

Die Fundamentalanalyse

Man darf eine Aktie niemals isoliert betrachten, denn es gibt zahlreiche Faktoren, die die Kursentwicklung zwar massiv beeinflussen, mit dem Unternehmen und seiner Aktie aber allenfalls indirekt zu tun haben. Um zu einem fundierten Urteil zu kommen, muss man daher drei Ebenen untersuchen:

1) Die Aktie. Auf dieser Ebene werden sämtliche relevanten Kennzahlen des betreffenden Unternehmens betrachtet. Zum Beispiel die Eigenkapitalausstattung, das Gewinn- und Umsatzwachstum, die Verschuldungssituation und noch viele andere Aspekte. Es wird auch untersucht, ob ein Unternehmen vielversprechende neue Produkte zu bieten hat, ob es Marktanteile hinzugewinnt und inwiefern es anfällig gegenüber Wechselkurs- oder Zinsschwankungen ist.

2) Die Branche. Dieser Aspekt hat in den vergangenen Jahren immer mehr an Bedeutung gewonnen. Galt früher vor allem das Herkunftsland als gemeinsamer Nenner einer Gruppe von Aktien, so ist es heute die Branchenzugehörigkeit. Im Zug der zunehmenden Globalisierung der Wirtschaft spielt es kaum noch eine Rolle, wo ein Unternehmen seinen Sitz hat. Dies um so mehr, weil die meisten wirklich großen Konzerne ohnehin in mehreren Ländern produzieren und in der Regel mehr als die Hälfte ihres Gesamtumsatzes außerhalb des jeweiligen Heimatlands erzielen. Noch ein wichtiger Punkt: Aktien der gleichen Branche weisen untereinander meist eine recht hohe Korrelation auf. Das heißt, dass ein großer Teil der Kursentwicklung einer einzelnen Aktie durch den vorherrschenden Branchentrend zu erklären ist. Dies legt nahe, solchen branchentypischen Entwicklungen große Aufmerksamkeit zu widmen. Dagegen sind die Trends unterschiedlicher Branchen oft so gut wie gar nicht miteinander korreliert. Manchmal kommt es sogar zu gegenläufigen Entwicklungen. Die Börsenhausse der vergangenen Jahre wurde zum Beispiel von Branchen wie Telekommunikation, Pharmazie oder EDV getragen. Aktien aus diesen Bereichen legten dabei mächtig zu. Einige zyklische, also konjunktursensitive Branchen haben dagegen im gleichen Zeitraum nicht nur keinen Boden gewonnen, sondern zum Teil sogar deutlich verloren. Man kann es auf einen einfachen Nenner bringen: Wenn ein Branchentrend nach unten zeigt, dann sollte man auch keine Einzelaktien aus dieser Branche kaufen, falls es nicht sehr überzeugende Gründe gibt, die für ein ganz bestimmtes Unternehmen sprechen.

3) Die Börse. Der allgemeine Börsentrend ist den Trends von Branchen und Einzelaktien übergeordnet. Wenn es an der Börse allgemein nach oben geht, werden in der allgemeinen Euphorie oft auch Titel mit nach oben gezogen, die in weniger freundlichen Zeiten allenfalls zweite Wahl wären. Wenn die Flut kommt, werden eben alle Boote angehoben. Auf dieser dritten Ebene sind alle Aspekte zu betrachten, die das Umfeld für die Geldanlage in Aktien prägen und somit die Attraktivität, sprich: die Chance-Risiko-Relation von Aktienengagements erhöhen oder vermindern. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang vor allem die Zinsentwicklung und die konjunkturellen Perspektiven. Wichtig sind aber auch politische Einflüsse wie kriegerische Auseinandersetzungen, Wahlen, Regierungswechsel und die damit verbundenen Veränderungen. In den USA lässt sich zum Beispiel ein klarer Zusammenhang zwischen der Börsenentwicklung und dem jeweiligen Jahr innerhalb einer Legislaturperiode nachweisen. Die Beurteilung dieser dritten Ebene ist schwieriger als die der beiden anderen. Zum einen ist man durchwegs auf Schätzungen angewiesen, die allerlei Unwägbarkeiten unterliegen, zum anderen lassen sich einige der genannten Aspekte nicht quantifizieren. Man kann zum Beispiel mit Bestimmtheit sagen, dass sich eine erhöhte Besteuerung von Dividendenerträgen oder eine Verlängerung der Spekulationsfrist zunächst negativ auf die Börsenentwicklung auswirken werden. Wie stark dieser negative Einfluss ist, und vor allem wie lange er anhalten wird, lässt sich dagegen nur erahnen.

Nur wenn man sich ein fundiertes Urteil über alle drei relevanten Ebenen gebildet hat, kann man sich dafür entscheiden, eine bestimmte Aktie aus einer bestimmten Branche zu einem bestimmten Zeitpunkt zu kaufen. Um zu klären, ob eine Aktie überhaupt als Investition in Frage kommt, muss man zunächst die wichtigsten Kennzahlen dieses Papiers prüfen.

2. 1. Aktienprüfung auf Herz und Nieren

- Der Kurswert
- Der Substanzwert (Buchwert)
- Der Nennwert
- Der Bilanzkurs
- Der Ertragswert
- Der Paketwert

Was ist eine Aktie wert? Auf diese Frage gibt es mehrere zutreffende Antworten, je nachdem, welcher Aspekt im Vordergrund steht. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang:

Vom Nenn- oder Nominalwert war schon in Teil I die Rede. Er verbrieft einen bestimmten, in Währungseinheiten ausgedrückten Anteil am Grundkapital eines Unternehmens - falls das betreffende Unternehmen nicht auf nennwertlose Aktien (Quotenaktien) umgestellt hat. Für den Börsianer steht sicherlich der Kurswert im Vordergrund. Dabei handelt es sich um den börsentäglich nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage ermittelten Marktpreis einer Aktie. Im Gegensatz zum Nennwert unterliegt der Kurswert also ständigen Veränderungen. Wir können davon ausgehen, dass wir alle denkbaren Ursachen solcher Preisoder Kursschwankungen auf einer oder mehreren der drei genannten Ebenen finden. Wenn sich die Einschätzung eines Unternehmens, einer Branche und/oder der allgemeinen Börsensituation ändert, dann wirkt sich dies auf den Preis aus, der an der Börse ermittelt wird.

Der Bilanzkurs errechnet sich nach der Formel

$$\text{Bilanzkurs} = \frac{\text{Eigenkapital}}{\text{Zahl der ausgegebenen Aktien}}$$

Wobei gilt:

$$\text{Eigenkapital} = \text{Grundkapital} + \text{Rücklagen}$$

Der Bilanzkurs zeigt also, wieviel Eigenkapital auf eine Aktie entfällt. Wenn der Anteil der Rücklagen - in der Regel größtenteils das Ergebnis nicht ausgeschütteter Gewinne der Vergangenheit - sehr hoch ist, der Bilanzkurs also weit über dem Nennwert liegt, könnte das betreffende Unternehmen bald eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln vornehmen. Damit ist die Aussagekraft dieser Kennzahl aber auch schon erschöpft. Der Buch- oder Substanzwert einer Aktiengesellschaft wird ermittelt, indem man sämtliche Verbindlichkeiten dieses Unternehmens vom Gesamtwert seiner Vermögensgegenstände subtrahiert. Teilt man das Ergebnis durch die Anzahl der von der AG ausgegebenen Aktien, so erhält man den Buchwert je Aktie. Diese Mühe braucht man sich übrigens nicht selbst zu machen. Man findet die entsprechenden Angaben in den Jahresberichten der Aktiengesellschaften und - soweit es sich um deutsche Unternehmen handelt- zum Beispiel auch im Kursteil von BÖRSE ONLINE.

Man kann den Buchwert zwar recht genau berechnen, aber er hat seine Tücken. Der Buchwert hängt nämlich stark davon ab, welchen Wertansatz ein Unternehmen für seine Vermögensgegenstände vornimmt. Ein typisches Beispiel: Eine Aktiengesellschaft hat vor Jahrzehnten umfangreiche Immobilienbestände erworben, die zum damaligen Anschaffungswert in der Bilanz stehen. Heute sind diese Immobilien ein Vielfaches davon wert. Viele Unternehmen verfügen über sehr hohe stille Reserven, wie man die Differenz zwischen Bilanzwert und Marktwert von Vermögensgegenständen nennt.

Ein weiterer Punkt sind die „Intangibles“: Patente, Markenrechte, geschützte Unternehmenslogos, Verwertungslizenzen und sonstige Vermögensgegenstände, deren Wert nicht exakt angegeben werden kann. Sie gehen zwangsläufig mit einem mehr oder weniger willkürlichen Ansatz in die Berechnung des

Buchwerts ein. Ein Beispiel: Der bekannteste Markenname dieser Welt lautet Coca-Cola. Wieviel ist er wert? Mit Sicherheit einige Milliarden Dollar. Vier Milliarden? Zehn Milliarden, weil er auch noch mit dem Namen des Unternehmens identisch ist, das diese Marke herstellt? Auf diese Frage gibt es keine schlüssige Antwort. Einige Analysten beziehen daher nicht konkret fassbare Vermögensgegenstände bei der Berechnung des Buchwerts gar nicht erst mit ein.

Trotz dieser Einschränkungen liefert der Buchwert wichtige Informationen. Er zeigt, ob dem aktuellen Kurswert einer Aktie ein angemessener Substanzwert gegenübersteht. Man kann Aktien verschiedener Unternehmen und Branchen nach diesem Kriterium vergleichen. Dies ist übrigens eine bewährte Methode zur Identifizierung krass unterbewerteter Titel. Wir werden darauf noch zurückkommen.

Der Ertragswert einer Aktie lässt sich ebenfalls berechnen, und zwar nach der Formel:

$$\text{Ertragswert (in Währungseinheiten)} = \frac{E \cdot 100}{A}$$

Dabei stehen:

A für die Rendite einer Alternativanlage, zum Beispiel eines festverzinslichen Wertpapiers (in Prozent), E für den Ertrag der Aktie (in Prozent).

Dabei gibt es allerdings zwei Probleme zu lösen: Erstens ist die Berechnung nur sinnvoll, wenn der Ertrag der Aktie konstant ist. Diese Schwierigkeit können wir umgehen, wenn wir einen Investitionszeitraum von einem Jahr annehmen. Zweitens ist zu klären, was man unter Ertrag überhaupt verstehen will. In der Praxis wird man hierfür die prozentuale Gesamtrendite wählen, also die Summe aus Verkaufserlös und Dividenden, dividiert durch den Kaufpreis. Da der Verkaufserlös naheliegenderweise erst nach dem Verkauf feststeht, lässt sich der Ertragswert nur nachträglich ermitteln.

Wenn ein Großinvestor ein beachtliches Aktienpaket eines Unternehmens erwerben, oder wenn ein Unternehmen ein anderes schlucken will, dann wird in der Regel ein deutlich über dem aktuellen Kurswert liegender Preis dafür geboten. In solchen Ausnahmesituationen spricht man vom Paket- oder Übernahmewert einer Aktie. Das Kaufangebot des Großinvestors bedeutet ja eigentlich nichts anderes als eine starke Erhöhung der Nachfrage. Manchmal kommt es sogar zu einer sogenannten Übernahmeschlacht, wenn mehrere Interessenten einander mit ihren Kaufangeboten gegenseitig überbieten. Kein Wunder, wenn der Paketpreis dann noch weiter steigt. Das aber geschieht wie gesagt nur in Ausnahmesituationen.

Wir haben uns der Frage nach dem Wert einer Aktie nun von verschiedenen Seiten genähert und können folgendes festhalten:

- Der Paket- oder Übernahmewert hängt von einem eventuellen Übernahmeangebot, von dessen Zeitpunkt und vom dann gültigen Kurswert ab. Obwohl sich Spekulationen auf eine Übernahme manchmal lohnen können, darf man nicht darauf bauen. Daher bringt uns dieser Aspekt zunächst nicht weiter.
- Der Ertragswert einer Aktie lässt sich nur nachträglich berechnen, weil er vom Kurswert zum Verkaufszeitpunkt und von der Höhe eventueller Dividendenausschüttungen abhängt. Bei festverzinslichen Wertpapieren mag die Berechnung des Ertragswerts zu Vergleichszwecken sinnvoll sein, bei Aktienengagements gilt dies nicht.
- Der Nennwert ist ein bilanzieller Aspekt, der durch die Einführung nennwertloser Quotenaktien zudem an Bedeutung verliert.
- Der Buchwert ist ein durchaus beachtenswerter Gesichtspunkt bei der Aktienausswahl. Vor allem kann er dabei helfen, substanzstarke, unterbewertete Aktien zu identifizieren.

Es bleibt der Kurswert als mit Abstand wichtigstes Kriterium. Schließlich handelt es sich hier um den Preis, den man beim Kauf einer Aktie zahlen muss oder beim Verkauf vereinnahmt. Eine Aktie ist genau soviel wert, wie man an einem bestimmten Tag dafür bekommt. Dieser Wert ist allerdings starken Schwankungen unterworfen, da

sich Angebot und Nachfrage ständig ändern. Es wurde ja schon erwähnt, dass die Gewinnentwicklung der wichtigste Einflussfaktor auf den Kurs einer Aktie ist. Man könnte es sogar so ausdrücken:

Der Kurs einer Aktie ist die abdiskontierte Summe aller für die Zukunft erwarteten Gewinne des betreffenden Unternehmens. Die Börse ist ein Markt, an dem Erwartungen gehandelt werden. Die Zahlen der Vergangenheit interessieren so gut wie gar nicht, die der Gegenwart nur am Rande.

Das Problem dabei: Was war und was ist lässt sich exakt quantifizieren; was in Zukunft sein wird, hängt von vielerlei Unwägbarkeiten ab. Ein Beispiel: Was Siemens 1998 verdient hat, kann man im Jahresbericht und in vielen anderen Quellen nachlesen. Was Siemens im Jahr 2002 verdienen wird, steht noch in den Sternen. So mancher Börsianer würde viel darum geben, es heute schon zu wissen.

Das Dilemma, mit dem man an der Börse leben muss, ist also folgendes: Die bereits bekannten Fakten haben auf die Kursentwicklung keinen Einfluss mehr, und die wirklich entscheidenden Daten kennt man noch nicht. Die Kunst des Anlegers besteht darin, die künftige Entwicklung möglichst zutreffend einzuschätzen. Und damit noch nicht genug: Er muss auch eine Prognose darüber abgeben, wie man an der Börse auf diese Entwicklung reagieren wird. Wieder ein Beispiel: Wenn ein Unternehmen einen Jahresgewinn von zehn Euro pro Aktie bekanntgibt, dann kann dies zu einer Kursrallye, zu einem Einbruch oder auch zu einer Seitwärtsbewegung der betreffenden Aktie führen, je nachdem, ob der Gewinn von zehn Euro an der Börse als positive Überraschung, herbe Enttäuschung oder erwartungsgemäßes Ergebnis empfunden wird. Man muss daher nicht nur die Gewinnentwicklung, sondern auch die Erwartungshaltung der Anleger ins Kalkül ziehen.

Vor allem in den USA lässt es sich immer wieder beobachten, dass Aktien nach einer enttäuschenden Ergebnismeldung brutal abgestraft werden. Dann kommt es durchaus vor, dass selbst die Titel weltbekannter Unternehmen an einem einzigen Tag zehn oder gar 20 Prozent ihres Kurswerts verlieren. Um die Heftigkeit einer solchen Reaktion zu erfassen, muss man sich die finanzielle Größenordnung vor Augen halten: Von einem Tag auf den anderen sinkt der Börsenwert eines solchen Unternehmens um mehrere Milliarden Dollar - und das alles wegen eines enttäuschenden Quartalergebnisses oder wegen des Ausbleibens einer erwarteten Dividendenerhöhung um ein paar Cent je Aktie. Aus solchen Ereignissen lässt sich für Privatanleger eine Strategie ableiten, die vor Verlusten schützen beziehungsweise langfristig zu hohen Gewinnen führen kann: Wenn an der Börse mit der Veröffentlichung eines hervorragenden Ergebnisses gerechnet wird, hat das betreffende Unternehmen kaum noch eine Chance, positiv zu überraschen. Um so größer ist in solchen Situationen das Risiko einer Enttäuschung, die zwangsläufig zu hohen Kursverlusten führt. Wegen der hochgesteckten Erwartungen dürfte die Aktie schon in den Wochen vor der Ergebnismeldung kräftig zugelegt haben. Es kann also nicht schaden, noch vor dem Tag X zu verkaufen. So schützt man sich vor unangenehmen Überraschungen. Zudem ist immer wieder folgendes zu beobachten: Selbst wenn die optimistischsten Erwartungen erfüllt werden, verliert die Aktie an den folgenden Tagen an Boden. Dieses Phänomen ist an der Börse als *Fait accompli* bekannt: Das gute Ergebnis ist bereits vor der Veröffentlichung „eingepreist“, und nun machen viele Anleger zunächst einmal Kasse.

Fällt das Ergebnis aber unerwartet schlecht aus, und die Aktie wird vor allem von institutionellen Anlegern fallen gelassen wie eine heiße Kartoffel, dann ist die Stunde der Schnäppchenjäger gekommen. In solchen Situationen kann man Qualitätsaktien oft mit erheblichem Rabatt kaufen. Ein schlechtes Quartalergebnis ändert nichts an den langfristigen Aussichten. Sind diese gut, wird die Aktie den Verlust früher oder später wieder aufholen. Hier ist der Privatanleger in einer dankbareren Situation als Profis wie zum Beispiel Fondsmanager. Deren Performance wird nämlich regelmäßig kritisch geprüft, und daher können sie es sich nicht leisten, längere Zeit auf eine Kurserholung zu warten. Der Privatanleger kann das sehr wohl, wenn er ein gut diversifiziertes Depot hat und nicht auf Kredit spekuliert.

2. 2. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)

Die Entwicklung der Unternehmensgewinne wirkt sich also nicht nur langfristig aus; ein unerwartet gutes oder schlechtes Ergebnis kann zu heftigen kurzfristigen Turbulenzen führen. Daher ist die Gewinnsituation eines Unternehmens, dessen Aktie er im Depot hat oder zu kaufen erwägt, für jeden Anleger ein überaus wichtiges Thema. Nicht umsonst hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) zur meistbeachteten Kennzahl am Aktienmarkt entwickelt. Es ermöglicht einen schnellen Überblick und gewährleistet den Vergleich verschiedener Aktien, Branchen und Märkte nach einem einheitlichen Kriterium. Das KGV hat also durchaus seine Vorteile, aber seine oberflächliche und leichtfertige Anwendung birgt auch Gefahren.

Die Berechnung ist ganz einfach: Man dividiert zunächst den erzielten oder erwarteten Unternehmensgewinn in einem bestimmten Zeitraum durch die Anzahl der von diesem Unternehmen ausgegebenen Aktien und erhält so den Gewinn je Aktie. Dann teilt man den aktuellen Kurswert der Aktie durch diesen anteiligen Gewinn:

$$\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis} = \frac{\text{Kurswert}}{\text{Gewinn je Aktie}}$$

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist auch unter der amerikanischen Bezeichnung Price-Earnings-Ratio (PER oder PE) bekannt. In den USA ist es üblich, das KGV für die vier letztvergangenen Quartale (Trailing Earnings) und/oder für die vier kommenden Quartale (Coming Earnings) zu berechnen. Manchmal beziehen sich die Berechnungen auch auf das zuletzt abgeschlossene beziehungsweise auf das laufende Geschäftsjahr. Das liegt in erster Linie daran, dass bei zahlreichen amerikanischen Unternehmen das Geschäftsjahr nicht mit dem Kalenderjahr übereinstimmt.

Die KGV-Angaben in vielen amerikanischen Publikationen, zum Beispiel im „*Wall Street Journal*“, beziehen sich auf die veröffentlichten

Gewinne der jeweils letzten vier Quartale. In Deutschland wird das KGV dagegen fast immer für ein bestimmtes Kalenderjahr angegeben. Da an der Börse Zukunftserwartungen gehandelt werden, ist das KGV für das jeweils laufende Jahr weit weniger beachtenswert als das des kommenden Jahrs. Wagemutige Analysten berechnen sogar Kurs-Gewinn-Verhältnisse für das übernächste oder noch weiter in der Zukunft liegende Jahre. Das mit solchen Prognosen verbundene Problem liegt auf der Hand: Je weiter entfernt der Berechnungszeitraum, desto größer die Unwägbarkeiten. Die Unternehmensgewinne des übernächsten Jahres unterliegen zahlreichen nicht exakt quantifizierbaren Einflüssen, und zwar auf allen drei Ebenen: An möglichen negativen Überraschungen auf Unternehmensebene sind zum Beispiel Managementfehler oder enttäuschende Umsätze neu entwickelter Produkte denkbar. Auf Branchenebene kann es zu einer Marktsättigung und zu sinkenden Preisen kommen, und auf der übergeordneten allgemeinen Börsenebene können eine konjunkturelle Flaute oder steigende Kapitalkosten für Gegenwind sorgen. Diese Faktoren sind auf Sicht von zwei Jahren nicht in den Griff zu bekommen. Zum Beispiel kann niemand sagen, wie hoch in zwei Jahren die Umlaufrendite am deutschen Rentenmarkt sein wird.

Gewinnschätzungen und KGVs für weit in der Zukunft liegende Zeiträume sind daher mit Vorsicht zu genießen. Noch ein wichtiger Punkt: Tendenziell sind KGV-Schätzungen desto zuverlässiger, je größer das betreffende Unternehmen ist. BASF, Royal Dutch, British Telecom oder IBM werden permanent von einer Vielzahl von Analysten aus den verschiedensten Ländern beobachtet. Sollte einer dieser Analysten mit seiner Gewinnschätzung krass daneben liegen, dann wird dieser Irrtum durch die zutreffenderen Schätzungen seiner Kollegen kompensiert. In den Medien veröffentlicht werden nämlich meist die Konsensus-Werte, also gewissermaßen Mittelwerte aller Analystenschätzungen. Die bekanntesten Quellen für diese Konsensus-Werte sind First Call und IBES. Kleine Unternehmen werden dagegen meist nur von wenigen Analysten beobachtet; im Extremfall von einem einzigen. Liegt dieser Analyst nun gründlich schief, dann können Anleger, die sich auf seine Schätzung verlassen haben, einen bösen Reifall erleben. Denkbar wäre natürlich auch eine freudige Überraschung, aber das kommt sehr selten vor. Das Problem dabei ist, dass der auf die öffentlich zugänglichen Quellen - wie zum Beispiel einschlägige Fachzeitschriften - angewiesene Investor meist nicht weiß, wie zahlreich und wie seriös die Schätzungen sind, auf denen eine bestimmte KGV-Angabe beruht.

Wenn der Anleger aber bei einem weitgehend unbekanntem Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung auf ein auffallend niedriges KGV stößt, dann ist größte Skepsis angebracht. Auf keinen Fall sollte er eine solche Aktie kaufen, ohne sich zuvor gründlich über das Unternehmen zu informieren. Das klingt eigentlich selbstverständlich, aber immer wieder stecken Anleger aufgrund solcher Angaben - im Extremfall sogar aufgrund eines Druckfehlers - viel Geld in eine Aktie, von der sie nicht viel mehr als den Namen kennen. Wohin das führt, kann man sich un schwer ausmalen. Es handelt sich dabei um einen der schwersten Anfängerfehler, die man an der Börse begehen kann. Und es ist ein typisches Beispiel für die falsche Anwendung einer im Prinzip nützlichen Kennzahl, nämlich des KGV.

Wer Fehler vermeiden will, muss wissen, wo die Grenzen der Aussagekraft des Kurs-Gewinn-Verhältnisses liegen. Zum Beispiel ist ein sinnvoller Vergleich anhand des KGV nur bei Aktien möglich, die der gleichen oder

zumindest verwandten Branchen angehören. Auch das Herkunftsland kann eine Rolle spielen, wenn zum Beispiel die Bauoder die Stahlkonjunktur in den USA ganz anders aussehen als in Europa oder in Japan. Wichtiger ist aber im allgemeinen die Branchenzugehörigkeit. Wenn man den Kursteil einschlägiger Fachzeitschriften durchblättert, kann man extreme Unterschiede der KGVs feststellen, die verschiedenen Aktien für ein bestimmtes Jahr zugebilligt werden. Ein wichtiger Punkt: Unternehmen aus Branchen, die gegen Konjunkturschwankungen relativ immun sind - zum Beispiel Lebensmittel oder Energieversorger - weisen im Durchschnitt höhere KGVs auf als die sogenannten Zykliker, also konjunktursensitive Werte. Letztere verzeichnen nämlich erhebliche höhere Gewinnschwankungen von Jahr zu Jahr, und zudem sind ihre Ergebnisse schwieriger zu prognostizieren.

Solche Unsicherheiten schätzt man an der Börse nicht besonders. So ist es zu erklären, dass zum Beispiel eine Lebensmittel-Aktie an der Börse deutlich höher gehandelt wird als ein Stahlwert aus dem gleichen Land, obwohl beide Unternehmen im kommenden Jahr voraussichtlich das gleiche Ergebnis je Aktie erreichen werden. Eine Einschränkung ist allerdings zu machen: Zyklische Aktien weisen nicht immer niedrigere KGVs auf als Titel aus konjunkturreisistenten Branchen, sondern nur in Phasen einer stabilen Branchenkonjunktur. In Rezessionszeiten liegen die KGVs zyklischer Titel oft sehr hoch. Im Extremfall erübrigt sich die Berechnung des KGV sogar, denn wo kein G, sprich: kein Gewinn vorhanden ist, da gibt es auch kein KGV Unternehmen aus konjunktursensitiven Branchen können in die roten Zahlen rutschen, wenn die Zeiten schlecht sind. Verlustjahre kommen hier weitaus häufiger vor als in nichtzyklischen Wirtschaftszweigen. Aus den genannten Gründen bringt es also wenig, zum Beispiel einen Pharmawert, einen Banktitel und eine Goldmine anhand des KGV zu vergleichen. Je ähnlicher zwei Unternehmen sind, desto sinnvoller und aussagekräftiger ist die Anwendung dieses Kriteriums.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist übrigens nicht nur zum Vergleich verschiedener Unternehmen geeignet, sondern auch zur Einschätzung der aktuellen Bewertungssituation einer Aktie. Wenn man die nötigen Daten hat, kann man das historische Durchschnitts-KGV eines Titels und die Schwankungsbreite um diesen Mittelwert berechnen. Diese Bandbreite fällt in der Regel desto höher aus, je anfälliger das Unternehmen gegen konjunkturelle Schwankungen ist. Bei nichtzyklischen Unternehmen können Käufe interessant sein, wenn das aktuelle KGV deutlich unter dem historischen Durchschnitt liegt. Unter der Voraussetzung natürlich, dass sich die Zukunftsaussichten des Unternehmens nicht wesentlich verschlechtert haben. In Zeiten einer boomenden Konjunktur rücken meist die zyklischen Titel in den Vordergrund des Börseninteresses, und die Nichtzykliker werden vernachlässigt. Diese Entwicklung kann bei solchen Titeln zu recht niedrigen KGVs führen, obwohl sich an den Gewinnaussichten der betreffenden Unternehmen nichts verändert hat. Vorausblickende Anleger sollten in solchen Situationen Zugreifen.

Bei ausgesprochen zyklischen Unternehmen ist die Relation historisches KGV/aktuelles KGV dagegen anders zu interpretieren. Für Langfristanleger kann ein günstiger Kaufzeitpunkt gekommen sein, wenn die Aktien extrem hohe KGVs aufweisen - oder auch gar keines, weil das betreffende Unternehmen Verluste verzeichnet. Das klingt nur auf den ersten Blick erstaunlich. Man muss sich vor Augen halten, dass in die KGV-Berechnung zwei Faktoren eingehen: Der aktuelle Kurswert und der anteilige Gewinn je Aktie. Liegt dieser Gewinn nahe Null, dann fällt das KGV extrem hoch aus. Das betreffende Unternehmen dürfte sich also am unteren Ende des Gewinn- und Umsatzzyklus befinden, und der Aktienkurs sollte in der Nähe des zyklischen Tiefs angekommen sein. Wenn es sich um ein solides Unternehmen handelt, dann könnte diese Situation der Ausgangspunkt einer neuen Hausse werden. Extrem niedrige KGVs bei zyklischen Aktien sind dagegen mehr Warnsignal als Kaufargument. Sie sagen nämlich nichts anderes aus, als dass die Börse diesem Unternehmen keine weiteren Gewinnsteigerungen mehr zutraut. Ganz im Gegenteil: Der kommende Abschwung ist schon eingepreist, was am niedrigen Kurs-Gewinn-Verhältnis sichtbar wird. Bei zyklischen Aktien ist das eben so. An der Börse hat man schon vor 100 Jahren gewusst, dass man Stahlaktien in der tiefsten Rezession kaufen und auf dem Höhepunkt der Stahlkonjunktur wieder verkaufen muss.

Der Genauigkeit halber ist hier noch eine Anmerkung fällig: Wir sind bislang davon ausgegangen, dass es bei der Berechnung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses zwei veränderliche Faktoren gibt, nämlich den Kurswert der Aktie und den Unternehmensgewinn. Die Anzahl der ausgegebenen Aktien haben wir dagegen als konstant vorausgesetzt. Das stimmt nicht ganz. In den USA und anderen Ländern sind viele große Unternehmen schon vor Jahren dazu übergegangen, eigene Aktien an der Börse zurückzukaufen. Bis vor kurzem war diese Vorgehensweise deutschen Unternehmen gesetzlich untersagt, aber nun ist es erlaubt, und diese Möglichkeit wird auch schon rege genutzt. Durch solche Rückkäufe wird die Anzahl der umlaufenden Aktien reduziert, was den Gewinn je Aktie

tendenziell erhöht. Es gibt natürlich auch den umgekehrten Fall, und der ist in Deutschland seit langem bekannt. Wenn ein Unternehmen eine Kapitalerhöhung vornimmt, erhöht sich die Aktienanzahl, und zwar desto stärker, je umfangreicher oder je öfter die AG sich auf diese Weise am Kapitalmarkt bedient hat. Man spricht hier vom „Verwässerungseffekt“, denn durch die höhere Zahl ausgegebener Aktien verringert sich ceteris paribus der auf eine einzelne Aktie entfallende Unternehmensgewinn. Wenn man die Entwicklung des KGV eines Unternehmens über einen längeren Zeitraum untersucht, sollte man daher auch prüfen, ob es Kapitalerhöhungen oder Aktienrückkäufe gegeben hat.

Schon am Anfang dieses Kapitels haben wir festgehalten, dass der Kurswert einer Aktie die Unternehmensgewinne der Zukunft antizipiert. Manche Unternehmen - eben die Zykliker - weisen eine stark schwankende Gewinnentwicklung auf. Andere, die weniger konjunkturanfällig sind, zeigen ein stetiges, aber relativ moderates Gewinnwachstum von vielleicht zehn Prozent pro Jahr. Wieder andere wachsen sehr schnell. Umsatz und Gewinn legen jährlich um 30 oder sogar 50 Prozent zu. Es liegt auf der Hand, dass sich das aktuelle und vor allem das erwartete Gewinnwachstum auf die Börsenbewertung eines Unternehmens auswirken. Eine Faustregel: Das Kurs-Gewinn-Verhältnis einer Aktie sollte nicht höher liegen als das durchschnittliche prozentuale Gewinnwachstum der nächsten drei Jahre. Manche Börsianer betrachten hier sogar einen Zeitraum von fünf Jahren, aber Gewinnsschätzungen für weit entfernte Jahre sind mit großen Unsicherheiten behaftet. Wenn die Fachanalysten ein dauerhaftes Gewinnwachstum von 40 Prozent erwarten, dann ist ein KGV von 40 für die Aktie des betreffenden Unternehmens also durchaus angemessen - auch wenn diese Bewertung weit über dem Marktdurchschnitt zum gleichen Zeitpunkt liegt. Viele Aktien aus dem Computer- und Software-Bereich waren in den vergangenen Jahren nach KGV-Kriterien stets wesentlich „teurer“ als andere Titel, aber ihre Kursentwicklung hat die hohe Bewertung gerechtfertigt. Leider läuft es aber nicht immer so. Gerade bei Aktien, denen man ein weit überdurchschnittliches Wachstum zutraut, und die ein entsprechend hohes Kurs-Gewinn-Verhältnis aufweisen, können schon kleine Enttäuschungen zu erheblichen Kurseinbrüchen führen. Wenn sich an den langfristigen Aussichten nichts geändert hat, können solche übertriebenen Reaktionen erstklassige Kaufgelegenheiten bieten. Wenn sich die Erwartungen aber endgültig als zu hoch erweisen, passt sich das KGV zwangsläufig nach unten an. Falls man einem Unternehmen statt eines langfristigen Gewinnwachstums von 40 Prozent nur noch eine jährliche Steigerung von 20 Prozent zutraut, dann ist dies ein zureichender Grund für eine Halbierung des Aktienkurses.

Manchmal ist die Börsenlogik noch ein wenig komplizierter. Anfang der 70er Jahre gab es in den USA die sogenannten Nifty Fifty. Dabei handelte es sich um eine Gruppe von 50 Aktien, denen man quasi unbegrenzte Wachstumschancen zutraute. Darunter befanden sich auch heute noch weltbekannte Unternehmen wie IBM, Xerox, Avon Products, Philip Morris oder Polaroid. Die 50 Aktien wiesen abenteuerlich hohe KGVs auf, doch die Börsianer bezahlten bereitwillig die völlig überzogenen Kurse. Schließlich waren sie überzeugt, man müsse diese Aktien lediglich kaufen und nie wieder hergeben, um reich zu werden. Drei Jahre später hatten viele dieser Aktien 50 Prozent und mehr ihres früheren Kurswerts verloren. Die meisten brauchten dann mehr als zehn Jahre, um den Verlust wieder aufzuholen. Und dies, obwohl sich die ursprünglichen Gewinnerwartungen zumindest bei den besseren Unternehmen der Nifty Fifty als durchaus zutreffend erweisen sollten. In der Zwischenzeit hatte sich nämlich das allgemeine Börsenklima geändert, und die Zinsen in den USA waren auf ein Nachkriegshoch geklettert.

Diese Einflüsse erwiesen sich als wirksamer als das Gewinnwachstum der Unternehmen, und viele Anleger erlitten katastrophale Verluste mit den Aktien, die kurz zuvor noch als sichere Vehikel zum Reichtum gegolten hatten.

An der Börse kommt es immer wieder zu krassen Über- und Unterbewertungen bestimmter Gruppen von Aktien. Das KGV ist ein brauchbares Hilfsmittel, um solche Fehlbewertungen zu erkennen. Während der Entstehung dieses Buchs (Frühjahr bis Herbst 1999) wiesen zum Beispiel die sogenannten Internet-Werte Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf, die mit den Kriterien der fundamentalen Aktienanalyse nicht zu rechtfertigen waren. Diese Fehlbewertung wird über kurz oder lang einer realistischen Einschätzung weichen, und wenn das geschieht, sollte man besser keine solchen Titel im Depot haben.

Man kann übrigens nicht nur einzelne Aktien anhand des Kurs-Gewinn-Verhältnisses vergleichen, sondern auch Branchen und Märkte. Dabei lässt sich feststellen, ob zum Beispiel der französische oder der niederländische Aktienmarkt angemessen bewertet ist, und zwar in zweierlei Hinsicht:

1. Im Vergleich zu den Börsen anderer Länder

2. Im historischen Vergleich mit den Durchschnitts-KGVs früherer Zeiten.

Zu Punkt 1 ist anzumerken: Das Markt-KGV liegt in manchen Ländern traditionell höher als in anderen. Das Musterbeispiel ist Japan, denn japanische Titel sind in der Regel deutlich höher bewertet als der Durchschnitt amerikanischer oder europäischer Titel. Bis zum Ende des jahrzehntelangen Aktienbooms in Japan im Dezember 1989 war die Erwartung langfristig stark steigender Unternehmensgewinne der wohl wichtigste Grund für dieses Phänomen. Diese Erwartungen haben sich allerdings in Schall und Rauch aufgelöst, wenn man von wenigen Ausnahmen wie Sony oder NEC absieht. Auch heute weisen japanische Titel zum Teil recht stolze KGVs auf. Der Hauptgrund ist jedoch ein anderer - womit wir bei Punkt 2 angekommen wären. Das Durchschnitts-KGV eines nationalen Aktienmarkts wird natürlich unter anderem von der konjunkturellen Situation und vom erwarteten Gewinnwachstum der Unternehmen geprägt. Noch wichtiger ist aber das Zinsniveau. Je niedriger die risikolos zu erzielende Rendite erstklassiger Anleihen liegt, desto attraktiver werden Aktienengagements in dem betreffenden Land, und desto höher fällt daher auch das durchschnittliche Aktien-KGV aus. Nach KGV-Kriterien gilt ein Aktienmarkt dann als fair bewertet, wenn das durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis dem Kehrwert der prozentualen Rendite festverzinslicher Wertpapiere entspricht. Als Maßstab wird dabei in der Regel die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen herangezogen. Das sogenannte Anleihen- oder Renten-KGV berechnet man nach der Formel:

$$\text{Renten-KGV} = \frac{100}{\text{Rendite zehnjähriger Staatsanleihen}}$$

Liegt die Anleihenrendite bei fünf Prozent, dann ist ein durchschnittliches Aktien-KGV von 20 angemessen und fair. Der Aktienmarkt ist in einer solchen Situation weder über- noch unterbewertet. Bei einer Rendite von vier Prozent darf das Aktien-KGV 25 betragen. In Hochzinsphasen, wenn Anleihen zehn Prozent abwerfen, gilt der Aktienmarkt jedoch schon bei einem Durchschnitts-KGV von mehr als zehn als überbewertet. Selbst wenn die Unternehmensgewinne von einem Jahr zum anderen steigen sollten, muss es nach dieser Regel am Aktienmarkt zu einer Abwärtsbewegung kommen, falls der Zinstrend deutlich nach oben zeigt. Um noch einmal auf die Situation in Japan zurückzukommen: Aufgrund der schwersten Wirtschaftskrise der Nachkriegszeit sind die japanischen Zinsen auf ein IZekordtief gesunken. Das rechtfertigt ein relativ hohes Durchschnitts-KGV des dortigen Aktienmarkts. Die enorme Bedeutung der Zinsentwicklung auf die Aktienmärkte werden wir noch ausführlich diskutieren. Hier zunächst eine Zusammenfassung der entsprechenden Daten, gemessen an den Leitindizes der weltweit wichtigsten Aktienmärkte:

KGV, Anleihenrendite und Relation Aktien-/Anleihen-KGV. Stand Mitte April 1999

	KGV 2000	Rendite 10jähriger Staatsanleihen	Aktien-/ Anleihen-KGV
USA (Dow Jones)	19,5	5,05	0,98
USA (S 8 P 500)	21,9	5,05	1,11
Japan (Nikkei 225)	36,0	1,49	0,54
Europa (Stoxx 50)	21,2	3,80	0,81
Euro-Raum (Euro Stoxx 50)	19,6	3,80	0,74
Frankreich (CAC 40)	20,7	3,90	0,82
Großbritannien (FTSE 100)	19,5	4,47	0,87
Italien (MIB 30)	24,1	4,05	0,98
Niederlande (AEX)	17,9	3,93	0,70
Österreich (ATX)	14,4	3,99	0,57

Schweden (OMX)	19,2	4,25	0,82
Schweiz (SMI)23,7	2,33	0,55	
Spanien (IBEX)	21,6	4,03	0,87
Australien (All Ordinaries)	17,9	5,27	0,94
Kanada (TSE 35)	16,8	4,90	0,82
Hongkong (H51)13,1	6,98	0,91	

Quelle: BORSE ONLINE

Da die Relation Aktien-KGV zu Renten-KGV in der obigen Tabelle meist unter 1,00 liegt, könnte man auf eine fast weltweite Unterbewertung der Aktienmärkte schließen. Allerdings werden hier die im April 1999 aktuellen Anleihenrenditen und die für das Jahr 2000 erwarteten KGVs miteinander verglichen. Die KGV-Schätzungen für 1999 lagen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung deutlich niedriger als die für das folgende Jahr. Setzte man sie in die Tabelle ein, dann würde sich die KGV-Relation in den meisten Ländern dem Wert 1,00 annähern. Zur krassen Über- oder Unterbewertung eines Gesamtmarkts kommt es weitaus seltener als zum gleichen Phänomen bei Einzelaktien oder Branchen.

Welche Schlussfolgerungen kann man ziehen, wenn man feststellt, dass ein bestimmter Aktienmarkt im Vergleich zum Rentenmarkt des gleichen Landes überbewertet ist? In einer solchen Situation steigt das Marktrisiko. Damit ist die Wahrscheinlichkeit gemeint, dass Aktien aus diesem Land - unabhängig von ihrer individuellen Gewinn- oder Umsatzentwicklung- von einer schwachen Gesamtmarktrendenz in Mitleidenschaft gezogen werden. Das ist kein Grund zur Panik, aber der Anleger sollte zumindest Vorsicht walten lassen und sich eventuell nach anderen, günstiger bewerteten Märkten umsehen.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass das Kurs-Gewinn-Verhältnis ein sehr sinnvolles Kriterium bei der Aktienauswahl sein kann. Unter der Voraussetzung allerdings, dass man die Grenzen seiner Aussagekraft kennt. dass man meist mit Schätzwerten arbeiten muss, erleichtert die Sache nicht gerade, doch alle anderen Börsianer haben schließlich das gleiche Problem. Als wichtigster Punkt aus diesem Kapitel sollte in Erinnerung bleiben, dass man beim KGV-Vergleich nicht alle Aktien, Branchen und Märkte über einen Kamm scheren darf. Nur Anfänger kaufen Aktien nach dem Motto: „Je niedriger das KGV, desto besser“. Diese Fehleinschätzung muss man früher oder später mit Verlusten oder zumindest mit entgangenen Gewinnen bezahlen.

2. 3. Das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCV)

Als eine der größten Schwächen des Kurs-Gewinn-Verhältnisses gilt in Analystenkreisen die Tatsache, dass der ausgewiesene Gewinn kein völlig exaktes Bild der Ertragslage eines Unternehmens liefert. Vor allem nach deutschem Bilanzrecht haben Unternehmen die Möglichkeit, sich beinahe nach Belieben reich oder arm zu rechnen. Nicht umsonst müssen deutsche Unternehmen, die ihre Aktien an der New York Stock Exchange platzieren wollen, eine Bilanz nach GAAP (Generally Accepted Accounting Principles), also nach dem weitaus strengeren amerikanischen Bilanzrecht vorlegen.

Über die Berechnung des Cash Flow sind schon ganze Bücher geschrieben worden. In Deutschland hat sich folgende Methode durchgesetzt:

Cash Flow = Jahresüberschuss + Abschreibungen + Veränderungen der langfristigen Rückstellungen

Ähnlich wie beim KGV muss man das Ergebnis durch die Anzahl der ausgegebenen Aktien dividieren, um den Cash Flow je Aktie zu erhalten. Das Kurs-Cash-Flow-Verhältnis (KCV) berechnet man mit der Formel:

$$\text{KCV} = \frac{\text{Kurswert}}{\text{Cash Flow je Aktie}}$$

Cash Flow heißt übersetzt soviel wie Geldzufluss. Letztlich handelt es sich dabei um den Liquiditätsüberschuss eines Unternehmens. Dieser Liquiditätsüberschuss ist etwas anderes als der Unternehmensgewinn, wie sich an einem einfachen Beispiel zeigen lässt: Ein Unternehmen hat in einem bestimmten Geschäftsjahr einen Gewinn von 50 Millionen Euro erzielt und im gleichen Jahr Abschreibungen von drei Millionen sowie langfristige Rückstellungen von sieben Millionen Euro vorgenommen. I) ir langfristigen Rückstellungen gelten zwar als Aufwand, sind aber vclrt ausgegeben, sondern lediglich umgebucht worden. Die Abschreibungen sind ebenfalls ein

bilanzieller Vorgang, denn die drei Millionen sind ebenfalls nicht ausgegeben worden; lediglich der Wertansatz früherer Investitionen hat sich um diese drei Millionen Euro vermindert. Dabei handelt es sich vielleicht um Fabrikgebäude oder Maschinen, die im betrieblichen Alltag noch genauso funktionsfähig sind wie im Vorjahr. Der Cash Flow des Unternehmens beläuft sich also auf 60 Millionen Euro; immerhin 20 Prozent mehr als der ausgewiesene Gewinn. Und die Berechnung des Cash Flow hat in unserem Beispiel zweifellos ein genaueres Bild der Unternehmenssituation geliefert als der Gewinn. Von Interesse für Analysten und Anleger ist vor allem der Umfang der Abschreibungen. Hohe Abschreibungen auf Investitionen der vergangenen Jahre zeigen, dass ein Unternehmen viel Geld in die Modernisierung seiner Produktionsanlagen gesteckt hat. Das ist ein Pluspunkt gegenüber Branchenkonkurrenten, die solche Investitionen erst noch vornehmen müssen. Hohe Rückstellungen können bedeuten, dass es Risiken gibt, die eventuell zu Zahlungsausfällen führen werden. Meist sind die Rückstellungen gegen drohende Verluste aber so reichlich bemessen, dass sie später wieder umgebucht werden können und in den Folgejahren den Gewinn erhöhen.

Unternehmen mit hohem Cash-Flow-Aufkommen sind in einer beneidenswerten Situation: Sie verfügen über die nötigen Mittel, Investitionen vorzunehmen, Forschung und Entwicklung zu finanzieren und, falls sich die Gelegenheit ergibt, ein konkurrierendes Unternehmen aufzukaufen. Cash Flow erlaubt sogar Dividendenausschüttungen, wenn in einem bestimmten Jahr gar kein Gewinn erzielt wurde. Eine solche Dividendenpolitik ist in Deutschland zugegebenermaßen unüblich, in den USA dagegen nicht.

Letzten Endes besagt der Cash-Flow, ob einem Unternehmen mehr Geld zufließt als es ausgibt. Daher kann es natürlich auch zu einem negativen Cash Flow kommen, und eine solche Entwicklung ist weit schlimmer als ein Geschäftsjahr ohne Gewinn. Solange der Cash Flow positiv ist, kann ein Unternehmen auch mehrere Verlustjahre überstehen. Wird er aber negativ, dann geht es an die Substanz. Betroffene Unternehmen versuchen oft, durch eine Kapitalerhöhung zusätzliches Eigenkapital hereinzuholen, um ihre prekäre finanzielle Situation zu verbessern. Wenn er früh genug in die Wege geleitet wird, kann ein solcher Schritt durchaus den gewünschten Effekt haben. Der Aktionär sollte in einem solchen Fall aber gründlich prüfen, ob er tatsächlich noch mehr Geld in ein so marodes Unternehmen stecken soll.

Natürlich wäre der Privatanleger damit überfordert, die Cash-Flow Kennzahlen der für ihn interessanten Aktien selbst zu ermitteln. Diese Mühe kann er sich aber ohnehin sparen, denn die betreffenden Daten sind problemlos zugänglich. Man findet sie zum Beispiel in den Jahresberichten der Unternehmen und in einschlägigen Fachzeitschriften. Das KCV ist eine sehr aufschlussreiche Kennzahl, die aber ebenso wie das KGV ihre Grenzen hat. [Im Prinzip sind es die gleichen, die im Abschnitt über das Kurs-Gewinn-Verhältnis schon ausführlich geschildert wurden. Auch beim KCV ist ein Vergleich desto aussagekräftiger, je ähnlicher die Unternehmen sind, und auch hier sind Prognosen desto vorsichtiger zu genießen, je weiter sie in die Zukunft reichen. Wie beim KGV, gibt es auch beim KCV branchentypische Unterschiede. Zum Beleg hier die entsprechenden Daten der DAX-30-Werte im April 1999. Die Unternehmen sind so bekannt, dass ich auf die Angabe der Branchen verzichtet habe.

KCV-Schätzungen der DAX-30-Unternehmen für das Jahr 2000. Stand 13. 4. 1999

Unternehmen	KCV	Unternehmen	KCV
Adidas-Salomon	96,95	Linde	7,69
Allianz Holding	38,45	Lufthansa	4,43
BASF	6,51	MAN ST	6,34
Bayer	8,26	Mannesmann	27,23
BMW ST	6,72	Metro ST	20,79
Commerzbank	1,05	Münch. Rück NA	34,52
Daimler Chrysler	15,92	Preussag	7,94
Degussa-Hüls	8,86	RWE ST	4,77
Deutsche Bank	1,28	SAP VZ	42,45
Deutsche Telekom	9,83	Schering	15,29
Deutsche Bank	13,01	Siemens	8,77
Henkel VZ	10,04	Thyssen-Krupp	4,84
Hoechst	10,15	Veba	5,65

HypoVereinsbank	2,01	Viag	4,79
Karstadt	6,77	Volkswagen ST	3,08

Quelle: BÖRSE ONLINE

Anstatt des Cash Flow berechnen Analysten manchmal auch den sogenannten freien Cash Flow. Frei bedeutet hier, dass die entsprechenden Mittel nicht für nötige Investitionen benötigt werden und somit zur freien Verfügung stehen. Die Definitionen des freien Cash Flow sind aber verschieden. Die beiden verbreitetsten Berechnungsformeln lauten:

$$\text{Freier Cash Flow} = \text{Vorsteuergewinn} - \text{Investitionsausgaben} \quad \text{und} \quad \text{Freier Cash Flow} = \text{Vorsteuergewinn} + \text{Abschreibungen} - \text{Investitionsausgaben}$$

ich persönlich favorisiere die zweite Formel, weil sie die Höhe der Abschreibungen mit einbezieht. Der freie Cash Flow eines bereits abgeschlossenen Geschäftsjahrs gibt an, wieviel quasi überschüssige Mittel dem Unternehmen zugeflossen sind, und hier kann man wirklich sagen: Je mehr, desto besser. Zukunftsschätzungen des freien Cash Flow sind dagegen mit einer zusätzlichen Unsicherheit behaftet, denn die Höhe der Investitionen in der Zukunft lässt sich nur mehr oder weniger gut abschätzen, aber niemals ganz genau quantifizieren.

2. 4. Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV)

Die beiden Kennzahlen, die wir bisher untersucht haben, beziehen sich auf die Ertragssituation eines Unternehmens, und je stärker das künftige Ertragswachstum eines Unternehmens an der Börse eingeschätzt wird, desto höher fallen das KGV und das KCV aus, die man einer Aktie zubilligt. Diese beiden Kennzahlen werden vor allem von ertragswertorientierten Anlegern beachtet, die auf Wachstumsunternehmen setzen. Es gibt jedoch auch einen völlig anderen Ansatz. Viele Investoren achten nicht so sehr auf die Ertragsentwicklung, sondern auf die Substanz eines Unternehmens. Man könnte es so ausdrücken: Wenn eine Aktie einen Substanzwert von 20 Euro hat und an der Börse nur zehn Euro kostet, dann ist sie allemal kaufenswert - ganz egal, ob das Unternehmen im operativen Geschäft gerade Gewinne oder Verluste schreibt. Dieser Ansatz hat zweifellos etwas für sich. Zumindest ist man mit substanzstarken Aktien recht gut gegen Kursverluste abgesichert. Allerdings braucht man meist auch ein wenig Geduld, bis unterbewertete, substanzstarke Titel an der Börse entdeckt werden und entsprechend an Kurswert zulegen.

Sowohl der wachstums- als auch die substanzwertorientierte Ansatz haben Börsenstars und „Gurus“ hervorgebracht. Der berühmteste Protagonist des Substanzwerts ist sicherlich Warren Buffett. Sein Lehrmeister Benjamin Graham gilt als Begründer dieses Ansatzes, und dessen wichtigstes Buch „*The Intelligent Investor*“ gehört auch heute noch zu den wenigen Veröffentlichungen über die Börse, die wirklich jeder Anleger gelesen haben sollte. Einer der berühmtesten Verfechter des wachstumsorientierten Ansatzes ist Peter Lynch, der wohl erfolgreichste Fondsmanager aller Zeiten. In einem wichtigen Punkt sind sich Buffett und Lynch trotz ihrer unterschiedlichen Ansätze übrigens völlig einig: Man kann auch für eine sehr gute Aktie zuviel bezahlen.

Die Berechnung des Buchwerts und das Problem nicht exakt quantifizierbarer (immaterieller) Vermögensgegenstände wurden schon am Anfang dieses Kapitels beschrieben. Auch hier gibt es jedoch verschiedene Varianten. Zum Beispiel fließen die immateriellen Vermögensgegenstände in manche Berechnungsformeln ein, in andere nicht. Die wohl aussagekräftigste Formel lautet:

$$\begin{aligned} \text{Buchwert} = & \text{Summe der Vermögensgegenstände} \\ & - \text{Immaterielle Vermögensgegenstände} \\ & - \text{Laufende Zahlungsverpflichtungen} \\ & - \text{Langfristschulden} \\ & - \text{Sonstige Verbindlichkeiten} \end{aligned}$$

Das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV) ermittelt man anhand der Formel

$$\text{Kurs-Buchwert-Verhältnis} = \frac{\text{Kurswert}}{\text{Buchwert je Aktie}}$$

Wer gezielt Aktien mit niedrigem KGV oder KCV kauft, versucht die künftigen Erträge eines Unternehmens preiswert einzukaufen; sozusagen mit einem Abschlag im Vergleich zu anderen Unternehmen, die bei diesen beiden Kennzahlen nicht so gut abschneiden. Ein niedriges Kurs-Buchwert-Verhältnis dagegen bedeutet, dass man die Substanz, die Vermögensgegenstände des betreffenden Unternehmens recht billig erwerben kann. Man muss den Buch- oder Substanzwert eines Unternehmens allerdings vom Liquidationswert unterscheiden, den man erzielen könnte, wenn man alle Schulden begleichen und die verbleibenden Vermögensgegenstände veräußern würde. Es wurde ja schon erwähnt, dass der Marktwert von Vermögensgegenständen weit über dem Wertansatz in der Bilanz des Unternehmens liegen kann. Zum einen deshalb, weil sie noch zum vor Jahrzehnten bezahlten Anschaffungspreis in den Büchern stehen, zum anderen, weil sie schon weitgehend oder sogar bis zu einem Erinnerungswert abgeschrieben, aber noch voll funktionsfähig sind und beim Verkauf einen guten Preis bringen würden. [Im großen und ganzen sind die von den Unternehmen selbst und von den Fachzeitschriften veröffentlichten Buchwertangaben aber dennoch gute Anhaltspunkte.

Allerdings muss man hier noch stärker nach Branchen differenzieren als beim KGV oder beim KCV. Generell kann man festhalten, dass das Kurs-Buchwert-Verhältnis in den relativ „alten“ Industriezweigen fast durchwegs weit niedriger ausfällt als in Branchen wie Computer, Biotechnologie oder Software. Das hat einen simplen Grund: Um Stahl oder Automobile herzustellen oder um Strom zu erzeugen, braucht man riesige Produktionsanlagen oder Kraftwerke. Diese Branchen sind sehr kapitalintensiv, und die Unternehmen müssen daher Investitionen in Milliardenhöhe vornehmen, um überhaupt produzieren zu können. Ein Softwareunternehmen kann, überspitzt formuliert, zur Not in einer angemieteten Baracke produzieren und hat daher vergleichsweise geringen Investitionsbedarf.

Man kann daher durchaus festhalten, dass das Kurs-Buchwert-Verhältnis bei vielen jungen Unternehmen nicht nur wenig, sondern gar nichts aussagt. Wer sich daher zwischen zwei verschiedenen Computeraktien entscheiden will, sollte sinnvollerweise ertragsorientierte Kennzahlen wie das KGV oder das KCV heranziehen. In Frage kommt hier allerdings auch das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) auf das wir gleich noch zu sprechen kommen werden.

Auch der KBV-Vergleich ist desto aussagekräftiger, je ähnlicher die betreffenden Unternehmen sind. Der ganz große Pluspunkt dieser Kennzahl ist aber, dass man mit ihr oft auf Unternehmen stößt, die exorbitant unterbewertet sind. Immer wieder kann man Titel finden, die sogar unter Buchwert gehandelt werden. Vor allem gilt dies für zyklische Unternehmen in konjunkturellen Schwächephasen. Der Buchwert zyklischer Unternehmen ist nämlich weit konstanter als ihre Gewinnentwicklung. Wenn nun die Gewinne in den Keller fallen, eventuell sogar Verluste geschrieben werden, dann sinken die Kurse solcher Aktien meist beträchtlich. In Übertreibungsphasen kann der Kurswert durchaus deutlich unter den Buchwert fallen. Dann ist die Stunde der substanzorientierten Schnäppchenjäger gekommen. Nun können sie tatsächlich eine Aktie, hinter der 100 Euro an Substanz stecken, für 60 oder 70 Euro kaufen. Eine solche Unterbewertung ist zudem meist nicht von langer Dauer. Früher oder später werden substanzstarke Titel an der Börse wiederentdeckt. Wenn nun auch noch ein zyklischer Aufschwung kommt, und die Unternehmensgewinne steigen, dann ist die Kalkulation der Schnäppchenjäger aufgegangen. Die Aussagekraft eines niedrigen K13V steigt, wenn die Unterbewertung durch die ertragsorientierten Kennzahlen bestätigt wird. Weist eine Aktie also neben einem bescheidenen KBV auch noch ein moderates Kurs-Gewinn-Verhältnis auf, dann sollten sich vorausschauende Investoren diesen Titel sehr genau ansehen. In einem solchen Fall winken langfristig hohe Gewinnchancen bei unterdurchschnittlichen Risiken. In der untenstehenden Tabelle finden Sie die KBV-Daten der DAX-30-Werte.

Kurs-Buchwert-Verhältnisse der DAX-30-Unternehmen. Stand 13. 4.1999

Unternehmen	KBV	Unternehmen	KBV
Adidas-Salomon	7,0	Linde	2,2
Allianz Holding	12,4	Lufthansa	2,9
BASF	2,11	MAN ST	2,2
Bayer	2,6	Mannesmann	22,3

BMW ST	2,7	Metro ST	41,1
Commerzbank	1,6	Münch. Rück NA	17,8
DaimlerChrysler	3,2	Preussag	5,2
Degussa-Hüls	2,8	RWE ST	5,9
Deutsche Bank	1,8	SAP VZ	21,0
Deutsche Telekom	5,2	Schering	5,0
Dresdner Bank	2,0	Siemens	2,6
Henkel VZ	4,2	Thyssen-Krupp	4,6
Hoechst	22,3	Veba	2,6
HypoVereinsbank	2,3	Viag	4,8
Karstadt	2,6	Volkswagen ST	3,0

Quelle: BÖRSE ONLINE

2. 5. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV)

Die Relation zwischen dem Kurswert einer Aktie und den anteiligen Umsätzen des Unternehmens führt nicht nur bei Privatanlegern, sondern sogar in weiten Teilen der Börsenliteratur ein unverdientes Schattendasein. Professionelle Wertpapieranalysten widmen dieser Kennzahl dagegen große Aufmerksamkeit, und das mit gutem Grund. Man könnte es sogar als ausgesprochen kurzsichtig bezeichnen, wenn Anleger immer nur auf die Gewinnentwicklung eines Unternehmens schielen. Woher sollen Gewinne kommen, wenn nicht aus Umsätzen? Diese Erkenntnis beginnt sich zumindest in Fachkreisen allmählich durchzusetzen, aber noch vor wenigen Jahren sah man das ganz anders. Damals wurde es an der Börse geradezu bejubelt, wenn ein Unternehmen trotz sinkender Umsätze steigende Gewinne meldete. Dergleichen galt nämlich als Beweis erhöhter Produktivität, und erreicht wurde es zum großen Teil dadurch, dass man Personalkosten einsparte, indem man Mitarbeiter entließ. Dabei war eigentlich damals schon abzusehen, dass diese Entwicklung irgendwann ein logisches Ende finden musste: Man kann nun einmal nicht alle Mitarbeiter feuern und dann mit Rekordgewinnen rechnen. Produktivitätssteigerungen stoßen mit der Zeit an Grenzen, und dann gibt es nur noch eine Möglichkeit, Gewinnwachstum zu sichern: Die Umsätze müssen steigen.

Langfristig steigende Umsätze sind, aus diesem Blickwinkel betrachtet, sogar unabdingbar für alles, was sich ein Börsianer von „seiner“ Aktie erhofft: Sie sind die Voraussetzung für dauerhaftes Gewinnwachstum, damit auch für attraktive Dividenden und nicht zuletzt für steigende Kurse. Dieser logische Zusammenhang sollte daher für jeden Anleger Grund genug sein, der Umsatzentwicklung mindestens ebenso große Aufmerksamkeit zu schenken wie den Unternehmensgewinnen. Das Kurs-Umsatz-Verhältnis wird nach folgender einfacher Formel berechnet:

$$\text{Kurs-Umsatz-Verhältnis} = \frac{\text{Kurswert}}{\text{Umsatz je Aktie}}$$

Diese Kennzahl bietet noch einen weiteren Vorteil: Unternehmensgewinne können durch „Bilanzkosmetik“ frisiert werden, und da die Gewinne in die Berechnung des Cash Flow eingehen, gilt das auch für diese Kennzahl - wenn auch in abgeschwächter Form. An den Umsätzen gibt es jedoch nichts zu manipulieren. Allenfalls kann man Umsätze bilanziell in eine andere Zeitperiode verlagern, wenn man es wirklich darauf anlegt, aber auf die Daten eines ganzen Geschäftsjahrs wirkt sich das nur in Ausnahmefällen spürbar aus.

Wann ist eine Aktie nach KBV Kriterien unterbewertet? Diese Frage lässt sich nicht eindeutig beantworten. Als Faustregel kann aber gelten: Wenn die Relation unter 1,0 liegt, die Marktkapitalisierung des Unternehmens also geringer ist als der Umsatz eines Geschäftsjahrs, dann ist die Aktie einer näheren Untersuchung wert. Immer wieder lässt sich übrigens feststellen, dass Aktien mit niedrigem Kurs-Umsatz-Verhältnis auch hinsichtlich des KGV, des KCV und/oder des KBV attraktiv bewertet sind. Wenn mehrere dieser Kennzahlen die Unterbewertung bestätigen, dann stehen die Aussichten auf langfristig überdurchschnittliche Gewinne gut. In seinem Klassiker, *The Intelligent Investor* nennt Benjamin Graham Kriterien, die eine Aktie erfüllen muss, um für konservative beziehungsweise für risikofreudigere Anleger attraktiv zu sein:

Die Kriterien für konservative Anleger:

1. *Ausreichende Größe des Unternehmens.* (Jahresumsatz mindestens 100 Millionen Dollar).
2. *Starke finanzielle Position.* (Umlaufvermögen mindestens doppelt so hoch wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten; Langfristschulden nicht höher als das Netto-Umlaufvermögen).
3. *Gewinnstabilität.* (Kein Verlustjahr in den letzten zehn Jahren).
4. *Dividendenkontinuität.* (Ununterbrochene Dividendenzahlungen in den letzten 20 Jahren).
5. *Gewinnwachstum.* Eine Gewinnsteigerung um mindestens ein Drittel in den vergangenen zehn Jahren. Zur Berechnung sollte man dabei jeweils den Durchschnitt der Jahre 1-3 und 8-10 verwenden).
6. *Moderates KGV.* Der aktuelle Kurs sollte nicht über dem 15fachen des durchschnittlichen Gewinns der vergangenen drei Geschäftsjahre liegen.
7. *Moderates KBV.* Der aktuelle Kurswert sollte maximal das 1,5fache des Buchwerts betragen.

Graham fügt hinzu, dass das KBV auch höher als 1,5 liegen kann, falls das KGV entsprechend niedriger ist. Er schlägt folgende Faustregel vor: Das Produkt aus KGV und KBV sollte nicht höher sein als 22,5. Bei einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von 2,5 dürfte das KGV also höchstens 9 erreichen ($9 \times 2,5 = 22,5$).

Die Kriterien für risikofreudigere Anleger:

1. *Finanzielle Lage.* (Umlaufvermögen mindestens 1,5 Mal so hoch wie die kurzfristigen Verbindlichkeiten. Die Summe aller Verbindlichkeiten darf das 1,1-fache des Netto-Umlaufvermögens nicht übersteigen).
2. *Gewinnstabilität.* (Kein Verlustjahr innerhalb der letzten fünf Geschäftsjahre).
3. *Dividende.* (Das Unternehmen sollte derzeit Dividenden bezahlen).
4. *Gewinnwachstum.* (Die Unternehmensgewinne sollten höher liegen als vor fünf Jahren).
5. *KBV.* Der aktuelle Kurswert sollte das 1,2-fache des Buchwerts nicht übersteigen, wobei immaterielle Vermögenswerte nicht mitgerechnet werden).

In Grahams Regeln spielen die vier genannten Kennzahlen also eine große Rolle. Er betrachtet allerdings nicht nur die jeweils aktuellen Daten, sondern arbeitet lieber mit Durchschnittswerten mehrerer Jahre, um kurzfristige Schwankungen auszugleichen. Zudem lässt sich feststellen, dass die meisten Kriterien für konservative wie für spekulative Anleger gleichermaßen gelten, für die erstgenannten allerdings in strengerer Form.

Die meisten erfahrenen Börsianer würden Grahams Regeln auch heute noch zustimmen, denn nicht umsonst haben sich diese Bewertungskriterien jahrzehntelang bewährt. Zwei kleine Einschränkungen sind jedoch angebracht. Die erste betrifft die Gewinnstabilität. Gerade für spekulative Anleger kann es hochinteressant sein, Aktien von Unternehmen ins Depot zu nehmen, die in der Verlustzone stecken. Mit solchen Titeln sind hohe Gewinne möglich, wenn sich die Ertragslage des Unternehmens wieder verbessert. Dabei muss man sich jedoch des erhöhten Risikos bewusst sein, den Einsatz begrenzen und mit Stoppkursen arbeiten. In Teil III dieses Buchs werden wir darauf noch sehr ausführlich zu sprechen kommen. Wenn ein Unternehmen schon rote Zahlen schreibt, sollten allerdings die anderen Daten entsprechend attraktiv sein. Falls der Cash Flow positiv ist, und die Aktie hinsichtlich des Kurs-Umsatz- und des Kurs-Buchwert-Verhältnisses gut abschneidet, spricht eigentlich nichts dagegen, den Titel ins Depot zu nehmen. Das gilt allerdings nur für spekulative Anleger. Konservative Investoren tun gut daran, Grahams diesbezüglichen Rat zu befolgen und nur Aktien von Unternehmen zu kaufen, die über viele Jahre kontinuierliches Gewinnwachstum gezeigt haben. Die zweite Einschränkung betrifft Grahams Ansichten zur Bedeutung von Dividendenzahlungen. Dieser Punkt ist ein eigenes Kapitel wert.

2. 6. Die Dividendenrendite

Es gibt nur zwei vernünftige Gründe, Aktien zu kaufen: Die Hoffnung auf einen Kursgewinn und die Aussicht auf regelmäßiges Einkommen durch Dividendenzahlungen. Der letztgenannte Punkt spielt vor allem für konservative Langfristanleger eine Rolle. Die Bedeutung dieses Aspekts hat sich jedoch im Lauf der Zeit deutlich verändert. Noch vor wenigen Jahrzehnten war es undenkbar, dass ein Unternehmen Gewinne erwirtschaftete, ohne seine Aktionäre in Form großzügiger Dividendenausschüttungen daran teilhaben zu lassen. Eine ausschüttungslose Aktie

hätte damals niemand gekauft, denn nur in Verlustjahren mussten Aktionäre auf Dividenden verzichten. Die Dividendenlosigkeit war daher auch ein sicheres Zeichen dafür, dass die AG in ernsthaften Schwierigkeiten steckte.

Vor diesem Hintergrund sind wohl auch Grahams Aussagen zur Dividendenpolitik zu verstehen. Man darf nicht vergessen, dass „*The Intelligent Investor*“ 1949 erstmals veröffentlicht wurde. Eine revidierte Fassung erschien 1973, drei Jahre vor Grahams Tod, und darin fanden sich, die Bewertung der Dividenden betreffend, kaum Revisionen im Vergleich zur Erstausgabe. Seither hat sich allerdings einiges verändert. Vor allem haben sich Branchen wie Computer und Software in den Vordergrund des Anlegerinteresses geschoben, und einige der erfolgreichsten Unternehmen aus diesen Bereichen zahlen grundsätzlich keine Dividenden. Da die Aktionäre dieser Unternehmen zwar auf Dividenden verzichten mussten, aber enorme Kursgewinne verzeichneten, setzte an den internationalen Börsen allmählich ein Umdenkungsprozess ein. Das begann in den USA und verbreitete sich später auch in Europa. Heute gibt es sogar in Deutschland mit dem Neuen Markt ein wichtiges Börsensegment, wo die Dividendenrendite so gut wie keine Rolle mehr spielt. Die Aktionäre sind vor allem auf Kursgewinne aus. Zudem haben sie verstanden und akzeptiert, dass es durchaus im Interesse der Aktionäre liegt, wenn ein junges Unternehmen Gewinne reinvestiert, anstatt sie in Form von Dividenden an die Anteilseigner auszuschütten. Ein steuerlicher Aspekt kommt hinzu: Während Dividenden als Einkünfte aus Kapitalvermögen zu versteuern sind, bleiben Kursgewinne in jeder Höhe vom Zugriff des Fiskus verschont, wenn die betreffenden Aktien mindestens ein Jahr und einen Tag lang im Depot waren. Auf Steuerfragen im Zusammenhang mit Aktieninvestitionen werden wir noch zu sprechen kommen.

Halten wir also fest: Ein Unternehmen, das Dividenden zahlt, muss wirtschaftlich nicht besser dastehen als eines, das auf Ausschüttungen verzichtet. Im Gegensatz zu früheren Zeiten ist die Dividendenausschüttung kein Qualitätsmerkmal für eine Aktie mehr. Zumindest muss der Anleger prüfen, welchen Teil des Gesamtgewinns die Dividendenausschüttung ausmacht. Eventuell stammt die zuletzt gezahlte Dividende auch gar nicht aus erwirtschafteten Gewinnen des betreffenden Geschäftsjahrs, sondern aus der Auflösung offener Rücklagen oder der Realisierung stiller Reserven. So etwas ist in der Regel kein gutes Zeichen. Im Zweifelsfall ist der Anleger mit der Aktie eines Unternehmens besser bedient, das grundsätzlich auf Dividendenausschüttungen verzichtet und die Gewinne statt dessen reinvestiert.

Trotz aller dieser Einschränkungen ist es nicht so, dass die Dividendenrendite gar nichts aussagt. Man muss allerdings genau differenzieren. Eine Dividendenkürzung oder gar der völlige Verzicht auf eine Ausschüttung sind nur dann ein Warnsignal, wenn das Unternehmen zuvor jahrelang konstante oder steigende Dividenden gezahlt hat. Außerdem bedeutet eine hohe Dividendenrendite eine Absicherung des Aktienkurses gegen Verluste. Wenn die Rendite einer Aktie höher liegt als die einer zehnjährigen Bundesanleihe, dann hat sie nicht mehr viel Platz nach unten. Sollte sie weiter absinken, werden konservative Langfristanleger schon allein aus Renditegründen zugreifen. Das gilt aber auch nur dann, wenn die aktuelle Höhe der Ausschüttung auch für die Zukunft gut abgesichert ist. Stammt die letzte Ausschüttung aus der Auflösung von Rücklagen oder verzeichnet das Unternehmen aktuell einen heftigen Gewinneinbruch, dann ist diese Absicherung nicht gewährleistet. Wer bestimmte Aktien wegen ihrer hohen Dividendenrendite kaufen will, muss sich daher sehr genau über die Ertragssituation des Unternehmens informieren.

In Fachzeitschriften und auch in den Wirtschaftsteilen überregionaler Tageszeitungen findet man Angaben über die Dividendenhöhe deutscher und ausländischer Aktien. Falls statt der Ausschüttungshöhe die Dividendenrendite angegeben ist, die nach der Formel

$$\text{Dividendenrendite} = \frac{\text{Dividende} - 100}{\text{Kurswert der Aktie}}$$

berechnet wird, ist der Anleger vor Fehlinterpretationen sicher. Er muss dann nur noch darauf achten, ob in die Berechnungsformel die zuletzt bezahlte Dividende eingeflossen ist, oder ob der Schätzwert für die kommende Ausschüttung verwendet wurde. Im letzteren Fall muss er bedenken, dass die tatsächliche Dividende von dieser Schätzung abweichen kann. Ihre Höhe steht noch nicht fest, da sie erst noch von der Hauptversammlung der AG beschlossen werden muss - soweit es sich um ein deutsches Unternehmen handelt.

Noch ein Punkt ist zu beachten: Deutsche Unternehmen schütten die gesamte Dividende für ein bestimmtes Geschäftsjahr einmaljährlich aus, und zwar am Tag nach der Hauptversammlung. An diesem Tag kommt es zum sogenannten Dividendenabschlag. Da die Dividende nun ausgeschüttet ist und nicht mehr „im Kurs steckt“, muss der Aktienkurs am Tag der Zahlung - alle anderen Einflussfaktoren ausgeklammert - um die Höhe der Dividende sinken. Wer nun kauft, kann zwar mit einem entsprechend niedrigeren Einstandskurs rechnen, muss allerdings auch ein volles Jahr warten, bis er in den Genuss einer Dividendenausschüttung kommt.

Die einmalige Zahlung für ein ganzes Geschäftsjahr ist außerhalb Deutschlands nicht die Regel. Zum Beispiel werden in den USA viermal jährlich Quartalsdividenden gezahlt. Der Dividendenabschlag fällt daher tendenziell geringer aus als bei deutschen Aktien. Auch in einigen anderen Ländern sind Quartalsdividenden oder zwei halbjährliche Zahlungen üblich. In einigen Publikationen ist bei ausländischen Aktien, unabhängig von der Art der Ausschüttung, nur die letzte Zahlung vermerkt, in anderen die Summe der letzten vier Quartals- oder zwei Halbjahresdividenden. Das führt oft zu Missverständnissen und Fehlinterpretationen. Daher sollte man prüfen, wie die Angaben in der jeweiligen Publikation zu verstehen sind.

Zusammenfassend ist zum Thema Dividendenrendite zu sagen: Das Beste an einer hohen Rendite ist die Absicherung des Aktienkurses nach unten - falls die Ausschüttung auch für die Zukunft einigermaßen gesichert scheint. Das Schlechteste an dieser Kennzahl ist die eben erwähnte Einschränkung; Die mangelnde Prognostizierbarkeit künftiger Ausschüttungen. Das trifft vor allem auf konjunktursensitive Unternehmen zu. Aktien aus nichtzyklischen Bereichen bereiten in dieser Hinsicht seltener böse Überraschungen - aber völlig sicher darf sich der Anleger auch hier nicht fühlen. In der folgenden Tabelle finden Sie die Dividendenrenditen der DAX-30-Werte Mitte April 1999. Basis der Berechnung sind die Dividendenschätzungen für das Jahr 2000.

Dividendenrenditen der DAX-30-Werte. Stand Mitte April 1999

Unternehmen	Rendite (%)	Unternehmen	Rendite (%)
Adidas-Salomon	1,1	Linde	2,1
Allianz Holding	0,4	Lufthansa	2,6
BASF	2,9	MAN ST	3,1
Bayer	2,9	Mannesmann	0,5
BMW ST	1,6	Metro ST	3,1
Commerzbank	3,1	Munch. Rück NA	0,3
DaimlerChrysler	3,1	Preussag	1,6
Degussa-Hüls	2,8	RWE ST	2,1
Deutsche Bank	2,9	SAP VZ	0,9
Deutsche Telekom	1,5	Schering	1,4
Dresdner Bank	2,5	Siemens	1,3
Henkel VZ	1,4	Thyssen-Krupp	3,8
Hoechst	1,9	Veba	2,1
HypoVereinsbank	1,6	Viag	1,7
Karstadt	1,9	Volkswagen ST	1,2

Quelle: BORSE ONLINE

Ausgesprochene Renditerenner fanden sich im April 1999 also nicht in der deutschen Aktien-Eliteliga. In früheren Jahren lagen die Renditen zum Teil deutlich höher, aber seither ist einiges passiert:

- 1997 und vor allem 1998 sind die Kurse der OAX-Werte enorm in die Höhe geschossen. Dadurch sank tendenziell die Dividendenrendite, weil die Ausschüttungen nicht im gleichen Ausmaß gestiegen sind.
- Die Kapitalmarktzinsen sind auf ein extrem tiefes Niveau gefallen.

Wenn man es unter diesem Blickwinkel betrachtet, sind Dividendenrenditen von mehr als drei Prozent, wie sie einige DAX-Werte bieten, gar nicht so übel. Zum Vergleich: Mitte April lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen bei 3,8, die Rendite fünfjähriger Papiere bei 3,4 Prozent. Vor allem aber handelt es sich bei den

DAX-30-Aktien um Qualitätspapiere, die zwar keinen völligen, aber doch einen relativ guten Schutz vor bösen Überraschungen bieten - und die Bedeutung dieses Aspekts würde auch Benjamin Graham unterstreichen.

2. 7. Weitere wichtige Kennzahlen

Mit Gewinn, Cash Flow, Buchwert, Umsatz und Dividendenrendite haben wir nun schon fünf sehr aussagekräftige Kennzahlen betrachtet. Wer die aktuelle Situation eines Unternehmens noch ein wenig genauer kennenlernen will, sollte dessen Bilanz und Gewinn-und-Verlust-Rechnung unter die Lupe nehmen. Bilanzkennzahlen können wichtige Erkenntnisse liefern und helfen, die Entscheidung für oder gegen den Kauf einer bestimmten Aktie zu untermauern. Die Berechnung und Interpretation dieser Kennzahlen gehört zum täglichen Geschäft professioneller Aktienanalysten. Der Privatanleger braucht sich diese Mühe also nicht selbst zu machen, wenn er für dieses Gebiet nicht gerade ein ausgeprägtes Interesse mitbringt. Er sollte allerdings die Zusammenhänge verstehen, um Kauf- oder Verkaufsempfehlungen kritisch prüfen zu können.

Bilanzkennzahlen werden ermittelt, indem man einzelne Posten eines Jahresabschlusses zueinander in Beziehung setzt. Eine Bilanz enthält nämlich weit mehr Informationen als auf den ersten Blick ersichtlich werden. Die Relation einzelner Bilanzposten zueinander kann wertvolle Hinweise liefern; zum Beispiel über die Liquiditätssituation, die Vermögensstruktur und die Ertragsentwicklung eines Unternehmens. Es lohnt sich daher allemal, die folgenden Kennzahlen zu untersuchen.

1. Kennzahlen zur Liquidität

Die Liquidität ist die Fähigkeit, Zahlungsverpflichtungen gemäß ihrer Fristigkeit erfüllen zu können. Am problemlosesten geht das, wenn die aktuellen Cash-Bestände mindestens so hoch sind wie die in Kürze fälligen Verbindlichkeiten:

$$\text{Liquidität 1. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} * 100$$

Allerdings hat das Unternehmen in der Regel ja auch seinerseits kurzfristig fällige Forderungen an Dritte, die zur Begleichung der eigenen Verbindlichkeiten herangezogen werden können:

$$\text{Liquidität 2. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel} + \text{kurzfristige Forderungen}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} * 100$$

Schließlich kann das Unternehmen auch eigene Bestände verwerten, um die fristgerechte Begleichung seiner Verbindlichkeiten zu gewährleisten:

$$\text{Liquidität 3. Grades} = \frac{\text{Zahlungsmittel} + \text{kurzfristige Forderungen} + \text{Bestände}}{\text{kurzfristige Verbindlichkeiten}} * 100$$

Eine absolut gültige Regel lässt sich zwar nicht aufstellen, aber wenn die Liquidität 1. Grades mindestens 80 und die Liquidität 2. Grades mindestens 100 betragen, hat das Unternehmen keine akuten Liquiditätsprobleme. Zumindest nicht am Bilanzstichtag. Eine Schwäche dieser Kennzahlen besteht nämlich darin, dass sie auf diesen Stichtag folgende Entwicklungen nicht aufzeigen. Um die mittelfristige Liquiditätssituation eines Unternehmens zu beleuchten, wenden Analysten häufig auch folgende Formel an:

$$\frac{\text{Zahlungsmittel} + \text{kurz- und mittelfristige Forderungen} + \text{Bestände}}{\text{kurz- und mittelfristige Verbindlichkeiten}}$$

Allerdings ist die Definition von „kurzfristig“ und „mittelfristig“ nicht einheitlich. Wichtig ist natürlich, dass Forderungen und Verbindlichkeiten die gleichen Fristigkeiten aufweisen. Je niedriger der Liquiditätsgrad eines Unternehmens, desto zinsreagibler ist es in der Regel. Der Zusammenhang ist klar: Bei einer zu knappen Liquiditätsdecke muss das Unternehmen Fremdkapital aufnehmen, um seine Verbindlichkeiten zu begleichen, und dieses Fremdkapital muss verzinst werden. In Hochzinsphasen kann das teuer werden.

2. Kennzahlen zu Finanzierung und Kapitalstruktur

Die Anfälligkeit eines Unternehmens für Veränderungen der Zinslandschaft hängt in hohem Maß von seiner Kapitalstruktur ab. Je niedriger die Verbindlichkeiten, desto weniger Zinsen sind zu zahlen. Daher ist der Anteil des Fremdkapitals am Gesamtkapital ein wichtiger Faktor. Dabei sind die folgenden beiden Kennzahlen zu beachten:

$$\text{Verschuldungsgrad} = \frac{\text{Fremdkapital}}{\text{Eigenkapital}}$$

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

Der Verschuldungsgrad gibt an, wie hoch die Gesamtverbindlichkeiten im Vergleich zum Eigenkapital sind. Die Eigenkapitalquote bezeichnet den prozentualen Anteil des Eigenkapitals am Gesamtkapital. Es gibt keine allgemeine Regel, wie diese Kennzahlen aussehen sollten. Je nach Ländern und Branchen fallen sie auch sehr unterschiedlich aus. So gibt es in den USA etliche Unternehmen, auch sehr bedeutende, deren Eigenkapitalquote 100 Prozent erreicht. In Deutschland sind weit niedrigere Quoten üblich. In sehr kapitalintensiven Branchen sind die Eigenkapitalquoten in der Regel niedriger als zum Beispiel in der Softwarebranche. Die Energieversorger müssen Kraftwerke bauen, um Strom liefern zu können, und dabei handelt es sich um Investitionen in Milliardenhöhe. Es liegt auf der Hand, dass der Fremdkapitalanteil daher recht hoch liegen muss. Ein sinnvoller Vergleich ist somit auch nur bei solchen Unternehmen möglich, die aus der gleichen oder zumindest aus verwandten Branchen stammen.

Die erwähnten Kennzahlen können dabei helfen, aussichtsreiche Aktien zu finden und unnötige Risiken zu vermeiden. Wenn ein Unternehmen zum Beispiel hoch verschuldet ist, besteht die Gefahr, dass es die nächste Branchenrezession nicht überstehen wird. Mögliche Pleitekandidaten lassen sich durch genaue Untersuchung der Bilanzdaten identifizieren, und zwar in der Regel schon Jahre bevor das Unternehmen tatsächlich in existenzbedrohende Schwierigkeiten gerät.

2.8. Zusammenfassung

Wer die genannten Daten schon vor dem Kauf beachtet, ist zumindest vor groben Fehlern sicher. Wir haben bislang aber nur die erste Ebene geprüft: Das Unternehmen und seine Aktie. In den folgenden beiden Kapiteln werden wir zunächst branchenspezifische Faktoren und dann die Einflüsse auf die allgemeine Börsenlage untersuchen. In manchen Börsenphasen überwiegen unternehmensspezifische Daten, in anderen Branchentrends, und die Großwetterlage an der Börse wirkt sich eigentlich immer auch auf die einzelnen Aktien aus. Die einzelnen Einflüsse können sich gegenseitig verstärken, sie können einander aber auch zuwiderlaufen. So kommt es immer wieder vor, dass Einzelaktien sogar in schwachen Börsenzeiten an Boden gewinnen, weil positive Unternehmensdaten den allgemeinen Baisetrend überlagern. Umgekehrt gibt es auch in der stürmischsten Hausse Aktien und Branchen, die ständig neue Tiefs erreichen. 1998 waren es zum Beispiel die Rohstoff-Titel. Die fallenden Öl- und Metallpreise waren für die Entwicklung dieser Aktien wichtiger als sinkende Zinsen und die Champagnerlaune an den wichtigsten Weltbörsen. Eine noch so akribische Aktienanalyse liefert daher stets nur

einen Teil des Gesamtbilds; man muss auch diejenigen Einflussfaktoren ins Kalkül ziehen, die mit einer bestimmten Aktie zwar nicht in direktem Zusammenhang stehen, sich aber sehr wohl auf ihre Kursentwicklung auswirken können.

Außerdem sollte man nie vergessen, dass man in der fundamentalen Aktienanalyse überwiegend mit Schätzwerten arbeiten muss, denn die Zahlen der Vergangenheit und der Gegenwart spielen für die weitere Entwicklung einer Aktie kaum eine Rolle. Schätzungen sind aber stets mit einer gewissen Fehlerquote behaftet. Zudem gibt es auch noch einige Einflüsse, die sich beim besten Willen nicht in Zahlen fassen lassen.

Zum Beispiel wird kein Börsianer bezweifeln, dass die Qualität des Unternehmensmanagements und dessen Ansehen an der Börse für jede Aktie sehr wichtig sind. Ein Wechsel in der Unternehmensführung kann zumindest mittelfristig eine markante Trendwende des Aktienkurses herbeiführen. Dafür gibt es zahlreiche Beispiele. Trotzdem kann niemand genau beziffern, wieviel Euro oder Dollar pro Aktie ein hervorragendes Management wert ist.

Angesichts dieser Tatsache könnte man die Frage stellen, ob die fundamentale Aktienanalyse denn überhaupt sinnvoll ist. Die Frage ist unbedingt zu bejahen, denn ein besseres Instrumentarium steht uns nicht zur Verfügung. Je genauer man die aktuellen Daten einer Aktie kennt, desto besser kann man die Zukunft dieser Aktie prognostizieren. Dass diese Prognose nie perfekt sein kann, steht auf einem anderen Blatt. Gäbe es eine narrensichere Kursprognose, dann wäre allerdings auch die Börse überflüssig. Könnte man mit absoluter Sicherheit vorhersagen, dass eine bestimmte Aktie in einem Jahr 200 Dollar kosten wird, dann stünde sie morgen schon dort, abzüglich Zinsen. Sehen wir uns nun die Grundlagen der technischen Wertpapieranalyse an.