gleichzeitig auch hohe Risiken. Besonders wichtig ist das *Kursrisiko*, das die Gefahr von Kursschwankungen beschreibt. Der Kurs einer Aktie ist abhängig von der Marktnachfrage, die wiederum vom Erfolg des Unternehmens sowie der Marktstimmung beeinflusst wird. Der wirtschaftliche Erfolg eines Unternehmens hängt unter anderem von der Qualität des Managements, aber auch von den allgemeinen Entwicklungen der jeweiligen Branche ab. Viele Anleger haben dazu eine persönliche Meinung und positionieren sich entsprechend. Die Meinungsbildung im Hinblick auf die Marktstimmung ist meist deutlich schwieriger. Die Marktstimmung kann mit dem Wort »Kauflust« umschrieben werden und hat einen erheblichen Einfluss auf den Kurs einer Aktie. In den Boomjahren der New Economy war die Kauflust der Anleger völlig losgelöst vom tatsächlichen wirtschaftlichen Erfolg der Unternehmen und führte damit zu irrationalen Kursbewegungen.

Bei Aktien besteht außerdem ein *Dividendenrisiko*, das mit dem Kursrisiko eng verbunden ist. Dieses Risiko beschreibt die Gefahr, dass ein Unternehmen keine Gewinne erwirtschaftet und damit nicht in der Lage ist, Dividenden an seine Aktionäre auszuschütten. Das Dividendenrisiko hängt mit dem Kursrisiko zusammen, da die Unternehmensergebnisse, wie beschrieben, einen starken Einfluss auf den Kurs einer Aktie haben.

Zusätzlich zum Kursrisiko und zum Dividendenrisiko weisen Aktien noch eine Reihe weiterer Risiken auf. Entscheidend ist dabei insbesondere das *Liquiditätsrisiko*, das sich auf die Handelbarkeit eines Aktieninvestments bezieht. Je nach Marktlage kann es bei der Erteilung von Kauf- und Verkaufsaufträgen zu zeitlichen Verzögerungen kommen, wenn sich kein entsprechender Verkäufer beziehungsweise Käufer findet. Benötigt ein Anleger nun sehr kurzfristig liquide Mittel in Form von Bargeld, so kann eben diese Verzögerung schädlich für ihn sein. Ein Liquiditätsrisiko tritt häufig bei kleinen Aktiengesellschaften (Small Caps) mit geringen Börsenumsätzen auf. Investiert ein Anleger hingegen in große AGs mit hohen Börsenumsätzen (Blue Chips), so ist das Liquiditätsrisiko zu vernachlässigen.¹⁶

16 Bei großen Kauf- bzw. Verkaufsaufträgen kann es außerdem zu einer unerwünschten Kursbeeinflussung kommen. Dieses Risiko besteht in der Regel nicht für Privatanleger, weshalb nicht näher darauf eingegangen wird.



1.1.2 Ausgestaltungsformen

Entscheidet sich ein Unternehmen für einen Börsengang, stehen bei der Ausgestaltung der Aktien verschiedene Möglichkeiten zur Verfügung. Da die Unterscheidung zwischen Stamm- und Vorzugsaktien eine der am häufigsten verwendeten Gestaltungsmöglichkeiten beschreibt, werden sich die folgenden Ausführungen auf diesen Aspekt beschränken.¹⁷

Üblicherweise werden Aktien als sogenannte Stammaktien ausgegeben, was bedeutet, dass sie mit allen Aktionärsrechten ausgestattet sind. Möchte ein Unternehmen die Rechte seiner Aktionäre einschränken, so hat es die Möglichkeit, Vorzugsaktien auszugeben.¹⁸ Hier sind verschiedene Ausgestaltungsformen denkbar, wobei Vorzugsaktien in der Regel das Stimmrecht der Aktionäre ausschließen. Im Gegenzug erhalten Anleger bei Vorzugsaktien eine bevorzugte Behandlung hinsichtlich der Dividendenausschüttung. Das bedeutet, dass Vorzugsaktionäre eine Dividende in bestimmter Höhe ausbezahlt bekommen, bevor Stammaktien bei der Gewinnverteilung berücksichtigt werden. Ist es einem Unternehmen aufgrund schlechter Ertragslage nicht möglich, Dividendenzahlungen zu leisten, müssen diese für Vorzugsaktien in der Folgeperiode nachgeholt werden. Sollte das nicht geschehen, leben die ausgeschlossenen Rechte für eine bestimmte Zeit wieder auf. Aufgrund der Einschränkung der Mitgliedschaftsrechte weisen Vorzugsaktien in der Regel einen Kursabschlag gegenüber Stammaktien auf.¹⁹ Dies wird auch bei Betrachtung von Abbildung 4 deutlich, die den Kursverlauf der Stammaktien und der Vorzugsaktien der BMW AG zeigt.

17 Als Beispiele für weitere Ausgestaltungsformen seien die Unterscheidung nach Inhaber- oder Namensaktien sowie nach Stück- oder Nennwertsaktien genannt (vgl. Schierenbeck, H.; Hölscher, R. (1998), S. 586ff.).

18 Vorzugsaktien sind bei Börsengängen von Familienunternehmen beliebt, da mit ihrer Hilfe die Möglichkeit der Einflussnahme Dritter begrenzt werden kann (vgl. Thommen, J.-P., Achleitner, A.-K. (2003), S. 504.).

19 Thommen, J.-P., Achleitner, A.-K. (2003), S. 504.