

## Eigentümerstruktur am deutschen Aktienmarkt: allgemeine Tendenzen und Veränderungen in der Finanzkrise

*Deutsche Aktien werden überwiegend von Anlegern aus dem Ausland gehalten. Nach einem Rückgang in der Finanzkrise, in der angesichts der hohen Unsicherheit und des großen Liquiditätsbedarfs vieler Investoren weltweit eine Repatriierung von Vermögenswerten stattgefunden hat, ist der Auslandsanteil am hiesigen Aktienmarkt in den letzten Jahren wieder gestiegen; zuletzt lag er bei fast 60%. Ausschlaggebend für die hohe Ausländerpräsenz ist vermutlich, dass sich vorrangig institutionelle Anleger grenzüberschreitend engagieren und dabei bedeutende Anlagesummen bewegen können. Beim Leitindex DAX ist der Auslandsanteil noch höher, was zum einen an dem großen Bekanntheitsgrad der DAX-Unternehmen liegen dürfte, zum anderen aber auch Ergebnis der engmaschigen Beobachtung durch Analysten und Medien sein dürfte, wodurch auch für gebietsfremde Investoren eine hohe Informationstransparenz gewährleistet ist. Zudem weisen die DAX-Papiere eine hohe Liquidität auf.*

*Unter den inländischen Anlegern stellen institutionelle Investoren mit Abstand die größte Investorengruppe; ihr Anteil hat sich über die Zeit im Ergebnis kaum verändert. Allerdings lässt sich innerhalb dieses Sektors eine Verschiebung beobachten. Banken und finanzielle Anleger im Allgemeinen haben im Laufe der Krise ihr Engagement in deutschen Aktien reduziert, was vor allem auf gestiegene regulatorische Anforderungen zurückzuführen sein dürfte. An ihre Stelle traten nichtfinanzielle institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Beteiligungsgesellschaften, die ihren Anteil an gebietsansässigen börsennotierten Unternehmen ausgebaut haben. Vor allem bei den inländischen finanziellen Investoren lässt sich eine Präferenz für größere deutsche Unternehmen beobachten. Private Anleger präferieren offenbar kleinere, regional ansässige Aktienunternehmen.*

## Entwicklung und Struktur des deutschen Aktienmarkts

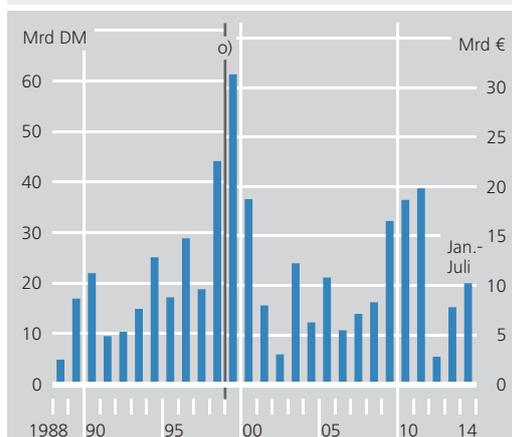
*Nationale und internationale Einordnung des deutschen Aktienmarkts*

In Deutschland gab es im Jahr 2012 unter den circa 3,7 Millionen Unternehmen gut 11 000 Aktiengesellschaften (AG oder KGaA). Gemessen am Umsatz haben diese Aktiengesellschaften einen Anteil von etwa 18%, und sie beschäftigen knapp 9% der sozialversicherungspflichtigen Beschäftigten.<sup>1)</sup> Nur ein Bruchteil der hiesigen Aktiengesellschaften ist börsennotiert. An den maßgeblichen Handelsplätzen der Deutschen Börse AG wurden Ende Juli 2014 Aktien von 711 Unternehmen gehandelt. Ihre Marktkapitalisierung betrug Ende Juli rund 1 200 Mrd €. Damit handelt es sich beim deutschen Aktienmarkt gemessen an der Marktkapitalisierung um den siebtgrößten der Welt und nach dem Vereinigten Königreich und Frankreich um den drittgrößten in Europa.<sup>2)</sup> Im internationalen Vergleich ist das Verhältnis der deutschen Aktienmarktkapitalisierung zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) mit 40% im langfristigen Durchschnitt allerdings vergleichsweise gering. Es liegt sowohl unter dem Wert für die Länder der Europäischen Währungsunion (50%) als auch erheblich niedriger als in den angelsächsischen Ländern USA (111%) und Großbritannien (135%).<sup>3)</sup>

Der Wert deutscher Aktien, gemessen am DAX, ist seit 1988 in drei großen Zyklen, die sich auch in der Emissionstätigkeit widerspiegeln, um mehr als das zehnfache gestiegen (siehe die Erläuterungen auf S. 21f.). Insgesamt wurden seit 1988 von Unternehmen in Deutschland neue Aktien im Marktwert von 296 Mrd € abgesetzt. Die Kapitalmarktstatistik der Bundesbank (siehe unten stehendes Schaubild) zeigt einen starken Anstieg der Emissionstätigkeit in den neunziger Jahren des vergangenen Jahrhunderts im Zuge des „New Economy“-Booms, gefolgt von einem starken Rückgang als Folge kräftiger Kursabschläge am Aktienmarkt in den Jahren bis 2002, die die Nachfrage dämpften und die Finanzierungsmöglichkeiten von Unternehmen einschränkten. Bis zum Beginn der Finanzkrise im Jahr 2008 stabilisierte sich das jährliche Emissionsvolumen bei einem Wert von unter 10 Mrd €. Während der Finanzkrise stieg es wieder an, obwohl praktisch keine Börsengänge erfolgten. In dieser Zeit dominierten Rekapitalisierungen von Finanzinstituten, bei denen in einigen Fällen der Staat über eine Privatplatzierung alle Anteile gezeichnet hat. Erst seit dem Jahr 2012 spielen Börsendebüts wieder eine gewisse Rolle.

*Entwicklung der Emissionstätigkeit*

Aktienemissionen in Deutschland<sup>\*)</sup>



\* Marktwert bei Emission. • Ab 1999 Angaben in Euro.  
 Deutsche Bundesbank

## Eigentümerstruktur und Anlegerverhalten am deutschen Aktienmarkt

### Datengrundlage

Die Eigentümerstruktur deutscher Aktien lässt sich anhand der von der Bundesbank seit Ende 2005 erhobenen Statistik über Wertpapierinvestments (WPIInvest) näher untersuchen. WPIInvest erfasst sowohl die Eigenbestände der meldepflichtigen Institute als auch deren Kun-

*Inländische Institute melden Wertpapierbestände*

1 Quelle: Statistisches Bundesamt.  
 2 Quelle: Thomson Reuters Datastream.  
 3 Quelle: DAI, Factbook, Diverse Ausgaben. Durchschnittliche Werte als langfristiger Durchschnitt von 1989 bis 2012.

## Wertentwicklung deutscher Aktien

Ein wichtiger Indikator für den deutschen Aktienmarkt ist der von der deutschen Börse berechnete Deutsche Aktienindex (DAX), der die Wertentwicklung der 30 bedeutendsten an der Frankfurter Wertpapierbörse zugelassenen Aktiengesellschaften abbildet.<sup>1)</sup> Der DAX wird vorwiegend als sogenannter Performance-Index berechnet und beinhaltet damit – anders als ein Kursindex – auch die kumulierten Ausschüttungen der enthaltenen Titel. Die Unternehmen des Index deckten im Juli 2014 mit einer Marktkapitalisierung von 776 Mrd € 64% des in Deutschland zugelassenen Börsenkapitals ab. Der Index spielt als Referenzwert für Finanzinstrumente (wie bspw. Futures und Optionen, aber auch Indexfonds und Zertifikate) sowohl für institutionelle Investoren als auch für Privatanleger eine wichtige Rolle und wird oftmals als Leitindex des deutschen Aktienmarkts bezeichnet.

Gemessen am DAX hat sich der Wert deutscher Aktien seit 1988 bis Ende August 2014 insgesamt knapp verzehnfacht. Die reine Kursentwicklung ist dabei für gut die Hälfte des DAX-Anstiegs verantwortlich. Die Indexentwicklung folgt einem ähnlichen Muster wie die erwarteten Gewinne der Unternehmen auf Jahresfrist, die neben den Abzinsungsfaktoren ein fundamentaler Bestimmungsfaktor für die Kursentwicklung von Dividendenpapieren sind (siehe Schaubild auf S. 22).<sup>2)</sup> Zeitweilig gibt es aber auch Abweichungen zwischen der Entwicklung von Kursen und erwarteten Gewinnen, was sich in dem zeitvariablen Verhältnis aus diesen Größen, dem sogenannten Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), spiegelt (siehe Schaubild auf S. 22).<sup>3)</sup>

Insgesamt lassen sich drei größere Wertzyklen abgrenzen. In den neunziger Jahren stiegen die DAX-Werte bis in das Frühjahr des Jahres 2000 und erreichten mit gut 8 000 Indexpunkten ihren damaligen

Höchststand. Verantwortlich hierfür zeichneten vor allem Titel aus den Branchen Technologie, Medien und Kommunikation, deren Gewinnpotenziale von weiter in der Zukunft liegenden Marktentwicklungen abhängen. Während dieser Zeit stiegen die Kurse stärker als die auf Jahresfrist erwarteten Gewinne, wodurch das KGV über Jahre hinweg Werte über 20 aufwies. Die hohe Bewertung des DAX war insofern auch Ausdruck eines außergewöhnlichen Optimismus über die mittel- und langfristigen Gewinnwachstumsraten technologieintensiver Sektoren, die in der Folge enttäuscht wurden.

Mit den drastischen Kurseinbrüchen der Hochtechnologietitel („New Economy“) seit März 2000 gab auch der DAX bis in das Frühjahr des Jahres 2003 auf ein Drittel seines Höchststandes nach. Da die erwarteten Gewinne auf Jahresfrist aber nur etwa halb so stark sanken, verringerte sich das KGV während dieser Zeit deutlich. Im Zuge der weltweiten konjunkturellen Belebung stieg der DAX in der Folge wieder deutlich und

---

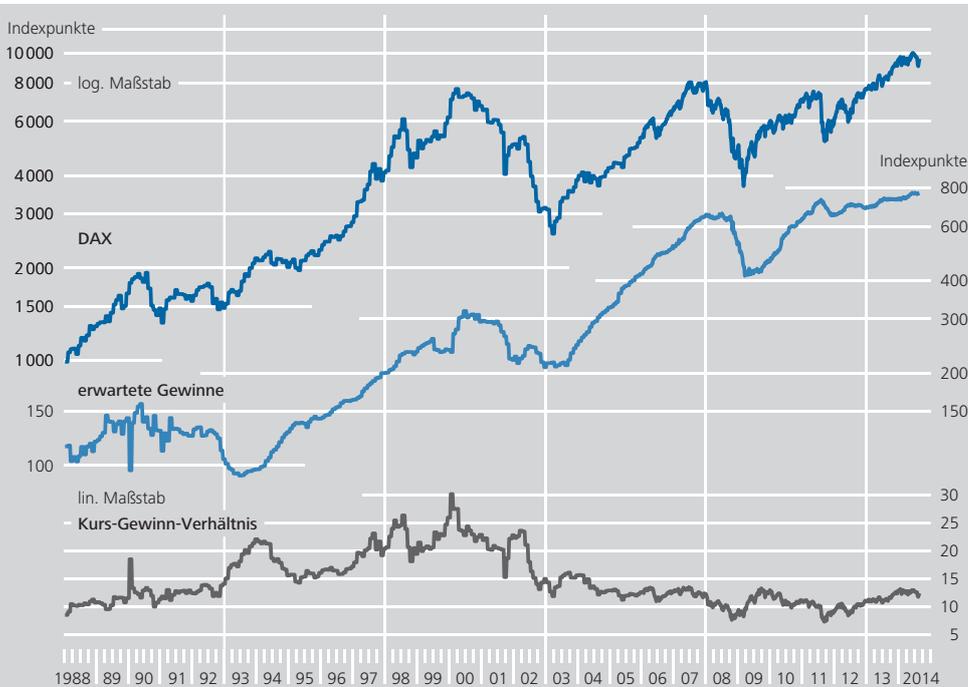
1 Alle Indexmitglieder müssen im Prime Standard der Deutschen Börse AG gelistet sein. Die nach Börsenumsatz und Marktkapitalisierung größten Unternehmen werden in den DAX aufgenommen. Entscheidend ist dabei nicht die gesamte Marktkapitalisierung, sondern diejenige des Streubesitzes. Anteile, die von Eignern mit einem Anteil von mehr als 5% gehalten werden, bleiben daher unberücksichtigt.

2 Gewinne in der langen Frist sind nur schwer vorhersehbar. In der Praxis wird deshalb häufig vereinfachend auf die – durch Umfragen ermittelten – in den kommenden 12 Monaten erwarteten Gewinne zurückgegriffen.

3 Die eigentlichen Zahlungen an Aktieninvestoren sind Dividenden. Dividenden hängen jedoch von der Ausschüttungspolitik ab, die nicht zuletzt durch gesetzliche Rahmenbedingungen bestimmt wird. Nachdem 1998 der Rückkauf eigener Aktien erleichtert wurde, der zudem einen steuerlichen Vorteil besaß, haben Aktienrückkäufe deutlich zugenommen und Dividendenzahlungen ersetzt. Man begeht also einen Fehler, wenn der Rückgang des Kurs-Dividenden-Verhältnisses als Verteuerung interpretiert wird; daher stellt die folgende Bewertung auf den Gewinn als Zahlung ab, und das KGV ersetzt das Kurs-Dividenden-Verhältnis. Erwartete Gewinne beziehen sich auf einen Horizont von 12 Monaten.

### Aktienkurse, erwartete Gewinne und Kurs-Gewinn-Verhältnis des DAX

Wochenwerte



Quelle: Thomson Reuters Datastream (Institutional Brokers Estimate System: I/B/E/S).  
 Deutsche Bundesbank

erreichte im Sommer 2007 einen neuen Spitzenwert von über 8100 Indexpunkten. Notierungen und Gewinnerwartungen zogen in diesem Zeitraum nahezu im Gleichschritt an, und das KGV sank trotz steigender Kurse leicht ab.

Der vom US-Immobilienmarkt ausgehende Finanzmarktschock und die sich daraus nährenden Befürchtungen über die Solidität einiger Finanzinstitute führten zu kräftigen Abschlagen bei Kursen und Gewinnerwartungen auch von DAX-Werten. Auch zeichnete sich im weiteren Verlauf der Krise ab, dass die Verwerfungen an den Finanzmärkten zunehmend auf die Realwirtschaft übergreifen und einen überaus scharfen Abschwung der Weltkonjunktur nach sich ziehen würde. Ihren Tiefpunkt erreichten die Aktienkurse im Frühjahr 2009. Die nachfolgende Erholung setzte mit der Erwartung über ein Ende der Rezession in den großen Industrie- und Schwellenländern ein. Die Analysten begannen mit den zunehmend

positiven Konjunkturdaten ihre Gewinnerwartungen wieder nach oben zu revidieren. Zudem stützte die äußerst akkommodierende Geldpolitik die Kurse.

Die Zuspitzung der europäischen Staatsschuldenkrise in der zweiten Jahreshälfte 2011 hat diese Aufwärtsentwicklung nur kurzzeitig unterbrochen. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik aller großen Zentralbanken und einer ausgeprägten „Suche nach Rendite“ erreichte der DAX im Juli 2014 neue Rekordstände, und das KGV stieg von niedrigem Niveau aus an.<sup>4)</sup> Gestiegene geopolitische Spannungen sowie – damit wohl auch zusammenhängend – zuletzt teilweise schwächer als erwartet ausgefallene Konjunkturindikatoren, vor allem für den Euro-Raum, belasteten anschließend die Kurse.

<sup>4</sup> Der Kursindex ohne die reinvestierten Dividenden liegt etwa ein Fünftel unterhalb seines historischen Höchststandes, den er im März des Jahres 2000 im Zuge des „New Economy“-Booms erreicht hatte.

denbestände.<sup>4)</sup> Über 95% der gesamten Marktkapitalisierung deutscher Aktien sind darin enthalten und dem Meldeschema entsprechend einem inländischen privaten Haushalt, einem inländischen institutionellen Investor oder dem Ausland zugeordnet (siehe Tabelle auf S. 24). Damit ermöglicht WPIInvest eine detaillierte Analyse der Eigentümerstruktur börsennotierter, deutscher Aktiengesellschaften. Die Meldepflicht bezieht sich ausschließlich auf die im Inland ansässigen depotführenden Finanzinstitute. Knapp 5% der deutschen Marktkapitalisierung wird im Ausland verwahrt und deswegen nicht erfasst. Dieser Teil wird in den nachfolgenden Analysen gänzlich ausländischen Investoren zugerechnet. Bei der Bestandsangabe zu den Inländern handelt es sich damit um einen Mindestbestand, da die von Inländern im Ausland verwahrten deutschen Dividendenpapiere dem Ausland zugerechnet werden.

*Mögliche Gründe für hohe Abdeckung des Auslandsanteils in der WPIInvest*

Es mag zunächst überraschen, dass auch der überwiegende Teil der von Ausländern gehaltenen deutschen Dividendentitel in der WPIInvest ausgewiesen wird, obwohl nur inländische depotführende Institutionen meldepflichtig sind.<sup>5)</sup> Dies könnte aber zum einen daran liegen, dass auch die ausländischen Investoren für Wertpapierkäufe die Nähe zum Haupthandelsplatz der jeweiligen Aktie suchen, da dort in der Regel die höchste Liquidität für das Wertpapier gewährleistet ist. Zum anderen dürfte die Abwicklung und Verwahrung im Emittentenland immer noch kostengünstiger sein als ein Übertrag in das Heimatland des jeweiligen Depotinhabers.<sup>6)</sup>

## Auslandsbesitz

*Anteil der Ausländer an deutscher Marktkapitalisierung bei gut 57%*

Mit zuletzt 57,1% befand sich mehr als die Hälfte der Marktkapitalisierung deutscher Aktiengesellschaften in ausländischem Besitz (siehe Tabelle auf S. 24). Ende des Jahres 2007 war der ausländische Anteil sogar schon einmal etwas höher, bevor er dann nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers auf 51,6% zu-

rückging. In dieser Zeit hat weltweit eine Repatriierung von Vermögenswerten stattgefunden. Der längerfristige Trend zum grenzüberschreitenden Engagement setzte sich aber vergleichsweise rasch wieder durch und führte zu einem entsprechenden Anstieg des ausländischen Anteils.

Die weiteren Analysemöglichkeiten der ausländischen Deponentenstruktur auf der Basis von WPIInvest sind allerdings begrenzt. Nur rund 10% des ausländischen Besitzes werden direkt von ausländischen Privathaushalten, finanziellen und nichtfinanziellen institutionellen Investoren bei meldepflichtigen inländischen Banken oder Zentralverwahrern gehalten. Der restliche ausländische Anteil wird von ausländischen Zentralverwahrern und Banken bei meldepflichtigen inländischen depotführenden Institutionen verwahrt. Hier ist es nicht möglich – wie bei den inländischen Investoren – über die Meldungen weiter zwischen Eigen- und Fremdbestand aufzuschlüsseln. Es ist allerdings plausibel davon auszugehen, dass es sich bei den ausländischen Anlegern fast ausschließlich um institutionelle Investoren handelt.<sup>7)</sup>

*Ausländische Deponenten in der WPIInvest nicht weiter kategorisierbar*

## Eigentümerstruktur inländischer Deponenten

Der Inlandsanteil der Marktkapitalisierung heimischer Aktiengesellschaften betrug Ende Mai 2014 42,9% und ist damit in den letzten Jahren – unter Schwankungen während der Finanzkrise – leicht um 2,6 Prozentpunkte gesunken (siehe Tabelle auf S. 24). Inländische ins-

*Inländische Deponenten halten knapp 43% der heimischen Dividendenpapiere*

<sup>4</sup> Die Preisdaten werden durch die vom Eurosystem erstellte Wertpapierdatenbank CSDB (Centralized Securities Database) zugespielt; die Abgrenzung des inländischen Aktienuniversums erfolgt anhand der Kategorisierung von Thomson Reuters Datastream.

<sup>5</sup> Für eine Vollerfassung fehlen lediglich die zuvor angesprochenen, nicht im Meldeschema erfassten knapp 5%.

<sup>6</sup> Mit der Einführung von TARGET2-Securities soll ab Juni 2015 die grenzüberschreitende Abwicklungseffizienz im europäischen Wertpapiermarkt erhöht werden.

<sup>7</sup> Vgl. dazu z. B.: M. Dahlquist und G. Robertsson (2001), Direct Foreign Ownership, Institutional Investors, and Firm Characteristics, *Journal of Financial Economics* 59, S. 1839–1885.

## Eigentümerstruktur börsennotierter Aktiengesellschaften <sup>\*)</sup>

in %

Eigentümer	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inländer	45,5	46,4	41,2	48,4	45,4	44,9	45,8	44,6	42,8	42,9
darunter:										
Private Haushalte	13,3	11,2	10,0	10,3	12,6	12,8	13,1	12,2	11,4	11,8
Institutionelle Investoren	29,8	32,7	29,4	36,1	31,1	30,6	31,1	30,3	29,6	29,4
Nichtfinanzielle Investoren	12,7	16,1	15,8	22,9	19,4	19,2	18,7	18,3	18,9	18,3
Finanzielle Investoren	17,2	16,6	13,6	13,2	11,7	11,4	12,3	12,0	10,7	11,1
Banken	4,7	4,7	3,1	3,5	2,6	2,3	2,2	1,9	2,1	2,7
Investmentfonds	8,0	7,7	5,8	5,3	5,9	6,2	6,9	6,8	6,4	6,3
Versicherungen	2,6	2,5	2,5	2,1	2,1	1,9	1,5	1,6	0,8	0,9
Sonstige finanzielle Investoren	1,8	1,7	2,2	2,3	1,1	1,0	1,9	1,7	1,5	1,3
Ausländer	54,5	53,6	58,8	51,6	54,6	55,1	54,2	55,4	57,2	57,1

\* Datenstand für 2014: Ende Mai 2014, sonst Jahresendstände. Gewichtung nach Marktkapitalisierung.

Deutsche Bundesbank

stitutionelle Investoren hielten zusammen zuletzt knapp ein Drittel aller heimischen Aktien (29,4%), wobei 18,3 Prozentpunkte auf nichtfinanzielle und 11,1 Prozentpunkte auf finanzielle Investoren entfielen. Zu den nichtfinanziellen Investoren zählen unter anderem alle Unternehmen, die hauptsächlich Waren und nichtfinanzielle Dienstleistungen produzieren, sowie Beteiligungsgesellschaften, die an anderen nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften beteiligt sind. Inländische Investmentfonds sind mit einer Quote von zuletzt 6,3% die wichtigste Eigentümergruppe des heimischen finanziellen Sektors, gefolgt von hiesigen Banken (2,7%) und sonstigen finanziellen Instituten (1,3%). Versicherungen, zu denen in dieser Klassifizierung auch die Pensionsfonds zählen, hielten zuletzt mit 0,9% einen vergleichsweise geringen Anteil an deutschen Aktien. Der Anteil der privaten Haushalte betrug Ende Mai 2014 11,8%.

*Private Haushalte halten weniger Aktien*

Der seit dem Jahr 2005 im Ergebnis rückläufige Wertanteil der Inländer basiert im Wesentlichen darauf, dass das Aktienvermögen der privaten Haushalte zurückgegangen ist. Der Wertanteil der institutionellen Investoren insgesamt hat sich dagegen über die Zeit kaum verändert. Innerhalb des Sektors kam es allerdings zu einer Verschiebung zugunsten der nichtfinanziellen Investoren.<sup>8)</sup>

## Einflussfaktoren auf das Anlegerverhalten

### Unternehmensgröße

Eine mögliche Determinante der Halterstruktur von Aktien ist die Größe der Aktiengesellschaft. Im Folgenden werden daher die Aktien der deutschen Unternehmen der Marktkapitalisierung nach sortiert und in fünf zahlenmäßig gleich große Gruppen (Quintile) aufgeteilt, um Zusammenhänge zwischen der Größe des Unternehmens und dem Interesse einzelner Investorengruppen näher zu beleuchten (siehe Tabelle auf S. 25). Beim Vergleich des ersten Quintils (kleinste Unternehmen) mit dem fünften Quintil (größte Unternehmen) zeigt sich, dass bei großen Unternehmen inländische institutionelle Investoren mit plus 15 Prozentpunkten und ausländische Eigner, die sich ebenfalls vor allem aus institutionellen Anlegern zusammensetzen, mit plus 17 Prozentpunkten mit der Größe des Unternehmens an Bedeutung gewinnen. In- und ausländische institutionelle Investoren konzentrieren sich vor allem auf große

*Eigentümerstruktur abhängig von der Unternehmensgröße*

<sup>8</sup> Der starke Anstieg des nichtfinanziellen Sektors zwischen 2007 und 2008 ist zu wesentlichen Teilen auf eine Sonderbewegung der Stammaktie der Volkswagen AG zurückzuführen, die im Rahmen eines Übernahmeversuchs durch die Porsche AG kurzzeitig als die nach Marktkapitalisierung teuerste Aktie weltweit notierte.

## Zusammenhang von Unternehmensgröße und Eigentümerstruktur<sup>9)</sup>

in %

Eigentümer	Quintil 1	Quintil 2	Quintil 3	Quintil 4	Quintil 5
Inländer	69,4	69,3	68,1	64,7	52,2
darunter:					
Private Haushalte	46,5	34,8	31,7	23,1	14,0
Institutionelle Investoren	21,8	33,4	35,7	40,3	36,8
Nichtfinanzielle Investoren	18,9	28,7	29,5	32,8	24,3
Finanzielle Investoren	2,9	4,6	6,2	7,5	12,5
Banken	0,7	0,8	0,9	0,9	3,2
Investmentfonds	0,3	0,9	1,6	2,8	4,6
Versicherungen	0,1	0,2	0,7	0,7	2,0
Sonstige finanzielle Investoren	1,7	2,8	3,0	3,1	2,6
Ausländer	30,6	30,7	31,9	35,3	47,8

\* Aufteilung aller deutschen Unternehmen in fünf Größenquintile; kleinste Unternehmen in Quintil 1, größte Unternehmen in Quintil 5. Durchschnitt über den Zeitraum 2005 bis 2014. Datenstand für 2014: Ende Mai 2014, sonst Jahresendstände.  
 Deutsche Bundesbank

Unternehmen. Im Gegenzug halten inländische Haushalte mit zunehmender Unternehmensgröße weniger Anteile. Ihr Anteil fällt im Quintilsvergleich kontinuierlich von 46,5% auf 14,0%.

*Präferenz  
privater Haushalte für lokale  
Unternehmen*

Ein Grund für die starke Übergewichtung kleinerer Unternehmen könnte die Präferenz privater Haushalte für lokale Aktien sein. So lässt sich für Deutschland nachweisen, dass private Anleger Aktien lokal ansässiger Unternehmen deutlich stärker gewichten, als dies gemäß eines entsprechend der Marktkapitalisierung diversifiziertem Portfolio eigentlich der Fall sein sollte.<sup>9)</sup> Dabei ist das Ergebnis unabhängig von dem Besitz von Belegschaftsaktien, die aufgrund der üblichen Nähe des Wohnorts zum Arbeitsplatz auch in die Kategorie lokaler Aktien fallen würden.<sup>10)</sup> Einige Beiträge zur einschlägigen Literatur sehen in der Übergewichtung lokaler Aktien durch die privaten Haushalte informierte (d. h. rationale) Anlageentscheidungen. Sie gehen von einem Informationsvorsprung bei der Bewertung lokaler Aktieninvestments aus, der sich in entsprechend höheren Renditen des lokalen Aktienengagements niederschlägt.<sup>11)</sup> Allerdings ist die empirische Evidenz für Informationsvorteile bei dem Investment in lokale Aktien nicht eindeutig. So zeigt eine Vielzahl anderer Studien, dass Anleger durch die Übergewichtung lokaler Unterneh-

men keine Renditevorteile erzielen oder sich sogar systematisch schlechter stellen.<sup>12)</sup> Eine entsprechende Analyse für deutsche Privatanleger findet ebenfalls keine signifikanten Überrenditen für private Haushalte. Vielmehr ist die Übergewichtung lokal ansässiger Unternehmen in den Portfolios auf eine Präferenz der Anleger zurückzuführen, in das Bekannte und Vertraute zu investieren, ohne dass sich daraus ein messbarer Renditevorteil ergibt.<sup>13)</sup> Offensichtlich spielt die Vertrautheitskomponente bei der Aktienportfoliozusammensetzung der privaten Haushalte eine wichtige Rolle. Dieses regional bezogene Anlegerverhalten erweist sich als stark ausgeprägt, da es sich interessanterweise

<sup>9</sup> Vgl.: M. Baltzer, O. Stolper und A. Walter (2014), Homefield advantage or a matter of ambiguity aversion? Local bias among German individual investors, *The European Journal of Finance*, erscheint in Kürze.

<sup>10</sup> Die Mitarbeiterbeteiligung in deutschen Unternehmen summiert sich auf meist nicht mehr als 1% des gesamten Aktienkapitals, sodass diese Begründung als mögliche Erklärung nur eine untergeordnete Rolle spielen kann, vgl.: Deutsches Aktieninstitut, Mitarbeiterbeteiligung mit Aktien: Eine Umfrage unter börsennotierten Unternehmen in Deutschland, November 2013.

<sup>11</sup> Vgl. z. B.: A. Bodnaruk (2009), Proximity Always Matters: Evidence from Swedish Data, *Review of Finance* 13, S. 629–656; oder Z. Ivkovic und S. Weisbenner (2005), Local Does As Local Is: Information Content of the Geography of Individual Investors' Common Stock Investments, *Journal of Finance* 60, S. 267–306.

<sup>12</sup> Vgl. etwa: M. Seasholes und N. Zhu (2010), Individual Investors and Local Bias, *Journal of Finance* 65, S. 1987–2010.

<sup>13</sup> Vgl.: M. Baltzer, O. Stolper und A. Walter (2014), a. a. O.

*Präferenz für größere Unternehmen vor allem bei finanziellen und ausländischen Investoren*

auch über Ländergrenzen hinweg beobachten lässt.<sup>14)</sup>

Bei den inländischen finanziellen Investoren zeigt sich dagegen eine klare Präferenz für größere Unternehmen. Während bei den Größenquintilen eins bis vier in der Tabelle auf Seite 25 ein vergleichsweise moderater Anstieg des prozentualen Anteils zu beobachten ist, erfolgt zum fünften Quintil ein signifikanter Sprung auf 12,5%. Noch deutlich ausgeprägter verläuft diese Entwicklung bei den ausländischen Investoren. Auch bei dieser Investorengruppe nimmt der Eigentümeranteil bis zum vierten Quintil in etwa linear zu, bevor sich im Quintil mit den größten Unternehmen der Anteil stark auf 47,8% erhöht. Dieser Anstieg passt zu existierenden Forschungsergebnissen, die als treibenden Faktor für die Fokussierung der ausländischen Investoren auf die größeren heimischen Unternehmen geringere Informationsasymmetrien sehen.<sup>15)</sup> In der Regel gibt es bei den größeren Unternehmen einen vergleichsweise starken Informationsfluss, was sich zum Beispiel in einem hohen Abdeckungsgrad durch Aktienanalysten widerspiegelt. Darüber hinaus werden Anteile großer Unternehmen, wie sich anhand des deutschen Marktes bestätigt, auch generell verstärkt von Investmentfonds und anderen institutionellen Anlegern gehalten und fortlaufend von den Medien beobachtet. Dadurch reduziert sich die Wahrscheinlichkeit, dass zusätzliche unternehmensrelevante Informationen existieren, auf die ein inländischer Investor leichter zugreifen kann als sein ausländisches Pendant. Darüber hinaus dürfte auch eine höhere Liquidität der Aktien großer Unternehmen ein wichtiger Beweggrund für ein Investment durch ausländische Investoren sein.<sup>16)</sup>

### DAX-Zugehörigkeit

*Starke Präferenz der ausländischen Investoren für DAX-Unternehmen*

Die Präferenz ausländischer Investoren für Aktien großer Unternehmen mit geringer Informationsasymmetrie und hoher Liquidität zeigt sich insbesondere bei den DAX-Unternehmen, bei denen es sich um die 30 bedeutendsten

deutschen Aktiengesellschaften handelt. Neben dem zuvor genannten Argument zur Unternehmensgröße stellt die Zugehörigkeit zu einem bekannten nationalen AuswahlindeX an sich einen zusätzlichen Anreiz für ausländische Investoren dar, in diese Unternehmen zu investieren.<sup>17)</sup> Die stärkere Präsenz und Beachtung des DAX in der internationalen Öffentlichkeit führen umgekehrt dazu, dass die DAX-Unternehmen weniger als lokale Unternehmen wahrgenommen werden, sodass die zuvor beobachtete lokale Übergewichtung in diesen Unternehmen deutlich abnimmt.<sup>18)</sup>

Die im Folgenden genauer betrachteten DAX-Unternehmen stehen zusammen für knapp zwei Drittel der gesamten inländischen Marktkapitalisierung. Durch diese disaggregierte Analyse lassen sich zusätzliche Einsichten in das Anlageverhalten der unterschiedlichen Investorengruppen gewinnen.

Gemäß der Klassifizierung der WPIInvest entfallen 63,7% der Marktkapitalisierung der DAX-Unternehmen auf ausländische Halter (siehe Tabelle auf S. 27).<sup>19)</sup> Somit ist das Interesse an den DAX-Unternehmen bei ausländischen Investoren nochmal deutlich größer als an dem durchschnittlichen Unternehmen im obersten Größenquintil.

Der Anteil der ausländischen Investoren am DAX ist seit Ende 2005 um 7,8 Prozentpunkte gestiegen. Angesichts der regelmäßig wech-

*Anstieg des ausländischen Anteils seit 2005*

<sup>14</sup> Vgl.: M. Baltzer, O. Stolper und A. Walter (2013), Is local bias a cross-border phenomenon? Evidence from individual investors' international asset allocation, *Journal of Banking and Finance* 37, S. 2823–2835.

<sup>15</sup> Vgl.: M. Dahlquist und G. Robertsson (2001), a. a. O.

<sup>16</sup> Vgl.: L. L. Tesar und I. M. Werner (1995), Home Bias and High Turnover, *Journal of International Money and Finance* 14, S. 467–493.

<sup>17</sup> Siehe auch die Argumentation zur Indexzugehörigkeit im Zusammenhang mit lokalen Investments bei: Z. Ivkovic und S. Weisbenner (2005), a. a. O.

<sup>18</sup> Vgl.: M. Baltzer, O. Stolper und A. Walter (2014), a. a. O.

<sup>19</sup> Wie zuvor im Rahmen der Sektorenunterscheidung bereits erwähnt, muss bei diesen Angaben berücksichtigt werden, dass es sich um einen oberen Grenzwert handelt. So werden bei dieser Erfassung auch diejenigen inländischen Marktteilnehmer dem Ausland zugeschlagen, die möglicherweise ihr Portfolio im Ausland führen oder durch einen ausländischen Zentralverwahrer verwalten lassen.

Eigentümerstruktur der DAX-Unternehmen *)										
in %										
Eigentümer	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Inländer	44,1	41,9	35,1	43,9	36,9	36,5	38,1	36,6	35,4	36,3
darunter:										
Private Haushalte	14,4	12,2	10,6	11,5	13,7	13,9	14,3	13,7	12,7	12,9
Institutionelle Investoren	27,1	27,2	22,3	30,0	21,1	20,9	21,8	20,9	21,0	21,7
Nichtfinanzielle Investoren	7,6	8,8	9,3	17,8	10,1	10,2	10,2	9,6	9,7	9,8
Finanzielle Investoren	19,5	18,4	13,0	12,2	11,0	10,7	11,7	11,3	11,2	11,9
Banken	6,3	5,8	3,3	3,5	2,3	2,0	2,2	2,1	2,7	3,3
Investmentfonds	10,7	10,4	7,6	7,3	7,6	7,7	8,7	8,5	8,0	7,7
Versicherungen	1,7	1,6	1,7	1,0	0,9	0,8	0,7	0,6	0,4	0,5
Sonstige finanzielle Investoren	0,8	0,6	0,5	0,4	0,2	0,2	0,1	0,1	0,2	0,3
Ausländer	55,9	58,1	64,9	56,1	63,1	63,5	61,9	63,4	64,6	63,7
darunter:										
EU (ohne Deutschland)	29,5	30,9	35,2	31,3	34,6	32,4	27,9	32,7	34,6	33,8
Schweiz	5,0	4,3	4,2	4,0	4,9	5,3	5,4	5,5	5,2	5,2
USA	13,1	15,0	16,8	14,2	15,9	18,6	20,7	16,9	16,4	16,5
Übriges Ausland	6,3	5,4	5,5	5,0	6,5	7,0	6,7	7,5	7,8	7,6

\* Datenstand für 2014: Ende Mai 2014, sonst Jahresendstände. Gewichtung nach Marktkapitalisierung.  
 Deutsche Bundesbank

selnden DAX-Zusammensetzung stellt sich die Frage, ob diese deutliche Veränderung möglicherweise auf rein konstruktionsbedingte Erklärungen zurückzuführen ist. So wäre es denkbar, dass die seit dem Jahr 2005 aus dem DAX ausgeschiedenen Unternehmen vor allem in den Depots inländischer Anleger zu finden waren, wohingegen die Eigentümerstruktur der nachrückenden Unternehmen stärker von ausländischen Investoren dominiert wurde.<sup>20</sup> Eine entsprechende Analyse zeigt aber, dass dies nicht der Fall ist. Wird die aktuelle Zusammensetzung des DAX bis 2005 zurückgerechnet, so ergibt sich sogar noch eine etwas stärkere Zunahme des Anteils der ausländischen Investoren. Die gleiche Veränderung lässt sich feststellen, wenn nur die DAX-Werte berücksichtigt werden, die seit dem Jahr 2005 dem DAX durchgängig angehört haben. Somit können konstruktionsbedingte Gründe beim DAX für die veränderte Eigentümerstruktur ausgeschlossen werden. Es handelt sich um eine bewusste Aufstockung durch die ausländischen Investoren, wobei das aktuell vergleichsweise hohe Niveau der Auslandsbeteiligung bereits vor der Finanz- und Staatsschuldenkrise Ende 2007 erreicht wurde, bevor der Anteil der ausländischen Investoren nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers Ende 2008 stark zurückging, dann aber auch schnell wieder aufgestockt wurde. Offenbar haben die rasche

Erholung der deutschen Wirtschaft nach dem Konjunkturunbruch 2008/2009 und die hohe Wettbewerbsfähigkeit der vorwiegend international ausgerichteten DAX-Unternehmen deren Aktien für ausländische Anleger attraktiv gemacht.

Bei einer regionenspezifischen Betrachtung zeigt sich, dass etwa ein Drittel der deutschen Aktien – gemessen an der Marktkapitalisierung – von Gebietsansässigen innerhalb der EU gehalten wird. In diesem Anteil schlagen allerdings auch die ausländischen Zentralverwahrer zu Buche, deren Bestände regional nicht eindeutig den Endinvestoren zuzuordnen sind. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass die Bestände des Finanzzentrums London in dem EU-Anteil enthalten sind. Ob es sich dabei um Eigenbestände britischer Investoren oder um Kundenbestände aus aller Welt handelt, lässt sich den Daten nicht entnehmen. Der Anteil von Gebietsansässigen in den USA lag bei zuletzt 16,5%, wobei auch hier – ähnlich wie für London – eine Rolle spielen dürfte, dass in den USA verschiedene größere Investmentfonds und andere institutionelle Investoren ihre

*Die größten internationalen Anlegergruppen kommen aus der EU und den USA*

<sup>20</sup> Neben starken Rückgängen beim Marktwert und bei den Börsenumsätzen relativ zu anderen Unternehmen können auch ein Unternehmenszusammenschluss oder eine Übernahme zu einem Ausscheiden der entsprechenden Aktiengesellschaft aus dem DAX führen.

### Aktienvermögen und Käufe beziehungsweise Verkäufe der heimischen privaten Investoren\*)

Mrd €



\* In dieser Abgrenzung sind neben den privaten Haushalten auch private Organisationen ohne Erwerbszweck enthalten.  
 Deutsche Bundesbank

betrachteten deutschen Aktienmarkt nachweisen (vgl. dazu die Erläuterungen auf S. 29 ff.).

Es stellt sich die Frage, ob und inwieweit der Momentum-Effekt durch einzelne Investorengruppen am deutschen Aktienmarkt systematisch genutzt wurde. Eine entsprechende Analyse zeigt einen stark positiven Zusammenhang zwischen der Veränderung des ausländischen Eigentümeranteils und den vergangenen kumulierten Renditen, was darauf hindeuten könnte, dass die ausländischen Investoren eine Momentum-Strategie verfolgten. Dementsprechend bildeten die inländischen Anleger per Konstruktion im Aggregat den antizyklischen Gegenpart dieser Strategie. Bei der sektorenspezifischen Aufschlüsselung zeigt sich, dass für diesen Gegenpart allein die privaten Haushalte verantwortlich sind. Dagegen folgten insbesondere die finanziellen Investoren – und dort die Investmentfonds und Banken – ebenfalls einer Momentum-Strategie.

*Ausländische Investoren und Investmentfonds Momentum-Händler*

Heimat haben. Im Vergleich zu Ende 2005 haben sowohl die Investoren der EU als auch der USA ihre Anteile am DAX erhöht. Ungefähr ein Fünftel der Marktkapitalisierung des DAX wird von Anlegern aus dem Euro-Währungsgebiet gehalten, wobei insbesondere Investoren aus Luxemburg, aufgrund der dort ansässigen Fondsindustrie, und aus Frankreich herausstechen. Asien spielt als unmittelbarer Anlagestandort für DAX-Werte kaum eine Rolle; ohne die Eignergruppen aus der EU (einschl. Deutschland), der Schweiz und den USA gerechnet entfiel Ende Mai 2014 auf die Ansässigen aller übrigen Länder inklusive Asien lediglich ein Anteil von 7,6%.

#### Vergangene Renditen (Momentum-Effekt)

Der Momentum-Effekt besagt, dass Aktien, deren Kurse in der Vergangenheit überdurchschnittlich zugelegt haben, auch weiterhin besser abschneiden als die vergangenen „Verlierer“. Diese Anomalie lässt sich auch für den hier

*Momentum-Effekt auch für den deutschen Markt nachweisbar*

#### Präferenz für „sichere“ Werte im Rahmen der Finanzkrise

Betrachtet man das Aktienengagement inländischer Privatinvestoren über einen längerfristigen Zeitraum fallen starke zyklische Schwankungen auf.<sup>21)</sup> Die Entwicklung des direkten Aktienvermögens der privaten Investoren wurde stark durch die jeweilige Aktienkursentwicklung geprägt (siehe oben stehendes Schaubild).<sup>22)</sup> So spiegeln sich im Aktienvermögen die Kursaufschwünge im Zuge des „New Economy“-Booms um das Jahr 2000 sowie der sich anschließende starke Einbruch wider. In den darauf folgenden

*Aktienvermögen der privaten Haushalte starken Schwankungen unterworfen*

<sup>21</sup> Das betrachtete Aktienuniversum wird auf den gesamten direkten Aktienbesitz der privaten Haushalte erweitert, also auch auf die ausländischen Aktien. Um eine etwas längere Entwicklung beobachten zu können, wird auf die aggregierten Daten der Finanzierungsrechnung zurückgegriffen. Dabei ist allerdings zu beachten, dass die zugrunde liegende Sektorenabgrenzung etwas weiter gefasst ist als in der WPInvest. Neben den privaten Haushalten sind auch die privaten Organisationen ohne Erwerbszweck in der Kategorie „private Investoren“ enthalten, die zuletzt ungefähr einen Anteil von knapp einem Viertel am gesamten Aktienvermögen der privaten Investoren ausmachen.

<sup>22</sup> Daneben halten die privaten Haushalte Aktien indirekt über ihre Beteiligungen an Investmentfonds.

## Momentum-Strategie am deutschen Aktienmarkt

Der Momentum-Effekt besagt, dass Aktien, deren Kurse in der Vergangenheit überdurchschnittlich gestiegen sind, auch weiterhin besser abschneiden als die vergangenen „Verlierer“. Dieser zuerst von Jegadeesh und Titman (1993) für den US-Aktienmarkt dokumentierte Effekt widerspricht der auf Fama (1970) zurückgehenden Effizienzmarkthypothese, wonach aus den Aktienkursverläufen der Vergangenheit nicht auf Kurse der Gegenwart und Zukunft geschlossen werden kann.<sup>1)</sup> Im Gegensatz zu anderen Anomalien am Aktienmarkt konnte dieser Effekt auch nach seiner ersten Beschreibung weiterhin nachgewiesen und zudem auch außerhalb des US-Aktienmarkts sowie in anderen Anlageklassen gefunden werden.<sup>2)</sup> Anhand der Quartalsdaten aus der Statistik für Wertpapierinvestments (WPIInvest) zum deutschen Aktienmarkt von Ende 2005 bis Ende 2012 wird untersucht, inwieweit sich ein Momentum-Effekt auch für deutsche Aktien feststellen lässt, und welche Investorengruppen einer solchen Strategie folgen.<sup>3)</sup> Die WPIInvest erfasst den deutschen Aktienmarkt nahezu vollständig und bietet deshalb gegenüber anderen bislang für international vergleichbare Studien benutzten Datensätzen den Vorteil, dass die Handelstrategien verschiedener Investorengruppen gleichzeitig analysiert werden können. Wenn eine Anlegergruppe Aktien mit überdurchschnittlich hohen vergangenen Renditen kauft beziehungsweise Werte mit überdurchschnittlichen Verlusten verkauft, dann muss es mindestens eine andere Anlegergruppe geben, die genau entgegengesetzt handelt. Mithilfe der WPIInvest können also nicht nur die Momentum-Investoren identifiziert werden, sondern auch die Gruppe der Handelspartner. Das detaillierte Meldeschema erlaubt zudem eine tiefere Aufgliederung der institutionellen Investoren, als dies in der internationalen Forschungsliteratur bislang der Fall gewesen ist.<sup>4)</sup>

### Momentum-Strategie für deutsche Aktien

Für die Analyse werden zunächst alle deutschen Aktien nach ihrer Renditehöhe über einen vorgegebenen Zeitraum – die sogenannte Formationsperiode – geordnet.<sup>5)</sup> Die 30% der Aktien mit den höchsten Renditen werden dann in ein Gewinner- und die 30% der Aktien mit den niedrigsten Renditen in ein Verlierer-Portfolio eingeteilt.<sup>6)</sup> Als nächster Schritt wird ein Portfolio

---

**1** Vgl.: N. Jegadeesh und S. Titman (1993), Returns to Buying Winners and Selling Losers: Implications for Stock Market Efficiency, *Journal of Finance* 48, S. 65–91; E. F. Fama (1970), Efficient Capital Markets, A Review of Theory and Empirical Work, *Journal of Finance* 25, S. 383–417.

**2** N. Jegadeesh und S. Titman (2001, Profitability of momentum strategies: An evaluation of alternative explanations, *Journal of Finance* 56, S. 699–720) zeigen, dass die Momentum-Strategie auch nach Veröffentlichung des Originalpapiers immer noch nachgewiesen werden kann. K. G. Rouwenhorst (1998, International Momentum Strategies, *Journal of Finance* 53, S. 267–284) und J. M. Griffin, X. Ji und J. S. Martin (2003, Momentum Investing and Business Cycle Risk: Evidence from Pole to Pole, *Journal of Finance* 58, S. 2515–2547) liefern den Nachweis für Momentum-Effekte in den internationalen Aktienmärkten (in Asien ist der Effekt am schwächsten, insbesondere in Japan). C. S. Asness, T. J. Moskowitz und L. H. Pedersen (2013, Value and Momentum Everywhere, *Journal of Finance* 68, S. 929–985) dokumentieren, dass der Momentum-Effekt nicht nur in Aktien vorhanden ist, sondern auch in anderen Anlageklassen.

**3** Die hier angeführten Ergebnisse zum deutschen Aktienmarkt basieren auf dem in Kürze als Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank erscheinenden Forschungspapier von M. Baltzer, S. Jank und E. Smajlbegovic, *Who Trades on Momentum?*

**4** Die institutionellen Investoren können in nichtfinanzielle und finanzielle Investoren aufgeschlüsselt werden und die Gruppe der finanziellen Investoren nochmal in Banken, Investmentfonds, Versicherungen und sonstige finanzielle Investoren. Der in der US-Literatur bislang üblicherweise verwendete „13-F SEC Filings“-Datensatz beinhaltet lediglich die großen institutionellen Investoren, die nicht weiter unterschieden werden können.

**5** Üblicherweise beträgt eine Formationsperiode ein bis vier Quartale. Für die vorliegende Untersuchung werden vier Quartale zugrunde gelegt, wobei sich die Ergebnisse unabhängig von der Länge der Formationsperiode als robust erweisen.

**6** Diese Einteilung geht zurück auf E. F. Fama und K. R. French (1993), Common Risk Factors in the Returns on Stocks and Bonds, *Journal of Financial Economics* 33, S. 3–56.

gebildet, für das die Aktien des Sieger-Portfolios zu jeweils gleichen Gewichten gekauft und die des Verlierer-Portfolios ebenfalls zu gleichen Gewichten leerverkauft werden („zero-cost“-Strategie). Nun wird die Entwicklung der Portfolios für einen zweiten Zeitraum, die sogenannte Halteperiode, analysiert.<sup>7)</sup> Es zeigt sich, dass diese Winner-Minus-Loser(WML)-Strategie für Deutschland wie auch schon für die USA und andere Länder hoch profitabel ist. Für Deutschland ergibt sich eine ökonomisch und statistisch signifikante annualisierte Renditedifferenz von Sieger- zu Verlierer-Portfolio von über 11%. Auch wenn sich die WML-Strategie im Durchschnitt über den betrachteten Zeitraum als profitabel erweist, so gibt es auch einzelne starke Verlustquartale. Insbesondere im zweiten und dritten Quartal 2009, als sich die Märkte von den drastischen Einbrüchen seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers zu erholen begannen, brachte die WML-Strategie starke Verluste. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Verlierer-Aktien zwar besonders sensitiv auf den Finanzmarktschock reagiert hatten. Nach Abklingen der Spannungen erholten diese sich aber dann auch wieder schneller als die Gewinner-Aktien.<sup>8)</sup>

### Unterschiedliche Strategien einzelner Investorengruppen

Um der oben aufgeworfenen Frage nachzugehen, inwieweit einzelne Investorengruppen die WML-Strategie am deutschen Markt genutzt haben, wird zunächst für jede Aktie  $i$  der prozentuale Eigentümeranteil  $OS_{i,j,t}$  der Investorengruppe  $j$  zum Zeitpunkt  $t$  ermittelt:

$$OS_{i,j,t} = \frac{\text{Anzahl Aktien}_{i,j,t}}{\text{Ausstehende Aktien}_{i,t}}$$

Für die Aktien des Gewinner- (Verlierer-) Portfolios wird die durchschnittliche Veränderung im Vergleich zum Vorquartal des Anteils für jeden Investorensektor berechnet.<sup>9)</sup> Eine positive (negative) Differenz in der Veränderung des Investorenanteils zwi-

schen dem Gewinner- und dem Verlierer-Portfolio deutet darauf hin, dass die Investorengruppe einer WML-Strategie („contrarian“-Strategie) folgt.

Um für andere mögliche Effekte zu bereinigen wird in einer Paneldatenregression für jede Investorengruppe nicht nur die Veränderung des Eigentümeranteils  $\Delta OS_{i,j,t}$  auf die Renditen der Formationsperiode ( $ret_{i,(t-4,t-1)}$ ) regressiert, sondern zusätzlich um unternehmensspezifische Variablen ( $controls_{i,t-1}$ ) kontrolliert:<sup>10)</sup>

$$\Delta OS_{i,j,t} = \alpha_t + \beta \cdot ret_{i,(t-4,t-1)} + \gamma \cdot controls_{i,t-1} + \varepsilon_{i,j,t}$$

Die Ergebnisse zeigen einen signifikant positiven Einfluss der Renditen der Formationsperiode auf den ausländischen Anteil, was existierende Forschungsergebnisse bestätigt, dass ausländische Investoren eine WML-Strategie verfolgen.<sup>11)</sup> Dementsprechend stellen inländische Anleger per Konstruktion im Aggregat die Kontrahenten, die einer „contrarian“-Strategie folgen. Bei einem sektorenspezifischen Blick auf die inländischen Investoren zeigt sich allerdings, dass diese entgegengesetzte Strategie allein auf die privaten Haushalte zurückzuführen

7 Bei der vorliegenden Untersuchung wird ein Quartal zugrunde gelegt. Es ergeben sich allerdings positive Momentum-Profite bis zu einer Halteperiode von vier Quartalen.

8 Diese Entwicklung lässt sich auch an anderen Märkten beobachten, vgl.: K. Daniel und T. Moskowitz (2013), Momentum Crashes, Swiss Finance Institute Working Paper.

9 Um die Nachfrage nach bestimmten Aktien um mögliche Trends in der Aktienmarktteilnahme zu bereinigen, wird für jeden Investorensektor die spezifische Nachfrage nach einer Aktie um die durchschnittliche Nachfrage zu dem jeweiligen Zeitpunkt korrigiert.

10 Zu diesen unternehmensspezifischen Faktoren zählen: Größe, Verhältnis Buch- zu Marktwert, Volatilität, Betafaktor, Alter, Dividendenrendite, Indexzugehörigkeit und Börsenumsatz.

11 M. Grinblatt und M. Keloharju (2000), The investment behaviour and performance of various investor types: a study of Finland's unique data set, Journal of Financial Economics 55, S. 43–67) identifizieren ebenfalls ausländische Investoren als Momentum-Händler. Dies wird in erster Linie damit begründet, dass es sich bei den Ausländern in erster Linie um institutionelle Investoren handelt.

ist, was ebenfalls internationalen Forschungsergebnissen für die USA entspricht.<sup>12)</sup> Die inländischen institutionellen Investoren, und dort insbesondere die Investmentfonds, verfolgen dagegen ebenfalls eine WML-Strategie.<sup>13)</sup>

### Mögliche Erklärungsansätze

Mögliche Gründe für das Auftreten des Momentum-Effekts werden in der Literatur kontrovers diskutiert. Dahinter steht die zentrale Frage, ob es sich bei der beobachteten Kursbewegung um eine Unter- oder Überreaktion handelt. Als Gründe für eine Überreaktion argumentieren Daniel et al. (1998), dass (institutionelle) Investoren sich zu sicher sind in ihrer eigenen Einschätzung zu einer Aktie und darüber hinaus dazu neigen, in neuen Informationen vor allem ihre eigenen Entscheidungen und Einschätzungen bestätigt zu sehen („overconfidence bias“).<sup>14)</sup> Erfolgreiche Anlageentscheidungen werden somit auf die eigenen Fähigkeiten zurückgeführt, während für die anderen ein Mangel an Glück verantwortlich gemacht wird. Bei einem erfolgreich prognostizierten Kursanstieg werden so die Positionen in den jeweiligen Wertpapieren erhöht, was den Kurs steigen lässt und ihn weiter von seinem Fundamentalwert entfernt. Negative Informationen haben dagegen zunächst keinen Einfluss auf das Verhalten, was entsprechend zu einem positiven Momentum-Effekt führt.

Während die „overconfidence“-Hypothese von den Momentum-Händlern ausgeht, setzen Grinblatt und Han (2005) mit dem sogenannten Dispositionseffekt bei den Investoren der Gegenpartei an, bei denen sie eine zu langsame Anpassung an neue Fundamentaldaten ausmachen, was zu einer entsprechenden Unterreaktion führt.<sup>15)</sup> Danach halten Investoren ihre Verlierer-Aktien zu lange, während sie andererseits ihre Gewinner-Aktien zu schnell veräußern. Dies bedeutet zum Beispiel, dass bei guten Nachrichten für eine Aktie nur eine allmähliche Anpassung an den neuen (höheren) Fundamentalwert erfolgt.

Durch eine Interaktion heterogener Investorengruppen vereint der Ansatz von Hong und Stein (1999) Unter- und Überreaktion. Die eine Gruppe („newswatcher“) handelt aufgrund von fundamentalen Informationen, wobei die Neuigkeiten erst allmählich verarbeitet werden. Die andere Gruppe („momentum traders“) beobachten die früheren Preissignale und steigen bei steigenden Kursen in den Markt ein, wodurch der neue Fundamentalwert erreicht wird. Allerdings kennen die Momentum-Händler diesen Fundamentalwert nicht, sodass sie aufgrund der weiterhin gültigen positiven Preissignale weiter investieren, was dann zu einem Überschießen des Aktienkurses führt. Entsprechendes gilt bei negativen Informationen über das Unternehmen.

Im Ergebnis zeigt sich, dass ein Dispositionseffekt der privaten Haushalte, der institutionellen und ausländischen Anlegern die Möglichkeit gibt, eine gewinnbringende WML-Strategie umzusetzen, mit dem untersuchten Datensatz in Einklang gebracht werden kann. Die Daten zeigen aber auch, dass insbesondere in unsicheren Zeiten eine Momentum-Strategie verlustreich sein kann. Innerhalb des Erklärungsansatzes wäre das dann der Fall, wenn die entsprechenden Aktienkurse aufgrund eines verstärkten Preisdrucks der Momentum-Händler zunächst überreagierten und dann in der Folge korrigiert würden.

<sup>12</sup> Vgl.: T. Odean (1998), Are Investors Reluctant to Realize their Losses?, *Journal of Finance* 53, S. 1279–1298.

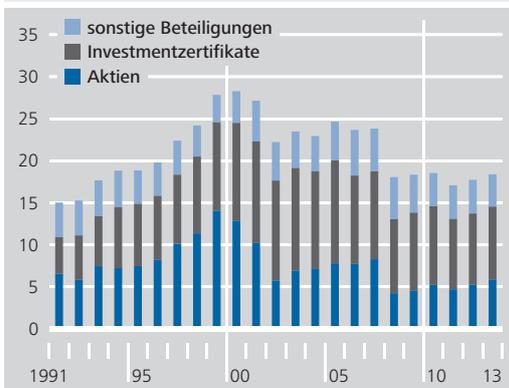
<sup>13</sup> Vgl.: M. Grinblatt, S. Titman und R. Wermers (1995), Momentum Investment Strategies, Portfolio Performance, and Herding: A Study of Mutual Fund Behavior, *American Economic Review* 85, S. 1088–1105; und S.G. Badrinath und S. Wahal (2002), Momentum Trading by Institutions, *Journal of Finance* 57, S. 2449–2478.

<sup>14</sup> Vgl.: K. Daniel, D. Hirshleifer und A. Subrahmanyam (1998), Investor Psychology and Security Market Under- and Overreactions, *Journal of Finance* 53, S. 1839–1885.

<sup>15</sup> Vgl.: M. Grinblatt und B. Han (2005), Prospect Theory, Mental Accounting, and Momentum, *Journal of Financial Economics* 78, S. 311–339.

### Aktienanteil am Geldvermögen der privaten Investoren<sup>1)</sup>

in %, Jahresendstände



\* In dieser Abgrenzung sind neben den privaten Haushalten auch private Organisationen ohne Erwerbszweck enthalten.  
 Deutsche Bundesbank

Jahren nahm das Aktienvermögen kontinuierlich zu, bevor es dann in der Finanzkrise 2008 erneut zu einem starken Rückgang kam. Der Effekt der Kursbewegungen auf das Vermögen wird durch ein prozyklisches Kauf- und Verkaufsverhalten der Anleger verstärkt, das insbesondere in Krisenzeiten sehr ausgeprägt zu sein scheint. In den Jahren 2001/2002 sowie 2008 mit jeweils kräftigen Kurseinbrüchen kam es zu starken Verkäufen. So reduzierte sich beispielsweise das Aktienvermögen der privaten Investoren im Jahr 2008 insgesamt um 188½ Mrd € oder knapp 51%, wovon lediglich 9½ Mrd € (entspricht 2,6% des Aktienvermögens Ende 2007) auf Nettoverkäufe zurückzuführen sind.

*Rückgang des Aktienbesitzes während der Krise insgesamt, ...*

Eine Analyse des Geldvermögens der privaten Investoren bestätigt, dass der prozentuale Anteil von Aktien, Investmentzertifikaten und sonstigen Beteiligungen am Geldvermögen insbesondere im Jahr 2008 deutlich zurückgegangen ist (siehe oben stehendes Schaubild). Am stärksten ausgeprägt war der Rückgang des direkten Aktienbesitzes, der danach nur noch 4,2% des Gesamtvermögens entsprach und damit einen historischen Tiefststand markierte.<sup>23)</sup> Seitdem hat sich der Anteil an Dividendenpapieren wieder kontinuierlich erhöht, was allerdings zu mehr als zwei Dritteln auf Kurssteigerungen zurückzuführen ist; Ende 2013 lag der Aktien-

anteil bei 5,8%. Offensichtlich haben private Investoren also auf dem Höhepunkt der Finanzkrise ihr Vermögen umgeschichtet, indem sie Aktien gegen andere, risikoärmere Anlagen eingetauscht haben.

Bei einem Blick auf die Bestandsveränderungen der inländischen Aktien anhand der detaillierten Angaben aus der WPIInvest ergibt sich für die privaten Haushalte ein differenzierteres Bild. Zwar bestätigt sich auch hier, dass – gemessen an der Marktkapitalisierung aller inländischen Dividentitel – der Depotanteil der Privathaushalte von 2005 bis 2007 stetig von 13,3% auf 10,0% zurückgegangen ist (siehe Tabelle auf S. 24). Im Krisenjahr 2008 jedoch erhöhte sich der Anteil an den heimischen Titeln leicht auf 10,3%. Interessanterweise sind dafür allein die DAX-Titel verantwortlich, für die sich ein vergleichsweise deutlicher Anstieg von 10,6% auf 11,5% ergibt (siehe Tabelle auf S. 27).

*... aber Aufstockung bei DAX-Titeln*

Das Anlegerverhalten der privaten Haushalte während der Finanzkrise zeigt, dass sie nicht nur von einer Anlageklasse in eine andere umgeschichtet haben, sondern auch innerhalb einer Anlageklasse differenziert haben. Während sie sich von ausländischen Dividendenpapieren trennten, wurden inländische Titel sogar netto gekauft. Eine entscheidende Rolle dürfte dabei die Vertrautheit der Anleger mit den großen inländischen Unternehmen gespielt haben, die insbesondere in einer Krisensituation relevant wird.<sup>24)</sup> Ebenso könnte ein abnehmender Risikoappetit (oder zunehmende Risikoaversion) einen entscheidenden Einfluss auf eine kurzfristige Verlagerung der Aktienanlage vom Ausland ins Inland ausüben.<sup>25)</sup>

*In der Finanzkrise auch Umschichtungen innerhalb einer Anlageklasse*

<sup>23</sup> Der höchste Aktienanteil am Geldvermögen der privaten Haushalte wurde im Zuge des „New Economy“-Booms im Jahr 1999 gemessen; er betrug mit 14,0% mehr als das Dreifache des heutigen Wertes.

<sup>24</sup> Vgl.: G. Huberman (2001), Familiarity Breeds Investment, *Review of Financial Studies* 14, S. 659–680.

<sup>25</sup> Vgl.: S. Babilis und V. Fitzgerald (2005), Risk Appetite, Home Bias and the Unstable Demand for Emerging Market Assets, *International Review of Applied Economics* 19, S. 459–476.

## ■ Fazit

Über die Hälfte der Marktkapitalisierung deutscher Aktien wird vom Ausland gehalten, was als Ausdruck der zunehmenden internationalen Verflechtung gesehen werden kann. Auch wenn im Zusammenhang mit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers ein deutlicher Rückgang des Auslandsanteils zu beobachten war, so setzte sich doch der Trend zum grenzüberschreitenden Wertpapierengagement vergleichsweise rasch wieder durch. Inländische Banken und finanzielle institutionelle Anleger im Allgemeinen haben im Laufe der Krise ihr Aktienengagement reduziert. An ihre Stelle traten nichtfinanzielle institutionelle Investoren, wie zum Beispiel Beteiligungsgesellschaften. Private Haushalte halten gut 12% der inländischen

Marktkapitalisierung. Es zeigt sich, dass größere Unternehmen von Ausländern und finanziellen Investoren bevorzugt werden. Anteile kleinerer Unternehmen werden dagegen vor allem von privaten Haushalten gehalten. Auch lassen sich unterschiedliche Handelsstrategien der Sektoren ausmachen. Während ausländische Investoren und besonders die Investmentfonds eine Momentum-Strategie verfolgen, bilden die privaten Haushalte die Gegenpartei. Außerdem zeigt sich, dass Vertrautheit zu den investierten Aktien insbesondere für die privaten Haushalte eine Rolle spielt. So schichteten sie im Rahmen der Finanzkrise nicht nur von einer Anlageklasse (Aktien) in eine andere Anlageklasse (Anleihen) um, sondern erhöhten auch leicht ihr Engagement in DAX-Werten.