
Börse – Doch kein Buch mit sieben Siegeln?

- > Unterschiedliche Akteure, Ziele und Taktiken
- > Im „Wertpapierdschungel“ ist ein Kompass erforderlich
- > Gleiche Spielregeln für alle sorgen für Fairplay



Die Deutsche Apotheker- und Ärztebank eG, Düsseldorf, unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Bonn/Frankfurt.

Die in diesem apoFokus enthaltenen Informationen stellen keine Anlageberatung dar. Sie zielen nicht auf das individuelle Anlageprofil des Empfängers ab, sondern enthalten allgemeine Informationen, die eine selbstständige Anlageentscheidung erleichtern sollen. Mit dem apoFokus ist keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf verbunden.

Der apoFokus beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die vorliegende Publikation gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder. Die Inhalte sind sorgfältig recherchiert. Eine Haftung/Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann im Einzelfall aber nicht übernommen werden.

Nachdruck nur mit Genehmigung der Deutsche Apotheker- und Ärztebank.

Inhalt

Einleitung	4
Deutschland: Börsenaufklärung tut Not!	5
Kernelemente der Wertpapieranalyse: Teilnehmer, Produkte, Spielregeln	5
Gründe für die Börsen- und Aktienaversion der Deutschen	6
Die Börsenakteure	6
Die „Spieler“	7
Die „Spielmacher“	9
Die „Trittbrettfahrer“	10
Die „Aufpasser“	11
Die „Neutralen“	13
Das Universum börsengehandelter Finanzprodukte	15
Gesamt-, Netto-, und Wertpapiervermögen	15
Die Nachfrage nach Wertpapieren	17
Das Angebot an Wertpapieren	18
Die Rolle der Banken an der Börse	19
Spielregeln an der Börse	21
Einführung	21
Kodifizierte Spielregeln (Auswahl)	21
Nicht kodifizierte Spielregeln (Auswahl)	27
Warum funktioniert die Börse trotz ihrer „Irrationalitäten“?	32
Zusammenfassung	37

Einleitung

Aktien und Börse – nein danke!

Wenn Deutsche gefragt werden, warum sie so zaghaft in Wertpapiere investieren, antworten sie, sie würden zu wenig von der Materie verstehen und trauten der Börse als Institution nicht. Dort seien sie raffinierten Profis unterlegen, die mit undurchsichtigen Methoden arbeiteten. Deswegen wollen sie lieber bei ihren „langweiligen“ Anlageprodukten, dem Sparbuch, der Lebensversicherung und dem Bausparvertrag bleiben und auf Rendite und Aufregung verzichten.

Wenn Sie wüssten, worauf Sie verzichten!

Wenn sie nur wüssten, worauf sie verzichten! Geht es doch an der Wertpapierbörse genau so zu, wie auf jedem normalen Markt. Ihre Funktionsweise ist auch für unbedarfte Neulinge keinesfalls schwer erlernbar!

Oder doch?

Der vorliegende apoFokus soll dem potenziellen Börsenneuling weitgehend die „Angst vor der Börse“ nehmen, indem er die Grundlagen des Börsengeschäftes so einfach wie möglich beschreibt. Er behandelt die Thematik von der technischen Seite (Frage nach Akteuren, Produkten und Spielregeln). Erst wenn unser Börsenaspirent das „Spiel“ von dieser Seite verstanden hat, kommt die Zeit, um über Spielstrategien nachzudenken. Ein guter Rennfahrer wird wohl auch erst wissen wollen, wie sein Auto funktioniert, bevor er sich Gedanken macht, welche Taktik er anwendet, um seine Mitstreiter zu überholen. Unserem Neuling sollen folgende Grenzen gezeigt werden, damit er beim Studium der einzelnen Kapitel nicht verzweifelt und in der Informationsflut untergeht.

Bei den Akteuren: Ihm nützt das Wissen über die Börsenakteure nur dann etwas, wenn er ihre „gewöhnlichen“ Interessenslagen (Börsenziele) hinterfragt. Wie ein guter Schachspieler kann er danach die Schritte seiner Kontrahenten besser voraussehen und erhöht die eigenen Gewinnchancen.

Einige Grundregeln für den potenziellen Börsenneuling

Bei den Produkten: Ferner sollte er erfahren, dass er im Dschungel der – allein an deutschen Börsen – gehandelten dreihunderttausend Titel unbedingt einen Kompass braucht. Diesen kann er sich selber „konstruieren“ oder in einer qualifizierten Bankberatung finden. Als erste Klassifizierung erweist sich die Einteilung in originäre Wertpapiere (Aktien, Anleihen) und in die von Banken herausgegebenen Fonds und strukturierte Produkte (Zertifikate) als brauchbar. Eine Anlage in die eine oder die andere Gattung hat Vor- und Nachteile.

Bei den Spielregeln: Den Neubörsianer dürfte beruhigen, dass für ihn der gleiche Rechtsrahmen gilt wie für jeden Großanleger und dass er im Börsenhandel und bei der Versorgung mit kursrelevanten Fakten nicht zu kurz kommt. Inwiefern er imstande ist, die vorhandene Informationsflut selber zu verwerten oder

Fachleute zu Rate ziehen muss, ist eine andere Frage.

Beherzigt unser Börsenneuling diese einfachen Erkenntnisse, wird er mit Erstaunen feststellen: Börse kann so einfach sein!

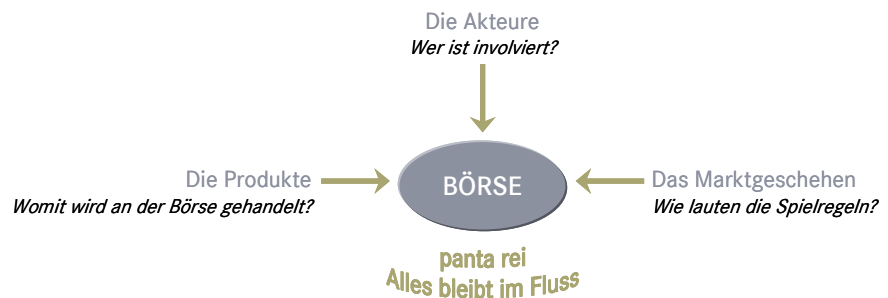
Deutschland: Börsenaufklärung tut Not!

Kernelemente der Wertpapieranalyse: Teilnehmer, Produkte, Spielregeln

Wertpapierbörsen
funktionieren wie andere
Märkte

An der Wertpapierbörse erfolgreich zu handeln, ist nicht so schwierig, wie man glaubt. Wie auf jedem Gebrauchtwagenmarkt, einer Kunstauktion oder selbst beim Ebay-Handel, also dort, wo Tauschgeschäfte Ware gegen Geld zustande kommen, so ist auch an der Börse die Kenntnis der Marktteilnehmer, der „Handelsware“ und der Spielregeln notwendig. Genau wie dort trifft auch hier Angebot auf Nachfrage, agieren neben hochkarätigen Profis gewöhnliche Laien, kommen rechtsverbindliche Kaufverträge zustande, greifen verschiedene Aufpasser in das Marktgeschehen ein, weil bestimmte Regeln verletzt werden. Niemand wird den Nutzen der Handelsplätze, an denen materielle Güter und Dienstleistungen gehandelt werden, ernsthaft in Frage stellen wollen.

Was steht im Mittelpunkt des Börsengeschehens?



Nicht nur Unwissenheit ist der Hauptgrund ...

Anders verhält es sich mit der Wertpapierbörse, an der nicht materielle Finanzprodukte gehandelt werden. Wie erwähnt, assoziieren viele Deutsche mit ihr immer noch negative Attribute wie Chaos, fehlende Transparenz, Unlogik, betrügerische Machenschaften oder zumindest unlautere „Tricks“ und der gleichen mehr.

Gründe für die Börsen- und Aktienaversion der Deutschen

Diese Vorurteile resultieren u. E. primär aus einer gewissen Bequemlichkeit, sich mit der Problematik nicht befassen zu wollen, zum Teil aber auch aus der Angst, die Zusammenhänge nicht zu verstehen und im „Börsenspiel“ zu versagen, sprich: Geld zu verlieren.

Aber auch eine Frage der Mentalität wird hier wohl eine wichtige Rolle spielen:

Die Deutschen können mit der Börse nicht umgehen. Das Denken, dass die Börse nur gut ist, wenn sie moralisch ist, ist falsch. Die Börse ist herzlos.

(Augustinus Graf Henckel von Donnersmarck)

... für die „Angst“ der Deutschen vor der Börse.

Kein Wunder, dass es so ist, wenn berühmte Persönlichkeiten dieser Nation, wie z. B. *Hermann Josef Abs*, Jahrzehnte lang Chef der Deutschen Bank, auf die Frage, was er von Aktien halte „*Finger weg!*“ antwortete oder Altbundeskanzler *Helmut Schmidt* zur Börse meint:

„Die Aktienbörsen werden im Wesentlichen von Psychopaten bevölkert.“

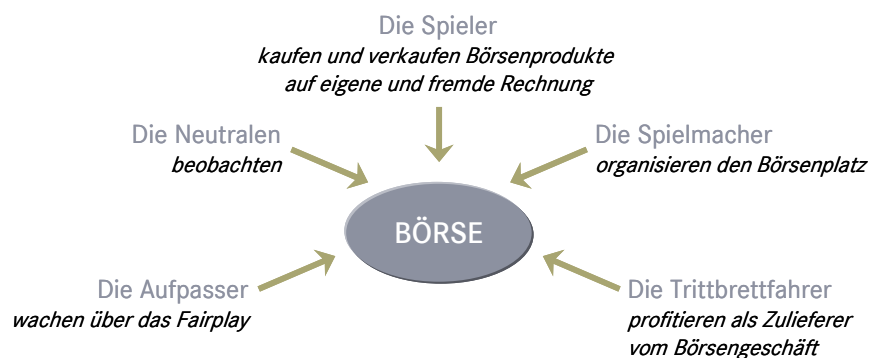
Wandel in der Einstellung zum Thema tut Not!

Die Börsenakteure

Schwierige Abgrenzung: Wer gilt als Börsianer?

In einer einführenden Darstellung ist es für das Leserverständnis einfacher, die etwas humorvollere Sprache aus dem täglichen Leben zu wählen und das Universum der Börsenakteure in „Spieler“, „Spielmacher“, „Trittbrettfahrer“, „Aufpasser“ und die „Neutralen“ zu unterteilen. Nimmt man dagegen die Sache ernster, lassen sich die Gruppen in aktive Marktteilnehmer, Börsen- und andere Organisatoren des Wertpapierhandels, Dienstleistungszulieferer der Finanzbranche, Börsenaufsichtsorgane und schließlich Non-Profit-Einrichtungen unterscheiden. In Wirklichkeit ist die Anzahl der involvierten Gruppen viel größer, als allgemein angenommen wird. Wo die Grenze zwischen „Noch-Börsianern“ und „Nicht-Mehr-Börsianern“ verläuft, weiß niemand genau.

Die Akteure (Börsenteilnehmer)



Die spezifischen Aktivitäten einzelner Gruppen im Börsengeschäft werden unten detaillierter beschrieben.

Die „Spieler“

Börsengeschäfte auf eigene und auf fremde Rechnung

Das wichtigste Unterscheidungsmerkmal zwischen den Akteuren dieser Gruppe ist, dass die Akteure Wertpapiere entweder auf eigene („spielen mit eigenem Geld“) oder auf fremde Rechnung („spielen mit fremdem Geld“) kaufen und verkaufen.

Eigene Rechnung heißt nicht immer eigene Entscheidung

Bei dieser Einteilung kommt es nicht darauf an, wer die Anlageentscheidung fällt und auch nicht, wer die Kauf-/Verkaufsoorder durchführt (das dürfen nur Banken). Entscheidend ist, wer die Gewinne/Verluste trägt. Auf dessen Rechnung werden nämlich die Geschäfte gemacht. Wenn eine Bank für den Kunden die Vermögensverwaltung durchführt, „agiert“ sie mit dessen Geld und auf seine Rechnung. Der Kunde trägt dann uneingeschränkt das Verlustrisiko. Er partizipiert andererseits voll an der Gewinnchance, für eine Entscheidung, die seine Bank gefällt hat. Für diese Dienstleistung erhebt die Bank ein Entgelt.

Die wichtigste Untergruppe bilden hier die „professionellen Spieler“ (institutionelle Anleger), die als Asset Manager unterschiedliche Tätigkeitsfelder belegen (Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften). Sie können sowohl für eigene als auch auf fremde Rechnung arbeiten.

Was versprechen Asset Manager dem Kunden?

Handeln sie im Auftrag des Kunden auf dessen Rechnung, ist es von Bedeutung, ob sie eine konkrete Leistung versprechen (Kapitalerhalt mit/ohne Mindestverzinsung, eventuell erweitert um die Gewinnbeteiligung) oder nur mehr oder weniger als Verwalter agieren und damit juristisch nichts garantieren.

Der Spieler und ihre Börsenaktivitäten

Die Spieler	
Die institutionellen Anleger Fonds <i>verwalten Kundengelder, fremdes Risiko, kein festes Leistungsversprechen</i>	Die Privatanleger risikoscheu vs. risikobewusst <i>hat einen defensiven bzw. offensiven Anlagestil</i>
Lebensversicherungen und Pensionsfonds <i>verwalten Kundengelder, eigenes Risiko, aber festes bzw. teilweise festes Leistungsversprechen</i>	aktiv vs. passiv <i>braucht keine bzw. braucht Beratung</i>
Banken <u>Eigenhandel</u> : <i>verwalten eigene Gelder auf eigenes Risiko</i> <u>Emissionsgeschäft</u> : <i>verkaufen neue Aktien, Risiko beim Unternehmen</i> <u>Vermögensverwaltung</u> : <i>wie bei Fonds</i>	der Trader <i>ist auf kfr. Gewinnerzielung aus</i>
	der Abstinenzler <i>hält Wertpapiere zufallsbedingt</i>

Auch Profibanken können an der Börse verlieren!

Die Banken und eingeschränkt auch die Versicherungen und Pensionsfonds dürfen – wie beschrieben – mit Wertpapieren auch auf eigene Rechnung handeln. Dann wird das Ergebnis dieser Aktivität (kann negativ ausfallen!) in ihrer Erfolgsrechnung als das sog. Eigenhandelsergebnis verbucht. Eine Universalbank engagiert sich in der Hausse verständlicherweise mehr im Börsen-, in der Baisse mehr im Kreditgeschäft.

Die zweite Untergruppe bei den „Spielern“ sind die Privatanleger. Sie handeln nach der gewählten Definition nur auf eigene Rechnung und bilden theoretisch eine homogene Gruppe. Mit Blick auf ihren Anlagestil lassen sie sich aber in unterschiedliche Investorentypen einteilen.

Die heterogene Welt des privaten Anlegers – ein Typisierungsversuch

Die getroffene Einteilung in Gruppen und Typen ist keinesfalls rein akademischer Natur. Sie spielt insofern eine wichtige Rolle, weil Einzelakteure sich durch mehr „professionelles“ oder weniger „besonnenes“ Anlageverhalten, besonders in Baissephasen, unterscheiden. Sind die weniger besonnenen, die „zittrigen Hände“ (Kostolany) stark im Markt, steht dieser gewöhnlich vor einem Rückschlag – so die Erfahrungen. Die Attribute „besonnen“ und „zittrig“ sind naturgemäß schwer abzugrenzen, aber dennoch fühlbar.

Die „Spielmacher“

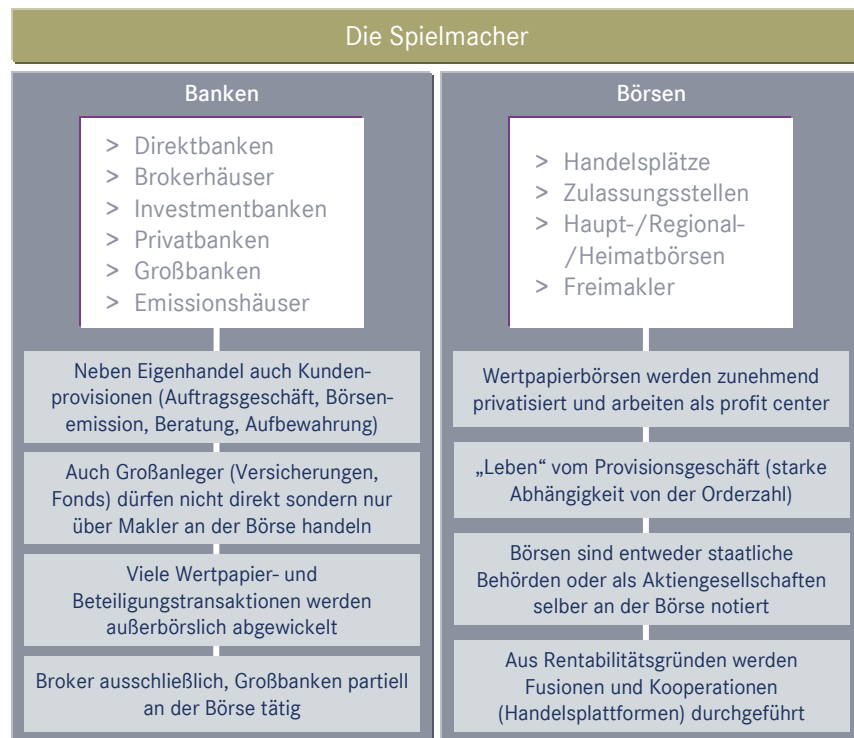
Börsengeschäfte dürfen nur Banken abwickeln, weil...

Weltweit wird für den direkten Börsenhandel eine Zulassung (Lizenz) vorausgesetzt, unabhängig davon, wie professionell (reich, informiert, erfahren) ein Marktteilnehmer auch sein mag. Diese Zulassung – vergleichbar mit dem Gewerbeschein für bestimmte Berufe – erhalten nur staatlich geprüfte Bankmakler und freie Börsenmakler. Diese Lizenz besitzen andererseits z. B. weder Manager milliardenschwerer Fonds noch Top-Vermögensverwalter der Versicherungen und schon gar nicht gewöhnliche Privatanleger.

... sie für ihre störungsfreie Erfüllung haften

Der Grund für derart drastische Restriktionen liegt in der Haftung, die durch Eigenkapital für sog. operationale Risiken unterlegt werden muss. Wertpapierlieferungen, Zahlungen und Depotabrechnungen müssen reibungslos verlaufen, damit das System nicht zusammenbricht. Dies ist bei mehreren hunderttausend Geschäften täglich (Frankfurter Wertpapierbörse) trotz oder gerade wegen der computergestützten Börse nicht selbstverständlich. Eine materielle Abwicklungssicherheit liefern ausschließlich Banken und Broker.

Die Organisatoren des Börsengeschehens



Börsenkonzentrationen auf dem globalen Vormarsch

Neben den Banken zählen die Wertpapierbörsen, die den Marktteilnehmern einen zentralen Marktplatz – als Parkett- bzw. als elektronische Börse – zur Verfügung stellen, zur zweiten Gruppe der „Spielmacher“. Während es in Deutschland ein paar tausend Börsenmakler gibt, werden nur an acht Börsen Wertpapiere gehandelt. Davon werden allein 80% der Umsätze an der Frankfurter Wertpapierbörse (XETRA) abgewickelt. Je mehr Anbieter und Nachfrager an einem Platz zusammen kommen, umso aussagekräftiger sind die zustande gekommenen Kurse. Die sieben restlichen Regionalbörsen sind, umsatzmäßig gesehen, unbedeutend. Hätten sie sich nicht spezialisiert (Auslandsaktien werden vornehmlich z. B. in Stuttgart und Berlin gehandelt), würde ihnen bald das Aus mangels Aufträgen drohen.

Börsen gehen an die Börse!

In jüngster Zeit sind weltweit viele öffentlich-rechtliche Wertpapierbörsen privatisiert worden und haben ihr Dienstleistungsangebot stark erweitert. Nicht zuletzt durch die rasante Verbreitung der Derivate, alternativer Investments oder Finanzinnovationen sind Börsen zu den dynamischsten Wachstumsmärkten und begehrten Privatisierungs- und Fusionsobjekten avanciert. Selbst an der Börse eingeführt, entwickelten sich Aktien von Börsengesellschaften zu Kursraketen. Der Aktienkurs der Deutschen Börse hat sich innerhalb von drei Jahren vervierfacht.

Drei Bedeutungen des Terminus „Börse“

Wenn also von „der“ Wertpapierbörse gesprochen wird, ist zu fragen, ob damit der Marktplatz (Frankfurt, Stuttgart), das Handelssystem (XETRA, Parkettbörse) oder die Börse als Betreibergesellschaft bzw. als börsennotiertes Unternehmen (Deutsche Börse als DAX-Wert) gemeint ist.

Die „Trittbrettfahrer“

Neben direkt involvierten Börsenakteuren gibt es natürliche Personen und Firmen, die einen breiten Service für „echte“ Börsianer leisten. Die grobe Unterteilung unterscheidet zwischen den Informations- und den Beratungsdiensten. Während die erste Gruppe börsenrelevante Unternehmensmeldungen liefert (Nachrichtendienste) und auch oft kommentiert (Presse, Magazine), treffen Berater unterschiedlicher Couleur Aussagen über die Anlageattraktivität der Wertpapiere (kaufen, halten, verkaufen) oder die Bonität der untersuchten Firmen selbst (Ratingagenturen, Consulter). Grundsätzlich ist der Nutzen aller Zulieferer während der Börsen-Hausse größer als in der Baisse.

Berater umso seriöser, je mehr sie zu haften haben

Für den Privatanleger ist von Interesse, wie weit die Haftung des Beraters für den Fall von Fehlinformationen geht. Daraus kann er u. a. ableiten, ob die gelieferten Daten als seriös einzustufen sind. Die entgegen gesetzten Pole bilden dabei an einem Ende die Banken (verschärfte Haftung) und am anderen Ende verschiedene „freie“, nicht lizenzierte „Analysten“ (Börsenbriefe, freie Journalisten).

Die Trittbrettfahrer als Nutznießer der günstigen Börse



Hausse günstige Zeit für Börsengänge

Schließlich sind auch im hohen Maße die Kapital suchenden Unternehmen als echte „Trittbrettfahrer“ der guten Börsenstimmung anzusehen. Sie nutzen die günstige Börsenphase für Börsengänge und Kapitalerhöhungen.

Die „Aufpasser“

Zu späte Einsicht nach dem Crash der „new economy“

Nach dem Zusammenbruch der „new economy“ und den weltweiten Bilanzskandalen ist der Ruf nach einer Stärkung der Staatskontrolle (Regulierung) der Kapitalmärkte – auch der Börsen – lauter geworden. Der Fachbegriff Risikocontrolling machte in Unternehmen und der Wirtschaftswissenschaft (Gründung von Universitätslehrstühlen) schnell Karriere. Nach dem IAS/IFRS-System

tem bilanzierende Unternehmen wurden verpflichtet, in ihrem Jahresabschluss einen Risikobericht zu veröffentlichen. Es entstanden viele neue Aufsichts- und Kontrollorgane, längst vergessene wurden „reaktiviert“. Man glaubte damit die Börsenwelt sicherer zu machen. Als Resultat dieser vielfältigen Anstrengungen sind heute neben den öffentlich-rechtlichen viele privatrechtliche Kontrolleure anzutreffen.

Die Aufpasser und ihre Kontrollmöglichkeiten



Reichen all diese Maßnahmen aus?

Um die gestellte Frage gründlich zu beantworten, müssten die Stärken und Schwächen der einzelnen Organe und Institutionen untersucht werden, was den Rahmen dieser Studie sprengen würde. Wir wollen uns daher auf einige Pauschalaussagen beschränken.

In Europa zu lasche Straf- und Kontrollgesetze

Generell fällt auf, dass im Unterschied zu den USA und anderen angelsächsischen Ländern in Europa der Abschreckungscharakter der Kontrollmaßnahmen eindeutig an zu laschen Gesetzen scheitert.

Lösung in der Verschärfung des Strafrechtes zu sehen

In Deutschland kann dieses am Beispiel der „Bilanzpolizei“ (Prüfstelle für Rechnungslegung) – welche von Kritikern gelegentlich als „Papiertiger“ belächelt wird – exemplarisch demonstriert werden. Diese Behörde besitzt nicht nur weniger Personal als so manche Controlling-Abteilung eines mittel-

ständischen Unternehmens, sondern darf auf offensichtliche Bilanzfälschungen nur hinweisen, exekutiv jedoch nicht durchgreifen. Auch andere Kontrollorgane besitzen wenig Spielraum. Es dürfte vor den Europäern noch ein weiter Weg bis zur Gründung einer echten Börsenpolizei, nach dem Vorbild der amerikanischen SEC, liegen, wie wir sie aus dem Kinofilm „Wall Street“ kennen.

Solange solche Delikte nicht straf-, sondern vorwiegend zivilrechtlich verfolgt werden, den Tätern kaum spürbare Vermögenssanktionen drohen, wird nicht viel passieren. Fortschritte sind wohl erst zu erwarten, wenn die Politik endlich wählerwirksamen „Bedarf“ für diese Themen entdeckt hat.

Gesetzesmängel keine
Ausrede für Börsenaversion

Fairerweise muss gesagt werden, dass die mangelnde Kapitalmarktkontrolle im Gesamtkontext der Börsengeschäfte eine Randerscheinung darstellt. Sie kann keinesfalls für die „Aktienaversion“ und die „Angst vor der Börse“ verantwortlich gemacht werden. Gesetzesübertreter – z. B. Unternehmen, die gegen die Transparenzfordernisse verstoßen – werden durch die Selbstregulierungskräfte des Marktes (Wettbewerb!) früher oder später durch fallende Kurse bestraft, wie es die folgende Börsenweisheit trefflich beschreibt:

Die Börse ist der härteste und auch der schnellste Richter über die Qualität eines Unternehmens.

(Uwe Distel)

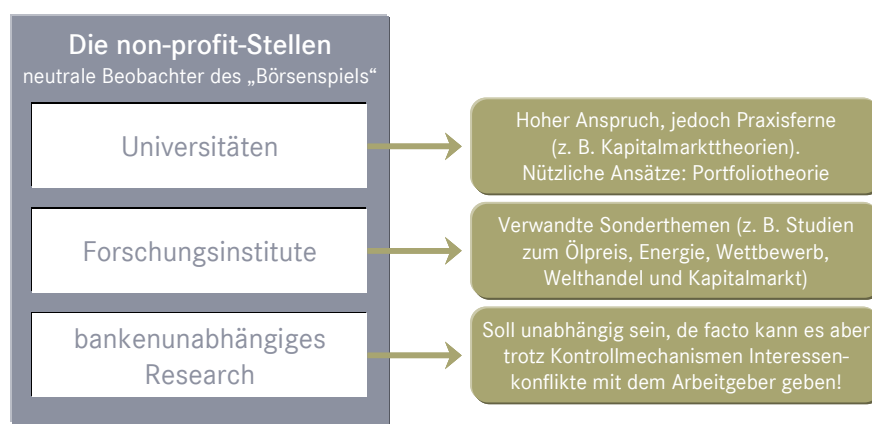
Auf die erhoffte Lageverbesserung durch den forcierten Anlegerschutz wird später eingegangen.

Die „Neutralen“

Börse nutzt Erkenntnisse
der Wissenschaft

Im Unterschied zu den vorherigen Börsenakteuren sind diese Marktteilnehmer nicht primär wirtschaftlich von der Börse abhängig. Vielmehr befassen sich die „Neutralen“ (Non-Profit-Organisationen) mit dem Thema Börse im Rahmen der Kapitalmarktforschung. Klassisches Beispiel liefern die von Universitäten und Forschungsinstituten verfassten Konjunkturprognosen, Unternehmensbewertungsmodelle, Arbeiten über internationale Kapitalströme oder Konzepte zur optimalen Portfoliotheorie (hierfür bekam Markowitz den Nobelpreis in Ökonomie!). In jüngster Zeit kamen die Risikomodelle (Nobelpreis für Sharpe, nach dem das Risikomaß, die sog. Sharpe-Ratio, benannt wurde) dazu. Unklar bleibt die Einordnung der Investor-Relations-Abteilungen in unser Schema. Einerseits liefern sie reine Informationen und sind daher keine Profit-Center. Andererseits haben sie sehr wohl die Interessen des Unternehmens zu vertreten und können als eine Art von Vertriebsnebenstelle angesehen werden.

Die neutralen Institutionen und ihre Aktivitäten



Analysten: zwischen Sachzwängen und dem Unabhängigkeitsanspruch

Nach dem Willen des Gesetzgebers gehören zu der Gruppe der „Neutralen“ auch die Wertpapieranalysten. Ihnen wird die Rolle des Interessenbewahrers der Anleger, die eine objektive Wertpapiereinschätzung erwarten, zugedacht. Dieses klare Mandat ist in der Praxis nicht selbstverständlich. Weil Analysten vorwiegend Bankangestellte sind und bankenunabhängiges Research wenig verbreitet ist, kann es sehr wohl zu Kollisionen mit den Arbeitgeberinteressen kommen. Kein Wunder, dass in der Vergangenheit Analysten – vor allem in den USA – genau so stark in Bilanz- und Börsenskandale verwickelt waren wie die Investmentbanker.

Wertpapieranalyse: Theorie und Praxis

Arbeitgeber der Analysten	Mögliche Interessenkonflikte im Bankenbereich	Nutzen für den Anleger
<ul style="list-style-type: none"> > Banken > Fondsgesellschaften > Versicherungen > Vermögensverwalter > Ratingagenturen > Medien 	<ul style="list-style-type: none"> > IPO (Zuschlag, Platzierung) > Kunde (Beschwerden) > Institutionelle Kunden (Vermögensverwaltung) > Kreditabteilung (Negatives nach außen absichern) > Analysten (Vorteile) durch tendenziöses Research 	<ul style="list-style-type: none"> > Grundlage für Anlageentscheidung > Unterschiedliche Voten erlauben ein ausgewogenes Urteil > Studien ohne Empfehlungen als Informationsquellen > Research-Fachsprache erleichtert Kommunikation

Drei Gründe, warum ...

Trotz der potenziellen Gefahr einer Parteinahme zugunsten der Arbeitgeberinteressen ist aus vielen Gründen der Nutzen der Wertpapieranalyse unstrittig:

- > Die Studien sind niemals „gleichgerichtet“. Zu einzelnen Titeln (z. B. DaimlerChrysler) kann es zeitweise genau so viele Kauf- wie Verkaufsempfehlungen geben. Damit macht die Erstellung von „Gefälligkeits-

studien“ wenig Sinn, zumal jede Bank ihre Geschäftsverbindungen mit dem untersuchten Unternehmen (Beteiligung, Kapitalerhöhungen, Mandate, andere Geschäfte) offen legen muss.

- > Wertpapieranalysten konzentrieren sich auf das Wesentliche, selektieren die Lawine von Unternehmensmeldungen und bündeln sie zu Kernaussagen. Der „Normalanleger“ hat gar nicht die Zeit, diese Nachrichtenflut zu studieren. Darüber hinaus fehlt ihm nicht selten das Analysewerkzeug für die richtige Interpretation. Zwei Börsenweisheiten mögen diesen Sachverhalt verdeutlichen:

Börsenwissen ist das, was übrig bleibt, wenn man schon alle Details vergessen hat.

(Andre Kostolany)

Besser über wenig viel zu wissen, als über vieles ein wenig.

(Gottfried Heller)

... Wertpapieranalyse
dennoch gebraucht wird

- > In Wertpapierstudien werden eine gewisse Fachsprache und eindeutig definierte Kennziffern benutzt, anhand derer sich der Leser selber ein Bild vom untersuchten Unternehmen machen kann. Er kann bei einer präsentierten Faktenlage zu einem anderen Urteil als der Analyst kommen. Auch andere Wirtschaftsbereiche (Kreditverträge, Lebensversicherungen, Bilanzanalyse) kommen aus Kommunikationsgründen ohne eigene Fachsprache nicht aus. Übertragen auf das Wertpapier-Research setzt dies eine Professionalität und Kontinuität der Beobachtung voraus. Um Konflikte zu vermeiden, haben Banken interne Kontrollstellen und die Trennung von Geschäftsbereichen eingeführt.

Das Universum börsengehandelter Finanzprodukte

Gesamt-, Netto-, und Wertpapiervermögen

Um das Universum (Bestand, Palette) der börsengehandelten Produkte besser zu verstehen, ist eine einführende Darstellung des Gesamtvermögens und seiner Arten notwendig.

Wertpapiere nur eine von
vielen Vermögensarten

Vereinfacht gesehen, unterscheiden wir zwischen dem Geld-, dem Wertpapier- und dem Sachvermögen (Immobilien, Fabriken, Anlagen). Das Wertpapiervermögen charakterisiert die urkundliche Verbriefung einer Forderung, eines Besitzanspruches oder eines Sach- oder Optionsrechtes. Wenn Immobilienvermögen in Fondsanteilen verbrieft wird oder eine Immobiliengesellschaft an

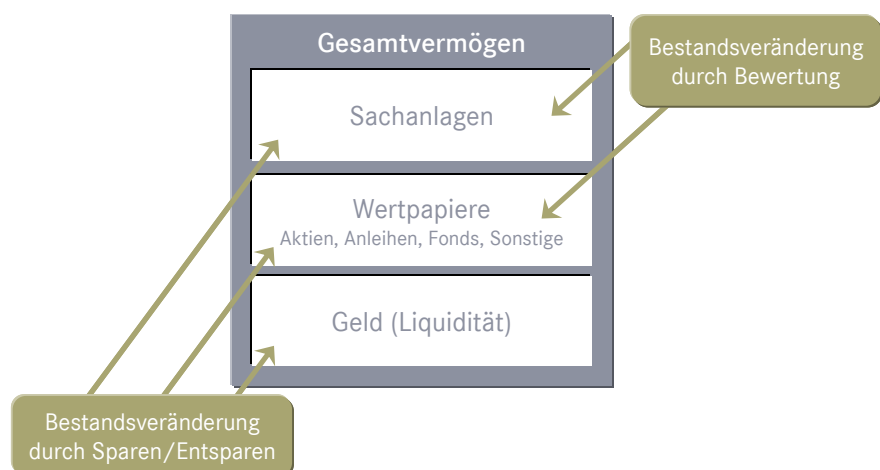
Tausch zwischen einzelnen Vermögensarten üblich

die Börse geht, wird Sach- zum Wertpapiervermögen und zwecks Vermeidung von Doppelzählung nur dort erfasst. Werden in Deutschland Immobilienaktien (REITs) zugelassen, dürfte sich das Wertpapiervermögen erhöhen und das Immobilienvermögen sinken.

Die Höhe des Wertpapiervermögens einer Volkswirtschaft hängt danach unter anderem von der Tiefe ihres Kapitalmarktes ab. Börsenetablierte Nationen (USA, Großbritannien, Skandinavien, Niederlande) weisen einen höheren Anteil des Wertpapiervermögens am Gesamtvermögen auf als andere Länder.

Zwar braucht jeder Käufer von Wertpapieren Geld als Zahlungsmittel. Wenn er nur Sachvermögen besitzt, ist dies kein Problem, da er dieses zu Liquidität machen kann. In der Fachsprache spricht man dann von der Substitution unter den Vermögensarten. Eine Veräußerung der Immobilie ist in unserem Beispiel sogar nicht notwendig, wenn die Liquidität durch einen Kredit bereitgestellt und durch die Beleihung der Immobilie besichert wird. Dann sind vom Gesamtvermögen die Schulden abzuziehen, da nur das Nettovermögen zählt.

Nachfrage nach Wertpapieren (Arten der Bestandsveränderung)



Jedes Vermögen wächst durch Sparen und Wertsteigerungen

Das bestehende Gesamtvermögen ist nicht konstant. Es wird durch jährliches Sparen und Entsparen (Konsumzuführung) verändert. Eine Bestandsänderung kann zudem auch aus reinen Bewertungsvorgängen resultieren. So dürfte der Wert aller Immobilien eines Landes, in dem plötzlich Rohöl gefunden wurde oder die Olympische Spiele ausgetragen werden, über Nacht ansteigen, ohne dass die Volkswirtschaft sonst etwas Nützliches geschaffen hätte. Umgekehrt ist es bei einer Bestandsabwertung aufgrund eines Börsencrash.

Hohe Geldbestände schon immer guter Vorbote für freundliche Aktienbörsen!

Was haben die Erkenntnisse über die Vermögensarten mit dem konkreten Börsengeschäft zu tun?

Die Wertpapieranalyse versucht langfristige Trends (Zyklen) sowohl für einzelne Vermögensklassen als auch für Wertpapiere zu „identifizieren“. Die Kenntnis der Abweichungen von bestimmten Erfahrungswerten erleichtert wiederum Kursprognosen. So wird z. B. eine hohe Liquiditätsquote bei Aktienfonds positiv interpretiert, da die Cash-Mittel irgendwann investiert werden. Umgekehrt flüchten in Crash-Zeiten Anleger aus Aktien in Festgeld oder Sachvermögen.

Die Nachfrage nach Wertpapieren

Unterschied zwischen „Altbestand“ und „neuen“ Wertpapieren zu beachten

Die folgenden Ausführungen beschränken sich auf das börsennotierte Wertpapiervermögen, dessen Universum (Palette) durch das Angebot und die Nachfrage nach „neuen“ Wertpapieren determiniert wird. Je nachdem, welche der beiden Marktkräfte überwiegt, die Nachfrage oder das Angebot, erhöht sich oder sinkt der Bestand.

Wenn Geld aufgrund „starker“ Nachfrage (Boom!) in Wertpapiere fließt, steigt der „Wertbestand der umlaufenden Wertpapiere“ (weiter als Wertbestand genannt). Gleichzeitig sinkt durch diesen Substitutionsvorgang der Bestand des Geldvermögens.

Hohe Nachfrage fördert den Wertpapierbestand

Die Veränderung des Wertbestandes hat grundsätzlich eine Kurs- und eine Mengenkomponente. Entweder ziehen die Kurse beim unveränderten mengenmäßigen Bestand an oder der mengenmäßige Bestand erhöht sich aufgrund des zusätzlichen Angebots (neue Börsengänge, Kapitalerhöhungen) ohne Kurssteigerungen. Selbstverständlich können Kurse und Mengen sich gleichzeitig verändern (fallen und steigen). In der Börsenhausse, bei einer starken Nachfrage, steigen beide Komponenten (Mengen und Preise).

Nehmen wir das Beispiel der Aktien. Deren Bestand kann sich auf die Stückzahl (Menge) der börsennotierten Gesellschaften, die Stückzahl umlaufender Aktien und schließlich auf den Wertbestand (Stückzahl mal Kurse) beziehen.

Es leuchtet ein, dass, wenn die Nachfrage lediglich „normal“ und nicht „stark“ ausfällt, sich beim Wertpapierbestand nicht viel tut. Dann wechseln die Wertpapiere lediglich den Besitzer (der mengenmäßige Bestand bleibt unverändert) zu etwa gleich bleibenden Kursen, und es kommt kein neues Angebot durch Börsengänge auf den Markt.

Wiederum andere Auswirkungen sind bei einer „schwachen“ Nachfrage zu

Wie wird die Intensität der Nachfrage gemessen?

erwarten (Kurse und Wertbestand fallen).

Was determiniert aber die Intensität der Nachfrage?

Wann die Nachfrage als „normal“, wann als „stark“ oder sogar als „schwach“ zu bezeichnen ist, dafür kann es nur Anhaltspunkte geben. Erschwerend kommt hinzu, dass die Börse nur die zukünftige Nachfrage honoriert. Es sind also Prognosen zu machen für ein Phänomen, das sich auch in der Gegenwart schwer messen lässt! Abgesehen von der Stimmung in der Wirtschaftspresse könnten hierbei gewisse Frühindikatoren, z. B. Liquiditätshaltung, anstehende Dividendenausschüttungen oder geplante Steuerentlastungen, dienen. In allen drei Fällen steht dem Anleger freies Geld zur Verfügung. Auch Einblicke in sog. Stimmungsindikatoren (open interest, put-call-ratio), die das aktuelle Verhältnis der Nachfrage zum Angebot charakterisieren, erweisen sich als hilfreich.

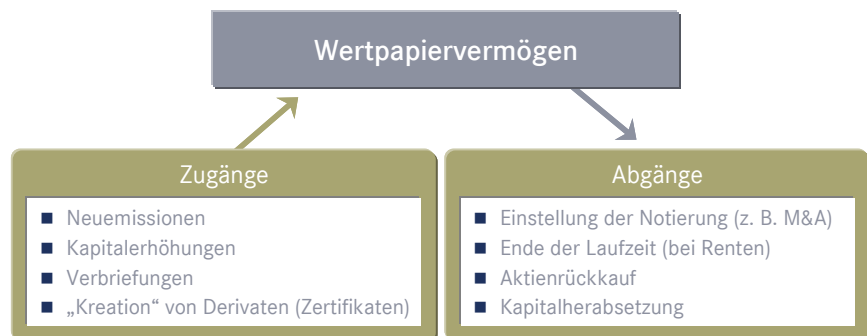
Das magische Dreieck – ein Dilemma jedes Anlegers

Wie bei allen Vermögensanlagen wird die Nachfrage nach einzelnen Wertpapieren (Aktien, Anleihen, Fonds, strukturierte Produkte) grundsätzlich von der erwarteten Rendite, dem einzugehenden Risiko und seiner Marktgängigkeit (Fungibilität) abhängen. Diese oft widersprüchlichen Anlageziele sind in der Praxis unter dem magischen Dreieck bekannt. Geld ist die sicherste und liquideste Vermögensform, bringt aber kaum Rendite. Bei Sachanlagen ist es oft umgekehrt (weniger Fungibilität, höhere Rendite).

Das Angebot an Wertpapieren

Wodurch wird auf der anderen Seite die entgegen gesetzte Marktkraft, das Angebot, bestimmt? Wann kann ein „normales“, wann ein „starkes“, wann ein „schwaches“ Angebot erwartet werden? Auf der Suche nach brauchbaren Antworten lohnt es sich, kurzfristig auf die bereits beschriebenen Stimmungsindikatoren und längerfristig auf den Emissionskalender zu schauen.

Angebot von Wertpapieren (Arten der Bestandsänderung)



Nehmen wir das Beispiel der „normalen“ Angebotssituation und untersuchen sie für die „neuen“ und die „umlaufenden“ (sich bereits im Markt befindlichen) Wertpapiere. Bei „neuen“ Produkten scheint die Antwort einfach zu sein. Dort wird das normale Angebot primär davon abhängen, wie viel Nachfrage am Kapitalmarkt generell und/oder in jedem Sektor (Privatanleger, Unternehmen, Ausland, Staat) nach diesem konkreten Wertpapier angekündigt wurde (Zeichnung). Ohne gesicherte Marktunterbringung (Platzierung) werden kaum von den Unternehmen neue Aktien und/oder Anleihen emittiert und von den Banken neue Finanzprodukte „kreiert“.

Streitfrage: Bestimmt die Nachfrage das Angebot oder ist es umgekehrt?

„Fallende Kurse, da mehr Verkäufer als Käufer!“ – kein so dummer Spruch!

Festbesitz: Unterschied zwischen potentiell und faktischem Angebot

Investmentbanking – eine sprudelnde Ertragsquelle

Ob sich das Angebot immer an der Nachfrage orientiert, ist umstritten. Wenn der Staat oder die Konzerne partout Geld brauchen, gehen sie mit IPOs und/oder Kapitalerhöhungen an den Kapitalmarkt ohne Rücksicht auf die Nachfrage. Im Zweifelsfall müssen sie dann bereit sein, niedrige Emissionskurse in Kauf zu nehmen. Gleiches wie bei den Neuemissionen gilt tagtäglich für die „umlaufenden“ Wertpapiere am Sekundärmarkt. Liegt nicht genügend Nachfrage vor, müssen Anbieter fallende Kurse akzeptieren. Zwar entspricht definitionsgemäß bei jeder ausgeführten Order die Zahl der verkauften Aktien die der gekauften. Wer dennoch das initiierende Interesse an ihrem Zustandekommen hatte, ist auf der Abrechnung nicht ersichtlich. Jeder Kauf oder Verkauf bleibt letztendlich eine Frage des Preises!

In den Börsenhandel geht nur der Teil des Wertpapierangebotes. Theoretisch muss daher noch zwischen dem potenziellen Angebot (Marktkapitalisierung) und dem faktischen Börsenangebot (Indexkapitalisierung) unterschieden werden. Im DAX-Index befinden sich z. B. fast 50 % der BMW-Aktien im Festbesitz der Familie Quandt und stehen dem Börsenhandel nicht zur Verfügung.

Auch die Fälle des „schwachen“ und des „starken“ Angebotes müssen analog untersucht werden, worauf hier nicht eingegangen wird.

Die Rolle der Banken an der Börse

Die vielfältigen Vorgänge im Wertpapieruniversum lassen sich besser verstehen, wenn die Rolle der Banken im Handel, der (eigenen) Nachfrage und dem (eigenen) Angebot genauer unter die Lupe genommen wird. Zur Erinnerung: Eine Investmentbank wie die Deutsche Bank verdient in guten Zeiten mit Börsengeschäften bis zu 70 % ihrer Gesamterträge.

Wie angedeutet, haben – im Unterschied zum klassischen Warenmarkt – an der Wertpapierbörse die Käufer und Verkäufer keinen direkten Zutritt auf den Handelsplatz (Börsenparkett). Sie müssen sich den vermittelnden Banken

Banken sowohl Anbieter (Produzenten) ...

bedienen. Diese Vermittlerfunktion der Banken auf Provisionsbasis ist einfach zu verstehen und soll nicht näher beschrieben werden.

Als Wertpapieranbieter (Produzenten) bringen Banken dagegen „neue“ Finanzprodukte wie Aktien und andere Wertpapiere der Unternehmen (Neuemission, Kapitalerhöhung) an den Markt und erhöhen damit den mengenmäßigen Wertpapierbestand in der Volkswirtschaft, was oben beschrieben wurde. Banken können aber auch „alte“ Wertpapiere einziehen (Einstellung der Notierung, Auslauf der Renten, Aktienrückkauf, Kapitalherabsetzung). Dann vermindert sich entsprechend der Wertpapierbestand. Bei der Markunterbringung „neuer“ Produkte sprechen wir von der Refinanzierungsfunktion (beim Wertpapiereinzug von der Desinvestition). Unternehmen besorgen sich dabei die benötigten Investitionsmittel über die Börse und nicht über Bankdarlehen. Wenn dagegen Banken Finanzprodukte ohne erkennbaren Refinanzierungswunsch, d. h. auf eigenen Namen lautende Wertpapiere, anbieten, erfüllen sie die Anlagefunktion. Die Produkte werden dann für den „Kundenverkauf“ kreiert.

... als auch Nachfrager von Wertpapieren

Auch als Wertpapiernachfrager können Banken sowohl die Refinanzierungs- als auch die Anlagefunktion ausüben. Indem sie sich selber über die Börse und nicht über Kredite bei anderen Banken refinanzieren, bringen sie eigene Aktien (Erhöhung des Eigenkapitals) oder Anleihen (Erhöhung des Fremdkapitals durch die Emission sog. Namensschuldverschreibungen) heraus. Als Nachfrager bei der Ausübung der Anlagefunktion suchen sie Finanzprodukte für ihren Eigenhandel oder die Vermögensverwaltung ihrer Kunden.

Kombiniert man die Begriffe Angebot/Nachfrage und Refinanzierungsfunktion/Anlagefunktion in einer Matrix, ergibt sich folgendes Bild:

Börsenaktivitäten der Banken

	Refinanzierungsfunktion	Anlagefunktion
Angebot „Produktion“ von Wertpapieren	Börsengänge und Kapitalerhöhungen von Unternehmen (fremde Rechnung)	Bsp.: Zertifikate, covered warrants (eigene Rechnung, Risikoabsicherung)
Nachfrage nach Wertpapieren	Börsengänge und eigene Kapitalerhöhungen (eigene Rechnung, Passivseite in der Bankbilanz)	Vermögensverwaltung (fremde Rechnung) oder Eigenhandel (eigene Rechnung, Aktivseite der Bankbilanz)

Kein Börsenerfolg durch
reines Paragrafenstudium

Je nach Börsenphase steht die eine oder die andere Aktivität stärker im Vordergrund. Gegenwärtig dominiert eindeutig die Angebotsseite, was in der Hausse bei Derivaten, insbesondere den Zertifikaten und anderer strukturierter Produkte, zum Vorschein kommt.

Spielregeln an der Börse

Einführung

Das Universum der Gesetze, Verordnungen, Normen, Durchführungsbestimmungen und Paragrafen, welche den Börsenalltag regeln, geht – gerade in Deutschland – in die Tausende. Der Börsenneuling kann und muss sich mit ihnen genau so wenig befassen wie mit dem beschriebenen Produktuniversum. Ihre Detailkenntnis erhöht keinesfalls seine Gewinnchancen im „Börsenspiel“. Wichtig ist für ihn vielmehr die Gewissheit, dass er als „Spieler“ nicht benachteiligt wird und dass er, falls das dennoch vorübergehend passieren sollte, durch den fortschreitenden Anlegerschutz immer stärker geschützt wird.

Wenn der Anleger dennoch auf rechtlich formale Einzelaspekte zurückgreifen muss, soll er dafür keine zeitraubenden Einzelstudien verwenden.

„Man muss nicht alles wissen, man muss nur alles verstehen“.

(André Kostolany)

Gerüchte nicht selten
kursrelevanter als beste
Top-Nachrichten

Kodifizierte Spielregeln (Auswahl)

Bei der Präsentation der wichtigsten Börsenregeln ist es sinnvoll, zwischen kodifizierten (offiziellen) und nicht kodifizierten (freien) Regeln zu unterscheiden. Während die ersten den Status einer Rechtsnorm innehaben und daher von allen Akteuren eingehalten werden müssen, kann sich jeder Teilnehmer der nicht kodifizierten Regeln bedienen, wie es ihm beliebt.

Am Beispiel der täglich einströmenden Börseninformationen soll dies verdeutlicht werden: Es ist genau festgelegt, was z. B. eine Pflichtveröffentlichung (sog. ad hoc-Meldung) eines börsennotierten Unternehmens enthalten muss. Andererseits ist die gezielte Streuung von Gerüchten, auch in eigener Sache, die Lancierung von Vermutungen, eigenwillige Interpretationen, nicht strafbar. Ironischerweise beflügeln gerade solche informellen Nachrichten und nicht die offiziellen Meldungen die Börsenkurse.

Im folgenden wird zuerst auf die wichtigsten kodifizierten Regeln eingegangen:

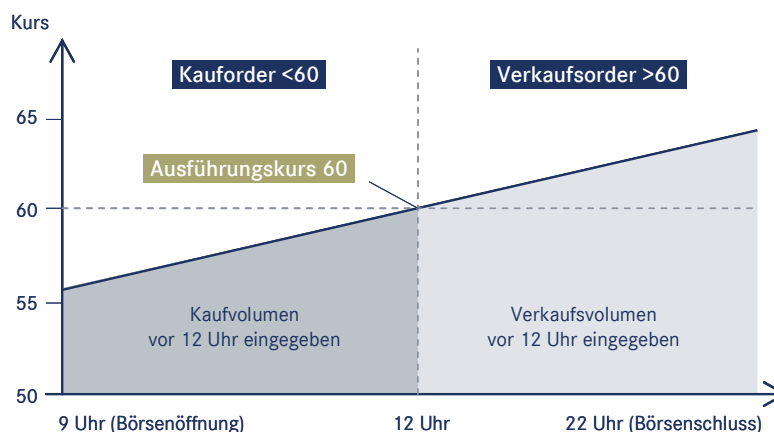
Kursfindungsmechanik:
Computer sind
unbestechlich!

Die Mechanik der Kursbildung

Der Börseneinsteiger sollte ganz am Anfang die Mechanik der Kursbildung nachvollziehen können, damit er versteht, warum er durch das computerisierte Handelssystem nicht benachteiligt wird. Computer, die Börsenkurse ermitteln, sind „unbestechlich“.

An dieser Stelle drängt sich eine Parallele zum Straßenverkehr auf. So wird jeder Verkehrsteilnehmer, der über die rote Ampel oder zu schnell fährt, vom Radar zeit- und ortsnachweisend erfasst, unabhängig davon, ob er eine Luxuslimousine oder einen Kleinwagen fährt. In Analogie bekommt an der Börse jeder Anleger immer den Kurs, den der Computer zum Zeitpunkt seiner Order eingabe gerade anzeigt, unabhängig davon, ob er eine Kleinstorder oder eine Millionenorder aufgibt. Der Kleinanleger braucht hier also keine Manipulationen zu befürchten. Dazu ein Beispiel aus der Praxis:

Orderausführung (praktisches Beispiel)



Erläuterungen

- > Bei 60 € kommt ein Geschäft zustande
- > Bei limitierten Ordnern würden Käufer gerne unter 60 € erwerben, Verkäufer aber nur über 60 € verkaufen
- > Weitere Geschäfte kommen erst dann zustande, wenn die Limite geändert werden und die Parteien sich mit ihren Kursvorstellungen annähern.
- > Sowohl das Kauf- als auch das Verkaufsvolumen kann sich augenblicklich ändern (z. B. um 12:02 Uhr gilt schon eine ganz andere Konstellation)
- > Die nicht limitierten Order werden sofort ausgeführt

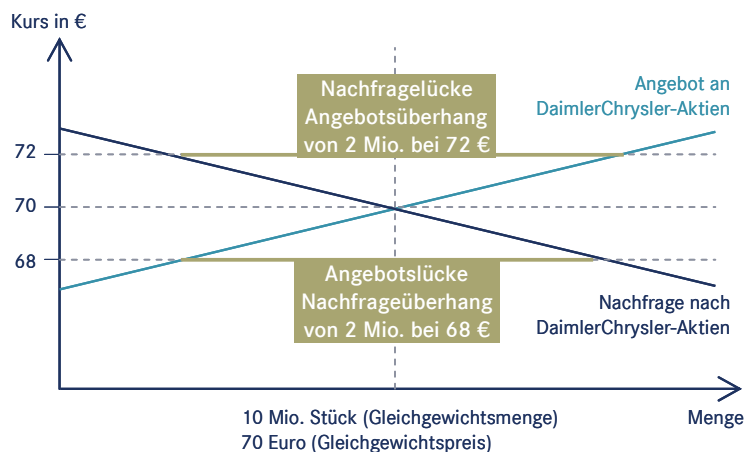
Limite und Zeitangaben bei jeder Kursnachprüfung entscheidend

Das obige Zahlenbeispiel zeigt noch einmal, dass die Kursfestlegung nach einem fairen, rechtlich fixierten Verfahren erfolgt und der Laie keine „schlechtere“ Notierung als der „Profi“ bekommt. Im Bedarfsfalle kann sich davon der Kunde durch den Rückgriff auf die gespeicherten Daten seiner Bank überzeugen. Auch ohne diesen umständlichen Nachweis zeigt ihm der kostenlose Tageschart seiner Bank ungefähr, wann und zu welchem Kurs seine Order ausgeführt worden ist.

Börsenkurs als Ergebnis von Angebot und Nachfrage

In der Theorie werden der gleichgewichtige Börsenkurs eines Produktes und die gleichgewichtige Menge von der Lage der Nachfrage und der Angebotskurve bestimmt. Auf ähnliche Weise wurde früher der einmal täglich festgestellte Kassakurs an der Parkettbörse ermittelt.

Kursbildung am Kapitalmarkt (theoretisches Beispiel)



Im konkreten Fall werden beim Gleichgewichtskurs von 70€/Aktie 10 Mio. DaimlerChrysler-Aktien umgesetzt. Zum Kurs von 68 €/Aktie gibt es eine Nachfragerlücke von 2 Mio. Stück. Zu diesem „billigen Kurs“ gibt es mehr Kauf- als Verkaufswillige und die Nachfrage ist größer als das Angebot. Bei 72 € / Aktie gibt es umgekehrt eine Angebotslücke in gleicher Größenordnung.

Wichtigste Börsengesetze

Neben den Usancen der Kursbildung interessiert den Anleger die Frage des Zugangs zu börsenrelevanten Informationen. Hat der Privatanleger eine Benachteiligung zu befürchten?

Strengere Aufklärungs- und Berichtspflichten für die „Börsenprofis“

Das deutsche Börsengesetz von 1892 wurde zwischenzeitlich mehrmals novelliert und dem internationalen Recht angepasst. Die meisten Bestimmungen über die BAFin, den Kapitalmarkt, den Derivatehandel, den Börsengang bzw. des Zulassungsprospekts sind primär für die gewerblichen „Profis“ von Interesse. Wie anderswo in der Wirtschaft, stellt der Gesetzgeber an die gewerblichen Teilnehmer erhöhte Anforderungen hinsichtlich der Aufklärung, der Berichtserstattung und der Haftungspflichten. Somit müssen sich diese Adressaten intensiver mit den Rechtsfragen befassen als der Privatanleger.

Rechte des Privatanlegers werden gestärkt

Für ihn sind vor allem die Vorschriften im Zweiten und Dritten Finanzmarktförderungsgesetz von 1994 und 1998 bedeutsam, die die Informationspflichten und die Prospekthaftung des Emittenten (bzw. daraus ableitbare Rechte des Privatanlegers) regeln. Insgesamt gesehen ist zwar die Rechtslage für den Privatanleger in Deutschland noch unbefriedigend. Das Problem wurde aber rechtzeitig erkannt und durch fortentwickelte Anlegerschutzgesetze verstärkt in Angriff genommen. Ab 2008 müssen Banken alle Provisionen im Wertpapiergeschäft mit dem Kunden offen legen (Mifid).

Verletzungen bestehender Rechtsnormen und „halblegale Tricks“

Wie bei der Erörterung der noch wirkungslosen Börsenkontrolle (Abschnitt über die „Aufpasser“), dürfen u. E. zwar die Normenverletzungen und die „halblegalen Tricks“ nicht als Entschuldigung für die Börsen- und Aktienaversion dienen. Wie viel aber die Gesetze in der Praxis wert sind, sieht man daran, was passiert, wenn diese verletzt werden. In Bezug auf das Börsengeschäft lohnt es sich, dieser Frage an vier Musterbeispielen nachzugehen.

„Legale“ Manipulation von Bilanzen gang und gäbe

> **„Bilanztricks“** – auch als „Bilanzkosmetik“, „offensive Buchführung“ bzw. Nutzung von Wahlrechten bekannt. Ein Unternehmen kann durch die bewusste Wahl eines zulässigen Bilanzierungs- oder Bewertungsgrundsatzes das Ergebnis beeinflussen. Als „klassische Beispiele“ für Sich-Besser-Darstellen gelten innerhalb der ersten Kategorie die Aktivierung von Abschlusskosten bzw. die Unterlassung von bestimmten Rückstellungen. Im Bewertungsbereich stehen hingegen dem Gestalter z. B. unterschiedliche Abschreibungsmethoden zur Verfügung. Zu beachten bleibt, dass viele Wahlrechte auch nach der neuen internationalen Rechnungslegung IFRS weiter „legal“ bleiben. Echte strafbare Bilanzfälschungen kommen in der Realität eher selten vor.

Insidervergehen leider noch ein Kavaliersdelikt

> **Nutzung von Insiderinformationen** – Dagegen ist die Nutzung von Insiderinformationen durch „Geheimnisträger“ (vom Vorstand bis hin zur Putzfrau) für private und betriebliche Zwecke verboten. Hier wäre z. B. der Kurssprung bei DaimlerChrysler im Zusammenhang mit dem Rücktritt von Jürgen Schrempp zu nennen. Wenn Verstöße gegen Insiderrichtlinien vorliegen, sind alle Anleger – nicht nur die „Kleinen“ – betroffen. Insiderverstöße lassen sich in der Praxis aber schwer nachweisen. Anklagen hatten hierzulande daher bis dato eher Symbolcharakter, Verurteilungen kamen noch seltener vor.

Publizitätspflichten dürfen nicht verletzt werden!

> **Verbreitung von Falschinformationen** – Falschinformationen kommen in der Praxis noch seltener vor. Denn sowohl die Unternehmen (bei sog. ad hoc-Meldungen) als auch die Banken (Börsenzulassungsprospekte) und Analysten (Haftungsfreistellungserklärung als Bestandteil jeder Analyse) haften für die Verletzung der Publizitätspflichten. Bekannterweise haben „wahre“ Informationen wegen ihrem offiziellen Charakter und weil sie erwartet werden, wenig Kursrelevanz. Altmeister Kostolany meint dazu:

Was an der Börse jeder weiß, macht mich nicht heiß.

Verbreitung von Gerüchten dagegen nicht strafbar!

Andererseits sind – wie erwähnt – Gerüchte nicht strafbar. Ihre Verbreitung gehört seit Jahrhunderten zur festen Konstante des Börsenalltags. Eine verrückte Welt!

Vortäuschen fiktiver Handelsorder verboten!

> **Kursmanipulationen** – Von den häufigsten Formen der Kursmanipulation sind sog. Ringkäufe die beliebtesten. Hier versuchen Kursmakler durch verbotene Absprachen und „künstlich“ kreierte Order (ohne Kundenauftrag) Börsenumsätze vorzutäuschen, um passive Teilnehmer zu Börsenaktivitäten zu locken. In Verbindung mit Gerüchten lassen sich dann oft wenig interessante Titel – zumal in der Hausse – leichter absetzen. Kursmanipulationen sind genau so schwierig nachzuweisen wie Insiderverstöße. Der zuletzt bekannteste Fall, die Verquickung der Westdeutschen Landesbank im Handel mit VW-Vorzugsaktien, fällt in diese Kategorie.

Anlegerschutz in Deutschland

Deutscher Anlegerschutz noch in den Kinderschuhen

Eng mit dem rechtlichen Regelwerk ist der Anlegerschutz verknüpft. Besonders in Ländern, die sich durch eine hohe Aktienaversion auszeichnen, gewinnt die Bemühung des Staates, die „Börsenaufklärung“ seiner Bürger voranzutreiben, an Bedeutung. Der Hintergrund ist leicht verständlich: Erst wenn die Bürger an das Fairplay auf dem Parkett glauben, kann zum nächsten Schritt, zur „Erklärung“ der Funktionsweise von Kapitalmärkten und zur Beschreibung der einzelnen Finanzprodukte übergegangen werden. Private Börsenengage-

ments werden andererseits benötigt (kapitalgedeckte Rente), um die Löcher in der gesetzlichen Rentenversicherung zu schließen.

Leider steckt der Anlegerschutz hierzulande noch in den Kinderschuhen. Was auf dem Gebiet bislang getan wurde und welche Hauptfragen noch offen stehen, zeigt vereinfacht folgende Aufstellung:

Anlegerschutz in Deutschland

<p>Wer gilt als Insider? <i>(Besondere Geheimhaltungspflichten)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> > Organe, leitende Angestellte, Betriebsrat > Bankangestellter, Wirtschaftsprüfer, Händler, Vermögensverwalter > andere Bankangestellte (Kreditbereich) > Angestellte der Wertpapierbörsen > Wirtschaftsjournalisten, Analysten > Politiker 	<p>Welche Absicherungen sind bereits installiert?</p> <ul style="list-style-type: none"> > BAFin und Börse überwachen den Handel (Sanktionen, Zwangsmittel, Geld- und Gefängnisstrafen) > ad-hoc-Meldungen und directors dealer sollen Informationsvorsprung verhindern > compliance-Abteilungen der Banken wachen über Fairplay > Schadensersatzklagen gegen Unternehmen, Eigner, Vorstände > Bankhaftung wegen Falschberatung
<p>Was ist verboten? <i>(Strafen bislang noch symbolisch)</i></p> <ul style="list-style-type: none"> > Ausnutzung für sich / für den Arbeitgeber kursrelevanter Informationen > Front running – Beispiel: Makler weiß von einer Großorder > Chinese walls – Beispiel: Missachtung der Informationssperre (Kreditabteilung plaudert über Bilanzprobleme) > Marktpreismanipulation – Beispiel: Händler generieren fiktiven Umsatz ohne Außenaufträge und treiben Kurse hoch 	<p>Wie wird der Anlegerschutz gestärkt?</p> <ul style="list-style-type: none"> > Offenlegung Managergehälter, verstärkte Haftung durch Vorstand und Aufsichtsrat > Pensionsfonds kumulieren mehr „Anlegermacht“, hohe HV-Präsenz > Zulassung von Sammelklagen > Neue Foren für kritische Anleger (Bundesanzeiger), Stimmenpools > „Bilanzpolizei“ (Dritte prüfungsberechtigt bei Bilanzen von Börsenunternehmen) > Mehr Kompetenz für BAFin

Gemeinsam sind wir stark! Stimmenbündelung – neue Waffe der Kleinaktionäre

Als eine wirksame Waffe im Kampf um die Stärkung der Anlegerinteressen hat sich in jüngster Zeit die Taktik der Stimmenbündelung erwiesen. Immer häufiger gründen Kleinanleger eigene Interessenvertretungen, um ein Gegengewicht zu den mächtigen, nicht selten selbstherrlichen Konzernspitzen und den mit ihnen „befeundeten“ Banken zu schaffen. Die Kleinaktionäre haben auch eine weitere Möglichkeit zu opponieren. Sie können sich einer größeren Gruppe, z. B. den „aktionärsfreundlichen“ Fonds – nicht unbedingt den Hedgefonds –, anschließen. Die bekannten Vorgänge um die niederländische Großbank ABN Amro zeigen deutlich, dass sich auf dem Gebiet des seit Jahrzehnten scheinbar erstarrten Themas „Aktionärsdemokratie“ etwas bewegt.

Nicht kodifizierte Spielregeln (Auswahl)

Wie gesagt leistet eine noch so exzellente Kenntnis kodifizierter Börsenregeln keine Hilfe im „Börsenspiel“. Wie soll auch das Wissen über den Inhalt eines Börseneinführungsprospektes bzw. über die Aufnahmemodalitäten in den DAX-Index die Gewinnchancen des Anlegers erhöhen? Detailwissen, Kodifizierung und Modellierung bilden nicht die Schlüssel zum Börsenerfolg.

Wenn man alles berechnet, gelingt nichts.

(Romano Prodi)

Börsenlaien oft
erfolgreicher als hoch
bezahlte Profis

Deswegen bedient sich die Praxis einer Vielzahl informeller, nicht kodifizierter, dafür umso wirksamerer Börsenregeln. Ihre Anwendung erklärt auch, warum „Laien“ an der Börse manchmal besser abschneiden als vermeintliche „Profis“. Die Anwendung der Regeln erfolgt freiwillig. Der Gesetzgeber wird dem Anleger schlecht vorschreiben können, welche der gängigen „Portfoliomethoden“ er beim Aufbau seines Depots verwenden soll. Er kann aber bestimmte Anlagearten steuerfrei fördern oder benachteiligen.

Unterschiedliche Strategien
bei unterschiedlichen Zielen

Für den Einsteiger ist wichtig zu wissen, welche Handlungsmotive (Interessenlagen, Börsenziele) einzelne Akteure an den Tag legen, die auf dem Parkett den „Ton“ angeben. Jeder Börsianer verwendet bei der Durchsetzung dieser Motive seine eigene Strategie, die sein Konkurrent auszuforschen versuchen wird. Sowohl für die Handlungsmotive wie auch für die verwendeten Strategien gibt es keine festen Gesetzmäßigkeiten, sondern nur Eintrittswahrscheinlichkeiten. Was im Endeffekt aus dem Dschungel millionenfacher Handlungen herauskommt, kann erst an späteren Kursen abgelesen werden. Auf den weltberühmten britischen Ökonomen *John Maynard Keynes* geht folgende Bemerkung zurück:

Um die Zukunft einer Geldanlage abzuschätzen, müssen wir die Nerven, Hysterien, ja sogar die Wetterfühligkeit jener Personen beachten, von deren Handlungen diese Geldanlage weitgehend abhängt.

Motive der Börsenakteure

Breiter Fragenkatalog zu
den Handlungsmotiven der
Börsianer

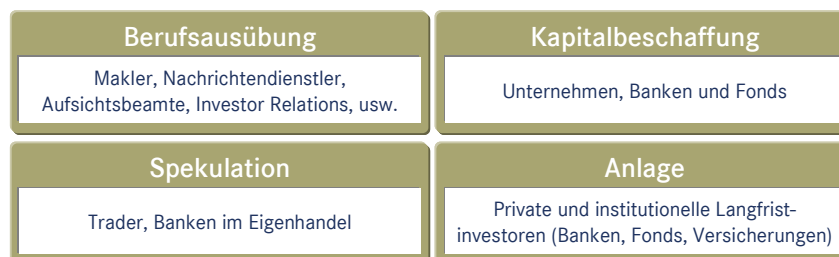
Lassen sich alle Marktteilnehmer nur von „redlichen“ Motiven leiten? Oder versucht einer den anderen mit „Tricks“ permanent zu überrumpeln und sich Kursvorteile zu verschaffen? Sind manche Akteure an der Kursentwicklung gar nicht interessiert, sondern nur am Börsenhandel als solchem, d. h. insbesondere an hohen Handelsumsätzen und einer guten Börsenstimmung? Wer handelt kurz-, wer langfristig? Welche Kauf-/Verkaufsmotive sind bei einzelnen

Investor-Relations-
Abteilungen suchen
Börsenkontakt

Börsianern zu erwarten? – Kurzum, ein diesbezüglicher Fragenkatalog kann lang sein.

Der Börsenneuling sollte sich keinen Illusionen hingeben, dass die anderen Börsianer nur „sein Gutes“ wollen und ihm Unerfahrenen zum kleinen Börsenglück verhelfen werden. Er kann andererseits aber beruhigt sein, dass das Börsensystem als solches verhindert, dass sie – wenn er informiert ist – ihm „etwas Böses“ antun können. Der Börsenneuling muss nicht immer ein durchschnittlich situerter Privatanleger sein. Auch große Konzerne und Institutionen (staatliche Behörden, Stiftungen, Kirchen, Parteien) werden nicht unbedingt über eine Börsenerfahrung verfügen. Häufig beginnen sie, sich mit der Problematik erst intensiver zu befassen, wenn sie selbst an der Börse notiert werden oder Vermögen anzulegen haben. Aus diesem Grunde wurden in den letzten Jahren Investor Relations-Abteilungen gegründet, die den professionellen Kontakt mit der Börse und den Investoren pflegen.

Mögliche Motive der Börsianer



Es lohnt sich also als Börsenneuling, die Motive der Kontrahenten zu hinterfragen. Ein Klassifizierungsversuch potenzieller Motive und die Einteilung der Börsianer in die Gruppen Berufsangehörige, Kapitalbeschaffer, Anleger und Spekulanten ergibt das obige Bild.

Nicht alle Börsianer
wünschen hohe
Börsenkurse sondern ...

Die konkreten Absichten einzelner Gruppen lassen sich selbstverständlich schlecht voraussagen. Legt man den Zeitfaktor, die Kurserwartungen und die gewünschten Schwankungsbreiten zugrunde und unterstellt eine logische Vorgehensweise, lassen sich dennoch a priori interessante Thesen ableiten.

... gelegentlich nur hohe
Umsätze oder sogar ...

Akteure, die im Börsengeschäft ihren Beruf gefunden haben, kann die Kursentwicklung de facto egal sein. Sie verdienen an hohen Umsätzen, unabhängig davon, ob die Börse nach oben oder nach unten tendiert. Ihr Handlungsmotto könnte somit lauten „Zu jeder Zeit so viel Geschäft wie möglich!“. Dagegen werden Unternehmen, die an die Börse gehen wollen, nur an einer temporär freundlichen Stimmung interessiert sein (Nach dem Motto: „Kurzfristig so hohe

... fallende Börsenkurse	Kurse und so viel Nachfrage für Wagniskapital wie möglich!"). Wie steht es aber mit den (langfristig investierenden) Anlegern und den (kurzfristigen investierenden) Spekulanten? Während die ersten wohl klar auf steigende Kurse setzen („Langfristig freundliche Börse“), werden die sog. Spekulanten an allen Börsensituationen verdienen wollen (Nach dem Motto: „So viel Volatilität wie möglich!“).
Keiner ist allein imstande, das Börsengeschehen zu diktieren	Da keine dieser Gruppen – geschweige denn ein Einzelakteur – imstande ist, allein „auf legalem Wege“ ihre Wünsche durchzusetzen, können sie sich lediglich an den günstigen Trend anschließen. Sie beobachten passiv das Börsengeschehen und warten auf ihre Chance. Die idealtypische Vorstellung behauptet, dass Kurse auf Nachrichten warten und auf diese reagieren. Wie sieht die Wirklichkeit aus?
Börsengerüchte sind unschädlich, bisweilen sogar nützlich	Auf passende Nachrichten muss nicht unbedingt gewartet werden. „Spekulanten“ wird oft unterstellt, sie versuchen über die Streuung von Gerüchten kursrelevante Nachrichten „zu produzieren“. Selbst wenn dies wahr wäre, stören derartige Vorgänge keinesfalls den Börsenablauf. Gerüchte erzeugen schnell Gegengerüchte, denen wiederum Dementis folgen. Das Ende solcher Irrungen und Wirrungen bleibt offen. Zudem werden Gerüchte nicht selten in Zeiten flauer, „pausierender“ Börsen, wenn die Märkte nach neuer Orientierung und Investmentthemen suchen, quasi sehnsüchtig erwartet. Erst durch sie kommen in einer solchen Phase wünschenswerte Umsätze, das Schmieröl jeder Börsenphase, zustande. Aus dieser Erkenntnis wird häufig die Gegenthese abgeleitet, dass nicht die Nachrichten Kurse machen, sondern zu den „künstlich“ angeheizten Kursen die passenden Nachrichten gesucht werden. Wenn aus dem Katalog vorliegender „wahrer“ Nachrichten (Unternehmens- und Konjunkturmeldungen) keine überzeugt, müssen Gerüchte nachhelfen. Die Börse spielt schon verrückt!
Wer ist ein Spekulant?	Die gebräuchliche Klassifizierung der Motive in redliche und unredliche und damit der Anleger in „(gute) Investoren“ und „(böse) Spekulanten“ ist unsinnig. Dies lässt sich an einer gängigen Formulierung erkennen: Während die einen „höhere Kurse erwarten“, heißt es bei den anderen, „sie spekulieren auf höhere Börsenkurse“. Ist dieser Unterschied nicht rein semantischer Natur?

Strategien der Börsenakteure

Wie erwähnt bedienen sich die Börsianer bei der Realisierung Ihrer Motive / Verfolgung ihrer Ziele bestimmter Strategien und stehen damit im Wirtschaftsleben nicht allein dar. Quasi jeder Unternehmensbereich (Preiskalkula-

tion, Kosten- und Leistungsabteilung, Vertrieb, Werbung) behauptet heute, nach modernen Strategien zu arbeiten. Strategien sind also „in“. Es wimmelt nur so von diesbezüglichen Konzepten – meistens angelsächsischer Herkunft – nicht nur in den arrivierten Großkonzernen, sondern auch in den BWL-Handbüchern und vielen teuren Consulter-Seminaren.

Strategien sind aktuell „in“!

Die Notwendigkeit, sich eine Strategie zuzulegen, wird früher oder später auch unser Börsenneuling erkennen, zumal wenn er sich entschließt, langfristig und systematisch am Kapitalmarkt zu investieren. Nachdem er irgendwann seine Risikoveranlagung ausgelotet hat, wird er sich für eine mehr oder weniger riskante Variante entscheiden, über die er sich entweder im Selbststudium oder über seinen Bankberater informiert hat. Zwar kann auch er ohne Strategie (Plan) Glück an der Börse haben, aber wenn er kein Glück hat, wird er sicherlich nach einem Plan suchen. Denn eins ist klar:

Niemand plant zu scheitern; man scheitert vielmehr, weil die Planung fehlt.

(Charles L. Minter)

An der Börse hat derjenige die bessere Strategie, der besser verdient!

Er wird dabei feststellen, dass am Kapitalmarkt die „professionellen“ Teilnehmer gar keine „überlegenen“ Anlagestrategien anwenden, wie z. B. die Militärs, wenn sie moderne Waffen mit höherer Zerstörungskraft einsetzen. Strategien sind nichts anderes als eine individuelle Vorgehensweise. Einfache Grundlagen über gängige Strategien im Börsenalltag sind in jedem Taschenbuch nachzulesen. Eine simple als überholt angesehene Strategie – z. B. die Fundamental- versus Chartanalyse – kann bessere Ergebnisse liefern als eine moderne wissenschaftliche „Errungenschaft“, die mit komplizierten Formeln arbeitet.

Das Gemeinsame aller Börsenstrategien: Alle kochen nur mit Wasser!

Mit anderen Worten, zu viel Analyse und Beratung kann verwirren. Eine sehr humorvolle Beschreibung dieses Phänomen ist *Markus Näf* gelungen:

Der Anlageberater ist ein Mensch, der zunächst sehr wenig über sehr vieles weiß, dann immer weniger über immer mehr, bis er praktisch nichts über alles weiß. Der Analyst weiß sehr viel über sehr wenig, dann immer mehr über immer weniger, bis er praktisch alles über nichts weiß. Der Bankkunde glaubt anfänglich, daß er alles weiß, bis er schlussendlich nichts mehr über nichts mehr weiß, weil er auf die Ratschläge von Anlageberatern und Analysten hört.

Der Nobelpreis für die Börsenformel kann noch vergeben werden!

Angesichts dieser Unsicherheit kann das Handwerk eines Vermögensberaters nicht mit dem eines Ingenieurs oder Arztes verglichen werden. Folglich gibt es keine generell „richtige“ und keine generell „falsche“ Strategie, was die Maxime „Lernen aus Fehlern“ unmöglich macht. Kunstfehler, wie sie ein Arzt, Archi-

tekt oder Pilot machen kann, gibt es in der Anlageberatung nicht. Börsenguru Kostolany wird an dieser Stelle noch drastischer:

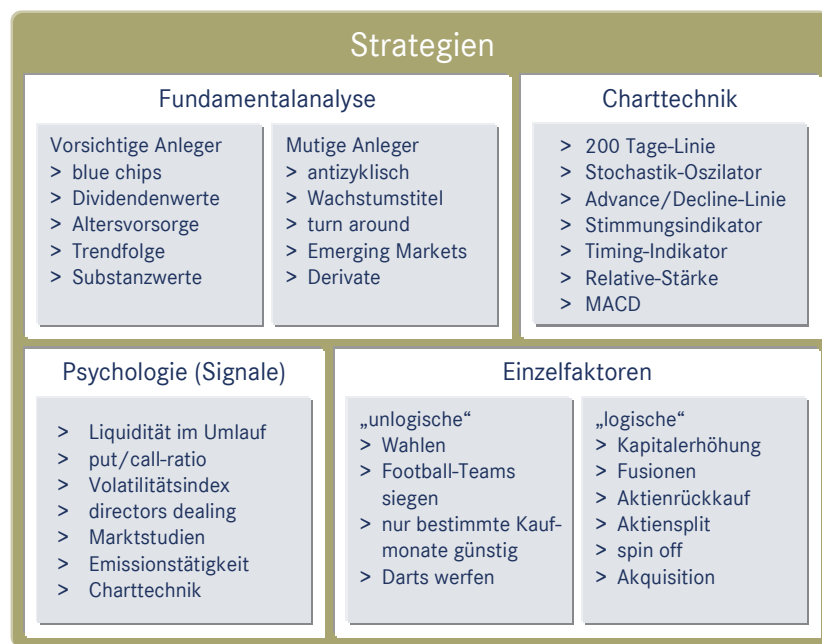
Ein Ingenieur darf bei seiner Arbeit nicht unter Alkoholeinfluss stehen. Für einen Spekulanten ist dies eher von Vorteil, weil es gewisse Hemmungen abbaut.

Der Grund für diese unerwartete Feststellung ist, dass die Wirtschaftswissenschaft generell keine strengen „Gesetze“ in der Art Ursache-Wirkung kennt, sondern nur bestimmte, mehr oder weniger wahrscheinliche Verhaltensweisen ihrer Akteure.

Interdisziplinäre Ansätze gewinnen an Bedeutung

Wird das immer so bleiben? Ohne die Entwicklungen der letzten Jahrzehnte abzuwerten, ist u. E. in diesem Bereich nicht viel Neues entdeckt worden. Nobelpreise in Wirtschaftswissenschaften wurden nur selten an Forscher vergeben, die sich „direkt“ mit Börsenfragen beschäftigten. Wenn es einen „indirekten“ Börsenbezug gab, betraf er das Forschungsgebiet Kapitalmärkte generell oder interdisziplinäre Ansätze (z. B. Börse und Psychologie oder Börse und statistisch-mathematische Modelle).

Wichtigste Anlagestrategien



Ohnehin wird verschiedentlich behauptet, die Börse reagiert gerade mal zu 10 % auf Fakten und zu 90 % auf Psychologie. Monokausale Erklärungsansätze (z. B. Studien über die Relevanz von Fusionen oder Aktienrückkaufsprogrammen und Börsenkurse) finden dagegen wenig Beachtung. Andere „anspruchsvolle“ Entwicklungen versuchen tiefer in bestehende Grundlehren (z. B. mehr Kennzahlen in der Fundamentalanalyse, Suche nach neuen Formationen in der Chartanalyse) zu gehen. Trotz vorgenannter Restriktionen erscheint die Einteilung der verwendeten Börsenstrategien in vier Kategorien praktikabel. Denn, wie wir bereits erwähnten, muss auch jeder Börsenneuling erst eine Strategie ausprobiert haben, um leider fest zu stellen, dass es hier keine Ideallösung gibt.

Solide Beratung an keine konkrete Strategie gebunden

Bei Gerichtsprozessen wegen Falschberatung ist die Abstimmung einer Kauf- oder Verkaufsempfehlung auf diese oder jene Strategie (Anlagemethode) nicht das Problem, da es, wie ausgeführt, keine „richtige“ und keine „falsche“ Vorgehensweise gibt. Dennoch müssen bestimmte Standards eingehalten werden. In solchen Verfahren stehen vielmehr formale Gesichtspunkte wie die Beachtung / Nichtbeachtung der richtigen Risikoklasse des Kunden und der Hinweis auf die potenziellen Risiken im Mittelpunkt der richterlichen Prüfung.

Warum funktioniert die Börse trotz ihrer „Irrationalitäten“?

Der Markt hat immer Recht!

Werden die häufig als „irrational“ empfundenen Einzelelemente des Börsenalltags zum Ganzen zusammengefügt, könnte der Eindruck entstehen, das System müsse im Chaos ersticken und früher oder später zusammenbrechen. Für den Laien war das Beispiel der Parkettbörse im 19. und 20. Jahrhundert mit ihrem wilden Geschrei (franz. bourse a la criere = Schreibbörse) und unkoordinierten Handzeichen herumlaufender Makler dafür der beste Beweis.

Börse eine rationale oder chaotische Einrichtung?

Börse (k)ein Tummelplatz von Chaoten und Betrügern!

Zahlreiche Romanciers (Honoré de Balzac, Mark Twain, Bernard Shaw, Fjodor Dostojewski) beschrieben leidenschaftlich und bewegend das Börsenglück, respektive Börsenunglück, eines so manchen leidgeprüften Zeitengenossen.



Was dem einen irrational erscheinen mag, ist für den anderen absolut logisch!

Ist daraus zu erwarten, dass Börsen irgendwann untergehen? Die Realität wird unseren Pessimisten in seiner Erwartung hinsichtlich der „Börsenendzeit“ enttäuschen. Denn Börsen funktionieren trotz Unvollkommenheiten und temporärer Zusammenbrüche seit Jahrtausenden. Worin liegt ihr Geheimnis?

Die Antwort darauf soll an fünf Beispielen demonstriert werden:

1. Nicht die Börse handelt irrational, sondern der Anleger „irrt sich“ wenn er falsche Erwartungen an den Tag legt. Dies belegt gerade die Vielzahl der Meinungen und Gegenmeinungen zur Auswirkung von einzelnen Kursfaktoren. Wenn gute Unternehmenszahlen veröffentlicht werden, kann die Mehrheit, die Steigerungen erwartet, sich irren. Eine Minderheit dagegen, die glaubt, die guten Unternehmenszahlen seien in den Kursen bereits vorweggenommen, kann Recht haben.
2. Alle Teilnehmer können irgendwie „partiell“ Recht haben und dennoch nicht alle entscheidenden Daten kennen. Der Börsenkurs bleibt aber als Resultante widerstrebender Kräfte, deren Stärken der Einzelne nicht kennt, ungewiss. Im o. g. Beispiel werden die guten Zahlen von allen als solche zwar widerspruchsfrei anerkannt, aber ein Großaktionär verkauft die Aktie trotzdem, weil er z. B. Liquidität braucht. Davon weiß niemand. Der Kurs fällt infolge dessen und die Mehrheit glaubt, sie handelt „irrational“, weil sie die Zahlen falsch interpretiert hat. Der Verkauf und der Kursrückgang haben aber mit den präsentierten Zahlen gar nichts zu tun.

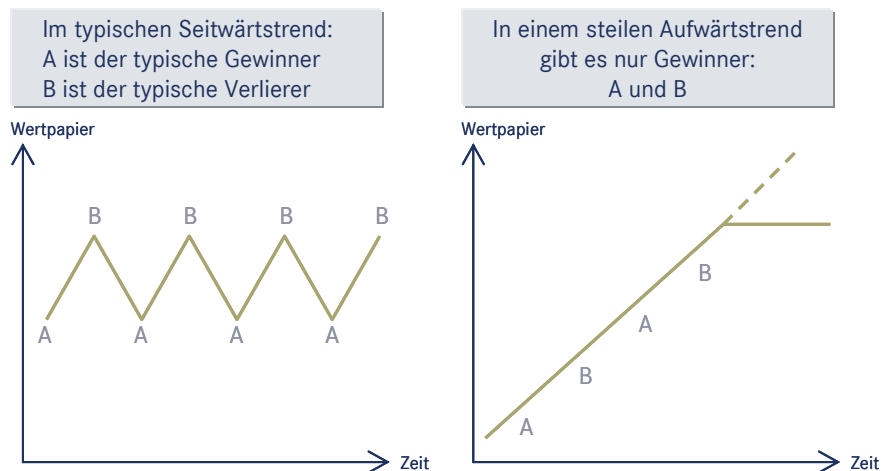
Börse beste Lösung für die Leitung der Kapitalströme

Andere Märkte spielen genauso verrückt, aber keiner wundert sich!

An der Börse muss es nicht immer einen Verlierer geben!

3. Die Menschen haben bislang noch keine bessere Alternative zur Steuerung der Kapitalströme als über Wertpapierbörsen erfunden. Gäbe es sie nicht, müssten die Kapitalanbieter erst solide Kapitalnachfrager (Kreditnehmer) suchen, komplizierte Einzelverträge aushandeln, sich für ihre Ausleihungen verwertbare Sicherheiten geben und beurkunden lassen, die Rückzahlung überwachen und gegebenenfalls säumige Zahler anmahnen. Durch die Ausgabe von Aktien (Anleihen) entfallen diese Probleme auf einen Schlag weitgehend.
4. Andere Märkte scheinen genauso unvollkommen zu sein wie die Wertpapierbörse und irrationale Phasen zu durchlaufen. Nehmen wir das Beispiel des Immobilienmarktes. Auch hier gibt es eine undurchschaubare Produktvielfalt, raffinierte Ver- und Kaufstrategien, legale Rechtsnormen und „illegale“ Tricks und andere scheinbar „irrationale“ Elemente. Niemand wundert sich ernsthaft darüber. Bei der Börse scheint es deswegen anders zu sein, weil sie unvergleichlich stark im Rampenlicht der Öffentlichkeit steht.
5. Verblüffend ist, dass in bestimmten Phasen an der Wertpapierbörse – mit Ausnahme der Baisse-Spekulanten – alle gewinnen können und es keine Verlierer geben muss, was folgende Graphik demonstriert.

An der Börse muss nicht immer einer verlieren!



Wer bis jetzt immer noch nicht von der Börse überzeugt ist, der möge sich diesen etwas humoristischen Vergleich durchlesen!

Börse ist nicht schwieriger als Autofahren!

Der Vergleich soll mit der Beobachtung beginnen, dass sowohl Autofahrer als auch Börsianer viele Gegenspieler haben. Wird im ersten Fall primär der Raser als Bedrohung gesehen, muss an der der Börse der „böse Spekulant“ als Abschreckung dienen. Dabei wird glatt übersehen, dass diese beiden Bereiche unseres Alltags, das Autofahren und die Börse, in den vergangenen Jahrzehnten viele positive Entwicklungen durchgemacht haben. Der Trend zum energiesparenden Automobil oder der Wandel von der „Schreibbörse“ zu organisierten Märkten der Gegenwart mögen als prägnante Beispiele dienen.

Unübersehbar sind weitere Gemeinsamkeiten. So wie bei den Börsengeschäften ein Handelsplatz (Börse), eine Handelsware (Wertpapiere) und funktionierende Gesetze benötigt werden, sind ähnliche Voraussetzungen beim Autofahren notwendig. Dort heißen sie nur etwas anders: Straßen, Automobile und Straßenverkehrsordnung. Ohne die „technische Infrastruktur“ funktioniert weder das eine noch das andere.

Es geht noch weiter, wenn wir zu den Akteuren kommen. Dass in der „Autowelt“ neben direkten Beteiligten (Verkehrsteilnehmer, Produzenten, Werkstätten), eine ganze Armada von Beratern (Sachverständige), Informationsdiensten (Fachpresse), Kontrolleuren (TÜV, Straßenpolizei) mit von der Partie ist, erinnert uns stark an die Akteure der Finanzmärkte (Banken, Anleger, Berater, Analysten, Börsen, Kapitalmarktkontrolleure).

Durchlebt auch die „Autowelt“ Höhen und Tiefen? So wie die Börse, kennt auch sie Hausse- und Baissezyklen, die von der Konjunktur, den Spritpreisen, wechselnden Steuergesetzen (Kilometerpauschale, Mineralölsteuer), Verkehrspolitik und einer ganzen Palette anderer Faktoren abhängen.

Wie sieht es weiter bei den konkreten Handlungen, sprich dem Autofahren und dem Betreiben von Börsengeschäften, aus? Auch hier sind offensichtliche Parallelen keine Frage. Um z. B. überhaupt irgendwelche Handlung erst beginnen zu können, braucht man in einem Bereich den Auto-Führerschein, im anderen einen „Börsen-Führerschein“. Unter dem letzten kann eben das Grundwissen darüber, wie die Börse funktioniert, verstanden werden. Für das eigentliche Handeln wird nicht selten Mut gefordert. Noch so profunde Theorie nützt nichts, wenn nicht gehandelt wird. Es gibt viele Führerschein-Inhaber, die Angst haben, Auto zu fahren, so wie es bestens informierte Börsen-Theoretiker gibt, die auf dem Parkett niemals einen Euro investiert haben. Haben jedoch beide Anfänger irgendwann ihre Angst überwunden, wird sich der erste ent-

schließen, ein Auto zu kaufen und der andere, ein Depot zu eröffnen. In beiden Fällen ist Kapitaleinsatz notwendig.

Wo liegen schließlich die Ähnlichkeiten bei den Zielen und den Strategien? Können Autofahrer überhaupt Strategien und Ziele haben? Ja. Es drängt sich auf, die Anlagerendite des Börsianers mit der Geschwindigkeit beim Autofahren, die gesuchte Anlagesicherheit mit der Fahrsicherheit und die Liquidität der Anlage mit der Fahrbequemlichkeit zu vergleichen. Unser Autofahrer hat – wie der Kapitalanleger auch – die Qual zwischen den einzelnen Schwerpunkten seines „magischen Fahrerdreiecks“ zu wählen.

Wie kommen die Strategien beim Autofahrer zum Einsatz? Setzt er z. B. nur auf die schnellstmögliche Streckendurchfahrt (Anlagehorizont beim Börsianer), stehen ihm verschiedene Taktiken zu Verfügung. Er kann Vollgas geben und hat damit Erfolg, wenn die Strecke frei ist, was in der Praxis selten vorkommt. Staus, Geschwindigkeitsbegrenzungen, Polizeikontrollen oder Unfälle werden es verhindern. Er darf aber ebenso andere Taktiken anwenden. Er kann zu bestimmten, gewöhnlich als „stoßfrei“ geltenden Uhrzeiten losfahren, bei Stau auf Ausweichstrecken wechseln, bestimmte Fahrstreifen oder Autobahnen benutzen, Pausen machen oder auch nicht, sich in eine schnelle Kolonne einreihen und vieles dergleichen mehr wählen. Die notwendige Information schöpft er entweder aus der Erfahrung oder aus aktuellen Verkehrsmeldungen.

Bei schnellstmöglicher Streckenbewältigung als Zielvorgabe kommt es nicht darauf an, welches Auto er fährt, so wie beim Wertpapier die Rendite von der Wertpapiergattung abhängt (Aktie, Rente). Zu Stoßzeiten könnte er mit dem Sportwagen langsamer sein als mit einem Kleinwagen in der Nachtfahrt. Wenn er lange Strecken fährt (Investition in die Altersvorsorge!) bieten sich womöglich gemischte Strategien an (erst schnell, dann sicher fahren – sprich erst in Aktien, dann in Renten investieren).

Eins sollte uns an dieser Stelle beruhigen: So wie das Autofahren für erfahrene Zeitgenossen der „Normalfall“ und die „Karambolage“ die Ausnahme ist, so ähnlich ist es auch an der Börse mit einem „Crash“!

Entsprechende Vergleiche können auch auf die beiden anderen Ziele beim Autofahren, der erwarteten Sicherheit und dem Fahrkomfort, gemacht werden.

Wenn trotzdem hierzulande das Autofahren populärer als das Börsenspiel ist, so liegt dies in der verbreiteten Erfahrung mit dem „Spielzeug“ auf vier Rädern. Die Börse ist eben (noch nicht) des Deutschen liebstes Kind. Vielleicht wird er irgendwann die Börse als Spielzeug gegen das Auto austauschen?

Zusammenfassung

- Wer gilt als Börsianer?

 - > Wertpapierbörsen funktionieren ähnlich wie andere Märkte. Wie dort umfasst die Analyse des Marktgeschehens drei Kernelemente: Akteure, Produkte, Spielregeln.
 - > Börsenakteure lassen sich grob in „echte“ Marktteilnehmer (betreiben Börsengeschäfte auf eigene oder fremde Rechnung), „Zulieferer“ der Finanzbranche (Research, Nachrichtendienste, Abwicklung) und in „Aufpasser“ (Kontrolleure des Fairplay) unterteilen. Diese Klassifikation ist dehnbar und kann um weitere Gruppen erweitert werden. Alle Gruppen verfolgen eigene Interessenlagen, die selten übereinstimmen.
- Was sind börsennotierte Finanzprodukte?

 - > Das Angebot börsengehandelter Finanzprodukte (Wertpapiere) lässt sich nicht genau bestimmen, da es durch die Emissionsmöglichkeiten von bankeigenen Produkten kaum auf Grenzen (geringe Emissionskosten) stößt. Neben Börseneinführungen originärer Papiere (Unternehmen nutzen die Börse als Finanzierungsquelle) besitzen Banken das Emissionsrecht für sog. strukturierte Produkte (Wertpapiere mit reinem Anlagecharakter, ohne Finanzierungsbezug). Dieser Angebotsdrang wird de facto nur durch die Unterbringungsmöglichkeiten am Kapitalmarkt (Nachfrage) begrenzt.
- Marktüberflutung mit bankeigenen „Produkten“

 - > Die Gesamtnachfrage nach Wertpapieren eines Landes ist limitiert durch die Höhe seines Volksvermögens, welches die Formen des Geld-, Wertpapier- und Sachvermögens annimmt. Jede Anlegerschicht (Private, Unternehmen, Staat, Banken, Versicherungen, Fondsgesellschaften) weist wiederum eine unterschiedliche Struktur ihres Gesamtvermögens auf.
- Gesamtvermögen limitiert die Wertpapiernachfrage

 - > Bei der Nachfrage nach einzelnen Vermögensarten orientieren sich die Anleger an den Kriterien: der wahrscheinlichen Rendite, dem einzu-gehenden Risiko und der Liquidität (Marktgängigkeit) der Anlage. Gleiches gilt für die Ebene des Wertpapiervermögens bei der Wahl innerhalb einzelner Wertpapiergattungen, z. B. dem Tausch von Aktien in Renten.
 - > Offen bleibt, ob letztendlich die Nachfrage das Angebot oder umgekehrt, das Angebot die Nachfrage, determiniert. Oft halten sich beide Marktkräfte die Waage. Dem hohen Verkaufsdruck (Angebot) der Banken steht gegenwärtig ein starker „Kaufrausch“ der Anleger (Nachfrage) gegenüber.
- Substitution zwischen den Vermögensarten üblich

 - > Börsengesetze und Kapitalmarktkräfte verhindern die Diskriminierung einzelner Börsenakteure sowohl im Handel (faire Kursbildung), als auch bei der Versorgung mit kursrelevanten Informationen. Die Börse ist seit Jahrtausenden die demokratischste Wirtschaftseinrichtung der Mensch-
- Keine Diskriminierung des kleinen Mannes

 - > Börsengesetze und Kapitalmarktkräfte verhindern die Diskriminierung einzelner Börsenakteure sowohl im Handel (faire Kursbildung), als auch bei der Versorgung mit kursrelevanten Informationen. Die Börse ist seit Jahrtausenden die demokratischste Wirtschaftseinrichtung der Mensch-

Europa: Anlegerschutz auf dem Vormarsch

heit. Arme können hier reich werden und umgekehrt. In Deutschland wird die schwache Position des Privatanlegers (Kleinanlegers) durch den fortschreitenden Anlegerschutz (Nachholpotenzial zu angelsächsischen Ländern!) kontinuierlich gestärkt.

Vom reinen Handelsplatz zum Top-Finanzdienstleister

- > Den antiken griechischen Philosophen Epikur zitierend, bleibt an den globalen Wertpapierbörsen alles „im Fluss“ (panta rei!). Ständig kommen neue Akteure, Produkte und Gesetze hinzu oder scheiden alte aus. Die Börsen zählen heute zu den dynamischsten Wachstumsmärkten weltweit. Dieser Trend wird durch zahlreiche Börsengänge der öffentlich-rechtlichen Börsengesellschaften und harte Fusionskämpfe im Sektor gekennzeichnet. Durch die Privatisierung der Börsen entfällt aber die staatliche Aufsicht nicht. Der Privatanleger hat hier nichts Negatives zu befürchten.

Börse: Eine Institution überdauert Jahrtausende

- > Trotz des chaotischen und widersprüchlichen „Dschungels“ an Interessenslagen, Produkten, Strategien und Rechtsverordnungen arbeitet die Börse a la long rational. Dies liegt daran, dass die Kapitalmärkte i. d. R. zum Gleichgewicht tendieren. Irrational arbeitende Wirtschaftssysteme (Feudalismus oder Sozialismus) sind in der Geschichte untergegangen. Börsen dagegen – zunächst als Waren- und Geldbörsen – funktionieren seit Jahrtausenden. Seitdem haben sich dort die Nachrichtensysteme, die Anonymität, die Interessenslagen der Teilnehmer und der Preisbildungsprozess kaum geändert.

„Börsenangst“ der Deutschen: Eine Frage der Bequemlichkeit?

- > Wenn in Deutschland der Begriff Börse noch immer negativ belegt bleibt, so resultiert dieser Misstand aus einer „gewissen“ Bequemlichkeit, sich mit der Materie nicht auseinander setzen zu wollen. Stattdessen werden a priori Vorurteile als Tatsachen angenommen. Diese Einstellung korreliert stark mit der hierzulande verbreiteten Aversion gegen die Aktienanlage. Die Plage mit den massiv verbreiteten Anglizismen („Börsen-Chinesisch“) hilft nicht gerade dem unerfahrenen Anleger den Einstieg in die fremde Materie.

Verfasser: Dr. Viktor Heese

Deutsche Apotheker- und Ärztebank
Hauptverwaltung

apoResearch
Richard-Oskar-Mattern-Straße 6
40547 Düsseldorf

Telefon: (0211) 5998-0

Internet: <http://www.apobank.de>