

# Eigenkapitalinstrumente und Aktienmärkte

*Thomas Schuster, Margarita Uskova*

## **2.1 Aktienarten – 36**

- 2.1.1 Rechte und Pflichten eines Aktionärs – 38
- 2.1.2 Unterscheidung nach Umfang der Rechte – 40
- 2.1.3 Unterscheidung nach Übertragbarkeit – 41
- 2.1.4 Unterscheidung nach der Zerlegung des Grundkapitals – 42

## **2.2 Aktienbewertung – 43**

- 2.2.1 Fundamentalanalyse – 43
- 2.2.2 Technische Analyse – 55

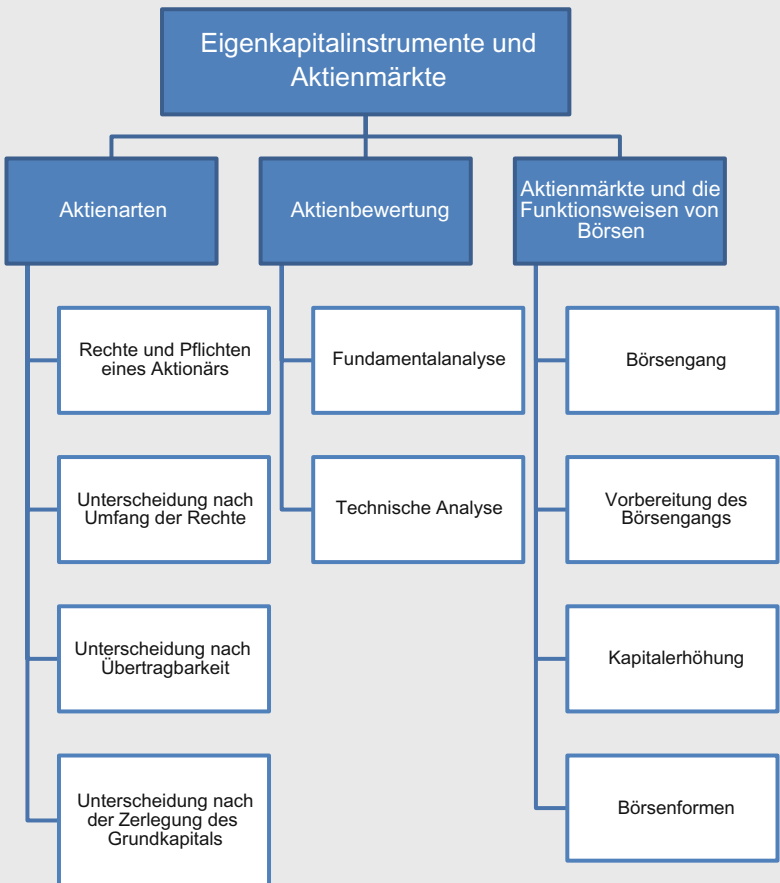
## **2.3 Aktienmärkte und die Funktionsweisen von Börsen – 60**

- 2.3.1 Börsengang – 60
- 2.3.2 Vorbereitung des Börsengangs – 60
- 2.3.3 Kapitalerhöhung – 63
- 2.3.4 Börsenformen – 66

## **2.4 Lern-Kontrolle – 71**

### Lern-Agenda

Leser erlernen in diesem Kapitel die Grundlagen von Aktien als Eigenkapitalinstrumente. Nach erfolgreicher Bearbeitung dieses Kapitels können sie verschiedene Aktientypen unterscheiden und diesen ihre spezifischen Merkmale zuordnen. Des Weiteren sind sie in der Lage, Aktien selbstständig zu bewerten und vorhandene Bewertungen zu analysieren. Sie verstehen die zentrale Bedeutung von Aktienmärkten und die Funktion, welche die Börse ausübt.



■ Tab. 2.1 Kursliste DAX 30 (Quelle: [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 24.05.2015)

Name ISIN	Letzter Vortrag	Tief Hoch	+/- %	Zeit Datum	+/- 3 Mon. % 3 Mon.	+/- 6 Mon. % 6 Mon.	+/- 1 Jahr % 1 Jahr
<a href="#">adidas</a> DE000A1EWW0	75,34 75,84	74,50 75,88	-0,50 -0,66	18:01:00 22.05.2015	7,51 10,91	10,73 16,36	-1,56 -2,00
<a href="#">Allianz</a> DE0008404005	152,47 152,40	151,90 152,93	0,07 0,05	19:31:00 22.05.2015	5,05 3,44	18,20 13,64	30,55 25,23
<a href="#">BASF</a> DE000BASF111	87,83 87,75	87,70 88,30	0,08 0,10	18:22:00 22.05.2015	4,46 5,34	16,85 23,70	5,52 6,70
<a href="#">Bayer</a> DE000BAY0017	137,50 137,73	136,75 137,98	-0,23 -0,17	19:43:00 22.05.2015	12,75 10,24	23,15 20,29	34,60 33,71
<a href="#">Beiersdorf</a> DE0005 200000	82,98 83,29	82,98 83,84	-0,31 -0,37	12:01:00 22.05.2015	8,49 11,41	13,39 19,26	9,20 12,48
<a href="#">BMW</a> DE0005190003	104,80 105,28	103,99 105,50	-0,48 -0,45	19:04:00 22.05.2015	-4,65 -4,19	21,55 25,38	18,45 20,97
<a href="#">Commerzbank</a> DE000CBK1001	12,48 12,55	12,44 12,61	-0,06 -0,51	19:14:00 22.05.2015	0,69 5,77	0,98 8,40	1,54 13,86
<a href="#">Continental</a> DE0005439004	218,30 219,05	217,05 219,05	-0,75 -0,34	19:10:00 22.05.2015	4,70 2,18	61,65 38,96	55,80 34,00
<a href="#">Daimler</a> DE0007100000	89,60 89,99	89,20 90,21	-0,39 -0,43	19:51:00 22.05.2015	4,93 5,82	26,80 42,60	23,25 34,98
<a href="#">Deutsche Bank</a> DE0005140008	28,80 29,47	28,75 29,08	-0,67 -2,27	19:51:00 22.05.2015	0,48 1,66	5,50 22,75	0,81 2,80
<a href="#">Deutsche Boerse</a> DE0005810055	74,41 74,05	74,32 74,59	0,36 0,49	16:24:00 22.05.2015	3,13 4,41	18,71 33,82	20,27 37,70
<a href="#">Deutsche Post</a> DE0005552004	28,99 29,07	28,83 29,29	-0,08 -0,27	19:02:00 22.05.2015	-0,85 -2,85	4,23 17,20	2,03 7,59
<a href="#">Deutsche Telekom</a> DE0005557508	16,35 17,00	16,19 16,62	-0,65 -3,81	20:00:00 22.05.2015	1,05 6,57	3,96 30,46	4,55 36,61
<a href="#">E.ON</a> DE000ENAG999	14,05 14,11	14,02 14,22	-0,06 -0,45	18:25:00 22.05.2015	1,22 9,37	1,51 11,89	1,14 8,72
<a href="#">Fresenius</a> DE0005785604	57,59 57,46	57,00 57,69	0,13 0,23	19:16:00 22.05.2015	9,82 20,60	15,55 37,05	21,18 58,33
<a href="#">Fresenius Medical Care</a> DE0005785802	78,62 78,53	78,27 78,80	0,09 0,11	18:45:00 22.05.2015	13,87 21,61	19,51 33,32	30,91 65,56
<a href="#">HeidelbergCement</a> DE0006047004	75,50 77,11	75,50 76,87	-1,61 -2,09	18:00:00 22.05.2015	5,73 8,11	18,76 32,58	15,48 25,43
<a href="#">Henkel vz</a> DE0006048432	107,44 108,31	107,31 108,38	-0,87 -0,80	17:52:00 22.05.2015	8,60 8,60	23,80 28,05	24,08 28,47

DAX-Kurse in Euro

Täglich hören wir von Aktien, Aktienkursen, der Wall Street oder den Punkteverlusten des DAX. Aktien und Aktienmärkte spielen eine große Rolle in der Welt von Unternehmen. Dieses Kapitel erklärt Schritt für Schritt, was Aktien sind, wie man Aktienkurse liest und wie Unternehmen den Aktienmarkt zur Eigenkapitalbeschaffung nutzen können. ■ **Tabelle 2.1** zeigt beispielhaft die DAX 30-Unternehmen mit ihren jeweiligen Aktienkursen.

## 2.1 Aktienarten

2

Die Ausgabe von Aktien stellt eine Form der Eigenkapitalfinanzierung dar. Eine Art der Fremdkapitalfinanzierung wäre die Ausgabe von Anleihen, welche bereits im ersten Kapitel erläutert wurde. Um eine Investition zu tätigen, kann ein Unternehmen sowohl die Eigenkapitalfinanzierung als auch die Fremdkapitalfinanzierung zur Beschaffung von finanziellen Mitteln nutzen. Eine Aktie unterscheidet sich jedoch beträchtlich von einer Anleihe.

Eine **Aktie** ist ein Teilhaberpapier, welches ihrem Inhaber ein wirtschaftliches Miteigentum – Anteilsrechte – am Gesamtvermögen einer Aktiengesellschaft verschafft. Durch diese Verbriefung wird ein Aktienkäufer durch das Einbringen einer gewissen Menge an Kapital direkt am unternehmerischen Erfolg sowie am Risiko beteiligt. Die Gewinnbeteiligung erfolgt in Form von Dividenden. Die Höhe der Dividende hängt vom Erfolg des Unternehmens ab. In Europa ist es üblich, die Dividende nur einmal jährlich auszuschütten. In den USA sind auch quartalsweise Dividendenzahlungen üblich.

### Merkel!

Eine **Aktie** verschafft ihrem Inhaber Anteilsrechte am Gesamtvermögen einer Aktiengesellschaft.

Der Inhaber der Aktie wird auch als **Aktionär** bezeichnet. Im Gegensatz zum Gläubiger einer Anleihe wird ein Aktionär zum Miteigentümer des Unternehmens. Während der Gläubiger von Anleihen regelmäßige Zinszahlungen erhält, bekommt ein Aktionär einen Teil des wirtschaftlichen Gewinns der Firma. Gläubiger von Anleihen werden jedoch bei finanziellen Schwierigkeiten bevorzugt behandelt. So haben im Fall der Insolvenz die Gläubiger das Vorrecht auf das Restvermögen, bevor die Aktionäre etwas erhalten. Deshalb bedeutet eine Aktie für den Inhaber zwar ein höheres Risiko, bietet aber möglicherweise auch eine höhere Rendite als eine Anleihe. Der Aktionär haftet aber nur in Höhe des von ihm eingesetzten Kapitals.

Ein weiterer Unterscheidungspunkt ist das Mitspracherecht. Gläubiger haben grundsätzlich keinen rechtlichen Einfluss auf die Geschäftsführung. Aktionäre sind hingegen die Miteigentümer des Unternehmens und haben durch ihre Stimme auf der Hauptversammlung ein vielfältiges Mitspracherecht.

Im Fall von Nennwertaktien stellt der Nennwert aller Aktien zusammen das Grundkapital einer Aktiengesellschaft dar. Dieses Grundkapital besteht meistens aus Millionen von Aktien. Normalerweise ist jedoch der aktuelle Börsenwert der Aktien höher als der Nennwert. Multipliziert man den Aktienkurs aller umlaufenden Aktien mit ihrem Wert, so ergibt sich die Marktkapitalisierung des Unternehmens.

## 2.1 • Aktienarten

### Beispiel

Die adidas AG hatte insgesamt 209.216.186 Aktien ausgegeben, die zu 49,10€ gehandelt werden. Die Marktkapitalisierung der adidas AG errechnet sich somit wie folgt:

$$209.216.186 \cdot 49,02 = 10.255,777 \text{ Mio. €} = 10,3 \text{ Mrd. €.}$$

Aktien werden von einer Aktiengesellschaft (AG) oder einer Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) ausgegeben. Eine KGaA ist eine Zusammensetzung aus einer Aktiengesellschaft und Kommanditgesellschaft. Statt des Vorstandes wie bei einer AG verfügt eine KGaA über persönlich haftende Gesellschafter (Komplementäre). Die Grundidee solcher Unternehmen besteht darin, die Entwicklung eines Unternehmens durch Investitionen voranzutreiben, welche von zahlreichen Kapitalanlegern bereitgestellt wird. Die Finanzmittel werden dem Eigenkapital der AG/KGaA zugeordnet und ermöglichen durch die neue Investitionskraft ein starkes Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen.

- **Auf den Punkt gebracht: Der Aktionär ist der Miteigentümer des Aktien emittierenden Unternehmens. Er wird am wirtschaftlichen Gewinn des Unternehmens, aber auch an Risiken, beteiligt.**

### Hintergrund: Aktiengesellschaft

Eine **Aktiengesellschaft** besteht aus drei Gremien: der Hauptversammlung, dem Aufsichtsrat und dem Vorstand.

Auf der Hauptversammlung kommen alle Aktionäre zusammen. Normalerweise findet sie einmal pro Jahr statt. In der Hauptversammlung erhalten die Aktionäre vom Vorstand Information über den Verlauf des Geschäfts. Die Aktionäre haben das Recht, Fragen zu stellen sowie Voten abzugeben. Sie legen auf dieser Versammlung die Dividende fest und haben das Recht, die Mitglieder des Aufsichtsrats zu wählen.

Der von den Aktionären gewählte Aufsichtsrat hat eine Überwachungsfunktion. Der Rat vertritt nicht nur die Aktionäre, sondern auch die Belegschaft der Firma. Teil des Aufsichtsrats können Vertreter der Großaktionäre, Vertreter der Arbeitnehmer sowie Personen aus Wirtschaft, Politik oder Gesellschaft sein. Der Aufsichtsrat ist dafür verantwortlich, die Vorstandsmitglieder einzuberufen und diese gegebenenfalls wieder abzusetzen.

Der Vorstand ist für die Leitung der Geschäfte des Unternehmens verantwortlich. Der Vorstandsvorsitzende wird im Englischen als CEO (Chief Executive Officer) bezeichnet. Beim Vorstand liegt die Hauptverantwortung für den wirtschaftlichen Erfolg des Unternehmens. Wichtige Entscheidungen werden in Absprache mit dem Aufsichtsrat getroffen.

## 2.1.1 Rechte und Pflichten eines Aktionärs

2

Unter anderem gehören die folgenden Verwaltungs- und Vermögensrechte zu denen eines Aktionärs:

### 2.1.1.1 Verwaltungsrechte

#### 2.1.1.1.1 Recht auf Teilnahme in der Hauptversammlung

Die Aktionäre von Stammaktien können mithilfe des Verwaltungsrechts ihre eigenen Interessen am Unternehmen verfolgen. Das geschieht auf der meist einmal jährlich stattfindenden Hauptversammlung. Die Hauptversammlung trifft Entscheidungen, welche im Aktiengesetz und in der Satzung der Gesellschaft festgeschrieben sind. Diskussionspunkte können beispielsweise der Gewinnverwendungsvorschlag, Erhöhung des Kapitals oder Änderungen der Satzung sein.

Die depotführende Bank, der Verwalter der Aktien des Unternehmens, informiert den Aktionär über die Einberufung der Hauptversammlung, Tagesordnungspunkte sowie über Anträge und Wahlvorschläge anderer Aktionäre. Die Teilnahme an der Hauptversammlung erfordert eine sogenannte Stimmkarte. Diese Eintrittskarte wird von der depotführenden Bank auf Wunsch zur Verfügung gestellt. Des Weiteren kann die depotführende Bank als Berater bei der Stimmrechtsausübung fungieren oder aber in Vertretung des Aktionärs vom Stimmrecht Gebrauch machen.

Außerdem kann eine Minderheit von Aktionären, die mindestens 20 % des Grundkapitals des Unternehmens halten, eine Hauptversammlung einberufen.

#### 2.1.1.1.2 Recht auf Information

Der Aktionär hat grundsätzlich ein Recht auf Informationen über den rechtlichen und geschäftlichen Bereich des Unternehmens. Der Vorstand der Aktiengesellschaft ist des Weiteren verpflichtet, dem Aktionär gewissenhafte und wahrheitsgetreue Rechenschaft über bestimmte Tagesordnungspunkte zu geben. Damit soll den Aktionären die Möglichkeit gegeben werden, sich ausreichend zu informieren, bevor sie den Vorstand und den Aufsichtsrat entlasten. Unter dem Begriff Entlastung versteht man die Billigung der Arbeit der beiden Gremien durch die Aktionäre.

#### 2.1.1.1.3 Stimmrecht auf der Hauptversammlung

Jede Aktie verbrieft eine Stimme (Ausnahme: Mehrstimmrechtsaktien). Der Aktionär kann diese Stimme entweder selbst wahrnehmen oder aber die Stimmrechte an seine depotführende Bank bzw. an einen anderen Dritten übertragen. Das Stimmrecht gibt dem Aktionär die Möglichkeit, an den Entscheidungen der Hauptversammlungen teilzuhaben und somit den Kurs eines Unternehmens mitzubestimmen. Da viele Aktionäre jedoch nicht genug Aktien und somit Anteile an der Gesellschaft halten, hat ihre Stimme kaum Gewicht.

### 2.1.1.2 Vermögensrechte

#### 2.1.1.2.1 Recht auf anteilige Dividende

Die Dividende ist ein Gewinnanteil und ist vom Bilanzgewinn des entsprechenden Geschäftsjahres der Aktiengesellschaft abhängig. Jeder Aktionär hat Anspruch auf diese Gewinnbeteiligung. Die Höhe der Dividende wird auf der Hauptversammlung festgelegt und in Euro pro Stück ausgedrückt. Der Anteil des einzelnen Aktionärs richtet sich nach seinem Anteil am Unternehmenskapital. In Deutschland werden 15 % des festgelegten Gewinns als Körperschaftsteuer dem Staat zugewiesen. Der restliche Gewinn kann ausgeschüttet werden.

Die Aktien eines Unternehmens können auch unterschiedlich hohe Dividenden auszahlen. Dieser Fall tritt unter Umständen ein, wenn eine Aktiengesellschaft neue Aktien ausgibt und diese mit niedrigerer Dividende ausstattet als die bereits im Umlauf befindlichen Aktien des Unternehmens. Es könnte beispielsweise in den Emissionsbedingungen festgelegt sein, dass die neuen Aktien für das laufende Geschäftsjahr nicht dividendenberechtigt sind.

#### 2.1.1.2.2 Bezugsrecht

Jeder Aktionär hat das Recht, bei einer Kapitalerhöhung einen Teil der neu emittierten Aktien zu beziehen. Diese Aktien werden junge Aktien genannt und werden in Höhe der bereits vorhandenen Aktienanzahl des Aktionärs ausgegeben.

Bei der Ausgabe von jungen Aktien kommt es häufig dazu, dass sich ein Mittelkurs aus dem niedrigeren Bezugskurs der neuen und dem höheren Aktienkurs der alten Aktien bildet. Der Inhaber der alten Aktie muss durch die Neuemission einen Kursverlust hinnehmen. Das Bezugsrecht erlaubt es, die Verluste, die sich aus der Emission ergeben, zu kompensieren.

#### 2.1.1.2.3 Recht auf Gratisaktien (Zusatz- oder Berichtigungsaktien)

Gratisaktien oder Berichtigungsaktien sind Aktien aus einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Die Aktionäre des Emittenten erhalten Berichtigungsaktien im Verhältnis zu den bereits gehaltenen Aktien. Da durch die Kapitalerhöhung der Kurs der Aktien sinkt, bleibt durch die Ausgabe neuer Aktien der Depotwert des Aktionärs betragsmäßig unverändert.

#### 2.1.1.2.4 Recht auf Liquidationserlös

Im Falle eines Konkurses der Aktiengesellschaft hat der Aktieninhaber das Recht auf einen Teil aus dem Liquidationserlös. Allerdings werden zuerst die Fremdkapitalgeber ausbezahlt, da sie das Vorrecht auf das Restvermögen haben. In den meisten Fällen bleibt dann für die Aktionäre nichts mehr übrig.

## 2.1.2 Unterscheidung nach Umfang der Rechte

2

Generell gilt, eine Aktie ist nicht gleich Aktie. Es bestehen hinsichtlich der Ausstattungsmerkmale einer Aktie gewisse Unterschiede, welche vor allem durch die Gewährung unterschiedlicher Rechte entstehen. Die gängigsten Formen von Aktien sind die Stamm- und Vorzugsaktien.

### 2.1.2.1 Stammaktien

Die Stammaktien gehören zu der Grundform von Aktien und sind die am häufigsten gehandelte Aktienform in Deutschland. Bei dieser Aktienform hat der Aktionär die üblichen gesetzlichen und satzungsgemäßen Rechte und Pflichten, welche das Aktiengesetz (AktG) sowie die Satzung der AG regelt. Jede Stammaktie hat jeweils ein Stimmrecht, welches der Aktionär auf der Hauptversammlung einsetzen kann.

### 2.1.2.2 Vorzugsaktien

Neben der Stammaktie kann eine Aktiengesellschaft eine sogenannte Vorzugsaktie emittieren. Die Vorzugsaktionäre können mehr Rechte und Pflichten als die Stammaktieninhaber haben, beispielsweise hinsichtlich der Ansprüche auf Dividende, Stimmrecht, Bezugsrecht oder Liquidationserlös. In Deutschland ist die Vorzugsaktie im Gegensatz zur Stammaktie allerdings meist nicht mit dem Stimmrecht ausgestattet. Man spricht daher auch von einer stimmrechtslosen Vorzugsaktie. Der „Vorzug“ ist dann in Wahrheit ein „Nachteil“. Damit verfolgt ein Emittent das Ziel, die Stimmrechtsverhältnisse in der Hauptversammlung durch die Emission der Vorzugsaktien unberührt zu lassen. Es gibt jedoch Ausnahmen, bei denen Vorzugsaktien mit Stimmrecht emittiert werden.

Das Fehlen des Stimmrechts bei einer Vorzugsaktie wird – wie oben erwähnt – in der Regel durch Vorzüge, beispielsweise den einen Anspruch auf eine sicherere, meist höhere Zahlung der Dividende ausgeglichen. Die Vorzugsaktie eignet sich daher besonders für die Aktionäre, die von ihrem Stimmrecht auf der Hauptversammlung keinen Gebrauch machen möchten. Des Weiteren kann bei einer langfristigen Anlage die Rendite aufgrund der höheren Dividende insgesamt höher ausfallen als bei einer Stammaktie.

Das Fehlen des Stimmrechts muss für einen Kleinaktionär nicht vom Nachteil sein. Oft sind die Anteile so gering, dass ein Votum keinen größeren Einfluss in der Hauptversammlung hat. Negativ auswirken könnte sich eine Vorzugsaktie jedoch bei Übernahmen oder Fusionen. In diesen Fällen haben die Stammaktien eine größere Bedeutung, um eine Kapitalmehrheit zu erreichen. Die Stammaktien bekommen dementsprechend höhere Abfindungen im Falle einer Übernahme oder es kommt bei Fusionen zu Kurssteigerungen.

Eine Vorzugsaktie kann in eine Stammaktie umgewandelt werden. Diese Umwandlung muss von der Hauptversammlung genehmigt und vom Aufsichtsrat und dem Vorstand beschlossen werden. Bei einem Beschluss ist eine weitere Zustimmung der

## 2.1 • Aktienarten

Vorzugsaktionäre notwendig. Erst dann darf ein Vorzugsaktionär seine Aktie in eine Stammaktie umwandeln. Für die Umwandlung hat der Aktieninhaber eine Umwandlungsprämie zu entrichten.

- **Auf den Punkt gebracht:** Im Gegensatz zur Stammaktie mit jeweils einem Stimmrecht und den üblichen gesetzlichen und satzungsgemäßen Rechten und Pflichten bietet die Vorzugsaktie dem Inhaber zwar in der Regel keine Stimmrechte, jedoch besondere Vorzüge bezüglich der Ansprüche auf Dividende, Bezugsrecht oder Liquidationserlös.

### 2.1.2.3 Mehrstimmrechtsaktien

Mehrstimmrechtsaktien sind Aktien, welche im Gegensatz zur Stammaktie dem Aktionär ein mehrfaches Stimmrecht bei gleichem Nennwert gewähren. In Deutschland sind diese Aktien seit 1998 unzulässig (§ 12, Abs. 2 AktG). Ausnahme bilden die Mehrstimmrechtsaktien vom Bundeswirtschaftsministerium zur Wahrung gesamtwirtschaftlicher Interessen. In manchen Staaten werden Mehrstimmrechtsaktien ohne Einschränkungen emittiert.

## 2.1.3 Unterscheidung nach Übertragbarkeit

### 2.1.3.1 Inhaberaktie

Die gebräuchlichste Form ist die Inhaberaktie, welche nicht auf einen bestimmten Namen ausgestellt ist. Diese Aktie lauten auf den jeweiligen Inhaber und können ohne formelle Anträge übertragen werden. Das deutsche Aktiengesetz betrachtet die Inhaberaktie als Regelfall. Demzufolge werden in deutschen Aktiengesellschaften – anders als in ausländischen – vorwiegend Inhaberaktien emittiert. Bei vielen großen Unternehmen ist jedoch der Trend zu Namensaktien zu beobachten.

### 2.1.3.2 Namensaktie

Namensaktien werden auf den Namen einer natürlichen oder juristischen Person ausgestellt. Der Aktionär ist zur Angabe seines Namens, Geburtsdatums, Adresse und der Stückzahl der gehaltenen Aktien verpflichtet. Der Inhaber der Aktie und seine Daten werden in das Aktienregister des Unternehmens eingetragen. Das ermöglicht eine direkte Kontaktaufnahme mit dem Namensaktieninhaber und somit eine bessere Informationspolitik. Dem Emittenten bieten diese Aktien eine höhere Transparenz der Aktionärsstruktur. Namensaktien können übertragen werden.

In Deutschland besteht die Pflicht, bis zur vollen Einzahlung des Nennbetrags Interimsscheine auszugeben. Diese Zwischenscheine müssen auf den Namen des Einzahlenden lauten. Diese Pflicht ermöglicht es dem Unternehmen, den Aktionär auf seine Bonität für die restliche Einzahlung zu prüfen.

### 2.1.3.3 Vinkulierte Namensaktie

Die vinkulierte Namensaktie ist eine Sonderform der Namensaktie. Zur Übertragung der Aktie auf einen anderen Aktionär wird eine Zustimmung des Emittenten benötigt. Namensaktien werden vinkuliert, wenn bestimmte Aktionäre (z. B. Wettbewerber) vom Besitz der Aktien ausgeschlossen werden sollen.

Vinkulierte Namensaktien werden überwiegend in Sektoren emittiert, welche hoher Sicherheit bedürfen (z. B. Rüstungsindustrie). Es gibt sogar Gesetze, die die Emission solcher Aktien vorschreiben. Die Lufthansa AG emittiert beispielsweise seit 1997 vinkulierte Namensaktien, um in den EU-Richtlinien geforderten Nachweis zu erbringen, dass diese Aktien überwiegend in deutschen Händen liegen.

Bei Aktienkursen findet man oft die Bezeichnung von Namens- und Inhaberaktien als Kürzel hinter dem Firmennamen. BASF N. steht beispielsweise für die Namensaktie der BASF SE. I steht dann für Inhaberaktie, Vz. steht für Vorzugsaktie.

## 2.1.4 Unterscheidung nach der Zerlegung des Grundkapitals

---

### 2.1.4.1 Nennwertaktien

Diese Aktien lauten auf einen festen Nennwert. Die Nennbeträge müssen nicht alle denselben Betrag aufweisen und können zu unterschiedlichen Nennbeträgen emittiert werden. Die Summe der Nennwerte aller ausgegebenen Aktien ergibt das Grundkapital. Eine Emission unter pari ist bei dieser Aktie nicht erlaubt, d. h. die Nennwertaktien dürfen nicht unter ihrem Nennbetrag ausgegeben werden.

### 2.1.4.2 Stückaktien

Die Stückaktien haben keinen Nennwert. Sie sind seit 1998 in Deutschland zugelassen. Diese nennwertlosen Aktien werden zu gleichen Teilen ausgegeben und spiegeln somit die gleichen Anteile am Grundkapital des Emittenten wider. Ein theoretischer Nennwert ergibt sich jedoch, wenn man das Grundkapital durch die ausgegebenen Aktien teilt. Stückaktien werden auch als unechte nennwertlose Aktien bezeichnet.

### 2.1.4.3 Quotenaktien

Diese Aktien lauten auf eine Quote am Grundkapital des Unternehmens. Diese Art der Aktien ist in Deutschland verboten. In Kanada und den USA jedoch stellt die Quotenaktie als echte nennwertlose Aktie eine gebräuchliche Form der Aktienanlage dar. Eine Quotenaktie hat einen bestimmten Anteil am Reinvermögen des Emittenten. Bei 10.000 emittierten Aktien berechtigt eine Aktie beispielsweise zu 1/10.000 des Unternehmensvermögens.

## 2.2 Aktienbewertung

Die Kursentwicklung und damit der Wert einer Aktie hängt von vielen unterschiedlichen Faktoren ab. Die Teilnehmer am Aktienmarkt bewerten die ihnen zugängliche Information subjektiv, woraus sich dann Angebot und Nachfrage entwickeln.

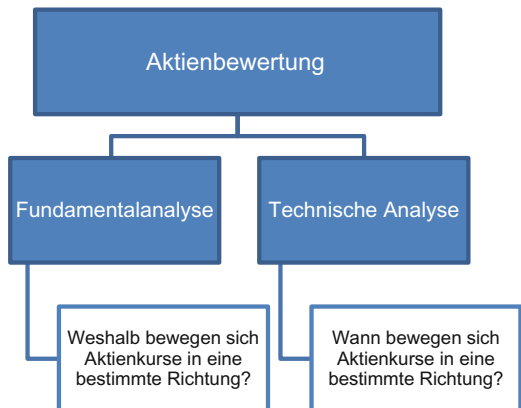
Die **Aktienanalyse** untersucht die Wertpapiere im Hinblick auf die möglichen Kursgewinne und Dividendenausschüttungen. Dementsprechend steht die Untersuchung der für die Nachfrage und Angebot an der Börse bestimmenden Faktoren im Mittelpunkt der Bewertung.

Es gibt keine Börsenprognose, welche mit hundertprozentiger Sicherheit die Kursrichtung einer Aktie bestimmen kann. Jedoch lässt sich mithilfe der Fundamentalanalyse sowie der technischen Analyse die Kursentwicklung etwas transparenter gestalten (vgl. ■ Abb. 2.1).

### 2.2.1 Fundamentalanalyse

Der Kerngedanke der Fundamentalanalyse ist, dass die Kursentwicklung von Aktien durch den inneren Wert einer Aktie bestimmt wird. Den inneren Wert, den Barwert, haben wir bereits im ersten Kapitel über Anleihen kennengelernt. Der innere Wert sagt aus, wie hoch der „faire“ Preis oder der Barwert eines Wertpapiers ist. Somit stehen bei der Fundamentalanalyse die Aktie sowie der Emittent der Aktie im Mittelpunkt der Untersuchung. Die Fundamentalanalyse vergleicht den tatsächlichen, inneren Wert der Aktie mit dem Kurswert. Ist der innere Wert höher als der Kurswert, so müsste theoretisch auch der Kurswert steigen. Ist der tatsächliche Barwert der Aktie jedoch

■ Abb. 2.1 Fundamentalanalyse und technische Analyse (Quelle: Eigene Darstellung)



niedriger, passt sich der Kurswert dem Niveau an, indem er sinkt. Die fundamentale Analyse ist nicht nur eine Analyse, sondern kann durchaus als eine Empfehlung angesehen werden. Es gilt folgender Zusammenhang:

- Innerer Wert > Kurswert → Kaufempfehlung,
- Innerer Wert < Kurswert → Verkaufsempfehlung.

### **Merke!**

Die **Fundamentalanalyse** basiert auf der Annahme, dass die Kursentwicklung von Aktien durch den inneren Wert einer Aktie bestimmt wird.

Jede Analyse wird jedoch einen anderen inneren Wert ergeben, da die Untersuchungen auf subjektiven Meinungen beruhen.

Um den inneren Wert der Aktie bestimmen zu können, muss erst der gesamte Wert der Aktiengesellschaft ermittelt und auf die umlaufenden Aktien aufgeteilt werden. Mithilfe von Fundamentaldaten untersucht man in mehreren Stufen, im sogenannten Top-down-Ansatz, erst die gesamtwirtschaftlichen Daten, dann die branchenspezifischen und schließlich das Unternehmen selbst. Man verschafft sich also ein Gesamtbild. Ein Augenmerk liegt auf den volks- und betriebswirtschaftlichen Daten, welche den Kurs direkt beeinflussen oder zu Kursänderungen führen können. Der Analyst geht bei dieser Art der Untersuchung davon aus, dass der Börsenkurs stark von der Entwicklung des Gesamtmarktes, der Branche und natürlich von den Unternehmensdaten beeinflusst wird.

Die einzelnen Schritte setzen sich wie folgt zusammen:

#### **2.2.1.1 Makroanalyse**

Bei diesem ersten Schritt wird unter anderem die aktuelle konjunkturelle Lage analysiert. Dabei schaut man auf Daten wie Inflationsrate, Zinsniveau oder das Konsumverhalten der Verbraucher. Diese Daten sind in der Presse und im Internet verfügbar und werden beispielsweise von der Europäischen Zentralbank oder den Wirtschaftsforschungsinstituten veröffentlicht. Die Geldpolitik der Europäischen Zentralbank spielt eine wesentliche Rolle bei der Fundamentalanalyse, da diese Institution für die Stabilität der Geldmärkte verantwortlich ist. Änderungen der Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank können Zinssatzerhöhungen oder -senkungen sein, was wiederum eine Prognose über die Entwicklung der Wirtschaft ermöglicht. Steigende Preise führen langfristig dazu, dass die EZB den Leitzins erhöht. Starke Preissteigerungsraten sind ein Signal für Aktionäre. Die dadurch verursachte Zinserhöhung führt zu einem Konjunkturrückschlag. Die Aktionäre fürchten Kursverluste, verkaufen deshalb die Aktien. Die Einzelauswertung aller bei der Makroanalyse berücksichtigten Faktoren ergibt die wirtschaftliche Lage, welche die Unternehmen, deren Gewinne und damit deren Aktienkurse positiv oder negativ beeinflusst.

### 2.2.1.2 Industrieanalyse

Dieser Schritt beinhaltet die Analyse der aktuellen Situation sowie die zukünftige Prognose für den Sektor, dem das Unternehmen angehört. Hierbei stellt man sich die Frage, ob die spezifische Industrie Besonderheiten aufweist oder sich konform zur Gesamtwirtschaft entwickelt. Einzelne Branchenverbände liefern hierzu eine Antwort. Des Weiteren werden die Wettbewerber durchleuchtet. Der Fokus liegt auf der Bewertung und Analyse der Position des Unternehmens im Vergleich zu anderen Wettbewerbern in der Branche.

### 2.2.1.3 Unternehmensanalyse

Die Unternehmensanalyse untersucht die Fundamentaldaten des Unternehmens anhand bestimmter Kennzahlen. Die Informationen dazu findet man in den Geschäftsberichten und anderen öffentlich zugänglichen Informationen über das Unternehmen. Auch Ad-hoc-Informationen und Pressemitteilungen des Unternehmens können die Geschäftslage widerspiegeln. Die Kennzahlen allein sagen wenig über die Lage des Unternehmens aus. Bestimmte Aussagen können erst nach der Beurteilung der historischen Entwicklung und durch Relation zu anderen Unternehmen aus der gleichen Branche gemacht werden. Die wichtigen Faktoren, welche bei der Unternehmensanalyse eine Rolle spielen, werden im Nachfolgenden erläutert.

- **Auf den Punkt gebracht: Im Top-down-Ansatz der Fundamentalanalyse werden zuerst die gesamtwirtschaftlichen Daten, dann die branchenspezifischen Daten und anschließend das Unternehmen selbst analysiert.**

### 2.2.1.4 Finanzkennzahlen der Fundamentalanalyse

Folgende Kennzahlen spielen bei der Fundamentalanalyse eine wichtige Rolle:

#### 2.2.1.4.1 Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Dies ist die bekannteste Kennzahl der Fundamentalanalyse. Sie wird im Englischen als Price-Earnings Ratio bezeichnet. Man ermittelt das **Kurs-Gewinn-Verhältnis**, indem man den aktuellen Kurs der Aktie durch den erwarteten Gewinn pro Aktie dividiert.

$$\text{KGV} = \text{Aktienkurs} / \text{Gewinn pro Aktie}$$

Das Ergebnis gibt Aufschluss darüber, ob der Kurs der Aktie in Relation zur Gewinnentwicklung gerechtfertigt ist. Ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis eher niedrig, so wird die Aktie als günstig bezeichnet und umgekehrt. Das heißt, Aktien mit einem niedrigeren KGV deuten eine Unterbewertung an, eine Überwertung liegt dagegen bei hohen KGVs vor. Wie bereits erwähnt sollte man diese Zahl nicht für sich alleine betrachten. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis sollte im Zeitverlauf beobachtet und in Relation zu an-

deren Unternehmen gestellt werden. Nach einem Vergleich der Unternehmen wird die Aktie favorisiert, welche das geringste KGV aufweist.

2

Bei dieser Kennzahl sollte man außerdem die Branche nicht außer Acht lassen. Die Technologiebranchen weisen normalerweise höhere KGVs auf als beispielsweise Energieversorger oder die Chemieindustrie. Das KGV darf und soll nur für Unternehmen aus der gleichen Industrie zum Vergleich herangezogen werden.

Des Weiteren sollte man das KGV nicht für Aktien aus unterschiedlichen Ländern verwenden. Da im internationalen Vergleich die Ermittlung des Gewinns sehr unterschiedlich ausfallen kann, sollte sich das KGV auf Aktien aus einem Land beschränken. So besitzen Aktien aus Japan ein doppelt so hohes KGV wie Aktien aus Deutschland.

### Beispiel

Unternehmen A erzielt pro Jahr einen Gewinn von 50 Mio. € bei einem Aktienkurs von 10 € je Aktie. Insgesamt hat die Firma 100 Mio. Aktien im Umlauf. Der Gewinn pro Aktie entspricht demnach 0,50 € (50 Mio. / 100 Mio.). Das KGV beträgt demzufolge:

$$\text{KGV} = 10 / 0,5 = 20.$$

Beim Kurs-Gewinn-Verhältnis gilt es, nach Aktien Ausschau zu halten, die ein geringes KGV haben. Bei einem KGV unter 12 gilt eine Aktie in der Regel als preiswert. Liegt das KGV hingegen über 20, erscheint sie als teuer.

### Beispiel

Unternehmen B notiert Aktien zu 50 € am Markt. Der Gewinn beträgt 2 € pro Aktie.

$$\text{KGV} = 50 / 2 = 25$$

Beim KGV gilt die grobe Merkregel: „Das KGV gibt die Rückzahlungsperiode einer Investition in eine bestimmte Aktie an“. Das heißt, wie viele Jahre der Anleger warten muss, bis er die Anfangsinvestition durch den erwirtschafteten Gewinn wieder zurückbekommen hat. Die Rückzahlungsperiode wäre in diesem Fall 25 Jahre.

#### 2.2.1.4.2 Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)

Beim **Kurs-Umsatz-Verhältnis** wird der Aktienkurs im Verhältnis zum Umsatz gemessen. Das heißt, hier betrachtet man die Kursentwicklung und die Umsatzentwicklung.

$$\text{KUV} = \text{Aktienkurs} / \text{Umsatz pro Aktie}$$

Meist ist die Kennzahl im Zeitverlauf relativ konstant. Liegt bei dieser Kennzahl hingegen keine Kontinuität vor, kann das verschiedene Gründe haben. Umsatzdiskontinuität

kann beispielsweise in Folge von Übernahmen oder Verkauf von Geschäftsfeldern auftreten. Generell gilt, dass im Industrievergleich die Aktien präferiert werden, die ein niedrigeres KUV aufweisen.

Das KUV zieht die Profitabilität des Unternehmens nicht in Betracht. Diese Kennzahl ist vor allem für Unternehmen geeignet, welche noch keine Gewinne erwirtschaften oder aber derzeit Verluste aufweisen. Auch bei zyklischen Aktien, die sehr stark auf konjunkturelle Schwankungen reagieren, kann das KUV eingesetzt werden.

### Beispiel

Das Unternehmen A emittiert insgesamt 100 Mio. Aktien und hat im letzten Geschäftsjahr einen Umsatz von 1 Mrd. € erwirtschaftet. Damit beträgt der Umsatz pro Aktie  $1.000 / 100 = 10$  €. Der aktuelle Aktienkurs liegt bei 35 €.

$$\text{KUV} = 35 / 10 = 3,5$$

Beim KUV ist ein möglichst geringer Wert wünschenswert, ein KUV über 1,5 gilt oft bereits als zu teuer. Diese Aktie hätte demnach ein hohes KUV und wäre, wenn man nur diese eine Kennzahl heranziehen würde, nicht empfehlenswert.

#### 2.2.1.4.3 Kurs-Cashflow-Verhältnis (KCV)

Das **Kurs-Cashflow-Verhältnis** errechnet sich aus der Relation zwischen dem Kurs und dem Cashflow einer Aktie.

$$\text{KCV} = \text{Aktienkurs} / \text{Cashflow je Aktie}$$

Das Kurs-Cashflow-Verhältnis eignet sich besonders für internationale Vergleiche, da hier nicht der Nachsteuergewinn als Grundlage dient, sondern der Cashflow. Der Cashflow bezeichnet den finanziellen Überschuss eines Geschäftsjahres. Es handelt sich dabei um eine Liquiditätskennzahl, die aufzeigt, ob ein Unternehmen dazu in der Lage ist, Schulden zu tilgen oder größere Investitionen zu finanzieren.

Die Aktien, die einen niedrigeren KCV aufweisen, werden favorisiert. Doch auch hier sollte auf die Branche geachtet werden. So haben beispielsweise Banken im Gegensatz zu Chemieunternehmen ein niedrigeres KCV, da personalintensive Unternehmen grundsätzlich geringere Abschreibungen tätigen und somit der Cashflow niedriger ausfällt.

Die Durchschnittswerte des KCV liegen bei etwa 4. Ein Kurs-Cashflow-Verhältnis von 3 gibt an, dass der aktuelle Aktienkurs innerhalb von rund drei Jahren aus dem Finanzmittelzufluss gedeckt ist.

**Beispiel**

Im Jahresbericht des Unternehmens A wird als Cashflow 700 Mio. € angegeben. Die Anzahl der gehandelten Aktien beträgt 250 Mio. Der Cashflow pro Aktie ist demnach 2,80 €. Der Kurs je Aktie liegt bei 35 €.

$$KCV = 35 / 2,80 = 1,25$$

**2.2.1.4.4 Dividendenrendite**

Bei der Berechnung der **Dividendenrendite** wird die erwartete Dividende in Relation zum Aktienkurs gesetzt und mit 100 multipliziert. So kann der Anleger ermitteln, wie hoch die Rendite sein wird, die er beim Kauf der Aktie erhält.

$$\text{Dividendenrendite} = (\text{Dividende} / \text{Aktienkurs}) \cdot 100$$

Die Formel zeigt, dass die Dividende alleine als Zahl nicht ausreicht. Eine vom Betrag her höhere Dividende kann durchaus weniger Rendite bringen als eine mit einem kleineren Wert. Deshalb ist der Bezug zum jeweiligen Aktienkurs von großer Bedeutung.

Da der Kurs ständigen Schwankungen ausgesetzt ist, ist die Dividendenrendite ein dynamischer Wert. Ein hoher Wert im Ergebnis sagt jedoch aus, dass der Emittent einen relativ großen Gewinn erwirtschaftet und/oder einen hohen Teil des Gewinns an die Aktionäre ausschüttet. Eine hohe Dividendenrendite ist ein Indiz für die Ertragskraft eines Unternehmens. Die durchschnittliche Dividendenrendite der im DAX (Deutscher Aktienindex) vertretenen dreißig Unternehmen liegt bei 2–3 % p. a. Spitzenreiter bei der Dividendenrendite ist u. a. die Münchener Rück (Stand: September 2014) mit ca. 4,53 % Rendite. Die veröffentlichten Dividendenrenditen beziehen sich üblicherweise auf die vom betreffenden Unternehmen zuletzt an die Aktionäre ausbezahlte Dividende und den aktuellen Kurs der Aktie.

**Beispiel**

Welche Dividendenrendite ergibt sich bei einer Aktie mit einem Kurs von 67 €, für die eine jährliche Dividende in Höhe von 3,50 € an die Aktionäre ausgezahlt wird?

$$\text{Dividendenrendite} = (3,50 / 67) \cdot 100 = 5,22 \%$$

**Beispiel**

Welche Dividendenrendite ergibt sich bei einer Aktie mit einem Kurs von 6.700 €, für die eine jährliche Dividende in Höhe von 35 € an die Aktionäre ausgezahlt wird?

$$\text{Dividendenrendite} = (35 / 6.700) \cdot 100 = 0,52 \%$$

## 2.2 • Aktienbewertung

■ **Tab. 2.2** KGV und Dividendenrendite der DAX-Unternehmen (Quelle: [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 24.05.2015)

Name	KGv	KGv*	KGv*	Dividendenrendite
<a href="#">adidas AG</a>	18,86 (2014)	22,08 (2015)	19,32 (2016)	2,61 %
<a href="#">Allianz</a>	10,06 (2014)	10,64 (2015)	10,51 (2016)	4,97 %
<a href="#">BASF</a>	12,91 (2014)	15,98 (2015)	14,17 (2016)	3,99 %
<a href="#">Bayer</a>	18,81 (2014)	19,37 (2015)	17,13 (2016)	1,99 %
<a href="#">Beiersdorf AG</a>	26,80 (2014)	29,12 (2015)	26,83 (2016)	1,03 %
<a href="#">BMW AG</a>	10,20 (2014)	10,94 (2015)	10,26 (2016)	3,22 %
<a href="#">Commerzbank</a>	47,35 (2014)	13,89 (2015)	11,91 (2016)	
<a href="#">Continental AG</a>	14,75 (2014)	15,35 (2015)	13,94 (2016)	1,85 %
<a href="#">Daimler AG</a>	11,33 (2014)	11,76 (2015)	10,45 (2016)	3,52 %
<a href="#">Deutsche Bank AG</a>	19,20 (2014)	14,12 (2015)	9,54 (2016)	2,98 %
<a href="#">Deutsche Börse AG</a>	16,21 (2014)	18,46 (2015)	16,92 (2016)	3,54 %
<a href="#">Deutsche Lufthansa AG</a>	115,61 (2014)	6,92 (2015)	6,01 (2016)	
<a href="#">Deutsche Post AG</a>	16,52 (2014)	16,23 (2015)	14,50 (2016)	3,12 %
<a href="#">Deutsche Telekom AG</a>	24,23 (2014)	23,65 (2015)	20,01 (2016)	3,75 %
<a href="#">E.ON SE</a>	17,00 (2014)	16,03 (2015)	17,09 (2016)	3,50 %
<a href="#">Fresenius Medical Care AG &amp; Co. KGaA (FMC) St.</a>	21,45 (2014)	23,75 (2015)	20,36 (2016)	1,25 %
<a href="#">Fresenius SE &amp; Co. KGaA (St.)</a>	21,43 (2014)	21,73 (2015)	18,90 (2016)	1,02 %
<a href="#">HeidelbergCement AG</a>	17,26 (2014)	16,20 (2015)	13,33 (2016)	1,27 %
<a href="#">Henkel KGaA Vz.</a>	20,46 (2014)	21,52 (2015)	19,91 (2016)	1,46 %
<a href="#">Infineon Technologies AG</a>	18,09 (2014)	19,67 (2015)	15,80 (2016)	2,20 %
<a href="#">K+S AG</a>	11,93 (2014)	11,23 (2015)	12,13 (2016)	3,93 %
<a href="#">LANXESS AG</a>	19,53 (2014)	25,25 (2015)	17,06 (2016)	1,29 %
<a href="#">Linde AG</a>	21,61 (2014)	21,38 (2015)	19,17 (2016)	2,04 %
<a href="#">Merck KGaA</a>	17,09 (2014)	20,23 (2015)	17,58 (2016)	1,27 %
<a href="#">Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG (vinkNA)</a>	9,09 (2014)	10,39 (2015)	10,60 (2016)	4,65 %
<a href="#">RWE AG St.</a>	12,29 (2014)	11,29 (2015)	13,32 (2016)	3,89 %
<a href="#">SAP SE</a>	16,72 (2014)	18,41 (2015)	16,89 (2016)	1,73 %
<a href="#">Siemens AG</a>	14,74 (2014)	15,51 (2015)	13,91 (2016)	3,51 %
<a href="#">ThyssenKrupp AG</a>	60,35 (2014)	26,20 (2015)	16,66 (2016)	0,53 %
<a href="#">Volkswagen AG Vz. (VW AG)</a>	8,44 (2014)	9,03 (2015)	8,06 (2016)	2,63 %

\* Die Schätzungen des KGv's sind die durchschnittlichen Schätz-Werte von bewertenden Analysten. Die Daten werden von FactSet zur Verfügung gestellt.

Diese Beispiele zeigen, dass eine höhere Dividende (3,50 € im Vergleich zu 35,00 €) nicht gleich eine höhere Dividendenrendite für den Anleger bedeutet. Erst im Verhältnis zum Kurs wird die Rendite richtig dargestellt. In ■ **Tab. 2.2** sehen Sie eine Zusammenstellung der KGv's und der Dividendenrenditen aller DAX-Unternehmen.

Neben diesen Börsenkennzahlen gibt es eine Reihe von Aktienbewertungsmodellen, welche die zukünftigen Dividenden in den Fokus stellen und so den theoretischen Preis der Aktie berechnen. Dabei werden die Dividendenzahlungen in ein Barwertmodell transferiert. Die dominierenden Modelle sind das Gewinnmodell, das Dividendendiskontierungsmodell und das Dividendenwachstumsmodell.

### 2.2.1.5 Gewinnmodell

Das Gewinnmodell ist der einfachste Ansatz zur Aktienbewertung. Das Modell prognostiziert für das Unternehmen ein Nullwachstum und somit eine jährlich gleichbleibende Dividende, die dem Jahresüberschuss pro Aktie entspricht (bei hundertprozentiger Ausschüttung).

Nach dem Gewinnmodell entspricht der theoretische Aktienpreis dem zukünftigen erwarteten konstanten Jahresüberschuss pro Aktie ( $EPS = \text{Earnings per share}$ ), diskontiert mit dem Eigenkapitalkostensatz. Der Eigenkapitalkostensatz ist die von den Eigenkapitalgebern erwartete bzw. verlangte Rendite.

$$PV = EPS / k_{EK},$$

wobei:

- $PV$  = Barwert der Aktie,
- $EPS$  = erwarteter Reingewinn pro Aktie,
- $k_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz.

#### Beispiel

Der (gleich bleibende) Jahresüberschuss je Aktie der adidas Group beträgt  $EPS = 2,71 \text{ €}$ , der Eigenkapitalkostensatz  $k_{EK} = 10 \%$ . Der Barwert der Aktie entspricht:

$$PV = 2,71 / 0,1 = 27,10$$

Der Wiederverkaufserlös der Aktie wird hier nicht berücksichtigt, da das Gewinnmodell von einer ewigen Haltedauer ausgeht. Die Schwierigkeit bei diesem Modell zeigt sich in der Schätzung des Jahresüberschusses. Solche Prognosen können nie mit hundertprozentiger Sicherheit gemacht werden.

#### **Merke!**

Nach dem **Gewinnmodell** entspricht der theoretische Aktienpreis dem zukünftigen erwarteten konstanten Jahresüberschuss pro Aktie, welcher mit dem Eigenkapitalkostensatz diskontiert wird.

### 2.2.1.6 Dividendendiskontierungsmodell

Geht man davon aus, dass ein Unternehmen nicht den Annahmen des Gewinnmodells folgt (Nullwachstum, vollständige Gewinnausschüttung), müssen die für jede Periode erwarteten Dividenden einzeln kapitalisiert werden. Der Grundgedanke des Dividendendiskontierungsmodells ist, dass der innere Wert einer Aktie der Barwert aller zukünftigen Dividenden ist.

$$PV = D_1/(1 + k_{EK}) + D_2/(1 + k_{EK})^2 + D_3/(1 + k_{EK})^3 + \dots$$

Vereinfacht dargestellt ergibt sich:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_{EK})^t},$$

wobei:

- PV = Barwert der Aktie,
- $D_t$  = erwartete Dividende,
- $k_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz,
- $t$  = Periode.

#### Beispiel

Die Dividende pro Aktie der Deutschen Bank beträgt  $D_0 = 0,75 \text{ €}$ . Für die ersten drei Jahre rechnet man mit einem Dividendenwachstum  $g = 20 \%$ , für die darauf folgenden drei Jahre mit einem Wachstum von  $g = 10 \%$ . Ab dem siebten Jahr wird eine konstante jährliche Dividende  $D_k$  = Jahresüberschuss/Aktie von 2 € erwartet. Der Eigenkapitalkostensatz  $k_{EK}$  beträgt 10 %. Der Anleger kauft die Aktie am Tag der Dividendenausschüttung und ist damit erst in einem Jahr zum ersten Mal dividendenberechtigt. Der innere Wert der Aktie lässt sich wie folgt berechnen:

$$\text{Dividende für Jahr 1: } 0,75 + 0,75 \cdot 0,2 = 0,75 \cdot 1,2 = 0,9,$$

$$\begin{aligned} PV &= 0,9/1,1 + 1,08/1,1^2 + 1,296/1,1^3 + 1,426 \cdot 1,1/1,1^4 + 1,569/1,1^5 \\ &\quad + 1,726/1,1^6 + (2/0,1)/1,1^6 \\ &= 0,818 + 0,893 + 0,974 + 0,974 + 0,974 + 0,974 + 11,289 \\ &= 17,87. \end{aligned}$$

Der Aktienwert beträgt dementsprechend 17,87 €.

Hinweis: Eine Modellvariante des Dividendendiskontierungsmodells besteht darin, von einer Dividende auszugehen, die durch eine jährlich konstante Wachstumsrate

gekennzeichnet ist. In dem obigen Beispiel wurde die konstante Wachstumsrate für unterschiedliche Zeitabschnitte (jeweils drei Jahre) festgelegt.

## 2

### 2.2.1.7 Dividendenwachstumsmodell

Beim Dividendenwachstumsmodell wird der innere Wert der Aktie mit einer Dividende berechnet, welche konstant mit der Vermehrung des Gewinns und des Vermögens eines Unternehmens wächst. Die Wachstumsrate  $g$  ist hier der entscheidende Faktor.

$$PV = D_1 / (1 + k_{EK}) + D_1(1 + g) / (1 + k_{EK})^2 + \dots + D_1(1 + g)^{n-1} / (1 + k_{EK})^n$$

Vereinfacht dargestellt ergibt sich für eine unendlich große Anzahl von Perioden:

$$PV = D_1 / (k_{EK} - g),$$

wobei:

- $PV$  = Barwert der Aktie,
- $D_1$  = erwartete Dividende mit  $D_1 = D_0(1 + g)$ ,
- $k_{EK}$  = Eigenkapitalkostensatz,
- $g$  = Wachstumsrate der Dividende.

#### Beispiel

Die Dividende des DAX-Unternehmens E.ON beträgt  $D_0 = 1,50$  €. Man nimmt an, dass dieser Betrag über die nächsten Jahre konstant um den Wert  $g = 5\%$  wachsen wird. Die geforderte Rendite der Aktie beträgt  $9\%$ . Somit lässt sich der Barwert dieser Aktie wie folgt berechnen:

$$PV = 1,50(1 + 0,05) / (0,09 - 0,05) = 39,38.$$

#### Beispiel

Delta Airlines hat eine Dividende in Höhe von  $D_0 = 0,75$  \$ ausbezahlt. Die erwartete Erhöhung der Dividende beträgt  $2\%$  p. a. Die Anleger erwarten eine Rendite von  $9\%$ . Wie hoch sollte der Barwert dieser Aktie sein?

$$PV = 0,75(1 + 0,02) / (0,09 - 0,02) = 10,93$$

Der Preis der Aktie beträgt  $13,34$  \$. Ein Vergleich zeigt  $13,34 > 10,93$ . Das bedeutet, dass die Aktie der Delta Airlines überbewertet ist.

Ergibt die Berechnung des Barwerts eine Überbewertung der Aktie, so wird ein Verkauf dieses Wertpapiers empfohlen. Bei unterbewerteten Aktien empfiehlt sich hingegen ein Kauf.

Es soll an dieser Stelle beachtet werden, dass eine Unterbewertung der Aktie zwar zeigen könnte, dass die Börse das Potential des Wertpapiers unterschätzt. Eine Unterbewertung könnte jedoch auch in einer zu optimistischen Wachstumsprognose begründet sein.

### 2.2.1.8 Bestimmung der Wachstumsrate $g$

Zur Bestimmung des „fairen“ Aktienpreises wurde eine vorgegebene Dividendenwachstumsrate  $g$  verwendet. Wie wird nun diese Wachstumsrate  $g$  bestimmt? In der Regel wächst die Dividende, wenn die Gewinne gesteigert werden. Am einfachsten geschieht dies, wenn ein Unternehmen expandiert, es also eine Nettoinvestition tätigt. Eine Nettoinvestition ist eine Bruttoinvestition abzüglich der Abschreibungen. Die Investitionen müssen also größer als die Abschreibungen sein, wenn ein Unternehmen expandieren will.

Eine positive Nettoinvestition finanziert man am einfachsten durch die Einbehaltung der Gewinne. Das heißt, das Unternehmen verzichtet auf eine Ausschüttung der Gewinne in Form von Dividenden. Gewinne werden einbehalten, wenn das Management eines Unternehmens eine höhere Rendite durch die Re-Investition dieser Gewinne erhofft. Es ergibt sich folgender Zusammenhang:

Gewinn im nächsten Jahr =

Gewinn dieses Jahr + Gewinneinbehaltung  $\cdot$  Rendite auf Gewinneinbehaltung.

Die Gewinneinbehaltung wird auch Gewinnthesaurierung genannt.

Im zweiten Schritt werden beide Seiten der Gleichung durch diesjährige Gewinne dividiert:

Gewinn im nächsten Jahr / Gewinn dieses Jahr =

Gewinn dieses Jahr / Gewinn dieses Jahr

+ Gewinneinbehaltung / Gewinn dieses Jahr  $\cdot$  Rendite auf Gewinneinbehaltung.

Der Quotient aus dem Gewinn im nächsten Jahr und dem Gewinn dieses Jahr ergibt  $1 + g$ . Der Quotient aus der Gewinneinbehaltung sowie dem Gewinn dieses Jahr ist die Gewinneinbehaltungsquote oder auch Thesaurierungsquote. Somit ergibt sich:

$$1 + g = 1 + (\text{Thesaurierungsquote} \cdot \text{Rendite auf Gewinneinbehaltung}).$$

Das heißt, eine Gewinnsteigerung bzw. Dividendensteigerung ist eine Funktion mit den Einflussgrößen Gewinneinbehaltungsquote und der dazugehörigen Rendite.

Die Rendite auf einbehaltene Gewinne ist ein Schätzwert, da die Information über geplante Projekte oftmals nicht öffentlich gemacht wird. Als Referenzwert dient daher häufig die Rendite vergangener Projekte. Dazu wird die historische Eigenkapitalrendite (ROE)

herangezogen. Bei der Berechnung der Wachstumsrate  $g$  soll daher beachtet werden, dass es sich um Annahmen bezüglich der Werte handelt. Die Wachstumsrate ist demnach:

$$g = \text{Thesaurierungsquote} \cdot \text{Rendite auf Gewinneinbehaltung}.$$

### Beispiel

Ein Unternehmen meldete für das aktuelle Jahr Erträge in Höhe von 2 Mio. €. Das Unternehmen plant mit einer Thesaurierungsquote von 40 %, also 800.000 € ( $2.000.000 \cdot 0,40$ ). Die historische Eigenkapitalrendite beträgt 16 %. Die geschätzte Gewinnsteigerung beträgt demnach:

$$800.000 \cdot 0,16 = 128.000 \text{ €}.$$

Prozentual ausgedrückt ergibt sich:

$$128.000 / 2.000.000 = 0,064 = 6,4 \text{ \%}.$$

In einem Jahr würde der Gewinn 2.128.000 € ( $2.000.000 \cdot 0,064$ ) betragen.

Setzen wir die gegebenen Werte in die eben hergeleitete Gleichung ein, so ergibt sich ebenfalls eine Wachstumsrate von 6,4 %.

$$\begin{aligned} g &= \text{Thesaurierungsquote} \cdot \text{Rendite auf Gewinneinbehaltung} = 0,40 \cdot 0,16 \\ &= 0,064 = 6,4 \text{ \%} \end{aligned}$$

### 2.2.1.9 Bestimmung der Eigenkapitalkostensatzes $k_{EK}$

Die Berechnung des Aktienpreises erfolgte des Weiteren auf Basis des vorgegebenen Eigenkapitalkostensatzes  $k_{EK}$ . Die Kalkulation des Aktienpreises ergab:

$$PV = D_1 / (k_{EK} - g).$$

Löst man diese Gleichung nach  $k_{EK}$  auf, so ergibt sich:

$$\begin{aligned} k_{EK} - g &= D_1 / PV, \\ k_{EK} &= D_1 / PV + g. \end{aligned}$$

Der Eigenkapitalkostensatz besteht folglich aus zwei Komponenten,  $D_1 / PV$  und  $g$ . Da  $PV$  dem Aktienkurs entspricht, ist  $D_1 / PV$  gleich der Dividendenrendite. Die Wachstumsrate  $g$ , mit welcher der Investition wächst, kann an dieser Stelle als Kapitalgewinnrendite bezeichnet werden, da die Dividendenwachstumsrate gleichzeitig die Wachstumsrate des Gewinns darstellt und die Wachstumsrate des Aktienpreises auch

als Kapitalgewinnrendite bezeichnet wird. Dieser Zusammenhang soll durch das folgende Beispiel dargestellt werden.

### Beispiel

Eine Aktie notiert zu einem Wert von 20 €. Die Höhe der nächsten Dividende beträgt 1 € je Aktie. Es wird angenommen, dass die Dividendenwachstumsrate über eine ungewisse Zeit 10 % pro Jahr betragen wird. Wie hoch ist der Eigenkapitalkostensatz bzw. die Rendite des Eigenkapitals in diesem Fall?

$$k_{EK} = D_1 / PV + g = 1/20 + 0,10 = 0,15 = 15 \%$$

Die Aktie hat also eine erwartete Rendite von 15 %.

Dieser Wert kann durch die Berechnung des Aktienkurses in einem Jahr überprüft werden. Nach dem Dividendenwachstumsmodell ergibt sich Folgendes:

$$PV = D_0(1 + g)/(k_{EK} - g) = 1 \cdot (1 + 0,10)/(0,15 - 0,10) = 1,10/0,05 = 22 \text{ €}.$$

Der Aktienpreis ist somit um 10 % gestiegen ( $20 \cdot 0,10$ ). Würde man diese Aktie heute kaufen, so bekommt man 1 € Dividende am Ende des Jahres und erzielt einen Gewinn von 22 € minus 20 €, also 2 €. Die Dividendenrendite beträgt folglich 5 % ( $1/20$ ), der Kapitalgewinn liegt bei 10 % ( $2/20$ ). Damit ergibt sich eine Eigenkapitalrendite von 15 %.

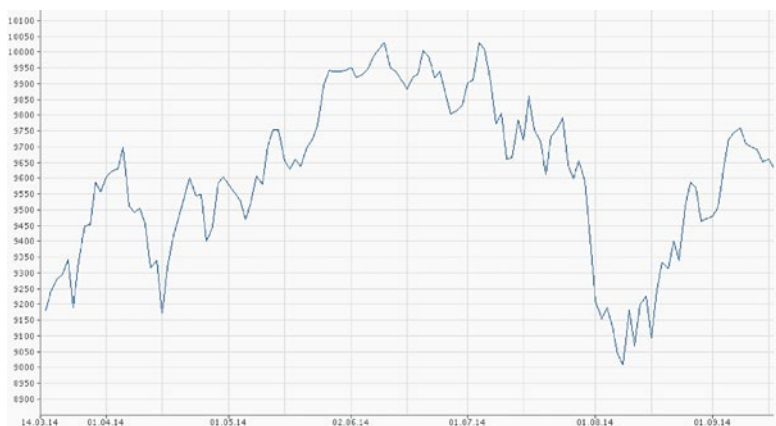
## 2.2.2 Technische Analyse

Neben der Fundamentalanalyse existiert noch eine zweite Form der Aktienbewertung: die technische Analyse. Diese Form der Analyse ist in der Fachwelt eher umstritten, da sie auf der Untersuchung der Kursdiagramme (Charts) und deren Entwicklung in der Vergangenheit basiert. Die betriebswirtschaftlichen Fundamentaldaten und das volkswirtschaftliche Umfeld des Unternehmens werden hier unberücksichtigt gelassen. Der Fokus liegt ausschließlich auf den historischen Börsendaten.

### Merke!

Die **technische Analyse** fokussiert sich auf die historischen Kursverläufe, um die zukünftige Entwicklung eines Aktienkurses vorherzubestimmen.

Mithilfe der **Chartanalysen** versucht die technische Analyse, den perfekten Kauf- sowie Verkaufszeitpunkt zu finden. Die Analysten der Charts, die sogenannten Chart-techniker, nehmen an, dass bestimmte Muster und Formationen der Charts eine Kursrichtung voraussagen können.



■ **Abb. 2.2** DAX 30 (6 Monate) (Quelle: ► [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 16.09.2014)

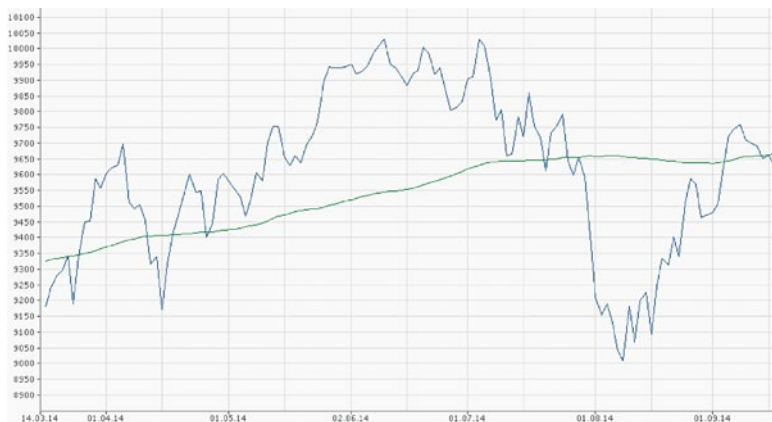
Bei der Chartanalyse gilt das Prinzip der sich selbsterfüllenden Prophezeiung: Wenn zum Beispiel viele Anleger glauben, dass das Ausbrechen des Aktienkurses aus einem Trendkanal ein Verkaufssignal darstellt, werden sie ihre Aktien verkaufen. Wenn viele Anleger so handeln, wird der Kurs der Aktie sinken. Da die Börse demnach nicht nur auf Daten und Fakten basiert, sondern auch durch die Psychologie der Anleger emotional gesteuert wird, liefert die Charttechnik manchmal verwertbare Aussagen.

Charts sieht man oft im Fernsehen, in der Zeitung oder im Internet. So veröffentlicht die Deutsche Börse beispielsweise täglich die Entwicklung des DAX. ■ **Abbildung 2.2** zeigt ein solches Kursdiagramm mit einem Zeitraum von sechs Monaten.

Ein Chart stellt den graphischen Kursverlauf über einen bestimmten Zeitraum dar. Wie man ■ **Abb. 2.3** entnehmen kann, schwankt der Kurs permanent. Nach der Betrachtung bestimmter Formationen, welche sich wiederholen, lässt sich der Trend eines Kurses feststellen und somit der vermutete weitere Verlauf der Aktie. Charttechniker bestimmen auf diese Weise den Abwärts- oder den Aufwärtstrend.

Die Kursschwankungen im Chart werden durch die Durchschnittskurven „geglättet“. Dazu kann die 38-Tage-, 100-Tage- oder die 200-Tage-Linie herangezogen werden. Die **Durchschnittslinie** dient hier als Kauf- oder Verkaufssignal. Wenn der Aktienkurs die Durchschnittslinie von unten nach oben durchbricht, wird ein Kaufsignal gesendet. Durchbricht der Chart die Linie von oben nach unten, ist das als ein Verkaufssignal zu werten. Je weiter der Kurs von der Durchschnittslinie entfernt liegt, desto wahrscheinlicher ist eine Kursumkehr. Dies kann man gut am Schaubild des DAX beobachten. Anfang August durchbrach der DAX die Durchschnittslinie nach unten, was ein Verkaufssignal darstellte. Der Index brach danach einige Tage ein.

## 2.2 • Aktienbewertung



■ **Abb. 2.3** DAX 30 100-Tage-Durchschnittskurve (Quelle: ► [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 16.09.2014)

Ein weiteres Instrument der technischen Analyse ist der **Trendkanal**. Um den Trendkanal zu bestimmen, identifiziert man die Hoch- und Tiefpunkte des Charts. Diese werden als Widerstands- und Unterstützungslinien bezeichnet. Bei einem parallelen Verlauf der Linien, spricht man von einem Trend. Die Verbindungslinie zwischen den sinkenden Hochpunkten zeigt den Abwärtstrend, die Verbindungslinie zwischen den steigenden Tiefpunkten steht für den Aufwärtstrend. In diesem Trendkanal bewegen sich die Aktienkurse. Durchbricht der Kurs die Linie nach unten, wie in ■ [Abb. 2.4](#) zu sehen, so signalisiert dies sinkende Kurse und umgekehrt.

### 2.2.2.1 Das Momentum

Das Momentum stellt in der technischen Analyse eine wichtige Größe dar. Es gibt Aufschluss darüber, mit welcher Geschwindigkeit sich die Kurse in Relation zum aktuellen Kursniveau bewegen. Anhand des Momentums lässt sich der vorherrschende Trend bestimmen. Man erhält das Momentum, indem man den Kurs einer bestimmten Periode vom aktuellen Kurs subtrahiert. Das Momentum ist demnach die Kursdifferenz für eine gegebene Zeitperiode. Die Formel lautet:

$$M_t = K_t - K_{t-x},$$

wobei:

- $M$  = Momentum,
- $K_t$  = Schlusskurs heute,
- $K_{t-x}$  = Schlusskurs vor  $x$  Tagen.



■ Abb. 2.4 Trendkanal (Quelle: ► [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 16.09.2014)

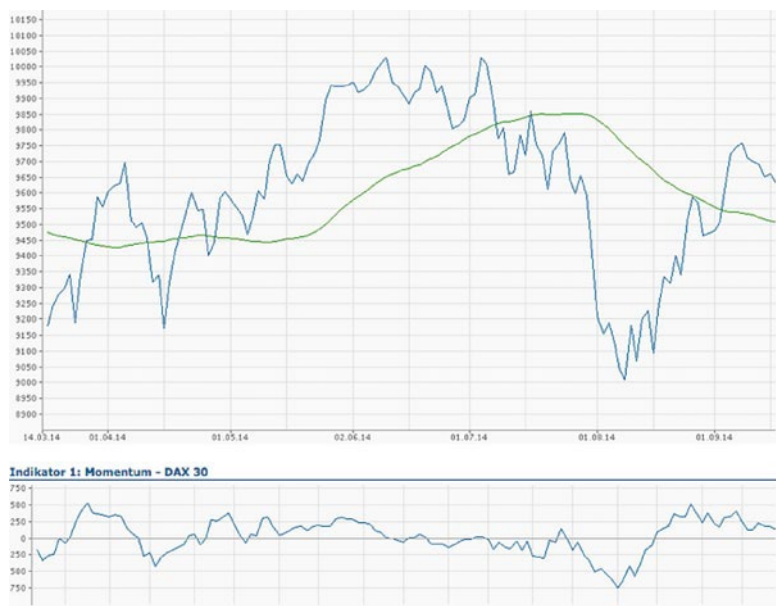
Für ein 10-Tage-Momentum, welches oft von Charttechnikern erstellt wird, wird die Differenz zwischen dem aktuellen Schlusskurs und dem Schlusskurs, welcher vor 10 Tagen feststand, errechnet.

### Merke!

Das **Momentum** misst die Geschwindigkeit von Kursbewegungen in Relation zum aktuellen Kursniveau der Aktien und kann somit die weitere Kursentwicklung bestimmen.

Grundsätzlich steigt oder fällt ein Momentum. Entscheidend ist jedoch, ob das Steigen oder Sinken über oder unter der Null-Linie stattfindet. Die Null-Linie dient als eine Signal-Linie. Ein positives Momentum wird über der Null-Linie eingetragen und bedeutet einen Aufwärtstrend. Steigt das Momentum in diesem Bereich, so deutet das auf eine positive Schwungkraft des Marktes hin. Der Aufwärtstrend wird sich halten. Fällt dagegen das Momentum in positiven Bereich, dann lässt die Schwungkraft nach und der Aufwärtstrend könnte sich in einen Abwärtstrend umkehren.

Ist das Momentum negativ, so trägt man den Wert unter der Null-Linie ein. Ein negatives Ergebnis bedeutet einen Kursverfall oder einen Abwärtstrend. Fällt das Momentum, so wird das als eine negative Schwungkraft des Marktes gedeutet. Der Abwärtstrend sollte bestehen bleiben. Steigt das Momentum im negativen Bereich,



■ **Abb. 2.5** DAX-30-Momentum (Quelle: ► [www.finanzen.net](http://www.finanzen.net), Stand: 16.09.2014)

lässt die negative Entwicklung nach und der Abwärtstrend setzt sich nicht fort.

■ **Abbildung 2.5** zeigt ein Momentum für den DAX.

Das Momentum, welches sich im unteren Teil des Diagramms befindet, bewegt sich überwiegend im positiven Bereich. Diese Bewegung über der Null-Linie steht für einen Aufwärtstrend. Jedoch lässt sich erkennen, dass die Steigung des Momentums im Zeitverlauf fällt. Das heißt, die Schwungkraft des Marktes lässt nach und der Aufwärtstrend wird sich in einen Abwärtstrend umkehren.

In der Fachwelt wird die technische Analyse kritisch beurteilt. Sind die Kapitalmärkte effizient, so kann man aus den historischen Kursen keine Schlüsse auf die Zukunft ziehen. Deswegen entscheiden die meisten Profis wie zum Beispiel Aktienfonds auf Grundlage der Fundamentalanalyse über die Zusammensetzung ihrer Portfolios. Nichtsdestotrotz erfreut sich die technische Analyse bei Privatinvestoren einer gewissen Beliebtheit.

➤ **Auf den Punkt gebracht:** In der technischen Analyse, welche auf der Chartanalyse basiert, bestimmen die Muster und Formationen der Charts die Kursentwicklung

der Aktien. Wichtige Instrumente sind hierbei die Durchschnittslinie oder der Trendkanal.

## 2.3 Aktienmärkte und die Funktionsweisen von Börsen

---

Die **Börse** ist ein organisierter Markt für den Handel mit Wertpapieren, Devisen oder bestimmten Waren. Die Börse agiert als ein Marktplatz, wo das Angebot und die Nachfrage für Wertpapiere zusammengeführt werden. Die Kurse oder Preise werden je nach Angebot und Nachfrage festgelegt.

Zu den Aufgaben der Börse gehören neben der Bereitstellung einer Handelsplattform für Wertpapiere auch die Bereitstellung von wichtigen Informationen (z. B. Preisen). Des Weiteren sorgt die Börse für die größtmögliche Transparenz, Liquidität und Rechtssicherheit für die Anleger.

Der Grundgedanke der Börse besteht darin, dem Unternehmen eine Möglichkeit zu bieten, eine größere Menge Geld auf dem Kapitalmarkt zu beschaffen. Den Aktionären eröffnet es die Möglichkeit, Aktien zu kaufen bzw. zu verkaufen und sich an der wirtschaftlichen Entwicklung des Unternehmens zu beteiligen.

### 2.3.1 Börsengang

---

Aktien können im Zuge der **Erstmission (Going Public)** nach der Gründung eines Unternehmens oder bei einer Kapitalerhöhung eines bereits börsennotierten Unternehmens emittiert werden.

Beim ersten Gang an die Börse gibt eine Gesellschaft erstmalig seine Aktien aus (Erstmission). Hier fungiert die Börse als Primärmarkt. Aktiengesellschaften gehen an die Börse, wenn größere Mengen Eigenkapital benötigt werden, welche nicht über alternative Finanzierungsformen, beispielsweise über die Erhöhung des Gesellschaftskapitals, beschafft werden können. Das Kapital wird meist in größere Projekte, wie Entwicklung neuer Technologien oder allgemein für den Ausbau der Marktposition, investiert.

In der Regel gibt die emittierende Gesellschaft die Aktien nicht selbst aus. Die Emission wird meistens von einem Zusammenschuss mehrerer Banken, einem Bankenkonsortium oder einem einzelnen Kreditinstitut übernommen.

### 2.3.2 Vorbereitung des Börsengangs

---

Der Börsengang ist ein sehr komplexer und zeitintensiver Prozess. Bevor ein Unternehmen an die Börse gehen darf, muss es erst seine Börsenreife überprüfen.

Börsenreife ist die Grundvoraussetzung, damit ein Unternehmen an der Börse aufgenommen wird. Dazu gehören unter anderem die passende Rechtsform, kapitalmarktfähige Unternehmensstruktur oder ein professionelles und leistungsfähiges Berichtswesen.

Sobald ein Unternehmen börsenreif ist, wird eine „Equity Story“ festgelegt, welche die Positionierung des Unternehmens am Kapitalmarkt beschreibt. Die „Equity Story“ beinhaltet die zukünftige Unternehmensstrategie sowie eine angemessene Finanzplanung. Die Ergebnisse der „Equity Story“ fließen in das Emissionsprospekt mit ein. Das Unternehmen gibt darin Informationen über Geschäftsstrategie, Finanzplanung, den Platzierungsumfang, den Zeitplan oder das angestrebte Börsensegment.

Nach dieser Vorbereitungsphase wählt das Unternehmen die konsortialführende Bank aus. Die Auswahl findet in einem sogenannten „Beauty Contest“ statt. Im „Beauty Contest“ erhalten die Banken nach den Management-Präsentationen die Möglichkeit, ihre Konzepte zur Börseneinführung vorzustellen. In der anschließenden Mandatsvereinbarung (Letter of Engagement) verhandelt das Management mit der ausgewählten Bank die Eckpunkte der Emission. Bei Unterzeichnung der Mandatsvereinbarung wird die Bank zum Konsortialführer der Emission. Neben der konsortialführenden Bank sind andere Banken im Konsortium vertreten.

Im nächsten Schritt wird eine Sorgfältigkeitsprüfung, auch Due Diligence genannt, durchgeführt. Diese Prüfung findet in der Regel mithilfe von Wirtschaftsprüfern und Rechtsanwälten statt und umfasst steuerliche, rechtliche und finanzielle Aspekte. Gleichzeitig erstellt das Unternehmen ein vorläufiges Emissionsprospekt. Das Emissionsprospekt beinhaltet unter anderem Emissionseckpunkte, mögliche Risiken und das Geschäftsmodell. Das vorläufige Emissionsprospekt wird einige Monate vor der Platzierung erstellt. Etwa vier Wochen bevor das endgültige Emissionsprospekt fertiggestellt wird, finden Investoren-Konferenzen statt, auf der die Größe der Kapitalerhöhung sowie die Art der zu emittierenden Wertpapiere festgelegt werden. Im Anschluss an die Konferenzen wird ein Emissionspreis vereinbart. Außerdem fasst das Unternehmen alle für die Platzierung relevanten Daten im endgültigen Emissionsprospekt zusammen.

Im letzten Schritt wird die Erstemission vollzogen. Die konsortialführende Bank kauft eine vereinbarte Menge der Aktien, um diese an der Börse zu verkaufen. Für die Festlegung des Emissionspreises gibt es zahlreiche Möglichkeiten. Die geläufigsten sind Festpreisverfahren, Bookbuilding-Verfahren oder Auktionsverfahren.

### 2.3.2.1 Festpreisverfahren

Beim Festpreisverfahren wird der Emissionspreis der Aktien von der Gesellschaft und dem Bankenkonsortium vor der Emission gemeinsam festgelegt. Der Preis hängt von der aktuellen Marktlage, der Unternehmensbewertung und von den Preisen ähnlicher börsennotierter Unternehmen ab. Die Anleger können innerhalb einer festgesetzten Zeitspanne ihre Zeichnungsangebote, das heißt ihre Preisvorschläge, abgeben. Da-

bei kommt es oft zu Über- oder Unterzeichnungen bezüglich des vorher festgelegten Preises. Ist die Nachfrage größer als das Angebot, so ergeben sich Überzeichnungen. Die Nachfrage kann das Angebot übersteigen, wenn der festgesetzte Preis unter den Erwartungen der Anleger liegt. In solchen Fällen wird die Zeichnung vorzeitig geschlossen. Wenn dagegen das Angebot die Nachfrage übersteigt und der Preis über den Erwartungen der Anleger liegt, ergeben sich Unterzeichnungen. Da es nicht genug Käufer für die Aktien gibt, übernimmt das Bankenkonsortium oft einen Teil der Aktien in ihr Portefeuille. Um dieses Risiko zu umgehen, greifen viele Erstemittenten auf das Bookbuilding-Verfahren zurück.

### **2.3.2.2 Bookbuilding-Verfahren**

Das Bookbuilding-Verfahren ist international etabliert und zeichnet sich durch eine dynamische Preisfindung aus. Im Gegensatz zum Festpreisverfahren wird hier der Anleger direkt in die Preisfindung einbezogen. Die für die Emission zuständigen Banken geben eine Preisspanne vor, innerhalb welcher die Angebote der Anleger liegen müssen. Auf der Basis der abgegebenen Angebote wird dann der Preis der Aktie ermittelt. Der Preis der neu emittierten Aktien der adidas AG oder der T-Aktie der Deutschen Telekom wurde beispielsweise mithilfe des Bookbuilding-Verfahrens ermittelt.

Das Bookbuilding-Verfahren lässt sich in vier Stufen einteilen:

1. **Pre-Marketing-Phase:**  
In dieser Phase werden institutionelle Anleger, beispielsweise Versicherungen, über die kommende Emission informiert. Dies geschieht über spezielle Veranstaltungen wie Werbe- oder Presseaktionen. Aus den von potentiellen Großaktionären abgegebenen unverbindlichen Angeboten wird eine Zeichnungsspanne ermittelt. Diese dient als Richtgröße für den späteren Emissionskurs der Aktie.
2. **Marketing-Phase:**  
Während der Marketing-Phase werden institutionelle Großinvestoren gezielt mithilfe von Präsentationsmappen oder PowerPoint-Präsentationen angesprochen. Die Präsentationen finden bei einer sogenannten Road-Show statt, welche meist durch Finanzmetropolen führt.
3. **Order-Taking-Phase:**  
Nach der Marketing-Phase werden die Aufträge entgegengenommen. Hier können sowohl institutionelle als auch private Investoren ihre Zeichnungswünsche abgeben. Die vorgegebene Zeitspanne beträgt meistens zwei Wochen. Aus den abgegebenen Angeboten wird schließlich der endgültige Emissionspreis ermittelt. Hier werden jedoch nur die Zeichnungswünsche der institutionellen Investoren in Betracht gezogen.
4. **Zuteilungsphase:**  
In der letzten Phase des Bookbuilding-Verfahrens werden die Aktien ausgegeben. Die Investoren, dessen Gebot mindestens dem Emissionspreis entsprach, haben das Recht, die Aktien zu beziehen. Ist die Emission überzeichnet, legt die konsor-

tialführende Bank für einen bestimmten Teil der Aktien Zuteilungsquoten fest. Neben diesen Aktien bekommen die Konsortialbanken weitere Aktien, welche sie in eigener Verantwortung vor allem den Privatkunden zuteilen können.

Wenn beispielsweise ein Unternehmen 200.000 Aktien an der Börse platzieren möchte, die Anzahl der gezeichneten Aktien aber 400.000 beträgt, kann der Konsortialführer beschließen, dass nur 50 % der Aktien zugeteilt werden. Das bedeutet, ein Anleger, welcher 100 Aktien gezeichnet hat, hat ein Recht auf 50 %, also 50 Aktien.

### 2.3.2.3 Auktionsverfahren

Bei diesem Verfahren zur Bestimmung des Kurses für ein neu emittiertes Wertpapier haben die Investoren die Möglichkeit, in einem festgelegten Zeitraum ihre Zeichnungswünsche in Form einer Preis-Mengen-Kombination abzugeben. Nach Auktionsende werden die abgegebenen Gebote nach der Höhe des gebotenen Preises sortiert und den Investoren zugeteilt. Zunächst bekommen die Investoren ihre Zuteilung, die das höchste Gebot abgegeben haben. Die Zuteilung wird solange durchgeführt, bis das Emissionsvolumen erschöpft ist. Dabei bildet das niedrigste Gebot, welches aber noch zur Zuteilung zugelassen ist, den Emissionspreis, zu dem alle Aktien zugeteilt werden. Die unter dem Emissionspreis liegende Gebote werden nicht berücksichtigt.

Im Gegensatz zu den ersten beiden Verfahren haben die Bank und der Emittent bei einem Auktionsverfahren keinen Einfluss auf die Anlegerstruktur. Diese Art der Preisbestimmung ist weniger gebräuchlich und stößt vor allem bei institutionellen Anlegern auf Widerstand. Dennoch hat Google als eines der wenigen führenden Unternehmen bei ihrem Going Public im August 2004 das Auktionsverfahren gewählt. Die Nachfrage der Investoren lag jedoch weit unter dem erwarteten Wert. Der ursprünglich anvisierte Preis lag bei 135 US-Dollar. Der Emissionspreis wurde jedoch mit 85 US-Dollar festgelegt. Das Anwenden des Auktionsverfahrens führte zu einer deutlichen Unterbewertung (Underpricing), denn der Preis der Aktien auf dem Sekundärmarkt lag bei 100 US-Dollar. Nach zwei Monaten hatte sich der Aktienkurs sogar mehr als verdoppelt. Somit kann man davon ausgehen, dass Google mit einem traditionellen Emissionsverfahren einen deutlich höheren Preis erzielt hätte.

➤ **Auf den Punkt gebracht:** Die geläufigsten Methoden zur Festlegung des Emissionspreises sind das Festpreisverfahren, das Bookbuilding-Verfahren oder das Auktionsverfahren.

### 2.3.3 Kapitalerhöhung

Ein Unternehmen hat die Möglichkeit, nach einer Erstemission den Aktienmarkt erneut zur Kapitalaufstockung zu nutzen. Hier spricht man von einer Kapitalerhöhung.

Eine Kapitalerhöhung erfordert eine 3/4-Mehrheit auf der Hauptversammlung. Bei der Kapitalerhöhung unterscheidet man zwischen der effektiven und der nominellen Kapitalerhöhung.

2

### 2.3.3.1 Effektive Kapitalerhöhung

Die **effektive Kapitalerhöhung** schließt eine ordentliche, bedingte oder genehmigte Kapitalerhöhung ein. In der Regel wird die ordentliche Kapitalerhöhung gewählt. Sie wird auch als Kapitalerhöhung gegen Einlagen bezeichnet. Hier gibt das Unternehmen neue Aktien aus. Die Altaktionäre haben ein Bezugsrecht, um die neuen Aktien zu erwerben. Diese Aktien werden junge Aktien genannt.

Die bedingte Kapitalerhöhung darf nur in bestimmten Fällen durchgeführt werden. Dazu zählen der Tausch von Wandelanleihen in Aktien oder der Erwerb von Aktien zu Optionsanleihen, die Vorbereitung einer bevorstehenden Fusion oder die Ausgabe von Belegschaftsaktien. Die bedingte Kapitalerhöhung gibt den Aktionären kein Bezugsrecht.

Die genehmigte Kapitalerhöhung erlaubt es dem Unternehmen, das Grundkapital bis zu einem genehmigten Betrag innerhalb einer Zeitspanne von fünf Jahren zu erhöhen. Hierzu bedarf es einer Genehmigung durch die Hauptversammlung. Der Emissionszeitpunkt richtet sich hierbei nach einem für die Emission günstigen Zeitpunkt. Da die Genehmigung im Vorfeld erfolgt, erlaubt die genehmigte Kapitalerhöhung eine schnelle Kapitalbeschaffung.

### 2.3.3.2 Nominelle Kapitalerhöhung

Die **nominelle Kapitalerhöhung** sieht keine Kapitalzufuhr vor. Die Kapitalerhöhung wird aus Gesellschaftsmitteln bestritten. Bei einer nominellen Kapitalerhöhung wandelt das Unternehmen die Rücklagen in gezeichnetes Kapital um. Die Altaktionäre bekommen in diesem Fall Gratisaktien ausgehändigt. Da die Rücklagen nicht ausgezahlte Dividenden sind, erlangen die Aktionäre durch die Ausgabe der Gratisaktien keinen finanziellen Vorteil.

➤ **Auf den Punkt gebracht:** Bei der Kapitalerhöhung kann zwischen der effektiven und der nominellen Kapitalerhöhung unterschieden werden, wobei die effektive Kapitalerhöhung eine ordentliche, bedingte oder genehmigte Kapitalerhöhung einschließt.

### 2.3.3.3 Bezugsrecht

Gibt ein Unternehmen neue Aktien im Rahmen einer ordentlichen Kapitalerhöhung aus, so haben die bestehenden Aktionäre ein Vorkaufsrecht. Die Anzahl der jungen Aktien, welche sie erwerben dürfen, hängt von der Menge der Aktien, die sie halten, und dem **Bezugsverhältnis** ab.

Das Bezugsverhältnis bildet eine Relation zwischen den Altaktien und den jungen Aktien. Es gibt an, wie viele Altaktien den Bezug einer jungen Aktie decken.

$$\text{Bezugsverhältnis} = \text{altes Grundkapital} / \text{Erhöhungskapital}$$

### Beispiel

Der Wert der umlaufenden Aktien eines Unternehmens beträgt 200.000 €. Durch die Ausgabe neuer Aktien ergab sich eine Kapitalerhöhung von 50.000 €. Somit ergibt sich ein Bezugsverhältnis von:

$$\text{Bezugsverhältnis} = 200.000 / 50.000 = 4/1.$$

Ein Bezugsverhältnis von 4:1 bedeutet, dass für vier Altaktien eine junge Aktie erworben werden kann.

Durch das Bezugsrecht kann der Aktionär die nachteiligen Effekte der Aktienemission ausgleichen. Nach der Kapitalerhöhung fällt der Aktienkurs der alten Aktie, da mehr Aktien im Umlauf sind. Dadurch sind nach der Ausgabe neuer Aktien mehr Anteilseigner am Vermögen des Unternehmens beteiligt, die sich den Gewinn des Unternehmens teilen. Dieses Ergebnis wird als Kapitalverwässerung bezeichnet. Durch das Bezugsrecht haben die Altaktionäre die Möglichkeit, die entstandenen Vermögensnachteile auszugleichen.

### Beispiel

Der Anleger hält Aktien der BASF SE. Der Aktienkurs beläuft sich auf 60 € je Aktie. Der Bezugskurs der neuen Aktie liegt bei 30 €. Das Bezugsverhältnis beträgt 2:1.

Das heißt, zwei Altaktien haben einen Wert von 120 €. Bezieht der Aktionär die neue Aktie, so hält er drei Aktien mit einem Wert von 150 € (120 + 30). Daraus ergibt sich ein neuer Aktienkurs zu 50 € (150 / 3). Durch die Ausgabe neuer Aktien muss der Altaktionär also einen Verlust von 10 € je Aktie (60 – 50) hinnehmen. Diesen kann er jedoch durch das Bezugsrecht ausgleichen.

Das Bezugsrecht hat für den Altaktionär einen bestimmten Wert, da er die Aktie mithilfe des Bezugsrechts zu 30 € statt zu 50 € erwerben kann. Der Wert des Bezugsrechts ermittelt sich wie folgt:

$$B = \frac{K_a - K_n}{\frac{a}{n} + 1},$$

wobei:

- $K_a$  = alter Aktienkurs,
- $K_n$  = Bezugskurs der neuen Aktie,
- $a$  = Anzahl der alten Aktien,
- $n$  = Anzahl der neuen Aktien.

Im Beispiel ergibt sich folgender Wert des Bezugsrechts:

$$B = \frac{60 - 30}{\frac{2}{1} + 1} = \frac{30}{3} = 10.$$

Der Wert des Bezugsrechts (10€) entspricht genau dem Verlust des Aktionärs (10€). Der Altaktionär kann entweder sein Bezugsrecht an der Börse verkaufen oder das Bezugsrecht ausüben. In beiden Fällen wird dadurch sein Verlust aus dem Kursverfall der Aktie durch die Emission genau ausgeglichen. Das Bezugsrecht soll außerdem dabei helfen, die bestehenden Stimmrechtsverhältnisse beizubehalten.

### 2.3.4 Börsenformen

Bei den Börsenformen wird zwischen der Präsenzbörse und der Computerbörse unterschieden.

**Präsenzbörse** oder Parkettbörse ist die klassische Form der Börse. Hier wird der Handel von den Maklern persönlich abgewickelt. An der Präsenzbörse treffen sich zu festgesetzten Zeiten die Makler, zugelassene Unternehmen sowie die Skontoführer. Die Wertpapiere werden im Auftrag oder auf eigene Rechnung gekauft oder verkauft.

Die Präsenzbörse findet man überwiegend bei kleinen Regionalbörsen. Diese Form der Börse wird immer mehr von computergestützten Börsenhandelssystemen verdrängt.

Bei der **Computerbörse** finden der Handel und die Auftragsabwicklung elektronisch statt. Ein Beispiel dafür ist die Computerbörse der Deutschen Börse AG – Xetra (Exchange Electronic Trading). In Deutschland werden über 95 % des deutschen Aktienhandels über Xetra abgewickelt. Die Computerbörse ist im Gegensatz zur Präsenzbörse nicht ortsgebunden und kann per Internet genutzt werden.

#### 2.3.4.1 Preisfestsetzung: Händlermarkt vs. Auktionsmarkt

Auf dem Sekundärmarkt, auch als Umlaufmarkt bezeichnet, werden bereits emittierte Wertpapiere gehandelt. Der Sekundärmarkt ist für die Bewertung und die Preisbildung der umlaufenden Wertpapiere zuständig und kann in zwei Arten unterteilt werden, den Händlermarkt und den Auktionsmarkt.

##### 2.3.4.1.1 Händlermarkt

Der **Händlermarkt** ist ein Over-The-Counter-Markt (OTC-Markt). Es handelt es sich um eine reine Computerbörse. Die Aktienpreise werden in einem Art Katalog im Computer elektronisch gelistet. Die Anbieter bieten ihre Aktien zu einem festen Geldkurs an (Bid Price), während die Nachfrager zu einem festen Briefkurs nachfragen (Ask Price). Ein Börsenmakler veröffentlicht diese Kauf- und Verkaufskurse, auch Quotes genannt. Er stimmt die Transaktion für Käufer und Verkäufer ab und sichert

die Marktliquidität, jedoch nicht im Auftrag des Emittenten, sondern zum eigenen Vorteil. Die durch den Börsenmakler erhöhte Liquidität dient der Preisqualitätsverbesserung und ermöglicht so den Investoren ein Kaufen und Verkaufen zu angemessenen Preisen. Bei einer Überlappung von Angebot und Nachfrage kommt es zu Transaktionen und es bildet sich der tatsächliche Aktienpreis. Ein Beispiel des Händlermarkts ist die NASDAQ (National Association of Securities Dealers Automated Quotations), eine US-amerikanische elektronische Börse. Hier agieren unterschiedliche Maklerfirmen (z. B. Goldman Sachs) zwischen Käufern und Verkäufern als „Vermittler“.

#### Merke!

Bei dem **Händlermarkt** handelt es sich um ein Over-The-Counter-Markt (OTC-Markt), welcher eine Computerbörse ist.

#### 2.3.4.1.2 Auktionsmarkt

Im Gegensatz zum Händlermarkt hat der **Auktionsmarkt** einen festen physikalischen Sitz, beispielsweise die Wall Street in New York. Die Großzahl führender Unternehmen handelt am Auktionsmarkt. Ein Beispiel hierfür ist die Börse NYSE (New York Stock Exchange). Dabei werden der nachgefragte Preis und der angebotene Preis elektronisch zusammengeführt. Hier wird mithilfe eines Auktionssystems der Aktienkurs ermittelt. Die Aktienkurse werden ohne Verzögerung an die Öffentlichkeit weitergegeben. Der Wertpapierhandel findet auf einer Plattform statt und ist von jedem Standort der Welt möglich.

Die London Stock Exchange ist ein Beispiel für beides, eine Händlerbörse und eine Auktionsbörse. Während im Jahr 2009 etwa 2.700 Aktien über die London Stock Exchange durch Broker gehandelt wurden, wurden gleichzeitig 900 Wertpapiere über das Auktionssystem SETS (Stock Exchange Trading System) gehandelt. An der SETS haben die Händler die Möglichkeit, ihre Kaufs- oder Verkaufsorder zu einem angegebenen Preis in einer begrenzten Periode aufzugeben oder aber eine angegebene Menge an Aktien zum besten Preis mit sofortiger Wirkung zu erwerben.

#### Merke!

Der **Auktionsmarkt** ist ortsgebunden. Hier wird der Aktienkurs mithilfe eines Auktionssystems ermittelt.

- **Auf den Punkt gebracht:** Bei den Börsenformen wird zwischen der Präsenzbörse und der Computerbörse unterschieden. Während an der Präsenzbörse der Handel und die Auftragsabwicklung durch Makler stattfinden, wird an der Computerbörse der Handel elektronisch abgewickelt.

### 2.3.4.2 Wichtige Handelsplätze

Deutschland verfügt über insgesamt acht Börsen: Berlin, Hamburg, Hannover, Bremen, Stuttgart, Düsseldorf, München und eine der weltgrößten Handelsplätze für Wertpapiere, die Frankfurter Börse. Sie alle gehören zur „Deutsche Börse Gruppe“. Die „Deutsche Börse Gruppe“ ist eine der größten Börsenorganisationen der Welt, welche Unternehmen und Investoren Zugang zum Weltkapitalmarkt bietet. Weitere international führende Börsenplätze sind:

- New York Stock Exchange (NYSE),
- New Yorker Computerbörse NASDAQ,
- London Stock Exchange,
- Tokyo Stock Exchange.

### 2.3.4.3 New York Stock Exchange

Die New York Stock Exchange (NYSE) ist die weltgrößte Wertpapierbörse. Sie gehört zu der NYSE Euronext-Gruppe. In den Nachrichten wird oft nur von der „Wall Street“ gesprochen, da die NYSE ihren Sitz in der gleichnamigen Straße in New York, USA hat.

An der NYSE werden täglich Milliarden von Aktien gehandelt. Im Jahr 2008 hatten 3.507 Unternehmen eine Börsennotierung an der NYSE. Davon waren 3.097 US-Unternehmen wie Apple, Boeing oder General Motors. Zu den deutschen Unternehmen, welche an der NYSE gelistet sind, gehören unter anderem Deutsche Bank, Fresenius Medical Care und SAP.

Aufgrund ihrer Größe und Bedeutung gilt die NYSE als Leitbörse für alle Märkte. Eine wichtige Rolle spielt der bekannteste Aktienindex der NYSE, der Dow Jones Industrial Average. Dieser setzt sich aus den dreißig größten US-Unternehmen zusammen und ist ein weltweiter Indikator für die Stimmung auf dem Aktienmarkt. Die Auf- und Abwärtsbewegungen des Dow Jones beeinflussen die Kursentwicklungen auf dem gesamten Globus. Wenn die Anleger von sinkenden Kursen an der Wall Street hören, verkaufen sie sofort ihre Aktien, was eben zu einem Kursverfall in London oder Frankfurt führt.

#### **Merke!**

Die **New York Stock Exchange** (NYSE) ist die weltgrößte Wertpapierbörse und gilt somit als Leitbörse für alle Märkte.

Die im Dow Jones gelisteten Aktien müssen keine bestimmten Aufnahmekriterien erfüllen. Die Zusammensetzung der dreißig Unternehmen wird von einem unabhängigen Komitee des „Wall Street Journal“ festgelegt. Bei der Auswahl wird auf Umsatz, Gewinnwachstum und Marktkapitalisierung eines Unternehmens geachtet.

#### 2.3.4.4 Frankfurter Wertpapierbörse

Die Frankfurter Wertpapierbörse, inklusive der Computerbörse Xetra, ist die wichtigste Börse Deutschlands. Mit einem Marktanteil von rund 90 % des Handels (gemessen am Umsatz) ist sie die größte und umsatzreichste Wertpapierbörse in Deutschland. Bei ausländischen Aktien betrug der Anteil rund 83 % des Umsatzes (bezogen auf Präsenzhandel der Frankfurter Wertpapierbörse und Computerbörse Xetra). Am 23. Mai 2011 wurde jedoch der maklergestützte Parketthandel der Frankfurter Börse eingestellt und komplett auf das Xetra-System umgestellt. An der Börse Frankfurt sind die Aktien von mehr als 10.000 nationalen und internationalen Unternehmen aus 70 Ländern notiert.

Um in Europa auf dem Kapitalmarkt zu agieren, gibt es generell zwei Wege. Die Aktiengesellschaft kann sich am EU-regulierten Markt listen lassen oder aber am regulierten Markt der Börse (regulierter inoffizieller Markt). An der Frankfurter Börse bedeutet eine Notierung auf dem regulierten Markt, dass die Aktie entweder im General-Standard- oder im Prime-Standard-Segment gelistet ist, während die Zulassung zum Handel am regulierten inoffiziellen Markt zu einer Notierung im Entry-Standard-Segment führt. Die Deutsche Börse hat mit der Einführung neuer Marktsegmente mehr Transparenz an der Frankfurter Börse geschaffen. Früher wurden die Segmente „General Standard“ und „Prime Standard“ als „Amtlicher Markt“ und „Geregelter Markt“ bezeichnet. Zu unterscheiden sind diese vom „Freiverkehr“, dem unregulierten Markt. Für Unternehmen mit Aktien, welche in Prime und General Standard gelistet werden, gelten weit striktere Regeln und Bedingungen als für die Aktiengesellschaften, welche im Freiverkehr emittieren.

Unternehmen, deren Anteile im **General Standard** gehandelt werden, müssen die entsprechenden gesetzlichen Anforderungen erfüllen. Zu den gesetzlichen Mindestanforderungen gehören Jahresberichtserstattung und Ad-hoc-Mitteilungen über Ereignisse, die Auswirkungen auf den Aktienkurs haben könnten. Dieses Segment eignet sich für Unternehmen, welche Investoren auf nationaler Ebene ansprechen wollen.

Im **Prime Standard** gelten Transparenzanforderungen, welche zusätzlich zu den Anforderungen des Gesetzgebers erfüllt werden müssen. Dazu gehören die Erstellung von Quartalsberichten, das Anwenden des internationalen Rechnungslegungsstandards (IFRS) oder die Veröffentlichung eines Unternehmenskalenders mit den wichtigsten Terminen. Der Prime Standard eignet sich besonders für Unternehmen, welche für internationale Investoren attraktiv sein wollen. Aktienindizes wie der DAX nehmen ausschließlich Aktien aus dem Prime Standard auf.

Der Freiverkehr, welcher den **Entry Standard** der Frankfurter Börse beinhaltet, hat weit weniger anspruchsvolle Anforderungen. Das Segment Entry Standard eignet sich besonders für junge Unternehmen, welche bei ihrem ersten Börsengang erst Vertrauen bei Anlegern schaffen möchten. Unternehmen, die hier emittieren, müssen mehr Transparenz bieten als im normalen Freiverkehr. Zu den Voraussetzungen gehören unter anderem, eine Bank an seiner Seite zu haben, welche beratende und unterstützende Tätigkeiten übernimmt. Doch nicht nur junge Unternehmen emittie-

ren im Entry Standard. Dieses Segment wird durchaus von namhaften Unternehmen wie Moninger Holding AG oder Schwälbchen Molkerei AG genutzt. Diese Firmen möchten zwar auf dem deutschen Markt vertreten sein, doch ist dieser Markt eher von geringer Bedeutung, als dass sie die Kosten sowie die Publikationspflichten, welche mit der Zulassung zum Prime oder General Standard entstehen, übernehmen möchten.

- **Auf den Punkt gebracht:** Für die Notierung auf dem regulierten Markt der Frankfurter Börse wird die Aktie entweder im General-Standard- oder im Prime-Standard-Segment gelistet. Die Zulassung zum Handel am regulierten inoffiziellen Markt bedarf einer Notierung im Entry-Standard-Segment.

So wie an der NYSE der Dow Jones eine wichtige Rolle spielt, so ist der **Deutsche Aktienindex (DAX)** das wichtigste Barometer für die Aktienkurse im deutschen Raum. Der DAX vereint die Kursbewegungen der dreißig umsatzstärksten deutschen Aktiengesellschaften in einer einzigen Kennzahl und basiert auf den Kursen des elektronischen Handelssystems Xetra. Dabei steigt der DAX proportional zu dem gewichteten Durchschnitt der Aktienkurse der gelisteten Unternehmen. Diese Unternehmen werden auch als Blue Chips bezeichnet. Dazu gehören u. a. Adidas, BMW, Deutsche Telekom und Lufthansa.

Die Unternehmen, welche im DAX vertreten sind, werden regelmäßig auf ihre Eignung überprüft. Das Management der Deutschen Börse entscheidet dann, ob diese Unternehmen im DAX bleiben oder aber eventuell ausgeschlossen werden.

### Hintergrund: Berechnung des DAX

Seit Mai 1999 wird der DAX anhand der Xetra-Werte ermittelt. Die Berechnung des DAX basiert auf einer komplizierten Laspeyres-Formel. Der Kurs jeder der dreißig Aktien wird nicht im Verhältnis 1/30 gewichtet, sondern anhand deren Marktkapitalisierung. Das heißt, die Unternehmen, die eine größere Marktkapitalisierung aufweisen, haben einen stärkeren Einfluss auf die DAX-Entwicklung. Die Berechnung beginnt börsentäglich (Montag bis Freitag) ab 9:00 Uhr und wird sekundlich aktualisiert. Sie endet um 17:30 Uhr. Die Berechnung erfolgt anhand der Eröffnungskurse der dreißig DAX-Unternehmen. Liegen für einzelne Aktien keine Eröffnungskurse vor, so werden die Schlusskurse des Vortags zur Berechnung genutzt.

Neben dem DAX gibt es in Deutschland zahlreiche andere Indizes. Einige wichtige davon sind:

- **MDAX:** Dieser Index umfasst die fünfzig Werte der mittelgroßen Unternehmen (Mid Caps). Gelistet sind hier unter anderem Axel Springer, Bilfinger oder Fielmann.
- **SDAX:** Hier sind die fünfzig Werte kleinerer Unternehmen vertreten (Small Caps). In diesem Index sind unter anderem Zalando, Sixt oder Bauer gelistet.
- **TecDAX:** Er umfasst die dreißig wichtigsten Technologiewerte. Zu diesen Unternehmen zählen u. a. Carl Zeiss Meditec AG, Nordex oder Jenoptik.

Neben den zu nationalen Börsen gehörenden Indizes gibt es auf europäischer Ebene noch den sogenannten EURO STOXX 50 und den STOXX 50. Der EURO STOXX 50 vertritt die fünfzig größten Gesellschaften innerhalb der Eurozone (z. B. BASF, Carrefour, Nokia), während im STOXX 50 die fünfzig bedeutendsten Unternehmen Europas vertreten sind (z. B. Daimler, Credit Suisse Group AG, Total).

## 2.4 Lern-Kontrolle

---

### Kurz und bündig

Die Emission von Aktien ist eine Form der Eigenkapitalfinanzierung, welche einem Aktionär, also der Inhaber von Aktien, Anteilsrechte am Gesamtvermögen einer Aktiengesellschaft verschafft. Zusätzlich hat der Aktionär bestimmte Verwaltungs- und Vermögensrechte. Dazu gehören unter anderem das Recht auf Teilnahme in der Hauptversammlung oder das Recht auf anteilige Dividende. Aktien können in vielen unterschiedlichen Formen emittiert werden. Die Ausstattungsmerkmale einer Aktie variieren vor allem hinsichtlich der Gewährung unterschiedlicher Rechte. Die gängigsten Formen von Aktien sind die Stamm- und Vorzugsaktien. Die Kursentwicklung und damit der Wert einer Aktie hängen von vielen unterschiedlichen Faktoren ab. Die Kursrichtung einer Aktie kann nie mit hundertprozentiger Sicherheit vorhergesagt werden. Sie kann jedoch mithilfe der Fundamentalanalyse sowie der technischen Analyse bestimmt werden. Die Fundamentalanalyse basiert auf der Annahme, dass die Kursentwicklung von Aktien durch den inneren Wert einer Aktie bestimmt wird. Die technische Analyse hingegen betrachtet die historische Entwicklung von Kursverläufen, um die zukünftige Entwicklung eines Aktienkurses vorherzubestimmen.

Die Aktien werden wie Anleihen an der Börse gehandelt. Die Börse agiert als ein Marktplatz, wo das Angebot und die Nachfrage für Wertpapiere zusammengeführt werden. Aktien können im Zuge der Erstemission (Going Public) nach der Gründung eines Unternehmens oder bei einer Kapitalerhöhung eines bereits börsennotierten Unternehmens emittiert werden. Beim ersten Gang an die Börse gibt eine Gesellschaft erstmalig seine Aktien aus (Erstemission). Hier fungiert die Börse als Primärmarkt. Von einer Kapitalerhöhung spricht man, wenn ein Unternehmen nach einer Erstemission den Aktienmarkt erneut zur Kapitalaufstockung nutzt. Auf dem Sekundärmarkt, auch als Umlaufmarkt bezeichnet, werden bereits emittierte Wertpapiere gehandelt. Der Sekundärmarkt ist für die Bewertung und die Preisbildung der umlaufenden Wertpapiere zuständig und kann in zwei Arten unterteilt werden, den Händlermarkt und den Auktionsmarkt.

Bei den Börsenformen wird zwischen der Präsenzbörse und der Computerbörse unterschieden. Bei der Präsenzbörse wird der Handel von den Maklern persönlich abgewickelt. Bei der Computerbörse finden der Handel und die Auftragsabwicklung elektronisch statt. In Deutschland sind insgesamt acht Börsen vertreten: Berlin, Hamburg, Hannover, Bremen, Stuttgart, Düsseldorf, München und eine der weltgrößten Handelsplätze für Wertpapiere, die Frankfurter Börse. Zu den größten international führenden Börsenplätzen zählen die New

York Stock Exchange (NYSE), New Yorker Computerbörse NASDAQ, London Stock Exchange und Tokyo Stock Exchange.

2

### ? Let's check

- Setzen Sie aus den fünf vorgegeben Begriffen den jeweils richtigen in die Lücken ein.  
*Stückaktien, vinkulierte Namensaktien, Stammaktien, Vorzugsaktien, Inhaberaktien*  
 \_\_\_\_\_ räumen den Aktionären besondere Ansprüche ein, z. B. bei der Dividende, dem Stimmrecht und den Liquidationserlösen.  
 \_\_\_\_\_ sind Aktien, bei denen die Übertragung an Zustimmung der Gesellschaft geknüpft ist.  
 \_\_\_\_\_ werden zu gleichen Teilen ausgegeben und spiegeln somit die gleichen Anteile am Grundkapital des Emittenten wider.  
 \_\_\_\_\_ gehören zu der meist verbreiteten Aktienart in Deutschland, die auf dem Prinzip der Gleichberechtigung basieren, d. h. gleiches Stimmrecht, Dividendenrecht, Recht auf Liquidationserlöse, Recht bei Kapitalerhöhung. Die \_\_\_\_\_ lauten auf den jeweiligen Inhaber und können ohne formellen Antrag veräußert werden. Das deutsche Aktiengesetz betrachtet diese Aktie als Regelfall.
- Geben Sie an, ob die folgende Aussage richtig oder falsch ist.  
*Eine Vorzugsaktie kann in eine Stammaktie umgewandelt werden.*  
☐ Richtig  
☐ Falsch
- Kreuzen Sie die richtigen Antworten an (Mehrfachnennung möglich).  
 Zu den Rechten eines Stammaktionärs gehören:  
☐ Recht auf Liquidationserlös  
☐ Recht auf anteilige Dividende  
☐ Mehrfachstimmrecht  
☐ Recht auf Information  
☐ Recht auf Gratisaktien
- Welche der folgenden Punkte gehören zu einer Fundamentalanalyse (Mehrfachnennung).  
☐ Makroanalyse  
☐ Chartanalyse  
☐ Industrieanalyse  
☐ Analyse der Konkurrenten
- Die Daimler AG zahlt eine Dividende von 2 € pro Aktie aus. Es wird ein konstantes Wachstum der Dividende um 5 % erwartet. Der Eigenkapitalkostensatz beträgt 11 %. Berechnen Sie den Barwert der Aktie.  
☐ 25 €

- ☐ 35 €
  - ☐ 45 €
  - ☐ 55 €
6. Die Fundamentalanalyse vergleicht den tatsächlichen, inneren Wert der Aktie mit dem Kurswert. Wenn der errechnete Barwert der Aktie größer ist als der Kurswert, dann sollte die Aktie ...
- ☐ ... verkauft werden.
  - ☐ ... gekauft werden.
7. Geben Sie an, ob die folgende Aussage richtig oder falsch ist.  
*Das Momentum gibt Aufschluss darüber, mit welcher Schwungkraft sich die Kurse in Relation zum aktuellen Kursniveau bewegen.*
- ☐ Richtig
  - ☐ Falsch
8. Die weltgrößte Wertpapierbörse ist die ...
- ☐ ... Frankfurter Wertpapierbörse.
  - ☐ ... New York Stock Exchange.
  - ☐ ... Tokio Stock Exchange.
  - ☐ ... Hongkong Stock Exchange.
9. Beim Festpreisverfahren ...
- ☐ ... bestimmen die Anleger den Aktienpreis.
  - ☐ ... bestimmt der Emittent und das Bankenkonsortium den Aktienpreis.
  - ☐ ... bestimmt nur der Emittent den Aktienpreis.
  - ☐ ... bestimmt nur das Bankenkonsortium den Aktienpreis.
10. Geben Sie an, ob die folgenden Aussagen richtig oder falsch sind.
- a. Der Prime Standard der Frankfurter Börse eignet sich besonders für Unternehmen, welche bei nationalen Investoren emittieren wollen.
    - ☐ Richtig
    - ☐ Falsch
  - b. Der MDAX umfasst die fünfzig Werte mittelgroßer Unternehmen.
    - ☐ Richtig
    - ☐ Falsch
  - c. An der Präsenzbörse wird der Handel von den Maklern persönlich abgewickelt.
    - ☐ Richtig
    - ☐ Falsch

### Vernetzende Aufgaben

- 1. Erklären Sie, was man unter einer Aktie versteht.
- 2. Nennen und erklären Sie drei Rechte der Aktionäre.
- 3. Die Bayer AG gibt eine Dividende in Höhe von 1,50 € aus. Der Gewinn pro Aktie beträgt  $EPS = 1,50 €$ .

- a. Man geht von einem Nullwachstum und einer vollständigen Gewinnausschüttung aus. Die vom Anleger geforderte Rendite liegt bei 12 %. Wie hoch müsste der theoretische Preis der Aktie sein?
  - b. Nun erwartet man ein konstantes Dividendenwachstum von 8 % für die nächsten 3 Jahre sowie ein Wachstum von 5 % für die darauffolgenden zwei Jahre. Danach kann die Aktie für 10 € verkauft werden. Berechnen Sie den Barwert der Aktie.
  - c. Wie ändert sich der Wert der Aktie mit einem Dividendenwachstum von 6 % für alle Zukunft?
4. Erklären Sie den Unterschied zwischen der Fundamentalanalyse und der technischen Analyse.
  5. Nennen Sie die drei Arten zur Preisbestimmung von Aktien und erläutern Sie die wesentlichen Unterschiede.
  6. Besuchen Sie die Investor-Relations-Seiten von BMW (► [http://www.bmwgroup.com/d/0\\_0\\_www\\_bmwgroup\\_com/investor\\_relations/ir\\_2011.html](http://www.bmwgroup.com/d/0_0_www_bmwgroup_com/investor_relations/ir_2011.html)), Henkel (► <http://www.henkel.de/investoren-und-analysten>) und Volkswagen (► [http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/content/de/investor\\_relations.html](http://www.volkswagenag.com/vwag/vwcorp/content/de/investor_relations.html)). Suchen Sie die rechtlichen Unterschiede zwischen den Vorzugs- und Stammaktien heraus.
  7. Besuchen Sie die Homepage der Deutschen Börse AG (► [http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb\\_navigation/home](http://deutsche-boerse.com/dbag/dispatch/de/kir/gdb_navigation/home)). Suchen Sie die aktuelle Zusammensetzung von DAX, MDAX, SDAX und TecDAX heraus.

### Lesen und Vertiefen

- Becker, H. P. (2013). *Investition und Finanzierung: Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft*. Wiesbaden: Springer Gabler Verlag, Abschn. 2.4.  
Im Kapitel „Beteiligungsfinanzierung emissionsfähiger Unternehmen“ werden neben den unterschiedlichen Formen von emissionsfähigen Unternehmen auch die Aktienarten erläutert. Darüber hinaus geht der Autor auf mögliche Kapitalerhöhungsmaßnahmen ein und erklärt den Vorgang des Going Public.
- Bösch, M. (2013). *Finanzwirtschaft: Investition, Finanzierung, Finanzmärkte und Steuerung*. München: Vahlen, Abschn. B.  
In dem Kapitel „Eigenfinanzierung“ findet der Leser ausführliche Informationen zu den Grundlagen der Eigenkapitalfinanzierung.
- Schäfer, H. (2013). *Unternehmensfinanzen: Grundzüge in Theorie und Management*. Heidelberg: Physica-Verlag, Kapitel 2, Unterkapitel 4, 5, 6.  
Dieses Buch vermittelt das Basiswissen über Aktien und stellt unterschiedliche Ansätze zur Bestimmung des Aktienwerts vor.

Finanzierung: Anleihen, Aktien, Optionen

Schuster, Th.; Uskova, M.

2015, XII, 229 S. 40 Abb.,

ISBN: 978-3-662-46239-3