

Aktien

Aktien richtig einschätzen

Grundlagen der Aktienanalyse



Herausgeber:
Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5
60313 Frankfurt am Main

Verantwortlich:
Petra Kachel
Dr. Franz-Josef Leven

Gestaltung:
Ralf Prötzel
Herstellung:
Dow Jones News GmbH

06/2004

ISBN 3-934579-24-8

Inhalt

	Seite
▶ Einführung	4
▶ Wie entstehen Kurse auf dem Aktienmarkt?	6
▶ Was ist ein Kurs?	6
▶ Welche Faktoren beeinflussen den Kurs?	7
▶ Fundamentale Aktienanalyse	16
▶ Konjunkturfrühindikatoren	16
▶ Konjunktуреinflussgrößen	18
▶ Fundamentale Beurteilung einzelner Aktien	23
▶ Technische Analyse des Aktienmarktes	43
▶ Trendbestimmung	45
▶ Widerstand und Unterstützung	48
▶ Chartformationen	49
▶ Technische Einzelanalyse	51
▶ Anlagestrategien	53
▶ Risikosteuerung	53
▶ Andere Anlageformen berücksichtigen	54
▶ Aufträge limitieren	55
▶ Teilgewinne realisieren	56
▶ Kreditkäufe vermeiden	56
▶ Preise und Gebühren beachten	57
▶ Die Börse	58
▶ Kassahandel	59
▶ Terminhandel	62
▶ Schlussbemerkung	64
▶ Eigene Kenntnisse ergänzen die Beratung	64
▶ Die Aktie – auf lange Sicht immer ein Gewinn	65

Einführung

Die Aktie ist insbesondere auf lange Sicht eine attraktive Anlageform. Im Zeitraum von 1947 bis 2003 konnte mit Aktien eine durchschnittliche jährliche Rendite von 9,0 % erzielt werden. Festverzinsliche Wertpapiere brachten es demgegenüber auf eine Durchschnittsrendite von lediglich 2,2 % p.a.

Noch deutlicher wird der Renditevorsprung der Aktie, wenn man die Durchschnittsrenditen nach Abzug der Steuern und unter Berücksichtigung der Geldentwertung betrachtet: Ein repräsentatives Aktiendepot erbrachte im Durchschnitt 4,4 % p.a., während Besitzer festverzinslicher Wertpapiere mit minus 3,2 % sogar eine negative Rendite erzielten.*

Dabei stammt nur der kleinere Teil der Aktienrendite aus Dividendenzahlungen. Etwa zwei Drittel der Rendite einer Aktienanlage bestehen aus Kursveränderungen. Diese sind für den privaten Anleger derzeit einkommensteuerfrei, wenn er die Aktien länger als ein Jahr besessen hat. Bei festverzinslichen Wertpapieren spielen Kursveränderungen hingegen eine untergeordnete Rolle.



Aktienanalyse hilft, Aktien richtig einzuschätzen.

Wie die Erfahrung zeigt, ist die Börse vor zeitweiligen Rückschlägen nicht gefeit. Viele Anleger haben den Kursverfall der Jahre 2000 bis 2002 miterlebt oder können sich an den einen oder anderen früheren Crash erinnern. Die stets anschließenden Kurserholungen zeigen aber auch, dass der langfristig orientierte Anleger die Verluste ausgleichen und sogar in kräftige Gewinne umwandeln kann. Er sollte dabei aber über genügend liquide Mittel aus anderen Anlageformen verfügen, um eine Erholung der Aktienkurse abwarten zu können.



Ziel der vorliegenden Broschüre „Aktien richtig einschätzen“ ist es, dem Anleger grundlegende Kenntnisse der Aktienanalyse zu vermitteln, die für eine verbesserte Nutzung der Aktienanlage notwendig sind. Sie baut auf der Broschüre „Alles über Aktien“ des Deutschen Aktieninstituts auf, die über die Internet-Seite www.dai.de/dai_broschueren bezogen werden kann.

Der Schwerpunkt liegt grundsätzlich auf der mittel- bis langfristigen Anlage, nicht auf dem hektischen „Rein und raus“. Eine alte Börsenregel besagt

zu Recht: „Hin und Her macht Taschen leer“.

Die vorgestellten Methoden und Verfahren werden auch in den Wertpapierabteilungen von Banken und Sparkassen oder von Anlageberatern angewandt, um Anlageempfehlungen vorzubereiten. Der Leser erfährt, mit welchen Daten die Wertpapieranalysten arbeiten, welche Faktoren sie berücksichtigen und wie die verschiedenen Einflussgrößen einzuschätzen sind. So gerüstet, kann das nächste Gespräch mit dem Anlageberater effizient und fachlich fundiert geführt werden. ■

* Daten nach Prof. Richard Stehle, Ph.D., Humboldt-Universität zu Berlin www.wiwi.hu-berlin.de/finance/

Wie entstehen Kurse auf dem Aktienmarkt?

Für die meisten Privatanleger steht beim Aktienkauf die Erwirtschaftung einer nachhaltigen Rendite im Vordergrund. Neben der Dividende sind hier insbesondere die langfristig erzielbaren Kursgewinne von Bedeutung. Der kurzfristig orientierte Anleger strebt als „Spekulant“ oder „Trader“ hingegen vor allem schnelle Kurssteigerungen an.

Jeder Anleger muss sich unabhängig von seinem Anlagehorizont die Frage stellen: Ist der Zeitpunkt für eine Aktienanlage günstig? Oder könnten sich in nächster Zeit niedrigere Einstiegspreise ergeben? Im ersten Fall wird er sofort kaufen, im zweiten wird er den Einstieg noch etwas zurückstellen.

Das Risiko beim Aktienkauf liegt vor allem darin, dass die Aktienanalyse nicht nur auf Istgrößen, sondern auch auf Erwartungswerte zurückgreift. Bei der Abwägung der unterschiedlichen Einflüsse spielt neben der Erfahrung zwar

Der Aktienkurs spiegelt die Gewinnerwartungen des Unternehmens wider.

auch das berühmte Fingerspitzengefühl eine Rolle. Rationale Anlageentscheidungen setzen jedoch vor allem auf die Analyse objektiver Faktoren.

► Was ist ein Kurs?

Die Aktienbörse lebt von den Erwartungen der Marktteilnehmer. Diese äußern sich in der Nachfrage nach und im Angebot an Aktien – und finden ihren Niederschlag wiederum im Kurs, dem aktuellen Preis der Aktie.

Der Kurs bildet sich ständig neu, und gelegentlich reagiert er auch stark auf aktuelle Ereignisse. Im Grunde basiert er jedoch auf gewissen Bewertungsfaktoren, die sich selten von einem Tag auf den anderen dramatisch verändern. Positive oder negative Nachrichten über das Unternehmen, seine Branche, die Gesamtwirtschaft oder das politische Umfeld beeinflussen die Einschätzung der Anleger und üben so ihre Wirkung auf den Kursverlauf aus.

Letztlich bestimmt die individuelle Einschätzung jedes einzelnen Anlegers den Kurs. Wer eine Aktie als zu niedrig bewertet ansieht und Kurssteigerungen erwartet,



wird kaufen, wer sie als ausreichend oder zu hoch bewertet ansieht, wird verkaufen wollen.

Der Börsenkurs der einzelnen Aktie wird im Parketthandel nach dem Auktionsprinzip ermittelt. Hierbei werden die von Kunden eingehenden Kauf- und Verkauforders in einem Orderbuch nach ihren möglichen Preisen zusammengestellt. Eine Ausführung der Orders erfolgt zu dem Kurs, bei dem die meisten Stücke umgesetzt werden (Meistausführungsprinzip). Beim elektronischen Handel in Xetra ist das Auktionsprinzip auf die vorgesehenen Auktionen beschränkt. Im fortlaufenden Handel gilt dort hingegen das Market-Maker-Prinzip, bei dem Geschäfte zu konkreten Preisen angeboten werden, die die Marktteilnehmer annehmen oder ablehnen können.

► Welche Faktoren beeinflussen den Kurs?

Der Kursverlauf jeder Aktie ist individuell. Zwar gibt es nur eine Handvoll von Faktoren, die den Kurs einer Aktie beeinflussen können – aber sie wirken auf jede Aktie etwas anders. Dem Anleger hilft die Kenntnis der wichtigsten Einflussgrößen bei der Einschätzung der voraussichtlichen Entwicklung des Kurses.

► Unternehmensgewinne

Die derzeitigen und vor allem die zukünftig erwarteten Unternehmensgewinne bilden die fundamentale Grundlage jedes Aktienkurses; sie sind die wichtigste und letztlich entscheidende Einflussgröße. Die Gewinnerwartungen spiegeln die Perspektiven, die Strategien und die Qualität der Führung des Unternehmens wider: Kann ein Unternehmen sich auf den internationalen Märkten positionieren? Sind die Produkte langfristig wettbewerbsfähig? Ist das Management in der Lage, Krisensituationen frühzeitig zu erkennen und darauf zu reagieren? All dies sind Faktoren, die den Gewinn und damit den Aktienkurs beeinflussen.

In der Regel liegen solche fundamentalen Gründe vor, wenn sich einzelne Aktien entgegen der allgemeinen Marktentwicklung bewegen, z.B. dann, wenn ein Unternehmen aufgrund falscher Manage-

mententscheidungen rote Zahlen schreibt, während die übrige Wirtschaft floriert. Wenn sich im Zuge eines überzeu- genden Restrukturierungsprogramms oder einer Sanierung von außen eine Wende zum Besseren abzeichnet, können die Aktien eines solchen Unternehmens für spekulative Käufer plötzlich hochinter- essant werden; man spricht dann von einer Turnaround-Situation. Dann kann es auch zu einer außergewöhnlich positiven, vom allgemeinen Trend des Marktes stark abweichenden Kursentwicklung kommen.

Änderungen der Gewineinschätzung führen zu Änderungen des Aktienkurses, die auf den Gesamtwert der Aktien eines Anlegers durchschlagen. Einige andere Ereignisse wie Kapitalerhöhungen und Dividendenzahlungen haben ebenfalls Kursänderungen zur Folge, nicht aber eine Änderung des Aktionärsvermögens.



► Kapitalerhöhungen

Benötigt eine Aktiengesellschaft zusätzli- ches Eigenkapital, wird sie eine Kapital- erhöhung durch die Emission neuer, so genannter junger Aktien vornehmen. Vor allem wenn die jungen Aktien hierbei zu einem geringeren als dem aktuellen Börsenkurs ausgegeben werden, sinkt tendenziell der Kurs der Aktie. Damit die Altaktionäre keinen Vermögensnachteil erleiden und ihre Anteile am Kapital des Unternehmens konstant bleiben, erhalten sie im Regelfall jeweils ein Bezugsrecht für neue Aktien, so dass sie ihren Anteil am Unternehmen konstant halten können. Wer z.B. bisher ein Tausendstel aller Aktien eines Unternehmens besessen hat, erhält das Recht, auch ein Tausendstel der neu emittierten jungen Aktien zum Emissionskurs zu beziehen.

Der Aktionär kann sein Bezugsrecht aus- üben, indem er seiner Bank einen ent- sprechenden Auftrag erteilt. Er kann aber auch auf den Bezug der jungen Aktien verzichten und sein Bezugsrecht an der Börse verkaufen. Der Erlös für dieses Bezugsrecht ist kein Vermögensgewinn für den Aktionär, sondern ein Ausgleich für den mit der Kapitalerhöhung verbun- denen Wertverlust der alten Aktien.

In jüngster Zeit werden Kapitalerhöhungen häufig unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre durchgeführt. Das Aktien- gesetz erlaubt dies ohne weitere Voraus-



setzungen in den Fällen, in denen der Umfang der Kapitalerhöhung zehn Prozent des Grundkapitals nicht über- schreitet und die Ausgabe zu einem Preis in der Nähe des Börsenkurses erfolgt. Das aufwendige Verfahren der Zuteilung von Bezugsrechten und deren Ausübung oder Veräußerung kann hierdurch entfallen. Da die neuen Aktionäre für die jungen Aktien eine Kapitaleinlage in etwa der Höhe des Börsenkurses einbringen, ist der Bezugsrechtsausschluss für die Altaktionäre in der Regel auch nicht nachteilig. Die Börse bewertet Kapitalerhöhungen meist sogar positiv: als Kriterium für Wachstumswillen und Investitionsbereit- schaft und als Ausdruck der positiven Geschäftserwartungen des Emittenten.

Allerdings kann eine umfangreiche Kapital- erhöhung auch den Gesamtmarkt und die Kursentwicklung der Aktien des emit- tierenden Unternehmens beeinträchtigen. Das gilt insbesondere dann, wenn eine solche Maßnahme in eine Phase unsicherer oder gar abgleitender Kurse fällt und sich die Ausgabebedingungen für die jungen Aktien noch an den hohen Börsenkursen orientieren.

Wird der Markt von vielen Unterneh- men gleichzeitig oder in schneller Folge für Kapitalerhöhungen in Anspruch genommen, kann das Gleichgewicht des Marktes ebenfalls gestört werden. Die Kapitalaufnahme absorbiert dann Liquidität, die sonst möglicherweise

zum Kauf anderer Aktien verwendet worden wäre. Allerdings wird diese Belastung in der Regel nur kurzfristiger Natur sein.

► Dividenden

Ebenso wie eine Kapitalerhöhung beeinflusst auch die Verwendung des Unternehmensgewinns die Kursentwicklung. Grundsätzlich können die erzielten Gewinne entweder als Dividende ausgeschüttet werden oder in der Aktiengesellschaft verbleiben (Thesaurierung).

Thesauriert ein Unternehmen seine Gewinne, können damit neue Investitionen finanziert werden. Dadurch wird das Unternehmen voraussichtlich weiter wachsen, was einen steigenden Börsenkurs erwarten lässt. Da Aktionäre aber neben einem steigenden Börsenkurs auch regelmäßige Ausschüttungen erwarten, zahlen Aktiengesellschaften meist auch eine Dividende.

Durch eine Dividendenausschüttung verliert das Unternehmen Kapital, was theoretisch zu einem Kursrückgang führt. Bis zum Tag der Auszahlung steigt der Aktienkurs in der Regel an. Am Tag der Ausschüttung kommt es dann zu einem so genannten Dividendenabschlag und der Kurs der Aktie wird mit dem Zusatz „exD“ (ohne Dividende) notiert.

Wenn jedoch institutionelle Anleger, z.B. Investmentfonds, die ausgeschütteten Mittel zur Neuanlage verwenden und damit die Liquidität des Marktes erhöhen, kann es insbesondere bei großen Publikumsgesellschaften unmittelbar nach dem Dividendentermin sogar zu steigenden Aktienkursen kommen.



► Börsenzyklus und Konjunktur

Trotz des individuellen Verlaufs des Kurses jeder einzelnen Aktie folgen die Aktienkurse insgesamt einer langfristigen Wellenlinie, dem so genannten Börsenzyklus. Bis zu einem gewissen Grad bildet der Börsenzyklus den Konjunkturzyklus ab, er eilt diesem jedoch regelmäßig um einige Monate voraus. Insbesondere die Erwartungen über die Konjunkturerwicklung und damit über die Gewinnentwicklung der Unternehmen bestimmen

die Anlageentscheidungen der Marktteilnehmer. Sie werden ständig an die tatsächliche Entwicklung angepasst, d. h. fortlaufend aufgrund von Nachrichten aus Wirtschaft oder Politik korrigiert. So kommt es zu immer neuen Kauf- und Verkaufsentscheidungen der Anleger. Weil die Börse nicht Geschehenes belohnt, sondern Erwartungen handelt, hat die Anfangsphase des „aufsteigenden Asts“ im Börsenzyklus normalerweise kaum mit günstigen fundamentalen Nachrichten aus der Volkswirtschaft oder dem Unternehmensbereich zu tun. Die Wende zu steigenden Kursverläufen fällt regelmäßig noch in die Phase der konjunkturellen Talsohle, der Rezession. Da die Unternehmen in diesem Stadium Neuinvestitionen eher zurückhaltend vornehmen und die Notenbank die Kreditinstitute mit reichlich Liquidität versorgt, um die Wirtschaft anzukurbeln, stehen anlagensuchende Mittel in ausreichendem Maße zur Verfügung. Wenn mit diesen Mitteln Aktien gekauft werden, erhöht sich die Nachfrage und es kann zu Kurssteigerungen kommen. Zudem ist in dieser Situation das allgemeine Zinsniveau eher niedrig, so dass Aktien als Alternative zu festverzinslichen Anlagen unter Renditegesichtspunkten von besonderem Reiz sind.

In der Anfangsphase eines Kursaufschwungs kommt es zunächst zu einer von monetären Einflüssen bestimmten

so genannten Liquiditätshausse. Diese geht nach einiger Zeit – falls erste günstige Daten wie steigende Unternehmensgewinne die erhoffte wirtschaftliche Erholung bestätigen – in eine konjunkturell fundierte Aufwärtsbewegung über. Wenn sich im späteren Verlauf des Konjunkturzyklus, d.h. im Boom, die Liquidität wieder verknappt und hohe Zinsen die Anlage in festverzinslichen Wertpapieren im Vergleich zur Aktienanlage interessanter machen, kann die Aktienhausse durch monetäre Einflüsse beendet werden – bis zum Beginn eines neuen Zyklus.

► Trend

Die fortlaufenden Kurse ergeben in der grafischen Darstellung eine Kurve, aus der die grundlegende Tendenz der Kursentwicklung abgelesen werden kann. Diese Grundrichtung heißt Trend. Dabei wird zwischen Aufwärtstrend und Abwärtstrend unterschieden. Lässt sich keine klare Aufwärts- oder Abwärtsentwicklung ausmachen, wird von einem Seitwärtstrend gesprochen.

Es zeigt sich immer wieder, dass die Mehrheit der Marktteilnehmer mit dem Börsentrend geht und nach der Devise „The trend is your friend“ bei steigenden Kursen noch Aktien kauft und bei fallenden Kursen weiter verkauft. Man sagt deshalb: „Die Hausse nährt die Hausse; die Baisse nährt die Baisse.“

Dieses psychologische Trägheitsgesetz gilt freilich nicht immer. Bei den Crashes in jüngerer Zeit haben viele Privatanleger ihre Aktien trotz fallender Kurse nicht veräußert und im Gegenteil noch mehr Aktien gekauft – was sich im Nachhinein oftmals als sehr rentabel herausstellt.

Kurzfristige Schwankungen gehören zum Erscheinungsbild eines Trends, weil immer

„The trend is your friend“
– das gilt nicht immer.



► Markteng und Marktbreite

Die Zahl der Aktien eines Unternehmens, die an der Börse gehandelt werden oder zumindest für den Handel zur Verfügung stehen, hat wesentlichen Einfluss auf die Stärke der Kursschwankungen dieser Aktie, die so genannte Volatilität. Je höher der Aktienumsatz, desto gleichmäßiger und stetiger ist tendenziell auch die Kursentwicklung.

Manchmal genügt schon ein Tipp eines Börseninformationsdienstes, um Kursen von Unternehmen auf die Sprünge zu helfen, deren Aktienkapital im Publikumsbesitz gering und deren Markt entsprechend eng ist. Oftmals folgt einer solchen künstlich erzeugten Sonderbewegung nach oben allerdings ein schneller Kursrückgang. Langfristig richtet sich selbstverständlich auch die Kursentwicklung der so genannten Nebenwerte nach den fundamentalen Gewinnerwartungen. Aktien großer Publikumsgesellschaften mit mehreren hunderttausend Aktionären, die so genannten Standardpapiere, zeigen in der Regel geringere Kursausschläge. Dies gilt vor allem dann, wenn sich unter den Aktienbesitzern viele institutionelle Anleger befinden, d.h. in- und ausländische Versicherungsgesellschaften, Pensionskassen, Investmentfonds oder Vermögensverwaltungen, die in ihrer Gesamtheit manchmal mehr als die Hälfte des jeweiligen Aktienkapitals halten und dieses Engagement als

wieder Übertreibungen nach oben oder unten korrigiert werden. Ein Trend läuft aus oder kippt um, wenn sich bei den Marktteilnehmern die Überzeugung durchsetzt, nun sei des Guten oder des Schlechten zu viel geschehen, die Hausse oder Baisse übertrieben und eine glänzende oder auch deprimierende Zukunft in den Kursen inzwischen mehr als vorweggenommen. Oft sind es äußere Einflüsse, die eine solche Meinungsänderung auslösen, wie beispielsweise eine Anhebung der Leitzinsen durch die Europäische Zentralbank oder politische Ereignisse, die sich auf die gesamtwirtschaftliche Konstellation niederschlagen.

► Technische Reaktionen

Kurzfristig kommt es auch bei langfristig eindeutigen Trends oftmals zu so genannten technischen Reaktionen. Nach ungewöhnlich starken und raschen Kurssteigerungen, die zu „überkauften“ Märkten führen, werden oft Aktien abgestoßen, um Kursgewinne zu realisieren. Das Gegenteil passiert nach starken Kurseinbrüchen; viele Anleger, die die Gelegenheit für günstig halten, decken sich an den „überkauften“ Märkten mit Aktien ein. In beiden Fällen spricht man von technischen Reaktionen. Für den Privatanleger ist es meist empfehlenswert, diese kurzfristigen Schwankungen in aller Ruhe auszusitzen.

Dauerinvestment betrachten. Die Kurse solcher marktbreiten Papiere sind durch einzelne Empfehlungen normalerweise nur schwer zu bewegen.

In einer labilen Börsensituation mit rückläufigen Kursen oder gar einem Börsencrash können jedoch gerade deutsche Standardwerte, die von vielen institutionellen Aktionären erworben wurden, unter massiven Abgabedruck geraten, da Geschäfte an den deutschen Börsen innerhalb von zwei Tagen abgewickelt werden und die Verkäufer schneller an ihr Geld kommen als an ausländischen Börsen. Die Aktien des DAX, d.h. die

deutschen Bluechips, befinden sich im Durchschnitt zu 35 % bis 45 % in ausländischen Depots.

▶ Marktteilnehmer

Als Käufer und Verkäufer von Aktien beteiligen sich die unterschiedlichsten Gruppen am Marktgeschehen. Dabei ist der Einfluss der Privatkunden auf die Börsenentwicklung naturgemäß geringer als der der institutionellen Anleger. In Deutschland sind die wichtigsten Marktteilnehmer Banken und Sparkassen, Versicherungsgesellschaften und Investmentfonds sowie Anleger aus dem Ausland.

Privatanleger emanzipieren sich zunehmend von den institutionellen Investoren.

Auch die von Banken oder Spezialfirmen verwalteten großen Depots vermögender privater Kunden sind den institutionellen Anlegern zuzurechnen.

Banken werden zusammen mit den Maklern zur Kulisse der Preisfeststellung gezählt. Sie kaufen Aktien nicht nur im Kundenauftrag, sondern auch auf eigene Rechnung. Man spricht hier vom Eigenhandel. Dabei gilt jedoch der gesetzlich verankerte Grundsatz, dass Kundeninteresse vor Eigeninteresse geht.

Obwohl die private Aktienanlage in Deutschland während der vergangenen Jahre stark zugenommen hat, bestimmen

Transaktionen von institutionellen Investoren aufgrund ihrer hohen Anlagebeträge an den deutschen Börsen häufig die Tendenz. Sie befinden sich dann in der Rolle der Meinungsführer; ihre Entscheidungen wirken „ansteckend“ auf andere Marktteilnehmer, die sich dem Trend schnell anschließen. Es ist ein Zeichen der Emanzipation der Privatkunden, dass sie immer häufiger nicht den traditionellen Part eines Mitläufers spielen, sondern auch bei fortgeschrittener Auf- oder Abwärtsbewegung der Kurse Ruhe bewahren und ihre (langfristig) gesteckten Anlageziele konsequent weiterverfolgen.

Alle vorgestellten Faktoren beeinflussen den Kurs einer Aktie – z.T. langfristig und nachhaltig, z.T. nur für eine kurze Zeit und vorübergehend. Der Anleger muss sie kennen und ihre Bedeutung richtig einschätzen. Besonders wichtig ist es dabei aber, eine Aktie und das hinter ihr stehende Unternehmen beurteilen zu können: Wie gewinnstark ist die Aktiengesellschaft? Welche Strategien verfolgt sie? Welche Absatzchancen hat sie? Wie „gesund“ ist die Basis ihrer wirtschaftlichen und finanziellen Aktivitäten?

Mit diesen Fragen befassen sich die Methoden der fundamentalen und der technischen Aktienanalyse, die in den nächsten beiden Kapiteln erläutert werden. ■



Fundamentale Aktienanalyse

Die fundamentale Aktienanalyse versucht, aufgrund allgemein verfügbarer Informationen über die für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens bedeutsamen Faktoren (z. B. Produkte, Absatzmärkte oder technische Entwicklungen) den inneren Wert einer Aktie zu bestimmen. Die technische Analyse – die zweite Analyseart – beschränkt sich demgegenüber auf die Auswertung von Kursdaten, um Rückschlüsse auf die künftige Entwicklung der Aktie ziehen zu können. Die Fundamentalanalyse beinhaltet drei Stufen: Die Auswertung gesamtwirtschaftlicher, branchen- und schließlich unternehmensbezogener Daten. Dabei unterscheidet man in jeder Stufe zwischen Einflussfaktoren, die direkt oder indirekt Aktienkursveränderungen bewirken, und Indikatoren, die selbst keinen Einfluss haben, aber Hinweise auf bevorstehende Kursänderungen geben können.

Konjunkturfrühindikatoren

Konjunkturfrühindikatoren geben wichtige Hinweise auf die künftige Konjunktur-entwicklung, sind jedoch keine fundamentalen Kurseinflussfaktoren im engeren Sinne. Sie liefern den wirtschaftspolitischen Instanzen die Grundlage für ihre Entschei-



Der Börsenzyklus eilt der Konjunktur einige Monate voraus.

dungen und lassen damit Rückschlüsse auf die künftige Börsenentwicklung zu. Über die Entwicklung der wichtigsten Indikatoren wird in den Medien ausführlich berichtet, so dass jeder Anleger hier mit wenig Aufwand aktuell informiert sein kann.

Auftragseingänge

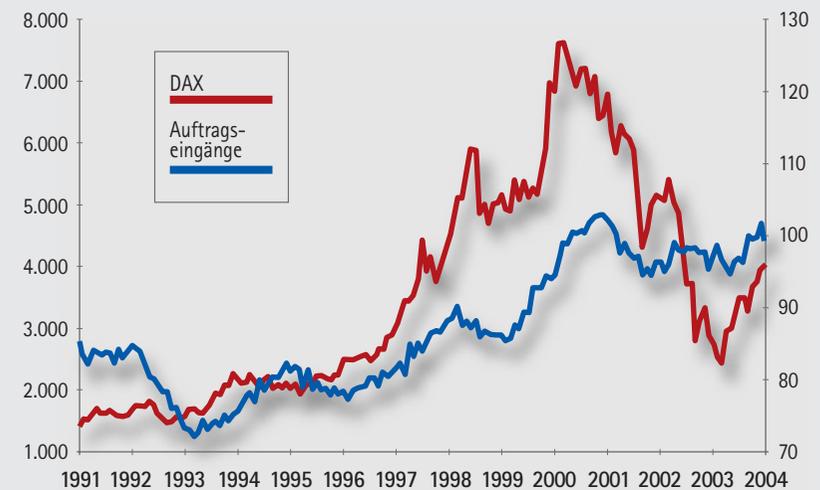
Die Entwicklung der Auftragseingänge, die monatlich vom Statistischen Bundesamt veröffentlicht wird, ist einer der wichtigsten Frühindikatoren für die

Konjunktur-entwicklung. Höhere Auftragseingänge sind für Konjunktur und Börse positiv zu bewerten, niedrigere dagegen negativ. Die Auftragseingänge von heute bestimmen die Produktion von morgen und liefern somit einen wichtigen Hinweis auf die künftige Wirtschaftsentwicklung.

Für die Veränderungs-raten der Auftragseingänge stehen auch branchenspezifische Indikatoren zur Verfügung, so etwa für die Investitionsgüterindustrie, die Verbrauchsgüterindustrie und das Bauhauptgewerbe.

Graphik 1

Entwicklung des Aktienindex DAX und des Index der Auftragseingänge im verarbeitenden Gewerbe



► Auslastung der Kapazitäten

Bei niedriger Kapazitätsauslastung verringern Produktionssteigerungen die Kosten je Produktionseinheit. Dagegen sind Produktionssteigerungen bei voll ausgenutzten Kapazitäten immer mit steigenden Kosten, d.h. zusätzlichen Investitionen in Maschinen und Einstellung von Arbeitskräften, verbunden. Eine Produktionssteigerung wirkt sich bei niedriger Auslastung stärker auf die Gewinnentwicklung aus als bei hoher Auslastung.

Ein Rückgang der Auslastung signalisiert auf der anderen Seite einen Druck auf die Erträge, da oft die Kostenvorteile der Fertigung in größeren Serien entfallen.

► Konjunkturfaktorinflussgrößen

Konjunkturzyklen sind regelmäßig wiederkehrende Wechsel zwischen starkem und weniger starkem wirtschaftlichem Wachstum. Die Wirtschaftswissenschaftler haben das Auf und Ab im Wirtschaftsleben auf sehr unterschiedliche Art erklärt. Einigkeit herrscht aber darüber, dass der Versuch, alle Ziele der Wirtschaftspolitik gleichzeitig zu realisieren – nach dem Stabilitätsgesetz sind das Vollbeschäftigung, Preisstabilität und außenwirtschaftliches Gleichgewicht bei stetigem und angemessenem Wirtschaftswachstum –, ein permanentes Gegensteuern zu Gunsten



oder auf Kosten des einen oder anderen Zieles erfordert.

Durch die Einführung des Euro und die voranschreitende wirtschaftliche Integration in Europa werden die Rahmenbedingungen für die konjunkturelle Entwicklung in Deutschland immer stärker auch auf europäischer Ebene bestimmt.

► Zinsen und Geldmenge

Niedrige oder sinkende Zinsen aufgrund reichlicher und zunehmender Liquiditätsausstattung regen die Konjunktur an und verstärken die konjunkturellen Aufwärtskräfte. Sie verringern bei den Unternehmen die Produktions-, Lager- und Investitionskosten und bringen steigende Gewinne. Dies lässt tendenziell auch die Aktienkurse steigen.

Wenn jedoch aufgrund einer zu starken Ausweitung der Geldmenge oder einer überschießenden Konjunktur Preissteigerungen überhand nehmen, versuchen Regierung und Notenbank als wirtschafts- und geldpolitische Instanzen, die Konjunktur zu bremsen. Dies geschieht durch eine Drosselung der Liquidität; beispielsweise kann die Notenbank die Zinsen anheben. Zinssteigerungen verringern die Investitionsbereitschaft der Unternehmen und damit auch die gesamtwirtschaftliche Nachfrage. Sie bewirken auf diese Weise zumindest tendenziell sinkende Gewinnerwartungen und schränken die Investitionsneigung der Unternehmen ein. Hohe Zinsen wirken also konjunkturdämpfend und bremsen den Anstieg der Aktienkurse.

Zinsänderungen beeinflussen den Aktienmarkt nicht nur indirekt über die Konjunktur,

sondern auch direkt. Steigende Zinsen machen festverzinsliche Wertpapiere im Vergleich zu Aktien attraktiver und drücken tendenziell die Aktienkurse. Bei sinkenden Zinsen werden Aktien wieder interessanter, liquide Mittel strömen vom Rentenmarkt an die Aktienbörse und treiben dort die Kurse in die Höhe.

Ein wichtiger Indikator für die Liquiditätsentwicklung einer Volkswirtschaft ist das Wachstum der Geldmenge. Die Europäische Zentralbank veröffentlicht regelmäßig einen so genannten Referenzwert für den von ihr angestrebten Zuwachs der Geldmenge. Sie gibt damit zu erkennen, wie sie die Konjunktur einschätzt und wieviel Liquidität die Wirtschaft aus der Sicht der Währungshüter für ein weitgehend inflationsfreies Wachstum benötigt. Über die tatsächliche Entwicklung der Geldmenge informiert die Europäische Zentralbank



z.B. in ihren Monatsberichten. Auch in der Tagespresse wird stets darüber berichtet.

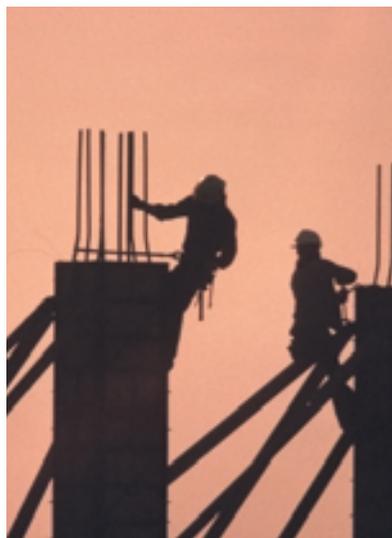
Grundsätzlich gilt: Mehr Liquidität und sinkende Zinsen sind günstig für Konjunktur und Kursentwicklung, weniger Geld dämpft Konjunktur und Kursentwicklung.

► Investitionen

Steigende Investitionen beeinflussen Konjunktur und Börse positiv. Hohe Erweiterungsinvestitionen der Industrie signalisieren, dass die Wirtschaft die Wachstumschancen günstig einschätzt. Rationalisierungsinvestitionen verbessern die Wettbewerbsfähigkeit und die Rentabilität der Unternehmen. Im Konjunkturablauf schwanken Investitionen grundsätzlich stärker als der Konsum.

► Arbeitsmarkt

Steigende Arbeitslosigkeit bedeutet gesamtwirtschaftlich, dass die Arbeitseinkommen sinken, welche den Haushalten für Konsumausgaben zur Verfügung stehen. Die Arbeitsmarktlage dämpft in diesem Fall die Binnennachfrage nach Konsumgütern. Ein leer gefegter Arbeitsmarkt bedeutet umgekehrt, dass personelle Engpässe die weitere konjunkturelle Expansion erschweren. Es müssen neue



Arbeitskräfte angelehrt oder gelernte von der Konkurrenz abgeworben werden, was in jedem Fall steigende Kosten bedingt. Bei der Beurteilung der Arbeitsmarktlage darf man nicht allein auf die Zahl der Arbeitslosen achten, sondern muss auch qualitative Aspekte wie das Ausbildungsniveau berücksichtigen. So kann der Arbeitsmarkt trotz der relativ hohen Arbeitslosigkeit, die Deutschland seit einigen Jahren erlebt, oft die Nachfrage nach Arbeitskräften mit einer speziellen Qualifikation nicht befriedigen.

Bevorstehende Tarifverhandlungen sind ein Unsicherheitselement für die weitere Konjunktorentwicklung und werden von der Börse entsprechend bewertet, denn hohe Lohnsteigerungen oder starke Arbeitszeitverkürzungen können die wirtschaftliche Entwicklung einer Branche belasten.

► Konsumneigung

Starke Konjunkturimpulse können nicht nur von den Investitionen, sondern auch vom Konsum ausgehen. Über die künftige Entwicklung des Konsums gibt z.B. der Konsumklimaindex der Nürnberger Gesellschaft für Konsumforschung (GfK) Hinweise.

Auch die Entwicklung der Einzelhandelsumsätze lässt Rückschlüsse auf die Konsumkonjunktur zu. Die entsprechenden Zahlen werden in den Wirtschaftsmedien regelmäßig veröffentlicht.

► Wechselkurse

Gerade für Deutschland mit einem hohen Exportanteil am Bruttosozialprodukt ist die Entwicklung der Wechselkurse von großer Bedeutung. Mit der Einführung des Euro sind innerhalb des Euroraums die Wechselkursschwankungen weggefallen. Dagegen kann der Kurs des Euro gegenüber dem Dollar, dem Yen oder auch dem britischen Pfund weiterhin frei schwanken.

Ein steigender Kurs des Euro verbilligt beispielsweise die meist in Dollar abgerechneten Rohstoffe (Öl, Gas usw.) sowie Vorprodukte für Unternehmen des Euroraums. Andererseits müssen US-Amerikaner dann mehr für europäische Produkte bezahlen, was die Absatzchancen erschwert bzw. die Gewinn-

spanne drückt. Umgekehrt führt ein sinkender Euro-Kurs zu einer Verbilligung europäischer Waren im Ausland, d.h. zu besseren Absatzmöglichkeiten bzw. höheren Gewinnspannen. Importierte Rohstoffe oder Vorprodukte hingegen verteuern sich.

Welche Auswirkungen Wechselkursveränderungen auf einzelne Unternehmen haben, hängt in starkem Maße von deren Einkaufs- und Absatzstrategien ab. Unternehmen, die einen großen Teil ihrer Rohstoffe oder Vorprodukte aus dem Ausland beziehen und deren Absatzgebiet vornehmlich im Euroraum liegt, profitieren von hohen, exportorientierte Unternehmen hingegen von niedrigen Euro-Kursen.

Für die deutsche Wirtschaft ist der Kurs des Euro besonders wichtig.

Grundsätzlich lässt sich für die deutsche Wirtschaft sagen: Ein sinkender Außenwert des Euro wirkt expansiv auf die Konjunktur und günstig auf die Ertragslage der Unternehmen, ein steigender Außenwert hingegen dämpft Konjunktur und Gewinnentwicklung.

Unter bestimmten Umständen kann sich ein höherer Wechselkurs jedoch auch positiv auf Wirtschaft und Börse auswirken,

da er wegen der sich verbilligenden Importe gleichzeitig den Preisanstieg dämpft. Diese Wirkung war der Deutschen Bundesbank in der Vergangenheit oft sehr willkommen und wird auch von der Europäischen Zentralbank in die Überlegungen zur Inflationsbekämpfung einbezogen.

► Preise

Stark anziehende Preise beschwören die Gefahr herauf, dass die Notenbank auf die Kreditbremse tritt. Stabile Preise machen einen Eingriff der Zentralbank dagegen unnötig, und das Risiko, die konjunkturelle Entwicklung zu stören, wird vermieden.

Von Bedeutung ist dabei nicht nur die inländische Preisentwicklung. So hat z.B. der Erdölpreis auf dem Weltmarkt erheblichen Einfluss auf die Konjunktur. Steigende Erdölpreise dämpfen in der Regel die Konjunkturerwicklung, während sinkende Preise die Wirtschaft anregen. Darüber hinaus wirken die Erdölpreise auch auf das inländische Preisniveau. So kann ein höherer Erdölpreis die Preissteigerungsrate im Inland erhöhen und dadurch Gegenmaßnahmen der Zentralbank auslösen, die wiederum konjunkturdämpfend wirken.



► Fundamentale Beurteilung einzelner Aktien

Wenn der Anleger weiß, in welcher „Großwetterlage“ sich Konjunktur und Börse befinden und er zu der Überzeugung gelangt ist, dass der Zeitpunkt für einen Einstieg günstig ist, setzt die Einzelwertanalyse ein: Die Entscheidung für bestimmte Aktien ist zu treffen. Hierzu wird der Anleger sein Augenmerk auf den inneren Wert des Unternehmens und damit der Aktie richten.

Der innere Wert einer Aktie ist der Barwert aller künftigen Auszahlungen.

Grundsätzlich gibt es zwei verschiedene Ansätze, den Wert eines Unternehmens bzw. seiner Anteile zu ermitteln. Der eine Ansatz zielt auf den Ertragswert, der andere auf den Substanzwert ab.

► Ertragswert

Wer in ein Unternehmen einsteigen möchte, wird vor allem an den Gewinnen interessiert sein, die es jetzt und in der Zukunft abwerfen wird. Damit ist der Ertragswert eines Unternehmens angesprochen. Er ist definiert als der heutige Wert oder Barwert aller für die Zukunft erwarteten Auszahlungen.

Um den Barwert zu ermitteln, müssen die zukünftigen Ergebnisse abgezinst (= diskontiert) werden: Die zeitnahen Erträge werden höher bewertet als die Erträge, die man in späteren Jahren erhält, weil die früheren Erträge länger zinsbringend angelegt werden können als die späteren. Aufgrund der Abzinsung der zukünftigen Ergebnisse fällt der heutige Barwert niedriger aus als die Summe der zukünftigen Einnahmen.

Die Abzinsung erfolgt mit dem so genannten üblichen Zins. Für diesen kann bei Aktien jedoch nicht einfach die Verzinsung eines Sparbuchs oder die Umlaufrendite festverzinslicher Wertpapiere herangezogen werden. Vielmehr muss der Zinssatz für die risikolose Anlage um eine Risikoprämie ergänzt werden, deren Höhe von Branche zu Branche und von Unternehmen zu Unternehmen verschieden sein kann.

Welche Risikoprämie als angemessen angesehen wird, hängt wiederum von der persönlichen Einschätzung ab. Je nachdem, ob der Anleger bei seiner Ermittlung des inneren Wertes einer Aktie zu einem Ergebnis ober- oder unterhalb des aktuellen Börsenkurses kommt, wird er die Aktie als kaufenswert einstufen oder nicht.

► Substanzwert

Anders als der zukunftsorientierte Ertragswert gibt der Substanzwert die Summe der aktuellen Vermögensbestandteile eines Unternehmens an, bewertet zu Marktpreisen und verringert um die Schulden. Er umfasst den Immobilienbesitz des Unternehmens, Maschinen und sonstige Anlagen, Beteiligungen an anderen Unternehmen, Warenvorräte, Kundenforderungen sowie liquide Mittel, von denen die Verbindlichkeiten gegenüber Lieferanten, Banken und anderen Gläubigern abgezogen wurden. Die Bilanz, also der veröffentlichte Vermögensstatus eines Unternehmens, gibt Hinweise auf den Substanzwert. Allerdings können die Bilanzansätze der Unternehmensaktiva aufgrund des Vorsichtsprinzips im deutschen Bilanzrecht deutlich unter dem Substanzwert liegen.

Substanzgesichtspunkte fließen bei einigen Aktien sehr stark in die Börsenbewertung ein, so zum Beispiel bei Warenhaustiteln, die aufgrund wertvollen innerstädtischen Grundbesitzes höher bewertet sein können, als es ihrer Ertragslage entspricht. Gewicht erhält die Frage nach der Unternehmenssubstanz mitunter auch bei Übernahmeversuchen, wenn es den Firmenaufkäufern nicht darum geht, die Gesellschaft weiterzuführen, sondern ihre Vermögensgegenstände einzeln zu verwerten. Fast ausschließlich auf den Substanzwert kommt es an, wenn das

Unternehmen liquidiert werden soll. Der Substanzwert wird dann, soweit er realisiert werden kann, zum Liquidationswert.

In vereinfachter Form lässt sich der Substanzwert je Aktie über den Bilanzkurs ermitteln, auch als Buchwert der Aktie bezeichnet. Er ist definiert als Eigenkapital dividiert durch die Anzahl der Aktien. Das Eigenkapital (gezeichnetes Kapital und offen ausgewiesene Rücklagen) steht für jenen Teil der Vermögenswerte (Aktiva), der nicht durch Schulden finanziert ist. Dieses Nettovermögen je Aktie bietet einen Anhaltspunkt dafür, welche Substanz hinter der Aktie steckt.

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{\text{Gezeichnetes Kapital} + \text{offene Rücklagen}}{\text{Zahl der Aktien}}$$

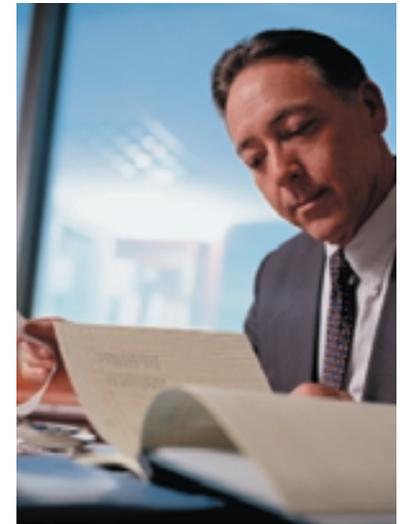
Der Bilanzkurs ist eine wichtige Orientierungshilfe, weil er bei gesunden Unternehmen und in normalen Börsenzeiten den möglichen Tiefstkurs angibt, also Aufschlüsse über das Kursrisiko gibt. In Baissezeiten, nach Crashes oder bei schlechten Zukunftsaussichten des Unternehmens kann der Börsenkurs aber auch unter den

Bilanzkurs sinken. In solchen Fällen weiß der Anleger, dass der Börsenkurs in normalen Zeiten wieder steigen müsste, um den Bilanzkurs zu übertreffen. Sinkt der Börsenkurs eines grundsätzlich gesunden Unternehmens unter den Bilanzkurs, sollte man die Aktie auf jeden Fall halten. Im Bilanzkurs nicht erfasst werden die so genannten stillen Reserven, die aus einer vorsichtigen Bewertung der Aktiva und einer großzügigen Beurteilung bestimmter Passiva entstehen, wie sie nach deutschem Bilanzrecht möglich ist. Die Börse versucht jedoch, diesen nicht unerheblichen Faktor ebenfalls in ihre Betrachtung einzubeziehen.

► Geschäftsbericht

Eine der wichtigsten Informationsquellen, aus denen Finanzanalysten ihr Wissen über ein Unternehmen schöpfen, ist der Geschäftsbericht. Er enthält den Jahresabschluss, den Lagebericht sowie weitere Informationen. Der Jahresabschluss setzt sich aus der Bilanz, der Gewinn- und Verlustrechnung sowie dem Anhang zusammen. Aus all diesen Angaben lässt sich ein die Finanz-, Vermögens- und Ertragslage widerspiegelndes Bild des Unternehmens zeichnen.

Die Informationen eines Geschäftsberichtes richten sich nicht nur an Aktionäre und solche, die es werden wollen, sondern auch an Kunden, Lieferanten und Mitar-



beiter, kurz: die gesamte interessierte Öffentlichkeit. So sind hier oftmals auch Einschätzungen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung oder zur Wirtschafts- und Steuerpolitik zu finden.

Vor allem an Aktionäre richten sich die Quartals- und Zwischenberichte, die börsennotierte Aktiengesellschaften über die Quartale oder die erste Hälfte ihres Geschäftsjahres veröffentlichen. Diese Berichte informieren zwischen den Erscheinungsterminen der Geschäftsberichte über die Entwicklung der Geschäftstätigkeit des Unternehmens und die Aussichten für den Rest des Geschäftsjahres.

Die Publizität der Kapitalgesellschaften, d. h. ihre Informationspflicht gegenüber den Anteilseignern und anderen Interes-

senten über wichtige Tatbestände, ist im Handelsgesetzbuch (HGB) festgelegt. Viele Aktiengesellschaften geben freiwillig weit mehr als die gesetzlich geforderten Informationen.

Deutsche Konzerne erstellen immer häufiger einen Abschluss nach internationalen oder US-amerikanischen Standards (IFRS – International Financial Reporting Standards bzw. GAAP – Generally Accepted Accounting Principles), da sie das Ausland als Kapitalquelle entdeckt haben. Ab 2005 wird die Anwendung der IFRS im Konzernabschluss für nahezu alle börsennotierten Unternehmen in der EU zur Pflicht. Internationale Bilanzierungsstandards sind besonders darauf ausgerichtet, durch marktnahe Bewertung die Transparenz des aktuellen Unternehmensberichtes zu erhöhen, während das deutsche HGB stark den Gläubigerschutz im Auge hat und den Unternehmen so den Aufbau stiller Reserven ermöglicht. Abschlüsse nach IFRS oder US-GAAP sind mit HGB-Abschlüssen nur schwer vergleichbar.



► Bilanz

Die Bilanz ist eine Aufstellung des Vermögens und der Verbindlichkeiten der Aktiengesellschaft zu einem bestimmten Stichtag. Die Abgrenzung der einzelnen Positionen erfolgt dabei periodenbezogen, so dass am Bilanzstichtag noch nicht wirksame, aber bereits bekannte Forderungen oder Verbindlichkeiten bewusst ausgenommen werden. Dabei kann das Unternehmen je nach Bilanzierungsstandard unterschiedliche Gestaltungsspielräume ausnutzen.

Ziel des Vorstands ist es, eine gewisse Kontinuität in den Jahresergebnissen herzustellen. So kann das Ergebnis eines Unternehmens in einem Jahr besser dargestellt werden, als es tatsächlich ist oder auch schlechter, wenn es sinnvoll erscheint, für die Zukunft stille Reserven aufzubauen. In der Regel neigt die Unternehmensleitung aber dazu, das Unternehmen in einem guten Licht erscheinen zu lassen und die Erfolge der Unternehmenspolitik herauszustellen.

► Gewinn- und Verlustrechnung

Die Gewinn- und Verlustrechnung (GuV) ist neben der Bilanz ein wichtiger Bestandteil des Jahresabschlusses und wird ebenfalls im Geschäftsbericht veröffentlicht. Während die Bilanz stichtagsbezogen angelegt ist, erfährt der Anleger aus der GuV, aus welchen Quellen im

Laufe des vergangenen Geschäftsjahres die Erträge des Unternehmens stammen, welche Aufwendungen bei der Erzielung dieser Erträge entstanden sind und welcher Jahresüberschuss oder Jahresfehlbetrag in dem betreffenden Zeitraum erwirtschaftet worden ist.

► Anhang

Die Bewertungsspielräume bei der Bilanzierung verhindern, dass ein völlig zutreffendes Bild des Unternehmens gezeichnet wird, auch wenn der Jahresabschluss ein „den tatsächlichen Verhältnissen entsprechendes Bild der Vermögens-, Finanz- und Ertragslage“ der Kapitalgesellschaft vermitteln soll. So können zum Beispiel in den Vorräten hohe stille Reserven stecken, wenn an Stelle eines marktnahen Preises der niedrigste zulässige Wert angesetzt wird.

Ab 2005 müssen börsennotierte Unternehmen nach internationalen Standards bilanzieren.

Der durch das Handelsgesetzbuch vorgeschriebene Anhang gibt über die bei der Bewertung der Aktiva und Passiva verwendeten Methoden Auskunft. Im Anhang muss auch die Entwicklung des Anlagevermögens in einem so genannten Anlagenspiegel ausführlich dargestellt

werden. Dadurch wird ein besserer Einblick in den technischen Stand der Anlagen sowie in Kapazität, Vermögenslage und Investitionspolitik des Unternehmens gewährt.

Die Forderungen und Verbindlichkeiten werden im Anhang nach Restlaufzeiten aufgelistet. Dies lässt bessere Schlussfolgerungen über die Liquiditätswirkungen der Forderungen und Verbindlichkeiten, d. h. die zu erwartenden Zu- und Abflüsse liquider Mittel, zu. Die Eigenkapitalgliederung gibt genauere Auskunft über die Herkunft der offen ausgewiesenen Eigenmittel.

► Lagebericht und begleitende Informationen

Der Lagebericht enthält eine Darstellung des Geschäftsverlaufs und der finanziellen Lage des Unternehmens. In ihm wird, unterstützt durch Grafiken und Tabellen, die Situation des Unternehmens innerhalb der Branche und der Volkswirtschaft geschildert.

Im Lagebericht gibt die Unternehmensleitung auch Hinweise auf ihre längerfristige Strategie, über eine mögliche Diversifizierung in andere Geschäftsbereiche, eventuell geplante Beteiligungen, die Zukunftschancen der vom Unternehmen erstellten Produkte, die Entwicklung neuer Produkte, die Investitionsschwerpunkte der nächsten Jahre usw.

► Analyse des Geschäftsberichts

► Bilanzanalyse

Aus der Bilanz lassen sich wichtige Kennzahlen errechnen, die bei der Beurteilung einer Aktie von Belang sind. Anhand der nebenstehenden Musterbilanz sollen die wichtigsten Kennzahlen erläutert werden.

Bilanz zum 31.12.		(in Mio. Euro)	
Aktiva		Passiva	
Anlagevermögen	60	Eigenkapital	33
Immaterielle Anlagegegenstände	10	Gezeichnetes Kapital	7
Sachanlagen	45	Kapitalrücklage	8
Finanzanlagen	5	Gewinnrücklage	10
		Konzerngewinn	6
Umlaufvermögen	27	Anteile anderer Gesellschafter	2
Vorräte	15	Rückstellungen	25
Forderungen aus Lieferungen und Leistungen	4	Rückstellungen für Pensionen und andere langfristige Verpflichtungen	14
Übrige Forderungen und sonstige Vermögensgegenstände	6	Andere Rückstellungen	11
Flüssige Mittel	2	Verbindlichkeiten	29
Rechnungsabgrenzungsposten	3	Finanzschulden	20
		Verbindlichkeiten aus Lieferungen und Leistungen	4
		Übrige Verbindlichkeiten	5
		Rechnungsabgrenzungsposten	3
Bilanzsumme	90	Bilanzsumme	90

► Eigenkapitalquote

Das Eigenkapital setzt sich aus dem Grundkapital (gezeichnetem Kapital), den offen angesammelten Rücklagen, dem Gewinnvortrag aus dem Vorjahr, dem Jahresüberschuss und der Hälfte

der langfristigen Rückstellungen (in der Regel für Pensionsverpflichtungen) zusammen. Der Anteil des Eigenkapitals an der Bilanzsumme eines Unternehmens heißt Eigenkapitalquote.

$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Bilanzsumme}}$$

Setzt man in diese Formel die Werte aus der oben wiedergegebenen Beispielbilanz ein, so erhält man als Ergebnis:

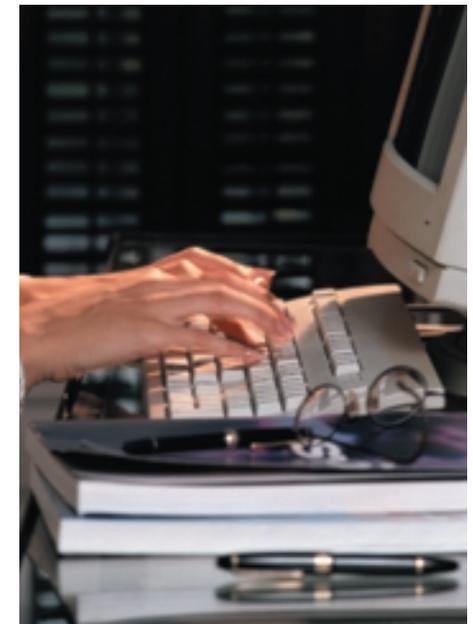
$$\text{Eigenkapitalquote} = \frac{40 \text{ Mio. Euro}}{90 \text{ Mio. Euro}} = 44\%$$

Die Eigenkapitalquote streut bei Aktiengesellschaften aus Industrie und Handel normalerweise zwischen 20 % und 50 %; dabei spielen Branchenbesonderheiten eine Rolle. Auch von Land zu Land weisen die Eigenkapitalquoten große Unterschiede auf. Im internationalen Vergleich haben deutsche Unternehmen vergleichsweise geringe Eigenkapitalquoten.

Grundsätzlich gilt: Je höher die Eigenkapitalquote, desto geringer der Anteil

der Schulden, die ein Unternehmen auch über Durststrecken verzinsen und tilgen muss. Hohe Eigenmittelanteile verschaffen also Krisenfestigkeit sowie Kreditspielräume bei Banken, wenn neue Unternehmensstrategien zu finanzieren sind.

Daneben hat das Eigenkapital aber auch die Funktion, eventuell auftretende Verluste zu tragen. Die Aktie verbrieft das Eigenkapital, welches das Unternehmenswagnis tragen muss, und ist somit ein Risikopapier. Dieses Risiko wird aber langfristig durch die hohe Rentabilität der Aktienanlage honoriert.



▷ Deckungsgrade

Während die Passivseite einer Bilanz Auskunft darüber gibt, wie das Unternehmen finanziert ist, stellt die Aktivseite Umfang und Art seines Vermögens dar. Dabei sind Zusammenhänge zwischen der Struktur der Aktiva und jener der Passiva zu beachten. Das Anlagevermögen – im Wesentlichen Grundstücke und Gebäude, Maschinen, langfristige Forderungen und Beteiligungen – sollte in größerem Umfang durch Eigenkapital und möglichst vollständig durch langfristiges Kapital (d.h. Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital) finanziert sein.

$$\text{Anlagen- deckung I} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Anlage- vermögen}}$$

$$\text{Anlagen- deckung II} = \frac{\text{Eigenkapital} + \text{langfristiges Fremdkapital}}{\text{Anlage- vermögen}}$$

Beispiel

$$\text{Anlagen- deckung I} = \frac{40 \text{ Mio. Euro}}{60 \text{ Mio. Euro}} = 66,7\%$$

Beispiel

$$\text{Anlagen- deckung II} = \frac{40 \text{ Mio. Euro} + 20 \text{ Mio. Euro}}{60 \text{ Mio. Euro}} = 100\%$$

Das Anlagevermögen in unserem Beispiel ist zu 66,7 % durch Eigenkapital bzw. zu 100 % durch Eigenkapital und langfristiges Fremdkapital gedeckt.

Wichtig ist auch die als Liquidität bezeichnete Fähigkeit eines Unternehmens, fällige Zahlungen termingerecht zu leisten. So sollte der Anleger auch auf das Verhältnis der liquiden Mittel (Kasse, Bankguthaben, Wertpapiere im Umlaufvermögen) sowie der kurzfristigen Forderungen zu den kurzfristigen Verbindlichkeiten achten. Der Aussagewert dieser Kennziffer wird allerdings durch zufällige Bewegungen zum Bilanzstichtag eingeschränkt. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung der

vergangenheitsorientierten Bilanz ist der aus ihr ermittelte Liquiditätsgrad oftmals überholt.

$$\text{Liquiditäts- grad} = \frac{\text{Flüssige Mittel und kurzfristige Forderungen}}{\text{kurzfristiges Fremdkapital}}$$

Beispiel

$$\text{Liquiditäts- grad} = \frac{2 \text{ Mio. Euro} + 4 \text{ Mio. Euro}}{4 \text{ Mio. Euro}} = 150\%$$

Die kurzfristigen Verbindlichkeiten sind in diesem Beispiel zu 150 % durch liquide Mittel und kurzfristige Forderungen abgedeckt.

▶ Gewinn- und Verlustrechnung und wichtige Kennzahlen

Aus den Zahlen der Gewinn- und Verlustrechnung werden, z.T. unter Einbeziehung von Bilanzdaten, eine Reihe weiterer Kennzahlen zur Beurteilung einer Aktiengesellschaft ermittelt.

▷ Gewinn und DVFA-Ergebnis

Schlüsselgröße jeder Aktienanalyse ist der Unternehmensgewinn. In der GuV-Rechnung erscheint er als Jahresüberschuss. Hier handelt es sich jedoch um eine Restgröße, die nach Wahrnehmung von Bewertungsspielräumen durch die Unternehmensverwaltung übrig bleibt. Zudem gehen in den Jahresüberschuss auch aperiodische und außerordentliche Einflüsse ein.

Daher hat die Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Asset Management (DVFA) in Zusammenarbeit mit der Schmalenbach-Gesellschaft für Betriebswirtschaft ein eigenes Verfahren entwickelt, mit dem der ausgewiesene Jahresüberschuss oder -fehlbetrag um außerordentliche und periodenfremde Aufwendungen und Erträge bereinigt werden kann.

Das DVFA-Ergebnis kommt nach herrschender Meinung dem im jeweiligen Geschäftsjahr erwirtschafteten ordentlichen Gewinn des Unternehmens recht nahe. Bei mehreren Unternehmen umfassenden Konzernen wird der Ermittlung des DVFA-Ergebnisses regelmäßig der Konzernabschluss, bei multinationalen Unternehmensgruppen auch der Weltabschluss zugrunde gelegt. Da das DVFA-Ergebnis aus dem Jahresüberschuss errechnet wird, handelt es sich um ein Nettoergebnis (nach Abzug von Ertragsteuern).

Wollen sich die Analysten bei der Ermittlung des DVFA-Ergebnisses nicht mit Schätzungen begnügen, sind sie auf eine Mitarbeit der Unternehmensleitungen durch freiwillige zusätzliche Angaben angewiesen. Viele Unternehmensleitungen veröffentlichen auch ein nach der DVFA-Formel selbst ermitteltes Ergebnis. Für die nachstehenden Ertragskennziffern wird, soweit es bekannt oder realistisch zu schätzen ist, das DVFA-Ergebnis benutzt.

▷ Ergebnis je Aktie/ Kurs-Gewinn-Verhältnis

Indem man den Gewinn je Aktie zum Börsenkurs der Aktie in Verhältnis setzt, erhält man die gebräuchlichste und beliebteste Kennziffer der Finanzanalyse: das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV). Es wird bei uns gelegentlich auch mit dem im Angelsächsischen gebräuchlichen Begriff Price-Earnings-Ratio (PER) bezeichnet. Diese Kennziffer sagt aus, mit welchem Vielfachen ihres Ergebnisses eine Aktie an der Börse zur Zeit bewertet wird. Üblicherweise verwenden Unternehmen und Analysten hierbei das DVFA-Ergebnis je Aktie an Stelle des Gewinns.

$$\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{DVFA-Ergebnis je Aktie}}$$

Um zu beurteilen, ob die Börse eine Aktie nach diesem Maßstab als relativ teuer oder als relativ billig einstuft, kann der Anleger zum Vergleich das aktuelle durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis von Aktien derselben Branche oder auch aller an einer Börse notierten Aktien heranziehen. Das Verfahren kann noch dadurch verfeinert werden, dass man frühere oder für die Zukunft erwartete Kurs-Gewinn-Verhältnisse des gleichen Aktientitels zum Vergleich hinzu nimmt.

Zu beachten ist, dass die KGVs je nach Unternehmensbranche sehr differieren können. Ein Unternehmen der Softwarebranche liegt in seinem KGV regelmäßig über den Werten beispielsweise der Konsumbranche. Daher ist immer auch die jeweilige Branche zu berücksichtigen, will man feststellen, ob ein Wert teuer oder preiswert ist.

▷ Weitere Ertragskennziffern

In den letzten Jahren haben sich neben dem bilanziellen und dem nach der DVFA-Methode korrigierten Gewinn pro Aktie weitere Ertragskennziffern etabliert. Die Kennzahlen EBIT (Earnings Before Interest and Taxes) und EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortisation) beschreiben die operative Ertragskraft von Unternehmen und ermöglichen es damit, ihre Geschäftstätigkeit untereinander zu vergleichen.

Dies geschieht, indem Einflüsse bilanzieller, steuerlicher oder finanzieller Natur aus dem Gewinn herausgerechnet werden.

Eine weitere neue Kennzahl ist EVA (Economic Value Added). Hierbei wird überprüft, ob ein Unternehmen eine Rendite erwirtschaftet, die oberhalb seiner Kapitalkosten liegt. Die Eigenkapitalkosten und -renditen stehen dabei im Vordergrund.

Ähnlich wie beim KGV lassen sich auch im Zusammenhang mit den neuen Kennzahlen weitere Indikatoren bilden, die für branchenübergreifende und internationale Vergleiche herangezogen werden können, so z. B. das Verhältnis des ökonomischen Wertes eines Unternehmens (EVA) zum operativen Gewinn (EBITDA).



▷ Ausschüttungsquote und Dividendenrendite

Den Aktionär interessiert nicht nur die Ertragskraft eines Unternehmens, sondern er will auch wissen, welcher Teil der erzielten Erträge ihm direkt zugute kommt. So gelangt man zur Kennziffer der Ausschüttungsquote, die aussagt, wie dividendenfreudig sich ein Unternehmen verhält.

$$\text{Ausschüttungsquote} = \frac{\text{Dividende}}{\text{DVFA-Ergebnis je Aktie}}$$

Zahlt ein Unternehmen beispielsweise 13 Euro Dividende bei einem Gewinn je Aktie von 20 Euro, so beträgt die Ausschüttungsquote 65 %. Mit anderen Worten: 65 % des Gewinns je Aktie wurden für die Zahlung der Dividende verwendet, 35 % verblieben im Unternehmen.

Die Bildung von Rücklagen durch einbehaltene Gewinne, wie sie auch der Gesetzgeber vorgesehen hat, ist freilich notwendig. Offene wie stille Reserven sind ein Puffer zum Ausgleich größerer Ertragschwankungen, die sonst stärker auf die Ausschüttungsfähigkeit, aber auch die Investitionskraft durchschlagen würden. Indem die Bildung von Rücklagen

das Eigenkapital vermehrt, trägt sie zudem zur Finanzierung des Unternehmenswachstums bei. Hohe Ausschüttungsquoten bei noch jungen Unternehmen können sogar gefährlich sein und an der Solidität des Finanzmanagements zweifeln lassen.

Um die Dividendenpolitik eines Unternehmens beurteilen zu können, muss man sich immer das Verhältnis zwischen dem gezeichneten Kapital und den bisher angesammelten ausgewiesenen Rücklagen anschauen. Eine Gesellschaft, deren Rücklagen bereits die Höhe des gezeichneten Kapitals erreicht haben, kann sich eher eine Ausschüttungsquote von 70 % erlauben als ein Unternehmen, bei dem die Rücklagen gerade 10 % des Aktienkapitals ausmachen.

Für den Anleger ist auch wissenswert, wie sich der Wert der Ausschüttung zum aktuellen Aktienkurs verhält. Hierüber gibt die Dividendenrendite Auskunft.

$$\text{Dividendenrendite} = \frac{\text{Dividende}}{\text{Aktienkurs}}$$

Da in der Dividende die Kursveränderung – als zweiter wichtiger Bestandteil der Aktienrendite – noch nicht enthalten ist, darf die Dividende aber nicht isoliert mit der Verzinsung z.B. festverzinslicher Wertpapiere verglichen werden.

Wenn neben der Dividende auch der Kursgewinn in die Beurteilung einer Aktie einfließt, gelangt man zur Ermittlung des Total Return. Er ist definiert als die Summe von Dividende und Kursgewinn (oder -verlust), dividiert durch den Aktienkurs am Beginn des betrachteten Zeitraums.

$$\text{Total Return} = \frac{\text{Dividende} + \text{Kursveränderung}}{\text{Anfangskurs}}$$

Die unterschiedliche steuerliche Behandlung von Dividenden und Kursgewinnen darf bei der Interpretation des Total Return nicht vernachlässigt werden. Letztere sind für den privaten Anleger nach Ablauf der so genannten Spekulationsfrist, die derzeit ein Jahr beträgt, steuerfrei. Für Anleger mit hohem Steuersatz ist daher – bei gleicher Gesamrendite – eine Aktie mit hohem Kursgewinn und niedriger Dividende attraktiver als eine Aktie mit wenig Kursgewinn und höherer Dividendenausschüttung.

▷ Gesamtkapitalrendite

Eine wichtige Relation für die ertragsorientierte Unternehmensbewertung ist die Kapitalrentabilität, auch Gesamtkapitalrendite genannt. Sie veranschaulicht die Ertragskraft des im Unternehmen während der Berichtsperiode investierten Eigen- und Fremdkapitals. Dabei schließt sie die Verschuldungskosten ein; sie setzt sich also aus der Eigenkapitalrendite und der Fremdkapitalverzinsung zusammen. Die Gesamtkapitalrendite hat den Vorteil, dass sie zumindest in ihrer weiten Fassung keinen Bezug auf branchentypische Bilanzstrukturen nimmt und daher zu den wenigen Kennziffern gehört, die auch einen Vergleich von Unternehmen unterschiedlicher Wirtschaftszweige erlauben.

Ertragsstarke Unternehmen weisen von Jahr zu Jahr Kapitalrenditen auf, die deutlich über dem Kapitalmarktzins liegen. Umgekehrt ist es ein schlechtes Zeichen, wenn diese Kennziffer unter dem Zinssatz für die aufgenommenen Kredite liegt.

$$\text{Gesamtkapitalrendite} = \frac{\text{Ergebnis} + \text{Zinsaufwand}}{\text{Bilanzsumme}}$$

Die Gesamtkapitalrendite umfasst hier auch die kurzfristigen Fremdmittel. Bezugsgröße sind damit alle Passiva, also die gesamte Bilanzsumme. Genau genommen müssten allerdings die im Jahresdurchschnitt zur Verfügung stehenden Mittel zugrunde gelegt werden. Eine näherungsweise Lösung ist es, den Mittelwert aus den Bilanzsummen der Abschlussstichtage zu Beginn und zum Ende des betrachteten Zeitraums zu bilden und zum (Brutto-)Ergebnis plus Zinsaufwand in Beziehung zu setzen.

▷ Eigenkapitalrendite

Bezieht man das – hier meist nach Steuern gerechnete – Ergebnis auf die Eigenmittel, die sich aus dem gezeichneten Kapital und den offenen Rücklagen zusammensetzen, so gelangt man zur Eigenkapitalrendite. Beim Eigenkapital sollte wieder ein Mittelwert aus den beiden Stichtagen zu Beginn und zum Ende des betrachteten Zeitraums verwendet werden, vor allem nach Kapitalerhöhungen während der Abschlussperiode.

Eine im Branchenvergleich überdurchschnittliche Eigenkapitalrendite resultiert nicht selten aus einer unterdurchschnittlichen Eigenkapitalausstattung. Die hohe Rentabilität des Eigenkapitals ist dann weniger ein Erfolgsnachweis als ein Zeichen für eine hohe und risikobehaftete Fremdfinanzierung. Bei stark steigenden

Kreditzinsen kann eine zu hohe Verschuldung u.U. das Unternehmensergebnis negativ beeinflussen.

$$\text{Eigenkapitalrendite} = \frac{\text{Ergebnis}}{\text{Eigenkapital}}$$

Die Eigenkapitalrendite sollte daher immer im Zusammenhang mit der Eigenkapitalquote gesehen werden. Eine hohe Eigenkapitalrendite bei guter Eigenkapitalquote zeigt, dass die hohe Verzinsung des Eigenkapitals durch eine gute Unternehmenspolitik und nicht etwa durch einen hohen Fremdmittelanteil erreicht wurde, der das Unternehmen krisenanfälliger machen würde.

▷ Umsatzrendite

Eine recht griffige Kennziffer ist die Umsatzrendite, bei der üblicherweise der Jahresüberschuss in Relation zum Umsatz gesetzt wird. Aber auch die Berechnung mit Hilfe des DVFA-Ergebnisses

$$\text{Umsatzrendite} = \frac{\text{Ergebnis}}{\text{Umsatzerlöse}}$$

ist möglich. Eine Umsatzrendite von 2,5 % – dies ist der Durchschnitt für deutsche Unternehmen – gibt an, dass von jedem umgesetzten Euro 2,5 Cent als Gewinn des Unternehmens übrig bleiben.

Im Gegensatz zur Eigenkapitalrendite ist die Umsatzrendite von individuellen Besonderheiten der Bilanzstruktur wie einem hohen oder niedrigen Fremdmittelanteil unabhängig; anders als die Gesamtkapitalrendite differiert sie von Branche zu Branche sehr stark. Eine relativ hohe Umsatzrendite hat die chemische Industrie, eine unterdurchschnittliche der Großhandel.

Verglichen mit dem Durchschnitt des jeweiligen Wirtschaftszweiges erlaubt die Umsatzrendite eine schnelle Einordnung der untersuchten Aktiengesellschaft unter den Wettbewerbern. Beträgt die durchschnittliche Umsatzrendite 3 %, dann kann ein Unternehmen mit einer Umsatzrendite von 3,4 % entweder höhere Preise durchsetzen als der Branchendurchschnitt, weil es bessere Produkte zu bieten hat, oder es produziert zu niedrigeren Kosten als die Konkurrenz.

▷ Cashflow und Kurs-Cashflow-Verhältnis

Inzwischen sehr gebräuchlich ist auch die Kennziffer Cashflow, deren wörtliche Übersetzung „Kassenfluss“ in die Irre führt, so dass auch im deutschen Sprachgebrauch der amerikanische Ausdruck beibehalten wird. Der Cashflow umfasst im Wesentlichen den Jahresüberschuss, die Abschreibungen auf Sach- und Finanzanlagen sowie die Erhöhung der langfristigen Rückstellungen. Als Absolutwert gibt er an, welcher Liquiditätsüberschuss nach Steuern aus der laufenden Geschäftstätigkeit entstanden ist. Der Cashflow spiegelt die Fähigkeit eines Unternehmens wider, die eigenen Aktionäre zu bedienen, Zukunftsvorsorge zu treffen und aus eigener Kraft Investitionen zu finanzieren.

Der Cashflow ist vor allem eine Hilfe gegen Fehlinterpretationen der Ertragsentwicklung. Das gilt immer dann, wenn sich Cashflow und Gewinn gegenläufig entwickeln. Ist das Jahresergebnis gesunken, der Cashflow hingegen gestiegen, so ist dies oft eine normale Folge größerer Investitionsschübe mit entsprechend steigendem Abschreibungsbedarf. Die positive Entwicklung des Cashflow zeigt, dass die Ertragskraft trotz des gesunkenen Gewinns keineswegs geschwächt ist, im Gegenteil: Erweisen sich die Investitionen als erfolgreich, wird die Ertragskraft des Unternehmens gesteigert.

Umgekehrt kann eine Zunahme des Jahresüberschusses oder des DVFA-Ergebnisses, die von einem nachgebenden Cashflow begleitet wird, einen Rückgang der Investitionen anzeigen, der niedrigere Abschreibungen nach sich gezogen hat. Sollte sich dies nicht als vorübergehende Erscheinung erweisen, handelt es sich um einen bedenklichen Befund: Die optisch positive Gewinnentwicklung geht auf Kosten der Unternehmenszukunft.

Es empfiehlt sich also immer, einen Blick auf die in den Abschlüssen ausgewiesenen Investitionen der letzten Jahre und auf die Investitionspläne zu werfen. Dabei geht es normalerweise vor allem um die Investitionen in Sachanlagen. Oft setzen Analysten auch die Sachanlagenzugänge in Beziehung zum Jahresumsatz (Investitionsquote).

Dividiert man den jährlichen Cashflow des Unternehmens durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien, so erhält man den Cashflow je Aktie. Analog zum Kurs-Gewinn-Verhältnis lässt sich auch eine Relation Aktienkurs zu Cashflow herstellen. Sie besagt, mit welchem Vielfachen ihres Cashflow eine Aktie an der Börse bewertet wird, ob eine Aktie also preiswert oder teuer ist. Das Kurs-Cashflow-Verhältnis wird in Ergänzung zum KGV herangezogen. Eine Aktie, die zum Beispiel nach dem KGV als angemessen

bewertet gilt, kann nach dem Kurs-Cashflow-Verhältnis – wenn dieses deutlich unter dem Marktdurchschnitt liegt – preiswert und damit kaufenswert sein.

$$\text{Kurs-Cashflow-Verhältnis} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Cashflow je Aktie}}$$

Für branchenübergreifende Vergleiche ist der Cashflow wenig geeignet, denn sein Umfang wird auch durch das stark branchenabhängige Gewicht des Anlagevermögens bestimmt. Ein Energieversorgungsunternehmen mit relativ hohem Anlagevermögen, etwa in Gestalt großer Kraftwerke, entwickelt z.B. regelmäßig einen weit größeren Abschreibungsbedarf als etwa eine Handelsgesellschaft und weist ein entsprechend niedrigeres Kurs-Cashflow-Verhältnis auf.

Der Barwert des freien Cashflow, einer leicht abgewandelten Form, ergibt im Übrigen den Shareholder-Value, der im Rahmen der Aktienbewertung immer mehr an Bedeutung gewinnt.



▷ Dynamischer Verschuldungsgrad

Kombiniert man den Cashflow mit anderen Kennziffern, kann dies weitere finanzanalytisch wertvolle Erkenntnisse vermitteln. Ein Beispiel hierfür ist der Verschuldungsgrad, der die Effektivverschuldung auf den Cashflow bezieht. Die Effektivverschuldung versteht sich dabei als Saldo aus den Gesamtverbindlichkeiten (einschließlich Pensionsrückstellungen) und dem monetären Umlaufvermögen, d.h. flüssigen Mitteln und kurzfristigen Forderungen eines Unternehmens.

$$\text{Dynamischer Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Effektivverschuldung}}{\text{Cashflow}}$$

Bei sehr ertragsstarken Unternehmen kann die Effektivverschuldung sogar negativ werden; umgekehrt ist sie bei ertragsschwachen Firmen sehr hoch. Das Verhältnis von Effektivverschuldung zum Cashflow gibt an, wie viele Jahre es hypothetisch dauern würde, die Effektivverschuldung des Unternehmens abzubauen.

▶ Besonderheiten bei Banken und Versicherungen

Generell gilt, dass die meisten Kennzahlen nur zum Vergleich von Unternehmen innerhalb einer Branche eingesetzt werden sollten, da zwischen den Branchen oft wesentliche Unterschiede bestehen, die sich wiederum auf Rentabilität, Verschuldung usw. der Unternehmen auswirken. Besonders deutlich wird dies am Beispiel von Banken sowie Versicherungen. Für die Jahresabschlüsse von Kreditinstituten und Versicherungen gelten besondere Vorschriften, weshalb sie nach Form und Inhalt grundlegend von den Bilanzen und Erfolgsrechnungen der Industrie- und Handelsunternehmen abweichen.

Kreditinstitute verdienen ihren Gewinn zu einem großen Teil durch das Leihen und Verleihen von Geld, was sich natürlich auch in der Bilanz ausdrückt. Da die umfangreichen Kundeneinlagen als Fremdkapital zu werten sind, haben Banken und Sparkassen grundsätzlich einen sehr hohen Verschuldungsgrad und eine entsprechend niedrige Eigenkapitalquote. Der Gesetzgeber verlangt von ihnen eine Eigenkapitalquote von mindestens 8 %. Aus den Gewinn- und Verlustrechnungen von Kreditinstituten kann zunächst nur das Teilbetriebsergebnis ermittelt werden. Es handelt sich hierbei um das Betriebsergebnis ohne den Eigenhandel der Banken. Von vielen Analysten wird das Teilbetriebsergebnis als der aussagefähigste Indikator

zur Ermittlung der nachhaltigen Ertragskraft angesehen, weil die Ergebnisse im Eigenhandel von der Börsensituation abhängen, also starken Schwankungen unterliegen.

$$\begin{aligned} & \text{Zinsüberschuss} \\ & \text{(Zinserträge minus Zinsaufwendungen)} \\ & + \text{Provisionsüberschuss} \\ & - \text{Verwaltungsaufwand} \\ & \quad \text{(Sach- plus Personalaufwand)} \\ & - \text{Abschreibungen auf das} \\ & \quad \text{Anlagevermögen} \\ & \hline & \text{Teilbetriebsergebnis} \\ & + \text{Eigenhandel} \\ & \hline & \text{Betriebsergebnis} \end{aligned}$$

Das Betriebsergebnis ist im Gegensatz zum Teilbetriebsergebnis nicht aus den Gewinn- und Verlustrechnungen zu ermitteln; es wird aber von einer Reihe börsennotierter Banken veröffentlicht. Ein Vergleich untereinander wird allerdings dadurch erschwert, dass der Eigenhandel (mit Wertpapieren, Gold und Devisen) von Institut zu Institut unterschiedlich interpretiert wird. Anders als beim DVFA-Ergebnis handelt es sich beim Teilbetriebs- wie beim Betriebsergebnis von Kreditinstituten um eine Bruttogröße (vor Steuern).

Analog zum Kurs-Gewinn-Verhältnis der Industrieaktien wird für Bankaktien das Verhältnis des Kurses zum Teilbetriebsergebnis ermittelt, um Vergleiche zwischen den verschiedenen Banktiteln vornehmen zu können.

$$\text{Kurs-Teilbetriebs-ergebnis-Verhältnis} = \frac{\text{Kurs der Bankaktien}}{\text{Teilbetriebs-ergebnis}}$$

Noch schwieriger ist die Bewertung von Unternehmen der Versicherungswirtschaft. Hier gibt es zahlreiche besondere Kennziffern, die Rückschlüsse auf die Bonität und Rentabilität des Versicherungsgeschäfts und seiner Sparten erlauben. So ist die Nettoschadensquote eine wichtige Kennziffer bei Kompositversicherern, die alle Versicherungszweige mit Ausnahme von Lebens- und Krankenversicherung betreiben. Hierbei werden die Aufwendungen für Versicherungsfälle den Versicherungsbeiträgen abzüglich der Abgaben an die Rückversicherer gegenübergestellt. Nach dem gleichen Schema lassen sich für alle Gruppen von Versicherern Betriebskostenquoten ermitteln.

Indes gibt es keine aussagefähige Kennziffer für die Gesamtrentabilität einer Versicherungsgesellschaft und ihres Vermögensanlagegeschäftes. Der geschäftliche Erfolg

hängt hier zu einem guten Teil vom richtigen Kostenmanagement, vor allem aber von einer geschickten Kapitalanlagepolitik ab. Im Übrigen ist daran zu erinnern, dass der Gesamtüberschuss einer Lebensversicherungsgesellschaft fast ganz den Versicherten und nur zu einem kleinen Teil den Aktionären zusteht.

Bei Versicherungen sind auch aktienrechtliche Besonderheiten zu beachten. Hierzu gehören teileingezahlte Aktien und vinkulierte, d.h. nur mit Genehmigung der Verwaltung des Unternehmens übertragbare Namensaktien.

► Unternehmensstrategien

Die Aktienanalyse umfasst mehr als die Analyse von Zahlen. Es geht auch darum, die Unternehmensstrategie zu erkennen und abzuschätzen, ob diese die langfristigen Entwicklungstrends berücksichtigt. Für das Gewesene gibt die Börse wenig, für sie zählt die Zukunft.

Hohe Aufwendungen für Forschung und Entwicklung bilden das Fundament für eine bessere Marktstellung des Unternehmens, obwohl sie kurzfristig das Ergebnis belasten können. Über die Anstrengungen eines Unternehmens auf diesem Sektor gibt der Geschäftsbericht Auskunft, aber auch einschlägige Berichte in den Wirtschafts- und Fachmedien können hier Aufschlüsse liefern.

Für die Börse zählt vor allem die Zukunft.

Die Investitionspläne des Unternehmens zeigen, in welchen Sektoren und Regionen das Unternehmen besondere Zukunftschancen sieht. Auslandsengagements kosten zunächst viel Geld, können sich später aber bei der Sicherung von Absatzmärkten auszahlen. Wenn das Unternehmen in Bereiche diversifiziert, die höhere Zuwachsraten versprechen als das ursprüngliche Betätigungsfeld, ist dies grundsätzlich positiv zu beurteilen. Zu bedenken bleibt aber, dass solche Bemühungen auch Risiken in sich bergen, weil in bis dahin unbekanntem Geschäftsfeldern operiert wird, in denen das Unternehmen keine Erfahrungen hat. Um alle Fragen nach der Bewertung eines Unternehmens zu beantworten, reicht es nicht aus, einmal im Jahr den Geschäftsbericht eines Unternehmens zur Hand zu nehmen. Es empfiehlt sich, regelmäßig die Wirtschaftsberichterstattung in den

Medien zu verfolgen und auch die Unternehmensberichte der Konkurrenz mit heranzuziehen. Für die richtige Einschätzung der genannten Faktoren sind außerdem Erfahrung und Intuition gefragt, durch die sich gute Analysten auszeichnen.

Immer ausführlicher werden die Informationen, die über das Internet verbreitet werden. Kein anderes Medium eignet sich so gut dazu, einem breiten Publikum schnell Informationen zur Verfügung zu stellen. Die Internet-Seiten des Deutschen Aktieninstituts www.dai.de bieten eine Vielzahl von Links zu börsennotierten Unternehmen, Nachrichtendiensten, Börsenbriefen, Banken, Börsen und sonstigen Institutionen.

Im Internet ist jedoch besondere Vorsicht geboten: Die Einfachheit des Mediums wird hin und wieder dazu benutzt, gezielt falsche Nachrichten zu veröffentlichen, die den Kurs einer Aktie in die vom „Erfinder“ der Nachricht gewünschte Richtung bewegen sollen.

► Eigenkapitalmanagement

Zur fundamentalen Bewertung einzelner Aktien kann auch das Eigenkapitalmanagement des Unternehmens herangezogen werden. Eine besondere Rolle spielt in diesem Zusammenhang der Rückkauf eigener Aktien, der von den Unternehmen zunehmend genutzt wird. Meist hat bereits

die Ankündigung eines Aktienrückkaufs positive Wirkungen auf den Kurs, da die Aktionäre aufgrund der zusätzlichen Nachfrage aus dem Unternehmen mit einer Verknappung des Angebots rechnen. Der Aktienrückkauf wirkt daher wie eine Gewinnausschüttung, bei der der Aktionär die Wahl zwischen der Realisierung dieses Gewinns und der Wertsteigerung seiner Aktien hat. Gleichzeitig kann ein Aktienrückkauf auch Signale für die zukünftige Entwicklung des Unternehmens setzen, da er hilft, überschüssige und wenig rentierliche Liquidität im Unternehmen abzubauen und Geld in den Kapitalmarkt zurückfließen zu lassen.

Eine besondere Bedeutung für die Kursentwicklung einer Aktie hat auch die Einführung von Aktienoptionsplänen und Mitarbeiterbeteiligungsprogrammen, da der Markt sich hiervon eine stärkere

Ausrichtung der Unternehmenspolitik am Shareholder-Value, dem Ertrag des Aktionärs, erwartet. Steigende Erwartungen an den Unternehmensertrag drücken sich in Kurssteigerungen der Aktie aus.

Keine dauerhaften Auswirkungen auf den Aktienkurs hat dagegen eine Umstellung von Nennwert- auf Stückaktien. Mit dem Verzicht auf den Nennwert ändert sich weder die Situation der Aktionäre noch die der Gläubiger des Unternehmens, da Aktienstückelung und Haftungskapital durch die Änderung unberührt bleiben. Nutzt das Unternehmen die Umstellung auf die Stückaktie oder die Ein-Euro-Aktie allerdings zur Einführung einer kleineren Aktienstückelung, kann dies ähnliche Effekte hervorrufen wie eine Herabsetzung des Aktiennennwerts: Die einzelne Aktie wird leichter und damit besser handelbar, wodurch der Kurs tendenziell steigt. ■



Technische Analyse des Aktienmarktes

■ Während die Fundamentalanalyse für die Frage herangezogen werden sollte, ob eine Aktie grundsätzlich kaufenswert ist, dient die technische Aktienanalyse vor allem der Bestimmung des richtigen Zeitpunkts für den Kauf oder Verkauf von Aktien. Zur Auswahl der für eine langfristige Kapitalanlage geeigneten Aktien (Stock-picking) eignet sie sich in der Regel nicht.

Den Grundstein der technischen Analyse legte Charles Dow, der Gründer des „Wall Street Journal“. Dow fand heraus, dass Hausse- und Baissebewegungen immer auf ähnliche Weise verlaufen.

Für das richtige Timing kommt es zunächst darauf an, den Gesamttrend des Marktes zu ermitteln und festzustellen,

ob sich die Börse in einer Phase hoher oder niedriger Kurse befindet. „Wo stehen wir im Börsenzyklus?“ lautet daher die erste Frage. Da enge Zusammenhänge zwischen Kurs- und Konjunkturverlauf bestehen, gibt auch der Konjunkturzyklus Auskunft über den Stand des Börsenzyklus. Dies kann jedoch nur eine grobe Standortbestimmung sein.

Bei der Betrachtung des Börsenzyklus wird nach so genannten Formationen gesucht, die die Darstellung des Indexverlaufes bildet, um daraus Rückschlüsse auf die künftige Kursentwicklung zu ziehen. Dies geschieht aus der Erkenntnis heraus, dass bestimmte Kursbilder typisch für eine Fortsetzung oder für eine Umkehr des bisherigen Kurstrends sind.

Graphik 2

Kursverlauf des Deutschen Aktienindex (DAX)



Die Bezeichnung Chartanalyse leitet sich vom englischen Wort „chart“ ab, welches ursprünglich eine Seekarte bezeichnete und heute allgemein mit Schaubild übersetzt wird. Charts sind grafische Darstellungen von Kursen und Indizes. Sie sind so aufgebaut, dass auf der horizontalen Achse der Zeitablauf und auf der senkrechten Achse die Kurshöhe angegeben wird.

Anwendungsbereiche der Chartanalyse sind nicht nur die Aktien-, sondern auch die Renten-, Devisen- und Rohstoffmärkte. Charts können sich sowohl auf einzelne Werte als auch auf den Gesamtmarkt, d.h. einen Gesamt- oder Branchenindex, beziehen.

Neben der Chartanalyse besteht die technische Analyse aus der Berechnung und Interpretation von Indikatoren auf der Basis von Vergangenheitsdaten, die Rückschlüsse auf die bevorstehende Kurs- oder Indexentwicklung geben sollen.

Nicht immer sind Chartformationen oder technische Indikatoren so klar, dass sie eine eindeutige Interpretation ermöglichen. Das Problem der technischen Analyse liegt daher in der richtigen Anwendung ihrer Instrumente. Sie setzt Erfahrung, Kombinationsgabe und umfassende Kenntnisse sowie die Anwendung ergänzender oder alternativer Methoden voraus.

► Trendbestimmung

Die nachfolgend dargestellten Methoden werden eingesetzt, um einen Trend zu erkennen, also die grundsätzliche Richtung, in die sich der Kurs einer einzelnen Aktie oder ein Aktienindex entwickelt.

► Analyse der Indexkurve

Indexkurven weisen scheinbar zufällige Zacken auf, welche kurzfristige Kurschwankungen um einen Primärtrend darstellen. Um den Primärtrend zu ermitteln, welcher sich als Auf- oder Abwärtstrend herausstellen kann, müssen die Schwankungen eliminiert werden.

Ein Aufwärtstrend gilt als intakt, solange jeder Höchststand eines Kurses über dem vorangegangenen Höchststand liegt. Umgekehrt bleibt es bei einem Abwärtstrend, wenn jeder Tiefpunkt den vorangegangenen Tiefpunkt unterschreitet.

► Kursgewinner-Kursverlierer-Verhältnis

Ergänzend zur Indexkurve kann das Kursgewinner-Kursverlierer-Verhältnis herangezogen werden. Hierfür werden Tag für Tag die Zahl der Aktien mit gestiegenen und die Zahl der Aktien mit gesunkenen Kursen festgestellt. Aus der Differenz der beiden Zahlen wird eine Zeitreihe gebildet, indem täglich der aktuelle Wert zu dem des Vortags addiert wird. Überwiegt die Zahl der gefallen Kurse, ist die Differenz vom Vortagswert abzuziehen. Die entstehende Kurve wird auch Advance-Dcline-Linie genannt.

Eine sinkende Advance-Dcline-Linie signalisiert, dass die Zahl der Aktien mit Kursgewinnen abnimmt, eine steigende Linie zeigt, dass die Zahl der Titel, die im Kurs steigen, zunimmt. Bewegt sich die Advance-Dcline-Kurve parallel zum

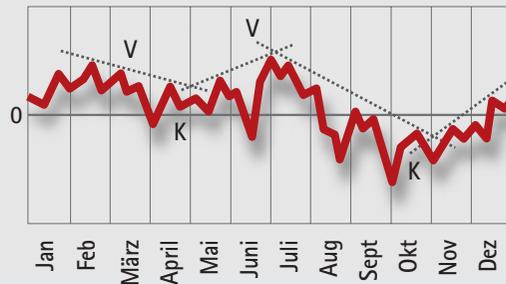
Graphik 3

Dow-Theorie



Graphik 4

Advance-Decline-Linie



Index, bestätigt sie den Aufwärts- oder Abwärtstrend. Steigt der Index, während die Advance-Decline-Linie bereits fällt, ist Gefahr im Verzug, denn der Kursaufschwung verliert an Kraft, weil er von immer weniger Werten getragen wird.

Stimmt die Richtung der Advance-Decline-Linie nicht mit der Indexbewegung überein, sollte man sich nach der Advance-Decline-Linie richten.

► Gleitende Durchschnitte

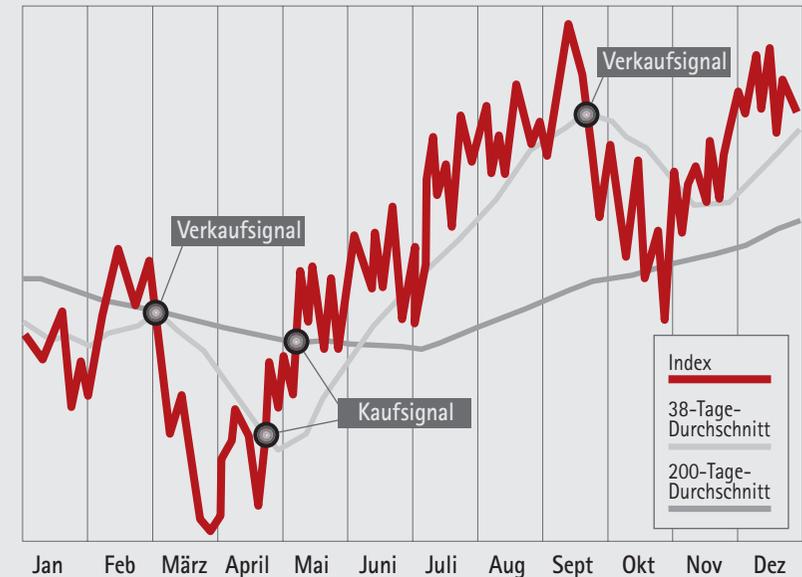
Die Bildung gleitender Durchschnitte ist eine Methode, um die nicht aussagekräftigen Tagesschwankungen von Kursen einzelner Aktien oder Indizes auszuschalten. Am häufigsten verwendet werden gleitende Durchschnitte für 200 Börsentage, aber auch für 100, 80 oder nur 38 Tage.

Beim gleitenden Durchschnitt für 200 Tage wird für jeden Börsentag ein Durchschnittswert aus den letzten 200 Börsentagen gebildet (den aktuellen Tageskurs eingeschlossen). An jedem folgenden Börsentag wird der älteste Kurs weggelassen, der aktuelle Tageskurs kommt hinzu, daher die Bezeichnung gleitender Durchschnitt. Entsprechend werden die anderen gleitenden Durchschnitte mit der entsprechenden Zahl von Kursdaten ermittelt.

Anschließend wird der Index- oder Kursverlauf mit der Kurve der gleitenden Durchschnitte verglichen. Schneidet die Kurslinie die Linie der gleitenden Durchschnitte von unten nach oben, wird dies als Kaufsignal gedeutet. Sinkt der Kurs unter die Durchschnittsline, ist dies häufig ein Verkaufssignal.

Graphik 5

Aktienindex und gleitende Durchschnitte

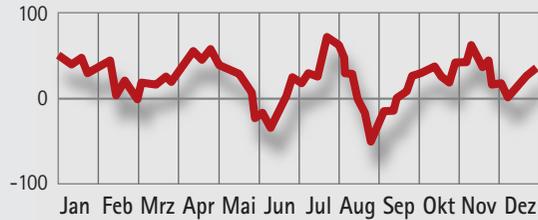


Die Gefahr von Fehlsignalen ist um so größer, je geringer die Zahl der Werte ist, die in den gleitenden Durchschnitt eingehen. Oder anders formuliert: Die 200-Tage-Linie ist im Hinblick auf den langfristigen Trend aussagekräftiger als die 38 Tage-Linie. Andererseits kann die 200-Tage-Linie auf plötzliche Veränderungen des Kursniveaus nur sehr träge reagieren. Das beschriebene Basismodell lässt sich auf verschiedene Art verfeinern. So kann

man die jeweilige prozentuale Abweichung eines Kurses vom gleitenden Durchschnitt berechnen, wodurch man eine neue Formation mit dem gleitenden Durchschnitt als Null-Linie erhält. Die Abweichungskurve wird Oszillator genannt. Bewegt sie sich im positiven Bereich oberhalb der Null-Linie, kann dies für Kaufentscheidungen sprechen; demgegenüber bildet der negative Bereich die so genannte Verkaufszone.

Graphik 6

Oszillator



Im Schnittpunkt von Kursverlauf und gleitendem Durchschnitt schneidet auch der Oszillator die Null-Linie.

Verringert sich der Abstand des Oszillators zur Null-Linie, kann dies ein Warnsignal für eine dauerhafte Abwärtsbewegung sein. Auf der anderen Seite hat man festgestellt: Entfernt sich ein Oszillator sehr stark von der Null-Linie, sind zumindest kurzfristige technische Reaktionen zu erwarten. Ein Oszillator weit oberhalb der Nullgeraden weist auf überkaufte Märkte, einer weit darunter auf überverkaufte Märkte hin.

► Trendkanäle

Kauf- und Verkaufssignale versucht man auch mit Hilfe so genannter Trendkanäle zu erhalten. Dabei wird durch die Tiefpunkte einer Kurskurve eine Gerade gezogen; dasselbe geschieht mit den höchsten Punkten. Wenn beide Geraden in etwa parallel verlaufen, bilden sie

einen Trendkanal. Solange sich die Kurskurve innerhalb der beiden Geraden bewegt, ist keine Richtungsänderung des Trends zu erwarten. Ausbrüche aus einem Aufwärtskanal nach oben werden als Signale für einen verstärkten Aufwärtstrend, aus einem Abwärtskanal nach unten als Signal für einen verstärkten Abwärtstrend verstanden. Ausbrüche aus einem Aufwärtskanal nach unten oder aus einem Abwärtskanal nach oben können auf eine Trendumkehr hinweisen.

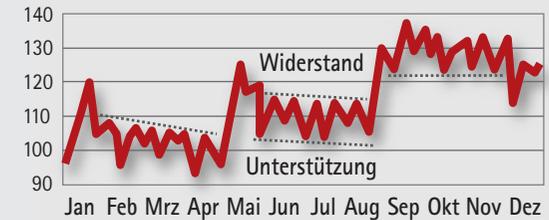
► Widerstand und Unterstützung

Wichtige Begriffe in der Chartanalyse sind die Widerstands- und Unterstützungslinien, die sich im Bereich früherer Höchst- und Tiefsturse bilden.

Viele Marktteilnehmer, die einmal zu Höchstkursen eingestiegen sind, verkaufen, sobald die Kurse das alte Niveau

Graphik 7

Widerstands- und Unterstützungslinien



erreicht haben. Deshalb entsteht zu diesen Kursen immer wieder ein erhöhtes Angebot, so dass die Börse mehrere Anläufe benötigt, um dieses Niveau zu überschreiten. Man spricht hier von einer Widerstandslinie, die einem Kursaufschwung zunächst entgegensteht.

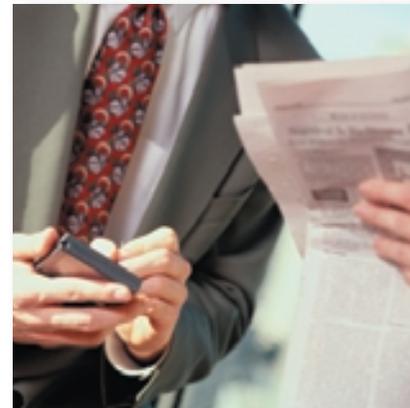
Wenn die Kurse auf einen früheren Tiefpunkt gesunken sind, glauben andererseits viele Börsianer, dass nun der Boden erreicht sei. Es kommt an diesen Punkten

zu nachlassender Verkaufsbereitschaft bzw. zu wieder einsetzender Nachfrage, so dass sich eine Unterstützungslinie bildet, die einen weiteren Kursrückgang zumindest zeitweise verhindert.

► Chartformationen

Bei gleitenden Durchschnitten und Indexkurven handelt es sich um so genannte Liniencharts. Sehr verbreitet ist auch die Anwendung von Balkencharts. Diese erhält man, indem man tägliche, wöchentliche, monatliche oder jährliche Höchst- und Tiefsturse durch senkrechte Striche bzw. Balken dokumentiert.

Diese Darstellung wird durch Einzeichnen der täglichen Börsenumsätze sinnvoll ergänzt. Eine parallele Entwicklung von Kursen und Umsätzen deutet auf eine Fortsetzung der bisherigen Entwicklung hin. Eine gegenläufige Entwicklung, d.h. steigende Umsätze bei fallenden Kursen oder fallende Umsätze bei steigenden



Kursen, kann hingegen eine bevorstehende Trendumkehr andeuten.

Zur Interpretation der Charts werden geometrische Figuren wie Rechtecke und Dreiecke und andere grafische Figuren wie Wimpel, Keile und Kopf-Schulter-Formationen verwandt. Dabei unterscheidet man Formationen, die den bisherigen Trend bestätigen, von Trendumkehrformationen, die eine Änderung des bisher vorherrschenden Trends signalisieren.

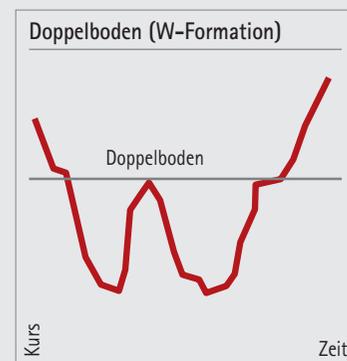
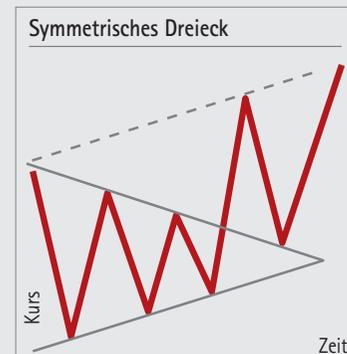
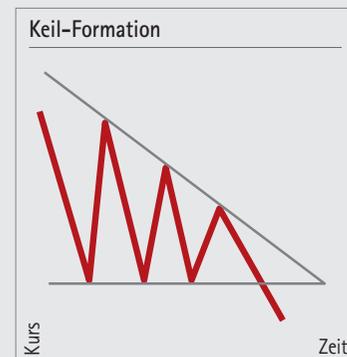
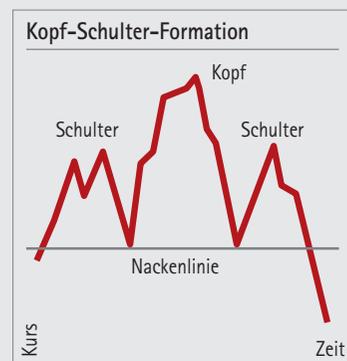
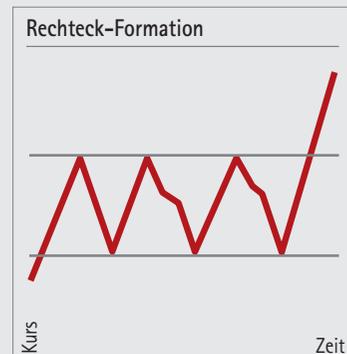
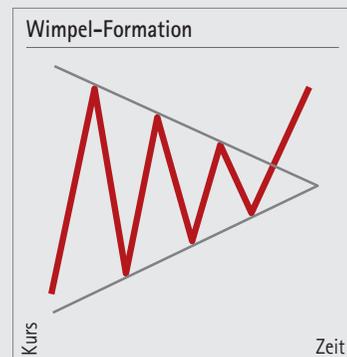
Zu den trendbestätigenden Formationen gehören Wimpel. Sie bilden sich meist nach einem starken Kursanstieg oder -rückgang bei gleichzeitig hohen Umsätzen. Dabei wird der eigentliche Trend zunächst von einer gegenläufigen Kursbewegung unterbrochen, während sich die Kursschwankungen kontinuierlich vermindern.

Rechtecke und Dreiecke können sowohl einen Trend bestätigen wie auch eine Trendumkehr anzeigen. Beim Rechteck stellt die untere Begrenzung eine Unterstützungslinie, die obere eine Widerstandslinie dar. Erst nach einem Ausbruch nach oben oder unten lässt sich sagen, ob es sich um eine Trendumkehr- oder Trendbestätigungsformation handelte.

Eine eindeutige Trendumkehrformation ist die Kopf-Schulter-Formation, die sich am Ende einer Baisse und einer Hausse

Graphik 8

Chartformationen



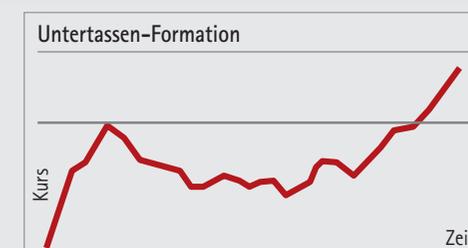
bilden kann. Varianten davon sind die M- und W-Formationen, bei denen sich ein Doppelboden oder eine Doppelspitze ausbildet.

Eine Kopf-Schulter-Formation ist vergleichsweise leicht zu erkennen. Charakteristisch ist, dass die Umsätze während der Ausbildung der ersten Schulter einen Höhepunkt erreichen und bei der Ausbildung des Kopfes sowie der zweiten Schulter jeweils zurückgehen. Die Ausformung einer Kopf-Schulter-Formation kann zwei bis sechs Monate dauern.

► Technische Einzelanalyse

Die oben beschriebenen Methoden der Analyse des Kursverlaufs, der gleitenden Durchschnitte, der Widerstands- und Unterstützungslinien und auch der verschiedenen Chartformationen lassen sich auf eine Einzelaktie ebenso anwenden

Graphik 9



wie auf den Gesamtmarkt. Die Kursentwicklung einer Aktie weicht dabei oft nicht unerheblich von der des Gesamtmarktes ab. Andere Formen der technischen Analyse wie die Advance-Decline-Linie lassen sich nur auf den Gesamtmarkt anwenden.

Darüber hinaus gibt es Methoden, die nur für eine einzelne Aktie gelten. Hierzu zählen die Volatilität und der Beta-Faktor, welche der modernen technischen Analyse zugerechnet werden.

Unter Volatilität versteht man die Schwankungsbreite eines Aktienkurses. Aktien mit einer hohen Volatilität weisen hohe Kursausschläge auf, Aktien mit einer geringen Volatilität entsprechend schwache Kursreaktionen. Bei Aktien mit hoher Volatilität, bei denen es sich häufig um marktenge Werte handelt, ist die Frage des richtigen Timings der Kauf- oder Verkaufsentscheidung von besonderer Bedeutung.

Die Volatilität wird in Prozent gemessen und kann den Kursteilen vieler Zeitschriften entnommen werden. Eine Hilfe für die Interpretation dieser Größe bietet die „Zwei-Drittel-Regel“: Hat eine Aktie eine erwartete Rendite von 15 % und eine Volatilität von 10 %, so liegt die tatsächliche Rendite mit einer Wahr-

rscheinlichkeit von zwei Dritteln zwischen 5 % (15 % Rendite – 10 % Volatilität) und 25 % (15 % Rendite + 10 % Volatilität).

Der Beta-Faktor gibt Auskunft über die Rendite einer einzelnen Aktie im Vergleich zur Rendite des Gesamtmarktes. Er ist ein Maß für die Renditeschwankung einer Aktie im Marktzusammenhang, d.h. für das so genannte systematische Risiko der Aktienanlage.

Volatile Aktien erfordern gutes Timing.

Ein Beta-Faktor von 1 bedeutet, dass die Aktie bisher genau so stark wie der Gesamtmarkt gestiegen oder gefallen ist. Ist der Beta-Faktor größer als 1, steigt oder fällt die Aktie stärker als der am Index gemessene Gesamtmarkt. Ein Beta-Faktor von weniger als 1 signalisiert, dass die Aktie weniger stark als der Gesamtmarkt schwankt. Ein Beta-Faktor von 1,2 bedeutet, dass der Kurs der Aktie bei einem allgemeinen Kursanstieg von angenommen 20 % vermutlich um 24 % ($1,2 \times 20 \%$) steigt. Umgekehrt wird der Kurs der Aktie bei einem Rückgang des Index von 20 % voraussichtlich um 24 % nachgeben. ■

Anlagestrategien

Die Analyse- und Prognosemodelle können noch so ausgereift sein, es wird niemals gelingen, immer genau die richtige Aktie auszuwählen; das Stockpicking hat erfahrungsgemäß seine Grenzen. Schon aus diesem Grund sollten Chancen und Risiken auf unterschiedliche Aktien verteilt werden.

► Risikostreuung

Bei der Aktienanlage kann zwischen systematischen und unsystematischen Risiken unterschieden werden. Während das systematische Risiko der Anlageform Aktie „an sich“, welches sich beispielsweise in den Schwankungen des Index ausdrückt, vom Anleger in jedem Fall getragen werden muss, kann das

unsystematische Risiko, das dem individuellen Unternehmensrisiko entspricht, durch die Aufnahme verschiedener Aktien in ein Depot praktisch auf Null reduziert werden. Die Schwankungen im Kurs der einen Aktie können dann durch die Schwankungen des Kurses anderer Aktien zumindest teilweise ausgeglichen werden. Was auf Dauer und im Durchschnitt wirksam bleibt, ist der langfristig aufwärts gerichtete Trend der Aktienkurse.

Die Rendite eines gemischten Aktiendepots entspricht dem Mittelwert der Renditen der einzelnen Aktien im Depot. Demgegenüber liegt das Risiko eines Aktiendepots im Normalfall weit unter dem durchschnittlichen Risiko der in ihm enthaltenen Aktien. Durch die bewusste und gezielte



Streuung kann daher das Risiko sehr stark vermindert werden, und zwar ohne die Rendite wesentlich zu beeinträchtigen.

Eine Risikostreuung ist auf verschiedene Arten zu erreichen. Zum einen kann man mit mathematischen Methoden versuchen, die Depotstruktur zu optimieren. Viel einfacher und für den Privatanleger sehr effizient anzuwenden sind jedoch die folgenden Faustregeln:

- ▶ Das Aktiendepot sollte Werte aus unterschiedlichen Branchen enthalten.
- ▶ Fünf bis acht Aktien verschiedener Unternehmen sind die Mindestzahl.
- ▶ Es können Nebenwerte beigemischt werden; dann erhöht sich die Mindestzahl der Aktien auf acht bis zehn.
- ▶ Spekulative Aktien werden mit solchen Aktien zusammengefasst, die eine hohe Dividendenrendite abwerfen.
- ▶ Der Aktienmix kann Titel mit einem engeren und solche mit einem breiteren Markt enthalten.

Die notwendige Risikostreuung darf jedoch nicht so weit gehen, dass das Depot unübersichtlich und der Überwachungsaufwand für den Privatanleger zu groß wird. Bei mehr als zwölf Werten kann dies erfahrungsgemäß leicht passieren. Ziel ist es, das unsystematische Risiko zu minimieren, nicht aber, möglichst viele verschiedene Aktien zu besitzen.

▶ Andere Anlageformen berücksichtigen

Ein privates Vermögen sollte nicht nur aus Aktien bestehen. Zwar ist die Aktie langfristig gesehen eine sehr rentable Anlageform, doch muss kurzfristig immer mit Kursschwankungen gerechnet werden. Ein kluger Investor hat deshalb stets auch einen gewissen Anteil festverzinslicher Wertpapiere oder Termingeld im Depot, auf die er bei plötzlichem Geldbedarf zurückgreifen kann.

Durch die Beimischung von festverzinslichen Wertpapieren kann das Risiko des Gesamtdepots unter das systematische Risiko der Aktienanlage gesenkt werden. Allerdings wird dann auch die zu erwartende Rendite (als Mittelwert zwischen den Aktienrenditen und den im Regelfall etwas niedrigeren Zinserträgen) geringer ausfallen.

Neben Aktien und Festverzinslichen gehören auch einige Versicherungen in ein klug aufgebautes Vermögen. Dies gilt insbesondere für eine Erwerbsunfähigkeitsversicherung, um das Risiko der eigenen Erwerbsunfähigkeit abzudecken, und für eine Lebensversicherung, wenn Hinterbliebene (Ehepartner und Kinder) abzusichern sind.

▶ Aufträge limitieren

Mit einer limitierten Kauforder legt der Anleger fest, dass der Kaufauftrag nicht zu einem höheren als dem vorher angegebenen Kurs ausgeführt werden darf (Höchstkurs). Auf diese Weise verhindert der Anleger, dass er die Aktie teurer kaufen muss, als er eigentlich wollte. Bei einem Verkaufsauftrag sorgt ein Kurslimit dafür, dass bei der Veräußerung ein vorher festgelegter Kurs nicht unterschritten wird (Mindestkurs). Gibt der Anleger kein Limit an, werden Kauforders „billigst“ und Verkaufsaufträge „bestens“ ausgeführt, was bedeutet, dass die fraglichen Aktien zum nächstmöglichen Kurs ge- bzw. verkauft werden.



Zu berücksichtigen ist, dass der Kurs bei plötzlich steigender Nachfrage nach einem bestimmten Papier innerhalb kürzester Zeit über das Kauflimit steigen kann, der Kaufauftrag also nicht zur Ausführung kommt. Wer im wahrsten Sinne des Wortes „um jeden Preis“ kaufen oder verkaufen will, sollte daher nicht limitieren. Insbesondere bei Aktien mit einer hohen Volatilität ist eine Limitierung dennoch dringend zu empfehlen. Auch ist grundsätzlich den „heißen Tipps“ mancher Börsendienste gegenüber Vorsicht angebracht. Im Zweifel ist es ratsam, noch eine zweite oder dritte Meinung zu einer marktengen Aktie einzuholen.

Limitkurse sind im Allgemeinen bis zum Ende (Ultimo) des Monats gültig, in dem die Order gegeben wurde. Danach muss der Limitierungsauftrag erneuert werden. Die Banken erheben in der Regel eine besondere Limitgebühr.

Der Limitierungsauftrag kann auch als Stop-Loss-Order oder als Stop-Buy-Order gegeben werden. Stop-Loss-Orders sind Verkaufsaufträge, die „bestens“ ausgeführt werden, wenn ein bestimmter Kurs unterschritten wird. Sie werden bei wichtigen Kursmarken in den Markt gegeben, deren Unterschreiten den Charttechnikern weitere Einbußen signalisiert. Durch eine solche Order können Gewinne abgesichert oder Verluste auf

ein vorher festgesetztes Maß beschränkt werden. Liegt eine Stop-Loss-Order bei 150 und fällt der Kurs der Aktie auf 149, verkauft die Bank die Aktie „bestens“, also ohne Limit. Wenn die Kurse sehr schnell sinken, kann es jedoch sein, dass der Titel z.B. erst bei 140 verkauft werden kann.

Eine Stop-Buy-Order kommt als Billigst-Order automatisch zur Ausführung, wenn ein bestimmter Kurs überschritten wird. Auf diese Weise kann der Anleger sicher sein, bei einem unerwarteten Kursanstieg mit dabei zu sein. Stop-Buy-Orders werden z.B. bei wichtigen Widerstandslinien nach oben in den Markt gegeben.

► Teilgewinne realisieren

Bei sich positiv entwickelnden Aktienmärkten mit fortbestehendem Aufwärtstrend kann es sich rentieren, einen Teil der Gewinne aus billig gekauften Aktien zu realisieren. Der Rest der Aktien wird behalten, um an weiteren möglichen Kurssteigerungen teilzunehmen. Das aus dem Verkauf realisierte Kapital kann dann in andere Aktien mit mutmaßlich höherem Kurspotenzial investiert werden. Dabei ist immer zu beachten, dass realisierte Kursgewinne versteuert werden müssen, sofern die Haltedauer unter der Spekulationsfrist von einem Jahr lag.

Die Realisierung von Teilgewinnen trägt dazu bei, eine ausgewogene Streuung des Aktiendepots zu erhalten. Sehr stark gestiegene Aktien nehmen naturgemäß einen höheren Anteil im Depot ein als zurückgebliebene Aktien. Wird dies nicht durch vorsichtige Umschichtungen ausgeglichen, konzentriert sich das Risiko letztlich doch wieder auf einige wenige Werte.

► Kreditkäufe vermeiden

Mit einem Aktienkauf auf Kredit, bei dem die erworbenen Aktien dem finanzierenden Kreditinstitut gleichzeitig als Sicherheit dienen können, kann eine Hebelwirkung auf den Gewinn erzielt werden.

Dies ist allerdings nur dann der Fall, wenn durch die erzielten Kurssteigerungen die Kreditkosten beglichen werden können und darüber hinaus noch Gewinn verbleibt. Wenn die Kurse unerwartet fallen, geht die Rechnung nicht auf. Sobald durch den Kursverfall der Aktien die ursprüngliche Deckung mit Eigenkapital nicht mehr gegeben ist, müssen Sicherheiten nachgeschossen und im Extremfall Aktien zwangsliquidiert werden – und zwar zu ungünstigen Kursen. Privatanlegern ist daher von kreditfinanzierten Aktienkäufen grundsätzlich abzuraten.

► Preise und Gebühren beachten

Es ist selbstverständlich, dass jede Dienstleistung eine leistungsgerechte Vergütung erfordert. Für jeden Kauf oder Verkauf einer Aktie stellen Banken und Sparkassen daher i.d.R. eine Provision von einem Prozent des Kurswertes in Rechnung. Daneben fallen meistens einige Euro Spesen (für Porto etc.) an. Zusätzlich erhält der Kursmakler an der Börse eine Maklercourtage von 0,08 Prozent des Kurswertes (0,04 Prozent bei DAX-Aktien) bzw. mindestens 0,75 Euro.

Diese Preisgestaltung ist bei den meisten Banken gleich. Von Bank zu Bank unterschiedlich ist allerdings die Höhe der verlangten Mindestgebühr je Wertpapierauftrag. Sie schwankt zwischen 10 und 25 Euro. Damit die Grundgebühr von einem Prozent zum Tragen kommt, muss der Anlagebetrag mindestens das Hundertfache der Grundgebühr betragen. Bei einer Mindestgebühr von z.B. 15 Euro sollte der einzelne Kauf- oder Verkaufsauftrag mindestens 1.500 Euro betragen, bei 25 Euro Mindestgebühr 2.500 Euro. Dies entspricht jeweils einem Prozent der Anlagesumme. Natürlich kann ein Anleger auch kleinere Kauf- oder Verkaufsaufträge erteilen. Dann zahlt er aber im Verhältnis zum Anlagebetrag eine zu hohe Gebühr.



Neben den Transaktionskosten beim Kauf oder Verkauf von Aktien sind auch die Depotgebühren zu beachten. Hier gibt es keine einheitliche Preisgestaltung, so dass jeder Anleger die Gebührenordnungen der Banken selbst vergleichen sollte.

Oftmals wird die Stärke der Handelsaktivität des Anlegers den Ausschlag geben, zu welcher Bank er mit seinem Depot geht. Wer seine Aktien nur selten umschichtet, ist eher an niedrigen Depotkosten interessiert. Wer häufig Aktien verkauft und den Verkaufserlös in andere Aktien investiert, sollte hingegen vor allem auf niedrige Transaktionskosten achten.

In gewissem Umfang kann somit jeder Anleger die Höhe seiner Gebühren selbst beeinflussen. Das gilt um so mehr, wenn die Aktienkäufe und -verkäufe über einen Discount-Broker abgewickelt werden. Discount-Broker verlangen im Regelfall deutlich niedrigere Preise als Banken und Sparkassen, wobei der Anleger jedoch keine Anlageberatung erhält oder diese zusätzlich bezahlen muss. ■

Die Börse

■ Grundsätzlich sind zwei Arten von Börsengeschäften zu unterscheiden. Beim Kassahandel werden die ge- oder verkauften Wertpapiere sofort geliefert. Auch der Kaufpreis ist sofort zu entrichten. In Deutschland erfolgen Zahlung und Lieferung im Kassahandel Zug um Zug zwei Tage nach Abschluss des Geschäfts. Die deutschen Börsen sind damit international führend in der Abwicklung der Geschäfte.

Beim Terminhandel erfolgen die Zahlung des Kaufpreises und die Lieferung der Wertpapiere zu einem späteren Termin,

welcher ebenso wie Menge und Kurs der Wertpapiere aber bereits zum Zeitpunkt des Geschäftsabschlusses festliegt.

Beide Handelsformen weisen einige technische Besonderheiten auf. Das Wissen um die besonderen Usancen und Möglichkeiten bei Kassa- und Terminhandel kann auch für den privaten Anleger nützlich sein.

Die Grundlagen des Börsenhandels wurden bereits in der Broschüre „Alles über Aktien“ des Deutschen Aktieninstituts behandelt. Deshalb soll hier nur auf einige ergänzende Besonderheiten hingewiesen werden.



► Kassahandel

Der Kassahandel ist das an den deutschen Wertpapierbörsen übliche Geschäft. Die hohen Umsätze in den meisten Standardaktien gewährleisten dem privaten Anleger jederzeit eine hohe Liquidität seiner Aktienanlage.

Der Aktienkäufer kann nicht persönlich bei einer der Wertpapierbörsen erscheinen, um seine Käufe zu tätigen. Er beauftragt stattdessen eine Bank oder Sparkasse, bei der er ein Wertpapierdepot unterhält, auf seine Rechnung Aktien zu kaufen. Die Bank gibt diesen Auftrag weiter an die Börse, wo er während der Börsensitzung ausgeführt wird.

In den letzten Jahren wurde die Möglichkeit, Aktien sehr bequem via Internet zu ordern, immer beliebter. Auch die „Internet-Aktionäre“ handeln aber nicht direkt an der Börse, sondern erteilen ihrer Bank den Auftrag auf elektronischem Wege. Die Bank oder Sparkasse leitet den Auftrag dann an die Börse weiter, nachdem sie geprüft hat, ob der Käufer die gewünschten Aktien bezahlen kann bzw. der Verkäufer sie im Depot hat, also „lieferfähig“ ist. Diese Prüfung dient dem Schutz aller Anleger und ist für einen geordneten Börsenhandel unbedingt notwendig.

Bei Aktien, deren Kurs im Tagesverlauf stark schwankt, ist der Anleger daran

interessiert, dass zwischen Auftragserteilung und Ausführung des Auftrages möglichst wenig Zeit verstreicht. Hier empfiehlt sich neben der Ordererteilung via Internet die telefonische Auftragserteilung. Der Anlageberater kann dann den Auftrag sofort in das entsprechende System eingeben und sehr schnell ausführen lassen.

Auch „Internet-Aktionäre“ handeln nicht direkt an der Börse, sondern über ihre Bank.

In den letzten Jahren wurden die Mindestgrößen für Aufträge, die im variablen Handel abgewickelt werden, immer niedriger. Heute kann der Anleger praktisch alle deutschen Aktien in jeder beliebigen Stückzahl variabel, d. h. während der gesamten Börsenöffnungszeit handeln.

Der variable Kurs wird während der Börsensitzung fortlaufend ermittelt. Der Kunde erhält die Aktien in der Regel zum ersten zustande kommenden variablen Kurs, sofern zu diesem Kurs alle vorliegenden Aufträge ausgeführt werden können. Der variable Handel hat den großen Vorteil, dass ein Anleger auch im Verlauf der Börsensitzung noch Aufträge erteilen und ausführen lassen kann. Dies setzt allerdings voraus, dass seine Bank die Aufträge schnell genug weiterleitet.

Bei der Auftragsvergabe sollte auch die Höhe der Börsenumsätze, die eine einzelne Aktie erzielt, berücksichtigt werden. Bei einer umsatzstarken Aktie aus dem Kreis der Bluechips bewirkt ein einzelner Auftrag keine große Kursänderung; auch das Risiko plötzlicher Kurssprünge ist bei diesen Aktien sehr gering. Bei Aktien mit geringeren Börsenumsätzen kann ein einzelner Auftrag hingegen bereits größere Kursänderungen auslösen, so dass der Anleger sich bei diesen Aktien dringend überlegen sollte, seinen Auftrag zu limitieren.

Bei der Beobachtung der Börsenumsätze kann es auch sinnvoll sein, die Umsätze an den verschiedenen Wertpapierbörsen und in den verschiedenen Handelssystemen – dem traditionellen Parketthandel und dem elektronischen Handel auf Xetra – miteinander zu vergleichen. Häufig ist der Umsatz an der Heimatbörse der Aktiengesellschaft am größten, so dass es für den Anleger lohnend sein kann, der Bank den Auftrag zu geben, die Aktie speziell an dieser Börse zu kaufen bzw. zu verkaufen. Ohne besonderen Auftrag entscheidet die Bank, an welcher Börse sie das Papier kaufen oder verkaufen wird.

Seit der Einführung des Xetra-Handelsystems der Deutsche Börse AG hat sich in Deutschland der elektronische Handel von Aktien weitgehend durchgesetzt.

Die Preisfindung in Xetra erfolgt nicht mehr durch einen Makler, sondern durch eine entsprechende Funktion des Systems.

Im Gegensatz zum Parketthandel gibt es in Xetra so genannte Designated Sponsors, die verpflichtet sind, zu einem von ihnen anzugebenden Preis Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. So wird gewährleistet, dass immer ein Handel mit den Aktien möglich ist.

Wenn eine Aktie an unterschiedlichen Plätzen gehandelt wird, kann es zu Kursdifferenzen kommen. Insbesondere professionelle Anleger nutzen diese Möglichkeit zur so genannten Arbitrage für ihre Geschäfte. So wird gleichzeitig verhindert,

dass die Kurse an den verschiedenen Börsen über längere Zeit erheblich voneinander abweichen.

Der fortgeschrittene Anleger wird sich nicht auf den Erwerb deutscher Aktien beschränken wollen. Gerade die Einführung des Euro hat Aktien aus anderen europäischen Ländern stärker in den Mittelpunkt des Anlegerinteresses gerückt, da hier kein Währungsrisiko mehr besteht. Um ausländische Aktien zu kaufen, muss der Anleger nicht unbedingt an eine ausländische Börse gehen. Eine große Zahl ausländischer Aktien wird an den deutschen Wertpapierbörsen gehandelt und kann genau wie deutsche Aktien durch einen einfachen Telefonanruf bei der Bank oder über das Internet gekauft werden.

Bei der Beurteilung von Aktien aus Ländern, die nicht dem Euro-Raum angehören, ist zu beachten, dass ihr Gegenwert in Euro, der den Anleger letztendlich interessiert, von zwei Faktoren abhängig ist: Zum einen vom Aktienkurs in der Heimatwährung, z.B. in US-amerikanischen Dollar, und zum zweiten vom Wechselkurs zwischen Euro und US-\$, mit dem der Wert der Aktie umgerechnet wird.

So kann eine Aktie in ihrer Heimatwährung eine Kurssteigerung erfahren, jedoch durch eine Abwertung der Heimatwährung gegenüber dem Euro für den deutschen Anleger gleichzeitig im Wert fallen. Unter Umständen tritt in Euro gerechnet sogar ein Kursverlust ein. Ebenso kann es aber auch vorkommen, dass eine Aktie in ihrer Heimatwährung an Wert verliert und der deutsche Anleger wegen einer Aufwertung der Heimatwährung gegenüber dem Euro dennoch einen Kursgewinn für sich verbuchen kann.

Für den Anleger in ausländischen Aktien ist deshalb die Entwicklung der Wechselkurse von besonderem Interesse. Bei geschickter Anlagepolitik kann er Kurs- und Währungsgewinn miteinander verbinden. Der Chance eines Währungsgewinnes steht aber immer auch das Risiko eines entsprechenden Verlustes gegenüber.



► Terminhandel

Der börsenmäßig organisierte Wertpapier- und Finanzterminhandel findet in Deutschland an der Eurex statt, die 1998 aus der Fusion der Deutschen Terminbörse mit der schweizerischen Soffex entstanden ist. An der Eurex werden Futures und Optionen gehandelt.

Bei Futures gehen Verkäufer und Käufer eine feste Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung zu einem vorher bestimmten späteren Termin ein, während bei Optionen der Käufer (Optionsinhaber) zu einem späteren Zeitpunkt entscheiden kann, ob er die Option tatsächlich ausüben will oder nicht.

Durch Zahlung einer Prämie, die dem Kaufpreis der Option entspricht, erwirbt ein Optionsinhaber z.B. das Recht, eine bestimmte Anzahl von Aktien zu einem bereits bei Vertragsabschluss festgelegten

Preis zu kaufen oder zu verkaufen. Der Käufer der Option ist aber nicht verpflichtet, sein Recht tatsächlich wahrzunehmen. Er wird dies nur tun, wenn er Aktien zu einem niedrigeren als dem aktuellen Marktkurs kaufen oder zu einem höheren als dem aktuellen Marktkurs verkaufen kann.

In der Regel bilden Optionen über 100 Aktien einen Kontrakt, gehandelt werden ein oder mehrere Kontrakte. Der bei Vertragsabschluss vereinbarte Kurs ist der Basis- oder Ausübungspreis der Option. Die Option gilt für einen festgesetzten Zeitraum. An der Eurex sind Laufzeiten von einem, zwei, drei, sechs, neun und zwölf Monaten möglich.

Bei Optionen ist das Risiko des Käufers der Option von vornherein auf den Einsatz (Optionsprämie) beschränkt. Mehr als die Prämie plus den Zins, den er bei anderer Anlage des Betrages hätte erzielen können, kann er nicht verlieren.

Der Verkäufer einer Option (Stillhalter) geht ein höheres Risiko ein. Er muss sich der eventuellen Entscheidung des Optionsinhabers beugen, die Option auszuüben, und unter Umständen Wertpapiere zu einem höheren Kurs als dem aktuellen Tageskurs kaufen bzw. zu einem niedrigeren Kurs verkaufen. Für die Übernahme dieses Risikos erhält der Stillhalter vom Optionsinhaber die Optionsprämie.

Die als Futures bezeichneten Termingeschäfte sind für beide Seiten mit höheren Risiken behaftet. Verkäufer und Käufer gehen eine feste Liefer- bzw. Abnahmeverpflichtung zu einem vorbestimmten Termin ein. Liegt der Börsenkurs der auf Termin gekauften Aktie am Fälligkeitstag unter dem Ausübungspreis, so erleidet der Käufer einen Verlust, denn er muss die Aktien teurer einkaufen, als er das am Markt könnte. Der Verkäufer verbucht einen entsprechenden Gewinn für sich. Liegt der Börsenkurs am Fälligkeitstag hingegen über dem Ausübungspreis, macht der Käufer einen Gewinn, während der Verkäufer einen entsprechenden Verlust zu tragen hat.

Privatanleger können sich mit Optionen gegen Kursausschläge absichern.

An der Terminbörse findet man drei Gruppen von Marktteilnehmern: Arbitrageure versuchen, Kursdifferenzen zwischen Kassa- und Terminmarkt auszunutzen; Spekulanten möchten von steigenden oder fallenden Kursen profitieren; Hedger sichern sich am Terminmarkt gegen die Kursrisiken des Kassamarktes ab.

Wer als Spekulant auf steigende Kurse am Kassamarkt setzt, kauft Kaufoptionen

oder erwirbt einen Future. Wer demgegenüber auf fallende Kurse spekuliert, kauft eine Verkaufsoption oder verkauft einen Future.

Für Privatanleger bietet die Terminbörse eine Möglichkeit, das eigene Depot durch den Kauf einer Verkaufsoption gegen Kursrückschläge abzusichern. Der zu zahlende Optionspreis kann mit einer Versicherungsprämie verglichen werden, da der Anleger das Recht erwirbt, seine Aktien zu einem vorher festgelegten Kurs zu verkaufen. Wenn die Börsenkurse unter diesen Basispreis sinken, wird er die Option ausüben und so seinen Verlust begrenzen.

Daneben gibt es zahlreiche Varianten und Kombinationsmöglichkeiten von Termingeschäften, deren Nutzung große Erfahrung erfordert. Grundsätzlich stehen alle Handelsstrategien an der Eurex auch dem Privatanleger offen, aber in der Regel dürfte es diesem an der Zeit fehlen, sich in die teilweise sehr komplizierten Zusammenhänge einzuarbeiten. Außerdem versagen manche Banken dem Privatanleger aus Haftungsgründen den Zugang zu Termingeschäften. Auch sind die Gebühren für den Handel an der Eurex, bedingt durch die hohen Kosten, nicht gerade niedrig. Professionelle Depotmanager können die Chancen der Eurex aber sehr wohl auch für große Privatdepots nutzen. ■





Schlussbemerkung

■ An der Börse werden Erwartungen gehandelt. Ohne gewisse Vorstellungen von der künftigen politischen und wirtschaftlichen Entwicklung sind ein Handeln an der Börse wie auch andere wirtschaftliche Aktivitäten kaum möglich. Ohne Prognosen, und seien sie noch so ungewiss und unzuverlässig, kommt niemand im Wirtschaftsleben aus. Die hier vorgestellten Analyseverfahren engen die Risiken ein, mit denen Prognosen eben behaftet sind. Ohne diese Verfahren wäre die Aktienanlage ein Stochern im Nebel.

► Eigene Kenntnisse ergänzen die Beratung

So notwendig die Analyse als Vorstufe zur Prognose auch ist, selbst mit den kompliziertesten mathematischen Verfahren ist

es nicht möglich, Kurse oder Kursentwicklungen exakt vorauszusagen. Die Lektüre dieser Broschüre allein kann zudem niemanden zum Experten der Aktienanalyse machen. Sie kann jedoch einen Einblick in die Arbeitsweise der Aktienanalyse geben und gleichzeitig auf deren Grenzen hinweisen.

Auch für den privaten Anleger sind Kenntnisse gewisser Analyseverfahren unerlässlich, selbst wenn er sein Depot der Vermögensverwaltung einer Bank anvertraut oder die standardisierte Vermögensverwaltung der Investmentfonds wählt. Denn auch hier muss sich der Anleger für Aktien- oder Rentenfonds entscheiden und hat darüber hinaus die Wahl zwischen unterschiedlichen Fonds, die auf bestimmte Länder, Regionen oder Branchen spezialisiert sind.

Schon um den Rat und die Erfahrung der Anlageberater bei Banken und Sparkassen sinnvoll nutzen zu können, muss der Anleger über ein gewisses Rüstzeug verfügen, das diese Broschüre zur Verfügung stellen soll. Für eine weitere Vertiefung des Stoffes ist die Lektüre von Fachliteratur unerlässlich.

► Die Aktie – auf lange Sicht immer ein Gewinn

Diese Broschüre setzt sich mit den Möglichkeiten auseinander, wie der Anleger seine Aktienanlage durch intensive Beschäftigung mit Markt und Unternehmen möglichst erfolgreich gestalten kann. Untersuchungen zeigen, dass die Anlage in Aktien auch mit einfachen Anlagestrategien bereits gute Erfolge bieten kann. Eindrucksvoll belegt dies z. B. das DAI-Renditedreieck, das die Renditeentwicklung der Anlage in den Deutschen Aktienindex DAX und damit den wichtigsten deutschen Börsenwerten darstellt. Es kann unter www.dai.de/dai_publicationen Rubrik „Renditedreieck“ von der Internetseite des Deutschen Aktieninstituts heruntergeladen werden.

Wer seit 1948 in die größten 30 deutschen Aktien investiert hatte, lag mit dieser Anlage überwiegend im positiven Bereich, oft mit jährlichen Renditen von 10 % oder mehr. Je länger der Zeitraum,

desto seltener kamen Verluste vor. Im langfristigen Bereich stabilisieren sich die Renditen deutlich über 8 %, meist bei zweistelligen Prozentzahlen. Vor allem im Bereich der privaten Altersvorsorge kann die Aktie so ihre Stärken ausspielen.

Selbst bei anfänglich ungünstigen Einstiegszeitpunkten können über die Jahre gesehen durchaus gute Renditen erzielt werden. Gerade bei der Altersvorsorge spielen die kurzfristigen Verlustmöglichkeiten nur eine untergeordnete Rolle, da sowohl Einstieg als auch Verkauf nicht zu einem einzigen, möglicherweise weniger günstigen Zeitpunkt erfolgen müssen, sondern sich über einen längeren Zeitraum erstrecken. Das DAI-Renditedreieck belegt auch die in dieser Broschüre beschriebenen Anlagegrundsätze: Wer bei der Aktienanlage auf ausreichende Streuung achtet und seine Aktienanlage langfristig ausrichtet, kann auch ohne großen Zeitaufwand einen hohen Ertrag erwarten. Gerade auf lange Sicht ist die Aktie damit eine ideale Anlageform. ■





Deutsches Aktieninstitut e.V.
Börsenplatz 5 • D-60313 Frankfurt am Main
Telefon 069/9 29 15-0 • Fax 069/9 29 15-11
E-Mail dai@dai.de

Aktuelle Informationen
können Sie auch auf den
Internet-Seiten des
Deutschen Aktieninstituts
abrufen:

ISBN 3-934579-24-8

▷ www.dai.de