
Aktien: Langfristig eine der besten Anlageformen?

Über den Autor



Maik Schober ist Berater und Trainer der Roland Eller Consulting GmbH. Zuvor war er über zehn Jahre bei deutschen Großbanken im Firmenkundengeschäft, Asset Management und Handelsbereich tätig. Sein Schwerpunkt lag auf der Betreuung von institutionellen und mittelständischen Kunden im Anlage- und Liquiditätsmanagement sowie in den Bereichen Zins- und Währungshandel. Seit 2010 ist Herr Schober in der Beratung von Banken und Unternehmen tätig. Sein wirtschaftswissenschaftliches Studium absolvierte er nebenberuflich zum M.Sc. mit den Schwerpunkten Finanzwesen und Risikomanagement an einer privaten Hochschule.

Einleitung

Aktien sind riskant. Mit Aktien kann man sein ganzes Geld verlieren. Aktien sind nur was für Menschen mit starken Nerven. Fragt man Freunde und Bekannte über ihre spontane Meinung zu Aktien, dann werden sie in der Regel das Risiko von Aktien betonen. Selbstverständlich: Aktien bergen Risiken. Sie unterliegen im Zeitverlauf großen Schwankungen. Aber warum sind Aktien historisch betrachtet trotzdem eine der besten Anlagemöglichkeiten? Hatten die Anleger in den letzten Jahrzehnten einfach nur Glück?

Viele Menschen haben Angst davor, Geld zu verlieren. Da Aktien naturgemäß immer wieder eine Zeit lang fallen, mag bei einigen Menschen diese mentale Verknüpfung entstanden sein: Sie kaufen keine Aktien, weil sie damit Geld verlieren können – das möchten sie nicht. Leider hören sie deswegen an diesem Punkt auf, sich mit dem Thema Aktien weiter zu beschäftigen.

Dabei zeigt die langfristige Entwicklung von Aktien: Die Wahrscheinlichkeit, mit Aktien Geld zu verlieren, geht bei einer langfristigen Haltedauer in Richtung null Prozent!

Warum ist das so? Sind Aktien langfristig doch eine der besten Anlagemöglichkeiten? In diesem Beitrag erfahren Sie, warum Aktien auch in Zukunft langfristig zu den besten Asset-Klassen zählen werden. Dabei wird zunächst auf den Zusammenhang zwischen Risiko und Risikoprämie eingegangen. Außerdem erfahren Sie, wie Sie Aktien auf einfache Weise bewerten können.

1. Risiko und Risikoprämie

Was bedeutet Risikoprämie? In der Anlageberatung wird zu Recht herausgestellt, dass Aktien Risiken aufweisen. Allerdings erfahren die Anleger leider oftmals nicht, welche Bedeutung das Risiko in Bezug auf die Risikoprämie hat. So bleibt dieser zentrale Aspekt bei der Anlage in Aktien leider zu vielen Menschen unbekannt.

Ein Beispiel soll die Risikoprämie verdeutlichen: Angenommen, Sie sind auf einem Jahrmarkt. Ein seriös erscheinender Mann hält eine Münze in seiner rechten Hand. Er bietet Ihnen eine einfache Wette an: Wenn Sie richtig erraten, ob beim Wurf der Münze Kopf oder Zahl die Oberhand behält, gewinnen Sie zehn Euro. Falls Sie falsch geraten haben, gewinnen Sie nichts. Dieses Spiel bietet der Mann natürlich nicht umsonst an, er verlangt einen Spieleinsatz. Dieser soll zunächst fünf Euro betragen.

Wichtig ist an dieser Stelle natürlich, dass es sich bei dem Spiel um ein faires Spiel handelt. Die Wahrscheinlichkeit, dass Kopf geworfen wird, liegt somit bei 50 %. Die Wahrscheinlichkeit für Zahl liegt ebenfalls bei 50 %. Sofern der sympathisch aussehende Herr ein Betrüger ist und er den Münz-

wurf manipulieren kann, haben Sie natürlich kaum Chancen auf ein langfristig positives Ergebnis. Es soll deswegen davon ausgegangen werden, dass es sich wirklich um ein faires Spiel handelt.

Angenommen, Sie vereinbaren einen Wetteinsatz von fünf Euro. Gelingt es Ihnen, das Ergebnis des Münzwurfs richtig zu erraten, erhalten Sie zehn Euro, ansonsten nichts. Wie sieht es nun aus, wenn Sie den ganzen Tag lang, sagen wir 10.000 Mal hintereinander, dieses Spiel spielen? Welchen Gesamtgewinn können Sie am Ende des Tages erwarten?

Sie haben womöglich den richtigen Impuls: Der Erwartungswert liegt bei null Euro. Denn bei einer gesamten Anzahl von 10.000 Würfeln werden Sie voraussichtlich in der Hälfte der Fälle das Ergebnis richtig erraten haben, in der anderen Hälfte nicht. Denn die Wahrscheinlichkeit für beide Ereignisse liegt bei jeweils exakt 50 %.

Folgende Grafik zeigt den Verlauf Ihres kumulierten Gesamtgewinns. Dabei wurde ganz einfach mit einem Zufallsgenerator bei jedem der 10.000 Würfe simuliert, ob Sie gewonnen haben oder nicht. Dargestellt sind zwei verschiedene „Durchgänge“ mit jeweils 10.000 Würfeln:

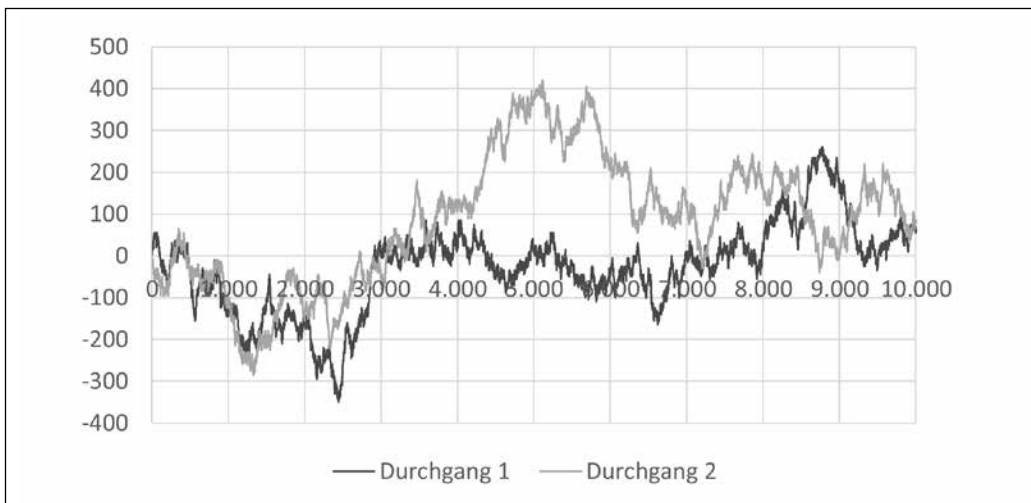


Abb. 1: Kumulierter Gewinn bei einem fairen Spiel

Quelle: eigene Darstellung

Bei einem Einsatz von fünf Euro und einer maximalen Auszahlung von zehn Euro liegt ihr Ergebnis pro Wurf entweder bei +5 oder bei -5 Euro. Dargestellt ist Ihr kumulierter Gewinn, wenn Sie 10.000 Mal hintereinander versuchen, das Ergebnis des Münzwurfs richtig zu erraten.

Gut zu erkennen ist, dass die einzelnen Durchgänge um die „Nulllinie“ schwanken. Im Durchgang 2 zeigte sich eine temporäre Gewinnstrecke: Es gelang also, relativ oft das Ergebnis des Münzwurfs

richtig zu antizipieren und bei jedem Wurf fünf Euro Gewinn einzuheimsen. Aber bis zum Ende nach 10.000 Würfeln lag des Gesamtergebnis wieder bei circa null Euro.

An diesem Beispiel wird das sogenannte Gesetz der großen Zahlen deutlich: Je häufiger Sie die Münze werfen, desto wahrscheinlicher ist ein Gesamtergebnis um null Euro. Wenn Sie nur einmal tippen, ist es natürlich durchaus wahrscheinlich (50 %), dass Sie mit einem Gewinn nach Hause gehen.

Eine Frage ist natürlich berechtigt: Wer würde ein Spiel spielen wollen, bei dem er mit 50 % Wahrscheinlichkeit 5 Euro gewinnt (10 Euro Auszahlung abzüglich 5 Euro Wetteinsatz) und mit 50 % Wahrscheinlichkeit 5 Euro verliert (0 Euro Auszahlung abzüglich 5 Euro Wetteinsatz)? Der Erwartungswert dieses Spiels liegt bei 0 Euro: $50 \% * 5 \text{ Euro} \text{ zuzüglich } 50 \% * (-5 \text{ Euro}) = 0 \text{ Euro}$.

Deswegen soll im zweiten Schritt das Spiel etwas abgewandelt werden: Was wäre, wenn der Wetteinsatz nicht bei fünf, sondern bei vier Euro läge? Wie würde sich der Erwartungswert bei diesem Spiel verändern?

Pro Münzwurf liegt die Wahrscheinlichkeit für eine Auszahlung in Höhe von zehn Euro weiterhin bei 50 %. Die Wahrscheinlichkeit für eine Auszahlung in Höhe von null Euro liegt ebenfalls bei 50 %. Durchschnittlich kann also mit einer Auszahlung in Höhe von fünf Euro gerechnet werden. Liegt nun der Einsatz bei lediglich vier Euro, dann errechnet sich daraus ein durchschnittlicher, zu erwartender Gewinn pro Münzwurf in Höhe von einem Euro (fünf Euro durchschnittliche Auszahlung abzüglich vier Euro durchschnittlicher Wetteinsatz).

Folgende Grafik zeigt die gleiche Situation wie in Abbildung 1, nur dass jetzt mit einem Wetteinsatz in Höhe von vier anstatt fünf Euro gerechnet wurde:

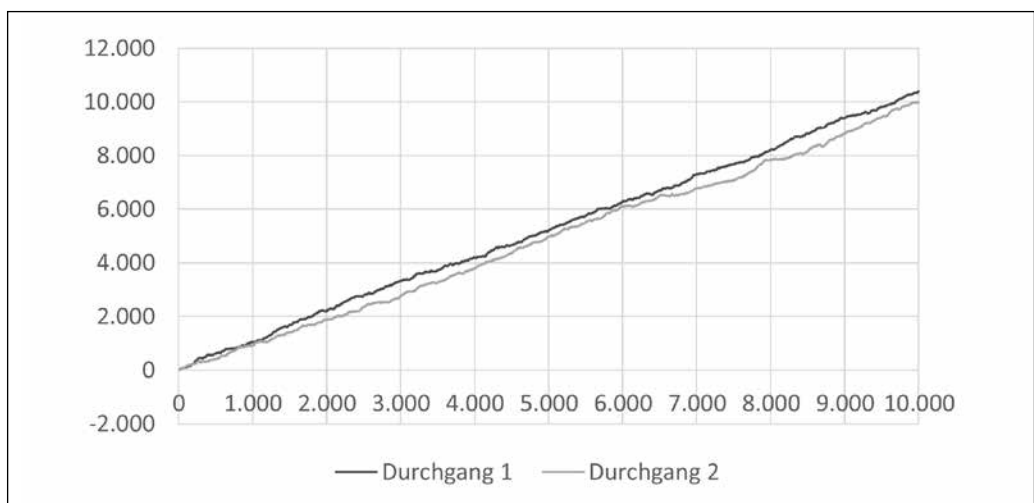


Abb. 2: Kumulierter Gewinn bei vier Euro Wetteinsatz

Quelle: eigene Darstellung

Hier wurden wieder zwei zufällige Entwicklungen simuliert. In jedem der beiden Durchgänge wird 10.000 Mal eine Münze geworfen. Bei einem Wetteinsatz von vier Euro liegt die Auszahlung mit 50 % Wahrscheinlichkeit bei zehn Euro und mit 50 % Wahrscheinlichkeit bei null Euro. Der durchschnittlich zu erwartende Gewinn pro Münzwurf (=Erwartungswert pro Münzwurf) liegt somit bei einem Euro. Wiederholt man den Münzwurf 10.000 Mal, so ergibt sich ein zu erwartender Gesamtgewinn von 10.000 Euro.

Entscheidend ist also der Erwartungswert! Ist dieser größer als null Euro, wird langfristig ein Gewinn erwirtschaftet. In diesem Zusammenhang sind zwei weitere Begriffe relevant: die Risikoprämie und das sogenannte Sicherheitsäquivalent. Letzteres beschreibt im Beispiel von eben den Wetteinsatz in Höhe von vier Euro.

Etwas komplizierter ausgedrückt beschreibt das Sicherheitsäquivalent jenen Betrag, bei dem ein Investor einen sicheren Gewinn als gleichwertig betrachtet gegenüber einem unsicheren (höheren) Gewinn. Was heißt das genau? Ein weiteres Beispiel soll das Sicherheitsäquivalent verdeutlichen: Sie sind der 1.000.000ste Kunde im Friseur-Salon. Der Friseur-Meister möchte dieses Ereignis feiern und hat einen Gewinn für Sie vorbereitet. Dazu müssen Sie ein Glücksrad drehen mit 100 Feldern, auf denen die Zahlen 1 bis 100 vermerkt sind. Sollte das Glücksrad bei der Zahl 100 stehen bleiben, erhalten Sie 1.000.000 Euro. Die Wahrscheinlichkeit für dieses Ereignis liegt bei 1:100 also 1 %. Der Erwartungswert für dieses Ereignis liegt somit bei $1.000.000 * 1 \% = 10.000$ Euro.

Es gibt aber eine Alternative zum Glücksrad. Anstatt das Glücksrad zu drehen, könnten Sie sich alternativ für einen sicheren Gewinn entscheiden. Angenommen, dieser läge bei 500 Euro. Würden Sie 500 Euro, die Sie sicher erhalten, einem möglichen Gewinn in Höhe von 1.000.000 Euro (der mit einer Wahrscheinlichkeit von 1 % eintritt) bevorzugen? Was wäre, wenn der sichere Gewinn bei 4.000 Euro läge? Wie würden Sie entscheiden, wenn er bei 12.000 Euro läge?

Diese Entscheidung ist eine sehr individuelle und hängt mit Ihrer persönlichen Risikoneigung zusammen. Überlegen Sie doch einfach selbst, ab welchem Betrag der sichere Gewinn für Sie gleichwertig bzw. etwas besser ist als der unsichere Gewinn in Höhe von 1 Mio. Euro. Fragen Sie anschließend einen Kollegen, Freund oder Verwandten, welchen Betrag er als sicheren Gewinn wählen würde. Genau dieser Betrag wird nun als Sicherheitsäquivalent bezeichnet.

Studien haben gezeigt, dass die meisten Menschen ein Sicherheitsäquivalent wählen, das kleiner ist als der Erwartungswert der unsicheren Alternative. Die unsichere Alternative war im Beispiel eben das Glücksrad, das einen Erwartungswert von 10.000 Euro liefert (1 Mio. Euro Auszahlung * 1 % Eintrittswahrscheinlichkeit). Haben Sie ein Sicherheitsäquivalent von weniger als 10.000 Euro gewählt? Angenommen, Sie hätten 8.000 Euro gewählt. Aus beiden Werten lässt sich nun die sogenannte Risikoprämie berechnen. Sie entspricht der Differenz zwischen dem Erwartungswert der unsicheren Alternative und dem Sicherheitsäquivalent. Bei einem Erwartungswert des Glücksrads von 10.000 Euro und einem Sicherheitsäquivalent von 8.000 Euro liegt die Risikoprämie also bei 2.000 Euro.

Risikoprämie = Erwartungswert der unsicheren Alternative
abzüglich Sicherheitsäquivalent

Im letzten Schritt dieser nicht mehr ganz so leichten Überlegung werden beide Varianten – das Glücksrad und die sicheren 8.000 Euro miteinander in einem langfristigen Szenario verglichen. In den Abbildungen 1 und 2 wurde bereits der kumulierte Gewinn eines Münzwurfs dargestellt. Der zentrale Aspekt dabei war, dass der Münzwurf 10.000 Mal wiederholt wurde.

Was wäre, wenn das Ereignis mit dem Glücksrad ebenfalls 10.000 Mal wiederholt werden würde? Welche Variante wäre dann besser? 10.000 Mal den sicheren Ertrag in Höhe von 8.000 Euro zu vereinnahmen, oder 10.000 Mal das Glücksrad zu drehen und immer, wenn das Rad bei der „100“ stehen bleibt 1.000.000 Euro zu gewinnen. Was würden Sie schätzen?

Auch dieser Vergleich lässt sich mit einer Excel-Simulation anstellen, was folgende Grafik zeigt:

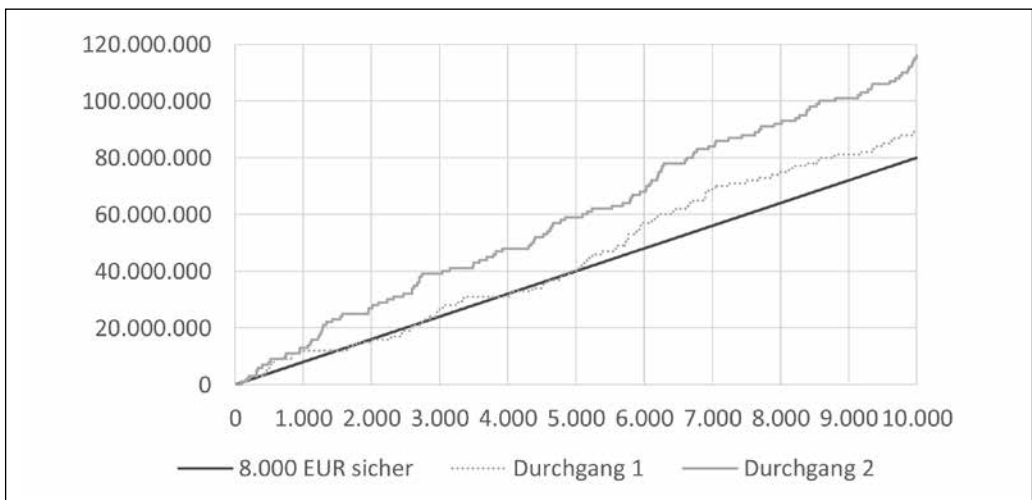


Abb. 3: Glücksrad und Sicherheitsäquivalent

Quelle: eigene Darstellung

Wenn Sie 10.000 Mal hintereinander einen sicheren Gewinn in Höhe von 8.000 Euro verbuchen, dann sind Sie nach 10.000 Wiederholungen um 80 Mio. Euro reicher. Da Sie Stück für Stück die 8.000 Euro erhalten, ergibt sich eine linear ansteigende Linie (in der Grafik als „8.000 EUR sicher“ bezeichnet).

Für das Glücksrad gilt: Mit 1 % Wahrscheinlichkeit erzielen Sie 1.000.000 Euro. Bei 10.000 Wiederholungen sollte es also schon recht oft vorkommen, dass das Glücksrad bei „100“ stehen bleibt und

Sie den Gewinn über 1 Mio. Euro erhalten. Mathematisch wäre zu erwarten, dass Sie in 100 Fällen (10.000 Wiederholungen * 1 % Wahrscheinlichkeit) die Auszahlung in Höhe von 1 Mio. Euro erhalten. Das kumulierte Ergebnis für das Glücksrad hat somit einen Erwartungswert von 100 Mio. Euro (10.000 Wiederholungen * 1 % Wahrscheinlichkeit * 1 Mio. Euro Gewinn).

Auch in dieser Grafik sind zwei Durchgänge dargestellt, das heißt zwei zufällige Verläufe für die Entwicklung des Glücksrades. Im Durchgang 1 ist zu erkennen, dass zunächst die Zahl „100“ unterdurchschnittlich oft gedreht wurde. Im Durchgang 2 konnte der Gewinn über 1 Mio. EUR öfter verbucht werden.

Warum sind diese Erkenntnisse nun für die Anlage in Aktien relevant? Der Knackpunkt liegt in der Laufzeit. Hätte man die Möglichkeit, das Glücksrad nur ein einziges Mal zu drehen, fiel die Entscheidung womöglich auf den sicheren Gewinn in Höhe von 8.000 Euro. Aber hätte man die Möglichkeit, das Glücksrad 10.000 Mal zu drehen, dann wäre jedem rationalen Entscheider klar: Hin und wieder endet das Glücksrad bei der Zahl „100“ und der Gewinn über 1.000.000 Euro wird vereinnahmt. Insgesamt kann dann über 10.000 Runden ein Gewinn von 100 Mio. Euro erwartet werden. Bei der sicheren Variante kann nur ein Gewinn von 80 Mio. Euro erwartet werden.

Der entscheidende Faktor ist also die „Anzahl“ der Runden, oder anders ausgedrückt: Für Aktien ist der entscheidende Faktor die Laufzeit! Bleibt ein Investor langfristig in Aktien investiert, so wird seine Rendite langfristig dem Erwartungswert von Aktienrenditen entsprechen.

2. Langfristiger Erwartungswert einer Investition

Stellen Sie sich vor, Sie hätten ein nettes Vermögen übrig und möchten eine Firma erwerben. Wie würden Sie den Wert der potenziellen Firmen bewerten? Hierzu gibt es verschiedene, mehr oder weniger komplexe Verfahren. Am Ende wird es im Kern aber ein einziger Punkt sein, der relevant ist: Welche Gewinne wird das Unternehmen in Zukunft wahrscheinlich erwirtschaften können?

Es sei angenommen, dass über die nächsten Jahre ein potenzielles Unternehmen einen Gewinn von 1 Mio. EUR jährlich erwirtschaftet. Das Geschäftsmodell der Firma erscheint bodenständig und stabil. Welchen Kaufpreis wären Sie bereit, für diese Firma zu bezahlen?

Der Wert dieser Firma könnte zum Beispiel 20 Mio. EUR betragen. Wie hoch wäre nun die jährliche Rendite, wenn tatsächlich ein jährlicher Gewinn von 1 Mio. EUR erreicht wird? Bezogen auf den Kaufpreis läge die Rendite bei 5 % pro Jahr (1 Mio. EUR / 20 Mio. EUR).

Es wäre für Sie sicher kein Problem, wenn in einem Jahr der Gewinn temporär bei lediglich 800.000 EUR liegen würde. Denn im Folgejahr würden dann womöglich 1,2 Mio. EUR zu Buche schlagen. Solange der Erwartungswert von 1 Mio. EUR jährlich im Durchschnitt erreicht wird, sind Ihnen Schwankungen um diesen Wert nicht so wichtig.

Sie erkennen sicherlich den Zusammenhang zwischen dem Kaufpreis, dem Gewinn und der Rendite. Diese Werte stehen in einem bestimmten Verhältnis zueinander. Das Verhältnis zwischen Kaufpreis und Gewinn kann auch als ein bestimmter Faktor betrachtet werden, der in diesem Beispiel 20 beträgt. Die Rendite entspricht dem Kehrwert dieses Faktors, also $1 / 20 = 0,05$, also 5 %.

$$\text{Unternehmenswert} / \text{Unternehmensgewinn} = \text{Faktor}$$

Nach dem Erwerb des Unternehmens freuen Sie sich in den Folgejahren ob der guten Verzinsung Ihrer Investition. Nach fünf Jahren überlegen Sie nun, die Firma wieder zu verkaufen. Der Unternehmensgewinn ist stabil bei 1 Mio. EUR jährlich. Allerdings ziehen ein paar Gewitterwolken am Konjunkturhimmel auf. Ein potenzieller Käufer wäre bereit, Ihnen für die Firma 12 Mio. EUR zu bezahlen. Der Faktor beträgt nun also nur noch 12 und nicht mehr 20. Würden Sie Ihr Unternehmen verkaufen? Wenn Sie weiterhin von einem Gewinn von 1 Mio. EUR ausgehen, sollten Sie nicht verkaufen! Denn der Faktor von 12 ist viel zu günstig. Sie warten also weitere fünf Jahre ab.

Nach insgesamt 10 Jahren ist die Stimmung der Wirtschaft prima. Zwar macht Ihr Unternehmen nach wie vor „nur“ 1 Mio. EUR Gewinn, aber ein Käufer wäre jetzt bereit, Ihnen 25 Mio. EUR für die Firma zu zahlen. Würden Sie jetzt verkaufen? Der Faktor von 25 erscheint attraktiv – ein Verkauf macht Sinn. Die Quintessenz aus diesem Beispiel ist folgende: Der „Faktor“, mit dem Unternehmensgewinne multipliziert werden, steigt und fällt mit dem Konjunkturzyklus. Das wirkt sich auf den Wert eines Unternehmens aus. In diesem Beispiel fiel der Wert von 20 Mio. EUR auf 12 Mio. EUR, um anschließend auf 25 Mio. EUR zu steigen. Solange Sie davon ausgehen können, dass Ihr Unternehmen stabile, nachhaltige Gewinne erwirtschaftet, so lässt Sie die Entwicklung des Faktors kalt. Wichtig ist dabei die Zeit! Sind Sie gezwungen, nach fünf Jahren zu verkaufen, dann müssen Sie womöglich einen Verlust realisieren. Bringen Sie genügend Zeit mit, dann können Sie weitere fünf Jahre warten und zu einem guten Preis verkaufen.

Im Kern sind also zwei Dinge bei der Investition in Unternehmen relevant: Der Unternehmensgewinn sollte stabil sein oder jährlich steigen. Zweitens ist die Laufzeit relevant! Denn mit der Laufzeit vereinnahmen Sie die erwartete Rendite (in diesem Beispiel 1 Mio. Euro jährlich, also 5 %), gleichzeitig sind Sie bei langer Laufzeit unabhängig von konjunkturellen Schwankungen des Marktwertes des Unternehmens.

Worin läge nun das Risiko Ihres Investments? Zwei Risiken sind im Wesentlichen von Bedeutung: Zum einen könnte der erwartete jährliche Gewinn in Höhe von 1 Mio. EUR künftig geringer ausfallen, zum Beispiel 900.000 EUR. Außerdem wäre es denkbar, das künftige potenzielle Käufer Ihrer Firma nicht bereit sind, den gleichen Faktor zu bezahlen, den Sie gezahlt haben. Angenommen, in fünf Jahren liegt der nachhaltige zu erwartende Gewinn bei 900.000 EUR und ein potenzieller Käufer würde den

Faktor mit 14 ansetzen. Wie hoch wäre der Kaufpreis jetzt? Der Wert der Firma läge dann bei 12,6 Mio. EUR ($14 * 0,9 \text{ Mio. EUR}$). Es ergibt sich also ein Verlust von 7,4 Mio. EUR oder 37 %! Dies setzt allerdings voraus, dass der zu erwartende Gewinn künftig bei nur noch 900.000 EUR liegt. Dieses Beispiel soll die beiden wesentlichen Stellschrauben einer Unternehmensbewertung aufzeigen. Es geht zum einen um den künftig zu erwartenden Gewinn, zum anderen um den Faktor, mit dem dieser Gewinn multipliziert wird.

3. Bewertung einer Investition in eine einzelne Aktie

Die Gedanken des vorangegangenen Kapitels lassen sich 1:1 auf Aktien übertragen. Als Beispiel soll eine konservative Aktie herangezogen werden, die Aktie des Unternehmens Beiersdorf. Das Unternehmen produziert Waren für den täglichen Gebrauch, wie zum Beispiel Sonnencreme oder Haarschmittle. Für das Jahr 2021 wird ein Ergebnis je Aktie in Höhe von 3,00 Euro erwartet. Der aktuelle Börsenpreis beträgt circa 90 Euro. Wie hoch ist die „inhärente Rendite“ einer Investition in die Beiersdorf-Aktie? Der Faktor zwischen dem Kurs der Aktie und dem Gewinn der Aktie liegt bei $90 / 3,00 = 30$. Die Rendite entspricht dem Kehrwert dieses Faktors und liegt somit bei $1 / 30 = 3,33 \%$.

Dieser Faktor hat bei Aktien einen eigenen Namen, er wird als Kurs-Gewinn-Verhältnis bezeichnet und mit KGV abgekürzt. Denn der Faktor ist nichts anderes als der Kurs einer Aktie im Verhältnis zum Gewinn je Aktie.

$$\text{Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV)} = \frac{\text{Aktienkurs}}{\text{Gewinn je Aktie}}$$

Wo steht die Aktie in zehn Jahren, wenn die Firma Beiersdorf auch in zehn Jahren einen Gewinn von 3,00 Euro pro Aktie ausweist? Es ist gut denkbar, dass die Aktie auch in zehn Jahren um 90 Euro notieren wird. Stellen Sie sich vor, die Aktie würde bei 30 Euro notieren, welche Auswirkungen hätte das auf das Kurs-Gewinn-Verhältnis und damit die inhärente Rendite? Das KGV läge dann bei 10 ($30 \text{ Euro Aktienkurs} / 3 \text{ Euro Gewinn je Aktie}$) und die inhärente Rendite läge bei $1 / 10 = 10 \%$; ein aus heutiger Sicht sehr hoher Wert, der aller Voraussicht nach nicht erreicht wird.

Natürlich wäre es denkbar, dass in zehn Jahren aufgrund konjunktureller Unsicherheiten der Faktor (also das KGV) nicht wie heute 30 beträgt, sondern mehr oder weniger. Bei einem Faktor von 20 läge der Kurs der Aktie, wenn der Gewinn je Aktie 3,00 EUR entspricht, bei 60 Euro ($20 * 3$), bei einem Faktor von 35 liegt der Aktienkurs bei 105 EUR ($35 * 3$).

Auf diese Weise wird deutlich, worauf es bei einer Investition in Aktien ankommt: Kaufen Sie Aktien,

die stabile Gewinne aufweisen oder deren Gewinne stetig steigen! Zweitens, kaufen Sie Aktien dann, wenn der Faktor attraktiv erscheint!

Sicherlich stellt sich bei Ihnen gerade die Frage, wann ein Faktor attraktiv ist. Ein Ansatz wäre es, den Faktor des Vorjahres zu betrachten. Im Vorjahr lag der Gewinn je Aktie der Firma Beiersdorf bei 3,15 Euro. Der Tiefstkurs der Aktie lag im Vorjahr bei 81 Euro und der Höchstkurs bei 117 Euro.

Daraus lässt sich für das Vorjahr ein maximaler und minimaler Faktor berechnen: $117 / 3,15 = 37,14$ als höchster Wert sowie $81 / 3,15 = 25,7$ als niedrigster Wert. Auf diese Weise entsteht ein Anhaltspunkt, wann ein Faktor (KGV) für eine bestimmte Aktie attraktiv ist.

Für den langfristigen Investor ergibt sich ein weiterer wichtiger Aspekt: Der Gewinn je Aktie wird dieses Jahr voraussichtlich 3,00 Euro betragen. Wie hoch ist der Gewinn in zehn Jahren? Angenommen, dem Unternehmen gelingt es, den Gewinn jährlich um 5 % zu steigern. Dann liegt der Gewinn je Aktie in zehn Jahren bei 4,89 Euro ($= 1,05^{10}$). Wie würde nun eine Bewertung der Aktie in zehn Jahren aussehen?

Bei einem Gewinn je Aktie von 4,89 Euro und einem Faktor von 30 läge der Aktienkurs dann bei 146,70 Euro ($= 4,89 * 30$) im Vergleich zu 90 Euro heute. Steigt der Gewinn und bleibt gleichzeitig das Kurs-Gewinn-Verhältnis unverändert, wirkt sich das 1:1 auf die Entwicklung des Aktienkurses aus.

Für die Investition in eine einzelne Aktie sind somit zwei Dinge wesentlich: Wie entwickelt sich der Unternehmensgewinn in Zukunft? Und zweitens, wie ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis zu bewerten?

Allerdings ergeben sich bei Unternehmen mit starkem Gewinn-Wachstum Verzerrungen. Angenommen, ein Unternehmen weist einen Gewinn je Aktie in Höhe von 1,00 Euro auf und der Aktienkurs liegt aktuell bei 60 Euro. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis ist mit 60 also recht hoch, die inhärente Rendite liegt gerade einmal bei 1,6 % ($1 / 60$). Aber wie sieht es aus, wenn in fünf Jahren mit einem Gewinn je Aktie in Höhe von fünf Euro anstatt einem Euro gerechnet wird? Wenn der Aktienkurs in fünf Jahren unverändert bei 60 Euro notiert, dann liegt das KGV in fünf Jahren bei 12 ($= 60 / 5$). Dieses KGV ist attraktiv!

Ein Investor kann seine Bewertung somit nicht ausschließlich auf das aktuelle Kalenderjahr abstellen. Entscheidend ist, wie sich der Gewinn eines Unternehmens in Zukunft entwickeln wird. Zum anderen ist von Bedeutung, mit welchem Faktor dieser zukünftige Gewinn multipliziert werden soll. Auf diese Weise können Investoren mit vereinfachten Mitteln ein Gefühl dafür entwickeln, ob der aktuelle Kurs einer Aktie günstig, teuer oder angemessen ist.

Denken Sie in diesem Zusammenhang einen Moment über folgende zwei Sätze nach:

- 1) Das beste Unternehmen der Welt kann eine schlechte Investition sein, wenn es zu teuer erworben wurde.
- 2) Selbst ein mittelmäßiges Unternehmen kann eine gute Investition sein, wenn es günstig erworben wurde.

ben wurde.

Leider wählen etliche Investoren ihre Aktien nur danach aus, ob es ein „gutes“ Unternehmen ist oder nicht. Ein Beispiel ist das Unternehmen Tesla. Sicherlich wird die Nachfrage nach Elektroautos in den nächsten Jahren stark steigen. Für das Jahr 2025 wird für Tesla ein Gewinn je Aktie in Höhe von 15,30 US-Dollar erwartet. Die Aktie steht aktuell bei 816 US-Dollar. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis bezogen auf den erwarteten Gewinn in vier Jahren liegt somit bei 53,3 ($816 / 15,30$). Die inhärente Rendite beträgt damit 1,88 % ($1 / 53,3$). Aus aktueller Sicht erscheint das ein unattraktives Investment zu sein. Damit der Aktienkurs in Zukunft nachhaltig steigen kann, wäre eine deutliche Steigerung des Unternehmensgewinns über den aktuell geschätzten Wert (15,30 US-Dollar Gewinn je Aktie in 2025) erforderlich. Liegt der Unternehmensgewinn zum Beispiel in zehn Jahren bei 40 USD je Aktie, dann wäre der aktuelle Börsenkurs womöglich gerechtfertigt. Aber wer kennt den Unternehmensgewinn des Unternehmens in zehn Jahren? Der Aktienkurs erscheint unter diesen Bedingungen aktuell somit nicht attraktiv. Nur bei einem deutlichen, nachhaltigen Anstieg des Unternehmensgewinns wäre dieser Kurs gerechtfertigt.

4. Risiken diversifizieren

Einzelne Aktien können natürlich auch deutlich fallen. Wird eine Firma insolvent, dann liegt ihr Aktienkurs bei circa null Euro. Schauen Sie sich dazu den Kursverlauf der Wirecard Aktie an:

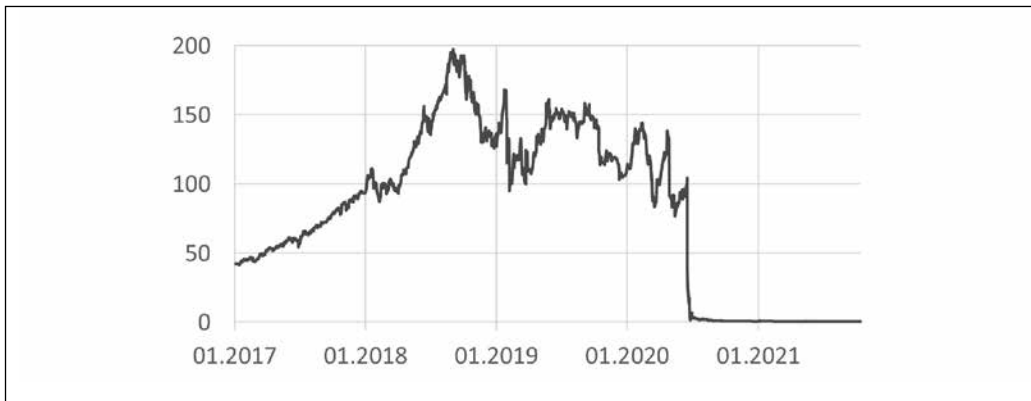


Abb. 4: Kursverlauf der Wirecard Aktie

Quelle: eigene Darstellung

Es gibt einige Beispiele, bei denen scheinbar gesunde Unternehmen in kürzester Zeit aufgeben mussten. Gründe dafür können zum Beispiel Bilanzbetrug oder Bilanzfälschung sein. In der Folge wird der Aktienkurs innerhalb kürzester Zeit Werte nahe null Euro annehmen. Ein Anleger, der im April 2020 Aktien der Firma Wirecard zu Kursen um 100 Euro erworben hat, hat innerhalb von zwei Monaten sein Geld fast vollständig verloren.

Aber auch einmalige, schwerwiegende Ereignisse können eine Aktie jahrelang belasten. Der Rechtsstreit der Firma Bayer ist ein passendes Beispiel dazu, die Bayer-Aktie zeigt langfristig folgende Entwicklung auf:

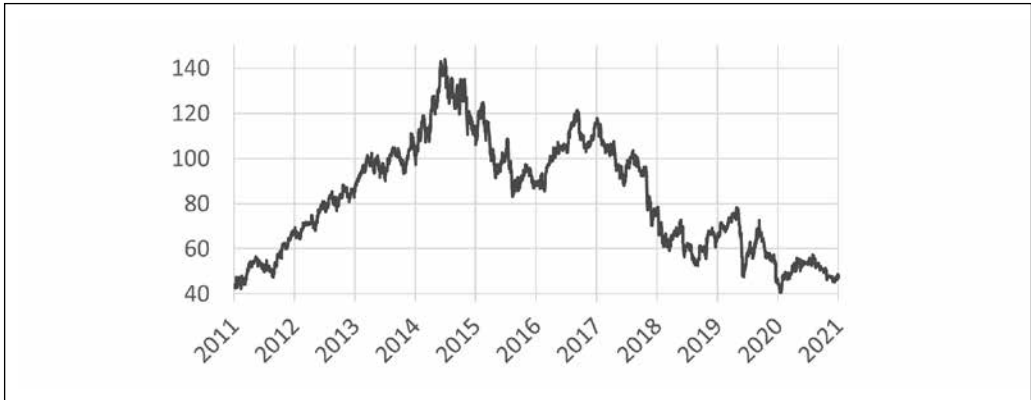


Abb. 5: Kursverlauf der Bayer Aktie

Quelle: eigene Darstellung

Um Klumpenrisiken zu vermeiden, gilt bei der Investition ein einfacher, aber sehr wirksamer Grundsatz:

Streuen Sie Ihr Vermögen auf mehrere Aktien!

Wenn die größte Position in Ihrem Aktienportfolio maximal 2 % beträgt, dann ist das Portfolio sehr gut diversifiziert. Durch aktiv gemanagte Fonds oder Exchange Traded Funds, die breite Indizes abbilden, lassen sich Portfolios perfekt streuen.

Aber haben nicht auch breit diversifizierte Portfolios Risiken? Könnten nicht auch bei einem breit diversifizierten Portfolio selbst nach fünf oder zehn Jahren Haltedauer noch große Verluste entstehen? Lassen Sie uns zur Beantwortung dieser wichtigen Frage „die ganze Welt“ mit folgendem Beispiel betrachten:

Was wäre, wenn Sie einen Teil aller Unternehmen dieser Welt besitzen würden? Worin läge Ihr Risiko? Ein Risiko wäre, dass alle Unternehmen gleichzeitig insolvent werden. Aber ist das wirklich realistisch? Nur ein sehr extremes Ereignis wie ein Meteoriten-Einschlag sollte dazu führen, dass die Welt insgesamt aus ihren Fugen gerät. Es ist also extrem unwahrscheinlich, dass alle Firmen dieser Welt gleichzeitig insolvent werden.

Ein weiteres Risiko wäre, dass alle Unternehmen dieser Welt in den nächsten Jahren keine Gewinne mehr erwirtschaften. Ist das aus Ihrer Sicht realistisch? Über diesen Aspekt lohnt es sich genauer nachzudenken. Sie erinnern sich: Wesentlich für den Erfolg einer Aktienanlage ist, dass die Gewinne der Unternehmen zumindest stabil sind, im besten Fall sollten sie stetig steigen.

Was würde also passieren, wenn die Unternehmensgewinne „aller Unternehmen dieser Welt“ rückläufig wären? Zur Klärung dieser Frage soll das Spektrum der Unternehmen etwas weiter eingengt werden: Angenommen, Sie würden alle Automobil-Unternehmen dieser Welt besitzen, worin läge dann Ihr Risiko? Nun, das eine Risiko wäre, dass der Umsatz der Branche Jahr für Jahr schrumpft. Wenn plötzlich alle Welt nur noch Fahrrad fährt oder in 20 Jahren keine Autos mehr benutzt werden sondern nur noch Flugtaxi, dann hätte die Automobil-Branche ein Problem. Wie würden die Automobil-Unternehmen darauf reagieren? Wenn die Nachfrage nach Autos abnimmt, dann sollte sich das zunächst in fallenden Preisen und damit fallenden Margen ausdrücken. Dies würde mittelfristig dazu führen, dass einige Unternehmen um ihr Überleben kämpfen müssen. In der Folge wird die Branche konsolidieren. Und dann? Die verbleibenden Unternehmen werden nun durch die „unsichtbare Hand des Marktes“, wie es Adam Smith so schön ausdrückte, zu einem Preisniveau finden, bei dem wieder auskömmliche Margen erzielt werden könnten.

Die Wahrscheinlichkeit, dass alle Unternehmen dieser Welt nachhaltig keine Gewinne mehr erzielen, ist also sehr gering. Für einzelne Branchen könnte das über mehrere Jahre durchaus zutreffen, dafür werden andere Branchen – in diesem Beispiel Fahrräder und Flugtaxi – von sich ändernden gesellschaftlichen Trends überdurchschnittlich profitieren. Würden alle Unternehmen dieser Welt über mehrere Jahre keine Gewinne mehr machen, dann ist ein banaler Effekt zu erwarten: Die Unternehmen würden ihre Preise anheben und dadurch wieder Gewinne erwirtschaften.

Bei einem weltweit gestreuten, breit aufgestellten Portfolio sollte ein Investor somit davon ausgehen können, dass die Aktien dieses Portfolios nachhaltig Gewinne erwirtschaften. Investiert ein Investor langfristig in dieses Portfolio, können diese Gewinne als langfristiger Erwartungswert herangezogen werden.

Folgende Grafik zeigt den vierteljährlichen Gewinn der Unternehmen, die im US-amerikanischen S&P 500 Index gelistet sind:

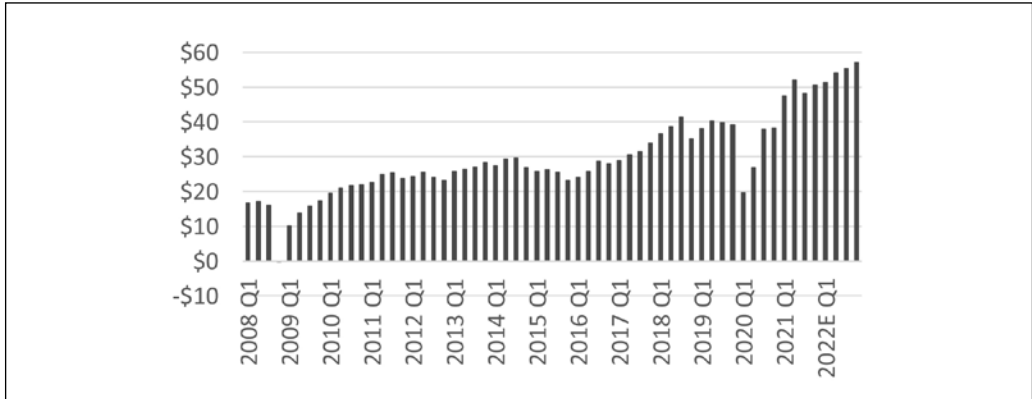


Abb. 6: Gewinne der Unternehmen im S&P 500 pro Quartal

Quelle: eigene Darstellung

Dargestellt ist der „Gewinn je Aktie“ bezogen auf den S&P 500 Index. Der Index steht aktuell bei 4.400 Punkten. Für das Jahr 2021 wird mit einem Gewinn der Unternehmen in Höhe von 198 US-Dollar bezogen auf den Index gerechnet. Das aktuelle KGV des gesamten S&P 500 Index liegt aktuell somit bei $4.400 / 198 = 22,22$. Die inhärente Rendite liegt entsprechend bei $4,50\%$ ($= 1 / 22,22$).

Selbst in den Jahren 2008 und 2009, als die Finanzkrise die Weltwirtschaft im Griff hatte, konnten die im S&P 500 gelisteten Unternehmen insgesamt einen Gewinn erwirtschaften. Lediglich im vierten Quartal 2008 erzielten die Unternehmen insgesamt einen marginalen Verlust.

Das heißt: Anleger, die in ein breit diversifiziertes Portfolio aus Aktien investieren, können unter normalen Umständen davon ausgehen, dass die Unternehmen insgesamt Gewinne erwirtschaften werden. Selbst in Zeiten einer Rezession kann es der Gesamtheit der Unternehmen gelingen, insgesamt Gewinne zu erzielen.

Zusätzlich ist in der Abbildung zu erkennen, dass die Unternehmensgewinne der im S&P 500 gelisteten Unternehmen im Trend steigen. Die Gründe dafür sind in diesem Kapitel deutlich geworden: Gewinne zu erzielen liegt in der Natur von Unternehmen, oder anders ausgedrückt: Menschen engagieren sich unternehmerisch, weil sie damit Gewinne erzielen können. Dass die Unternehmensgewinne in einem breit gestreuten Index wie dem S&P 500 nachhaltig fallen, ist ein unwahrscheinliches Szenario.

5. Zusammenfassung

Im letzten Kapitel werden die wesentlichen Aspekte dieses Beitrages nochmal zusammengefasst. Für den Erfolg einer Aktienanlage sind folgende Faktoren von entscheidender Bedeutung:

- 1.) Der Unternehmensgewinn sollte stabil sein oder stetig steigen.
- 2.) Der Faktor, zu dem das Unternehmen erworben wird (Kurs-Gewinn-Verhältnis), sollte angemessen sein.
- 3.) Es sollte in ein breit gestreutes Portfolio investiert werden.
- 4.) Ein wesentlicher Schlüssel ist die Laufzeit: Der positive Erwartungswert einer Aktie materialisiert sich im Laufe der Jahre.

Der positive Erwartungswert einer Aktie ergibt sich aus dem Gewinn je Aktie und dem Kurs-Gewinn-Verhältnis. Eine Aktie mit einem Gewinn je Aktie von vier Euro und einem Börsenpreis von 50 Euro weist eine inhärente Rendite von 8 % auf. Dabei spielt übrigens keine Rolle, ob der Gewinn je Aktie ausgeschüttet wird oder nicht. Denn verbleibt er im Unternehmen, so wird der Gewinn für weitere Investitionen verwendet, wodurch der Unternehmenswert gleichermaßen steigt.

Das letzte Beispiel zeigt die durchschnittliche Entwicklung einer Investition in den DAX. Der DAX ist ein Performance-Index. Das heißt, Dividendenzahlungen werden bei der Berechnung des Index berücksichtigt und erhöhen somit seinen Wert. Der DAX bildet somit die Vermögensentwicklung eines Investors inklusive Kursgewinnen und Dividenden sehr gut ab.

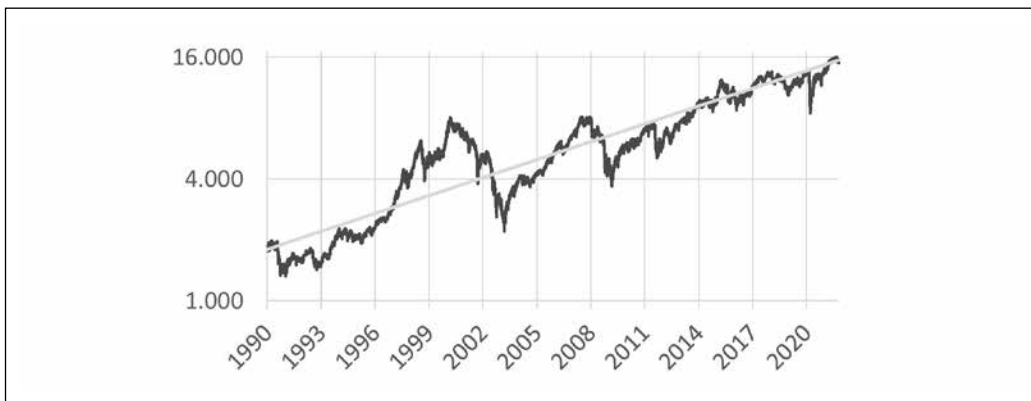


Abb. 7: Entwicklung des DAX und (historischer) Erwartungswert

Quelle: eigene Darstellung

Die Grafik enthält neben der DAX-Entwicklung eine zweite Linie. Bei dieser handelt es sich um den langfristigen, historischen Erwartungswert. Hätte ein Anleger im Januar 1990 eine Investition getätigt,

die eine jährliche Verzinsung von 7,02 % gebracht hätte, dann würde seine Vermögensentwicklung genau dieser Linie entsprechen. Die Investition in den DAX hat ebenfalls zu einer jährlichen Rendite in Höhe von 7,02 % geführt – allerdings mit entsprechenden Schwankungen.

Diese Linie kann also als der (historische) Erwartungswert für eine Anlage in den DAX betrachtet werden. Durch die langfristige Investition in den Index hätte ein Investor diesen langfristigen Erwartungswert vereinnahmt. Diese Rendite hätte er erzielt, weil er bereit war, die kurzfristigen Schwankungen einer Aktienanlage in Kauf zu nehmen.

Tatsächlich ist diese historische Rendite kein Phänomen lediglich der Vergangenheit. Auch in Zukunft können Investoren mit Aktienanlagen langfristig erfolgreich sein. Die Gründe dafür haben Sie in diesem Beitrag kennengelernt: Auch in Zukunft wird die Gesamtheit der Unternehmen Gewinne erwirtschaften und diese Stück für Stück steigern. Aus dem Verhältnis von Unternehmenswert und Unternehmensgewinn kann ein Faktor berechnet werden. Der Kehrwert des Faktors entspricht der inhärenten, zu erwartenden Rendite. Ein langfristiger Anleger kann davon ausgehen, bei entsprechender Haltedauer diese Rendite langfristig zu vereinnahmen.