



Deutschland braucht mehr Aktiensparer

Wege zur Stärkung der Teilhabe am Kapitalmarkt

Dr. Michael Heise on Global Economics

September 2023



Wer in Deutschland marktwirtschaftliche Reformen fordert, ist schnell mit dem Vorwurf des Neoliberalismus oder des Lobbyismus konfrontiert. Hohe Gewinne von Unternehmen werden oft nicht als Ausdruck einer hohen Konkurrenzfähigkeit und Leistungsfähigkeit gesehen, sondern eher als ein Symptom übertriebener Preisforderungen oder arbeitsplatzgefährdender Rationalisierung. Dass der Erfolg einer Marktwirtschaft und der Wohlstand der Gesellschaft ganz wesentlich davon abhängt, dass das Kapital in besonders rentable Verwendungen fließt, wird bei den Kapitalismuskritikern geflissentlich übersehen.



Diese Sichtweise ändert sich allerdings aus der Perspektive eines Aktionärs oder eines Kapitalgebers, der direkt an den Unternehmenserträgen beteiligt ist. In dieser Rolle ist man oder frau sehr an der Wettbewerbsfähigkeit, an der Kosteneffizienz und einer vernünftigen Strategie der eigenen Beteiligung interessiert. Daher ist eine stärkere Teilhabe an den Erträgen des unternehmerischen Erfolgs sicher auch ein Weg, um die Akzeptanz der Marktwirtschaft zu verbessern.

Die Beteiligung der Anleger am Kapitalmarkt ist aber nicht allein aus diesem Aspekt der Vertrauensbildung zu befürworten, sondern sie hat auch handfeste volkswirtschaftliche Vorteile. Eine höhere Kapitalbeteiligung der Anleger verbessert die Finanzierungssituation der Unternehmen. Wenn es in Deutschland mehr als die geschätzten 10 Millionen Aktionäre gäbe, würden die Unternehmen über ein weitaus größeres Angebot an Risikokapital für die Wachstumsfinanzierung verfügen können. Hinzu kommt der Vermögensaspekt für die Sparer. Die privaten Haushalte würden eine weitaus höhere Vermögensrendite erzielen, die die Vermögen schneller wachsen ließe und die Lücken in der Altersvorsorge mindern würde. Teilhabe am Kapitalmarkt ist daher von gesellschaftlicher und volkswirtschaftlicher Bedeutung.

In Deutschland ist die Teilhabe am Kapitalmarkt schwach ausgeprägt. Von den Finanzvermögen der privaten Haushalte sind rund 42% in Bankeinlagen angelegt, 27% des Bruttogeldvermögens sind in Aktien und Investmentfonds sowie Schuldverschreibungen investiert, die restlichen rund 31% sind Ansprüche an Versicherungen und Pensionseinrichtungen.

Deutschland liegt bei der Einlagenquote weitaus höher und bei der Wertpapieranlage am Kapitalmarkt weitaus niedriger als der Durchschnitt Westeuropas. In den USA werden gerade einmal 13% der Finanzvermögen auf Bankkonten gehalten, während die Wertpapieranlage rund 55% ausmacht. Es ist daher kein Wunder, dass die Rendite der Finanzvermögen in Deutschland sehr gering ist.

Diese Vermögensstruktur in Deutschland trägt im Übrigen auch dazu bei, dass die Ungleichheit in der Vermögensentwicklung trotz aller staatlichen Fördermaßnahmen für Kleinsparer – wie Sparerfreibeträge, Riester-Förderung – verhältnismäßig hoch bleibt. Die unteren Einkommensschichten sparen, soweit das überhaupt möglich ist, vorwiegend in Bankeinlagen an, während wohlhabendere Schichten weitaus höhere Aktien- und Beteiligungsquoten haben und von den höheren Renditen – oder man kann sagen Risikoprämien – des Kapitalmarktes profitieren.

Inzwischen sind die Zinsen zwar auch auf Bankeinlagen deutlich angestiegen, aber die aktuelle Gewinnrendite von Aktien liegt bei etwa 7% also deutlich höher als die Einlagenzinsen, die nach wie vor unterhalb der Inflationsrate liegen, also einen realen Vermögensverzehr bedeuten. Eine stärkere Teilhabe am Kapitalmarkt ist unter Renditegesichtspunkten nach wie vor attraktiver als das Ansparen etwa über Termingelder. Die höhere Rendite von Aktien beruht auf der Risikoprämie, die für die deutlichen Schwankungen im Laufe der Zeit kompensiert.

Angesichts der verhältnismäßig geringen Teilhabe an den Kapitalmarkterträgen beruht die Vermögensbildung in Deutschland in besonders starkem Maße auf einem Konsumverzicht – nämlich einer sehr hohen jährlichen Ersparnis. In 2022 haben die privaten Haushalte in Deutschland etwa 250 Mrd. Euro auf die hohe Kante gelegt, das ist noch etwas mehr als alle anderen 19 Euroländer zusammen. Man kann es auch plakativ so formulieren: Die Deutschen arbeiten für ihr Geld, während andere das Geld für sich arbeiten lassen.

So ist es auch nicht überraschend, dass sich Deutschland in der Weltrangliste der pro Kopf Vermögen über die Zeit trotz hoher Sparanstrengungen nicht wirklich verbessert, aktuell liegt das Bruttogeldvermögen nur auf Rang 18 ausweislich des letztjährigen Allianz Global Wealth Report. Das pro Kopf Bruttofinanzvermögen (ohne Schulden) liegt bei rund 99.000 Euro, in den USA ist es dreimal in der Schweiz dreieinhalb mal so hoch. Aber auch im europäischen Vergleich rangieren immerhin sieben EU-Länder plus das Vereinigte Königreich in der Kopf Betrachtung vor Deutschland.

Die geringe Teilhabe an den Kapitalmärkten bedeutet im Übrigen auch, dass ein großer Teil der Dividenden und Kursgewinne deutscher DAX Unternehmen an ausländische Investoren, Pensionsfonds, Direktinvestoren oder an Fondssparer geht.

Die Frage ist, auf welchem Wege die Teilhabe der Sparer am Kapitalmarkt verbessert werden und welche Effekte das auf das Vertrauen in freien Wettbewerb und die Marktwirtschaft haben könnte.

1. Eine Beteiligung am Erfolg des eigenen Unternehmens kann beispielsweise durch Mitarbeiteraktien gefördert werden. Es ist eine gute Idee der Regierung, den steuerlichen Freibetrag für solche Beteiligungen auf 5500 Euro im Zukunftssicherungsgesetz anzuheben. Das macht eine Gehaltsumwandlung deutlich attraktiver.

2. Sinnvoll wäre es auch, das Aktiensparen im Rahmen der Altersvorsorge zu erleichtern, indem ein steuerlich gefördertes Altersvorsorgedepot ermöglicht wird, bei dem in Aktien oder andere Beteiligungsformen investiert werden kann. Nach den Vorschlägen der Fokusgruppe Altersvorsorge des Finanzministeriums würde

im Rahmen einer privatwirtschaftlichen Lösung sinnvollerweise auf Garantien wie bei der Riester-Rendite verzichtet, da Garantien für langfristige Anlagen über einige Jahrzehnte nicht nötig sind und die Renditen für den Sparer stark einschränken.

3. Hochregulierte Anlageformen wie die Riester-Rente dürften im Hinblick auf die Akzeptanz marktwirtschaftlicher Prozesse nicht allzu viel bewirken. Viele nehmen die Riester-Rente eher zum Anlass der Kritik an privatwirtschaftlichen Lösungen, wobei verkannt wird, dass die extremen Niedrigzinsphase, die die Zentralbanken herbeigeführt haben, die im Riester-System geforderte Kapitalgarantie bei gleichzeitiger Wahrnehmung von Chancen am Kapitalmarkt kaum möglich war.

4. Das Generationenkapital, dass zur Stabilisierung der Beitragsätze im Rahmen der ersten Säule des Altersvorsorgesystems dienen soll, ist ebenfalls ein Weg, um die Renditen des Kapitalmarkts gesellschaftlich nutzbar zu machen. Da es sich hier um einen kollektiven Kapitalstock handelt, dürfte für den Einzelnen aber nicht unmittelbar der Eindruck entstehen, direkt an den Erträgen des Kapitalmarkts beteiligt zu sein. Stärker dürfte dieser Effekt sein, wenn individualisierte Kapitalkonten im Rahmen der kapitalgedeckten Altersvorsorge eingeführt würden, wie es etwa beim schwedischen Modell der Fall ist, und die Versicherten eine Wahl im Hinblick auf die Anlageform bekommen. Es bleibt zu hoffen, dass eine Weiterentwicklung des Generationenkapitals in diese Richtung möglich sein wird.

5. Eine Stärkung der Aktienmarktteilhabe in breiten Bevölkerungsschichten könnte im Übrigen auch dadurch erhöht werden, dass Lebensversicherungen in stärkerem Umfang in Aktien investieren könnten als das heute der Fall ist. Hier wäre eine stärkere Beteiligung an den Erträgen des Aktienmarktes aufgrund langer Bindungsfristen möglich. Allerdings handelt es sich um internationale Regulierungen im Rahmen des Regelwerks Solvency II.

Wenn man die verschiedenen Möglichkeiten zum Aktiensparen ausbaut und die anderen Voraussetzungen in Form von Finanzbildung und technologischer Innovationen schafft, wird die Entwicklung in die richtige Richtung gehen, auch Deutschland könnte ein Land der Aktiensparer werden. Der jüngste Anstieg in der Zahl der Aktionäre ist erfreulich, vor allem zeigen Umfragen unter der Generation Z (18-24 Jahre) ein erhöhtes Interesse, allerdings auch bescheidene Fachkenntnisse im Hinblick auf die Aktienanlage. (Umfragen DIVA, Union).

Der Weg zur Stärkung der Teilhabe am Kapitalmarkt ist sicher nicht einfach, aber er lohnt sich auch um das Vertrauen in die Mechanismen der Marktwirtschaft zu stärken.

Hinweise zu Anlagestrategie- Anlageempfehlung gem. § 85 Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) i.V.m. VO (EU) Nr. 596/2014

Allgemeines

Die Anlagestrategie- und/oder Anlageempfehlungen (nachfolgend „Analysen“ genannt) werden von der LeanVal Research GmbH nur zu Informationszwecken erstellt.

Weder die LeanVal Research GmbH noch ihre Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, welche aufgrund der Nutzung der Analysen oder ihres Inhalts oder auf andere Weise in Zusammenhang mit diesen entstehen. Die Analysen stellen weder ein Angebot noch eine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf irgendeines Wertpapiers dar, noch bilden diese oder die darin enthaltenen Informationen eine Grundlage für eine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung irgendeiner Art. Eine Investitionsentscheidung sollte auf der Grundlage eines ordnungsgemäß gebilligten Prospekts oder Informationsmemorandums erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage der Analysen. Investoren sollten sich bei ihrer Anlageentscheidung durch einen Anlageberater beraten lassen. Die Analysen können insoweit keine Beratungsfunktion übernehmen. Die in den Analysen enthaltenen Meinungen, Einschätzungen und Prognosen sind allein diejenigen der jeweiligen Verfasser. Sie sind datumsbezogen, nicht notwendigerweise auch Meinung der LeanVal Research GmbH und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern.

Die hier wiedergegebenen Informationen und Wertungen („Information“) sind primär für Kunden der LeanVal Research GmbH in Deutschland bestimmt. Sollte der ursprüngliche Empfänger die Analyse weiterleiten, so ist er verpflichtet, dies unter Einhaltung bestehender Regelungen und Gesetze zu tun und es ergibt sich hieraus keinerlei Verpflichtung der LeanVal Research GmbH gegenüber einer dritten Partei. Insbesondere ist die Information nicht für Kunden oder andere Personen mit Sitz oder Wohnsitz in Großbritannien, den USA oder in Kanada bestimmt und darf nicht an diese Personen weitergegeben bzw. in diese Länder eingeführt oder dort verbreitet werden. Die Verteilung der Analysen in anderen Gerichtsbarkeiten kann durch Gesetz beschränkt sein und Personen, in deren Besitz die Analysen gelangen, sollten sich über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten. Jedes Versäumnis, diese Beschränkungen zu beachten, kann eine Verletzung der geltenden Wertpapiergesetze darstellen. Nachdruck, Weiterverbreitung sowie Veröffentlichung der Analysen und ihrer Inhalte im Ganzen oder Teilen ist nur mit vorheriger schriftlicher Zustimmung der LeanVal Research GmbH gestattet.

Informationsquellen

Sämtliche Analysen werden auf der Grundlage der Daten eines Datenanbieters sowie von allgemein zugänglichen Quellen („Informationen“) erstellt, die die LeanVal Research GmbH für zuverlässig hält. Die LeanVal Research GmbH hat die Informationen jedoch nicht auf ihre Richtigkeit oder Vollständigkeit geprüft und übernimmt für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen keine Haftung. Etwaige unvollständige oder unrichtige Informationen begründen keine Haftung der LeanVal Research GmbH für Schäden gleich welcher Art, und LeanVal Research GmbH haftet nicht für indirekte und/oder direkte Schäden und/oder Folgeschäden. Insbesondere übernimmt die LeanVal Research GmbH keine Haftung für in diesen Analysen enthaltene Aussagen, Planungen oder sonstige Einzelheiten bezüglich der untersuchten Unternehmen. Obwohl die Analysen mit aller Sorgfalt zusammengestellt werden, können Fehler oder Unvollständigkeiten nicht ausgeschlossen werden. Die LeanVal Research GmbH, deren Anteilseigner, Organe und Angestellte übernehmen keine Haftung für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Aussagen, Einschätzungen, Empfehlungen, die aus in den Analysen enthaltenen Informationen abgeleitet werden. Datenquelle für alle historischen Kurse ist Morningstar und LeanVal Research.

Zusammenfassung der Bewertungsgrundlagen

Die Bewertungen, die den Anlageempfehlungen für von der LeanVal Research GmbH analysierte Aktien zugrunde liegen, stützen sich auf allgemein anerkannte und weit verbreitete Methoden der fundamentalen Analyse, wie das DCF-Modell, Peer-Gruppen-Vergleiche, NAV-Bewertungen und - wo möglich - ein Sum-of-the-parts-Modell. Die errechneten Scores (Value, Quality, Stability, Growth) sind das Ergebnis eines proprietären Modells der LeanVal Research GmbH. Sie ergeben sich aus dem Vergleich fundamentaler Kennzahlen des quantitativ analysierten Unternehmens im Verhältnis zu Vergleichsunternehmen innerhalb eines Sektors (ggf. einer Region). Hinweise zur generellen Vorgehensweise befinden sich unter www.leanval.investments. Das absolute Kursziel und damit verbunden die absolute Einschätzung (unterbewertet, neutral überbewertet) ergeben sich unter Verwendungen eines in die Zukunft gerichteten DCF- oder ROIC (Return on Invested Capital) Verfahrens. Als Grundlage dienen hierbei die Schätzungen der zukünftigen Gewinne. Die Gewinnschätzungen basieren entweder auf einem Konsensus oder werden von der LeanVal Research GmbH selbst vorgenommen.

Aktualisierungen

Ein Anspruch der Empfänger auf Veröffentlichung von aktualisierten Analysen besteht nicht. Die LeanVal Research GmbH behält sich vor, Aktualisierungen von Analysen unangekündigt vorzunehmen. Eine regelmäßige Aktualisierung dieses Dokuments ist nicht vorgesehen.

Compliance

Die LeanVal Research GmbH hat in Umsetzung der gesetzlichen und aufsichtsrechtlichen Regelungen interne organisatorische und regulative Vorkehrungen getroffen, um Interessenkonflikte bei der Erstellung und Weitergabe von Finanzanalysen zu vermeiden. Insbesondere bestehen institutsinterne Informationschranken, die den Zugang der Analysten zu Insiderinformationen verhindern. Die Einhaltung wird durch den Compliance-Beauftragten überwacht.

Erläuterung der Empfehlungssystematik

Die relative Einschätzung basiert auf den verschiedenen Scores der einzelnen Unternehmen in den Bereichen Value, Quality, Stability, Growth und Momentum welche mit den Durchschnittswerten des Gesamtmarktes und/oder auch mit den jeweiligen Sektoren verglichen werden. Die Unternehmen werden auf einer Skala von 0 bis 100 eingestuft. Hieraus werden die drei Ratings „unattraktiv“ (0 bis 30 auf der Skala), „neutral“ (31 bis 70 auf der Skala) und „attraktiv“ (71 bis 100 auf der Skala) abgeleitet. Die relative Einschätzung kann sich aufgrund der hohen Komplexität der Scores und der vielfältigen Abhängigkeiten zwischen den analysierten Unternehmen kurzfristig ändern.

Das Ratingsystem der LeanVal Research GmbH für die absolute Bewertung umfasst die Ratings „unterbewertet“, „fair bewertet“ und „überbewertet“. Das Rating einer Aktie basiert auf der erwarteten Rendite für die kommenden sechs bis zwölf Monate. Die erwartete Rendite setzt sich aus der prognostizierten Veränderung des Aktienkurses und der voraussichtlichen Dividendenrendite zusammen. Änderungen des Diskontierungsfaktors oder der prognostizierten Cashflows können zu erheblichen Änderungen des Kursziels führen.

Ratingsystem der absoluten Bewertung:

Buy	Potenzial > +15%
Hold	Geringes Aufwärts- und Abwärtspotential
Sell	Potenzial < - 15%

Interessenkonflikte

In den Finanzanalysen sind Umstände oder Beziehungen, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit - der Mitarbeiter der LeanVal Research GmbH, die die Analyse erstellt haben, - der LeanVal Research GmbH als für die Erstellung verantwortlichen Unternehmen oder mit ihr verbundener Unternehmen oder - der sonstigen für die LeanVal Research GmbH tätigen und an der Erstellung mit-wirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten, anzugeben. Offenlegungspflichtige Informationen über Interessen oder Interessenkonflikte liegen insbesondere vor, wenn

1. wesentliche Beteiligungen (= Beteiligung > 5 % des Grundkapitals) zwischen den o.g. Personen oder Unternehmen und den Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, bestehen,
2. o.g. Personen oder Unternehmen Finanzinstrumente, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind, an einem Markt durch das Einstellen von Kauf- oder Verkaufsaufträgen betreuen (Market Making/ Designated Sponsoring),
3. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate an der Führung eines Konsortiums für eine Emission im Wege eines öffentlichen Angebots von solchen Finanzinstrumenten beteiligt waren, die selbst oder deren Emittenten Gegenstand der Finanzanalyse sind,
4. o.g. Personen oder Unternehmen innerhalb der vorangegangenen zwölf Monate gegenüber Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, an eine Vereinbarung über Dienstleistungen im Zusammenhang mit Investmentbanking-Geschäften gebunden waren oder in diesem Zeitraum aus einer solchen Vereinbarung eine Leistung oder ein Leistungsversprechen erhielten, soweit von der Offenlegung dieser Informationen keine vertraulichen Geschäftsinformationen betroffen sind,
5. o.g. Personen oder Unternehmen mit Emittenten, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, eine Vereinbarung zu der Erstellung der Finanzanalyse getroffen haben,
6. o.g. Personen Vorstands- oder Aufsichtsratsmandate bei Emittenten, deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind, wahrnehmen oder
7. o.g. Personen oder Unternehmen sonstige bedeutende finanzielle Interessen in Bezug auf die Emittenten haben, die selbst oder deren Finanzinstrumente Gegenstand der Finanzanalyse sind.

LeanVal Research GmbH
Bleichstraße 52

60313 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 9494 88 050
E-Mail: research@leanval.investments