

DIPLOM-KAUFMANN  
DR. JUR. HANS NORBERT GÖTZ  
RECHTSANWALT

Landgericht Köln  
- 2. Kammer für Handelssachen -  
Luxemburger Straße 101

50939 Köln

14.12.2007

- 82 O 271/07 -

In dem Spruchverfahren

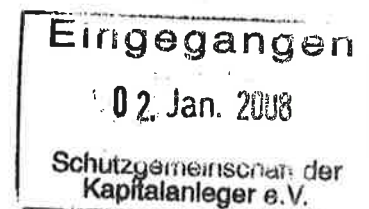
Jännert u.a.

hier: Antragsteller zu Ziffer

3. SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.

gegen

CHG Communications Holding GmbH & Co. KG



Antragsverfahren gemäß §§ 304 Abs. 3  
Satz 3, 305 Abs. 5 Satz 2 AktG

wiederhole ich für den von mir vertretenen Antragsteller zu oben Ziffer 3. bezüglich des Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Antragsgegnerin und der CYCOS Aktiengesellschaft, Alsdorf, vom 16./19.03.2007 die

#### Anträge:

1. für den zwischen der Antragsgegnerin und der CYCOS AG abgeschlossenen Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrag vom 16./19.03.2007, dem die Hauptversammlung der CYCOS AG am 03.05.2007 zugestimmt hat, den nach § 304 AktG geschuldeten vertraglichen Ausgleich sowie die nach § 305 AktG zu gewährende Abfindung gerichtlich zu bestimmen

2. die Gerichtskosten des Verfahrens und die dem Antragsteller durch das Verfahren entstehenden außergerichtlichen Kosten der Antragsgegnerin aufzuerlegen;

wie ich sie bereits unter dem 17.10.2007 gestellt hatte, und rechtfertige die Anträge jetzt mit der nachstehenden Begründung im Sinne des § 4 Abs. 2 SpruchG:

- a) Antragsgegnerin ist die oben bezeichnete CHG Communications Holding GmbH & Co. KG, München.
- b) Die Antragsberechtigung wird dargelegt dahin, dass der Antragsteller seit langem selbst Aktionär der CYCOS AG, Alsdorf, ist. Er war es vor dem Tag der Hauptversammlung der CYCOS AG am 03.05.2007, ist es seitdem ununterbrochen bis heute geblieben und wird es bei Eingang des vorliegenden Schriftsatzes bei Gericht noch sein.

Eine Bestätigung zur Aktionärserschaft ist bereits mit diesseitigem Schriftsatz vom 04.12.2007 vorgelegt worden. Rein vorsorglich für den Fall, dass sie nicht für ausreichend erachtet werden sollte, wird als Anlage ASt 1 eine nochmalige Bestätigung der Cortal Consors S. A., Nürnberg, beigefügt, mit der die Antragsberechtigung außer Zweifel gestellt wird.

- c) Zur Art der Strukturmaßnahme wird vorgetragen, dass es sich um den Abschluss eines Beherrschungs- und Gewinnabführungsvertrages zwischen der Antragsgegnerin und der CYCOS AG im Sinne des § 291 Abs. 1 Satz 1 AktG handelt.
- d) Bei der vom Gericht zu bestimmenden Kompensation geht es um den Ausgleich und die Abfindung für die außenstehenden Aktionäre im Sinne des § 1 Ziffer 1 SpruchG.

Konkrete Einwendungen gegen den im Unternehmensvertrag mit 0,34 € (brutto = netto) vereinbarten Ausgleich sowie die mit 7,03 € je Aktie der CYCOS AG vereinbarte Barabfindung werden wie nachstehend erhoben.

Es ist zum einen der Wert der Barabfindung auf einen nicht zutreffenden Börsenkurs bezogen und darüber hinaus der wirkliche Wert des Unternehmens zu gering eingeschätzt worden. Zum anderen wurde der Ausgleich nicht nur aus einem zu geringen Unternehmenswert, sondern auch mit einem bei weitem zu niedrigen Verzinsungssatz aus diesem Unternehmenswert ermittelt. Im Einzelnen:

1.

Der eigentlichen Antragsbegründung ist zur Vorgeschichte des vorliegenden Verfahrens dieses vorzuschicken:

1.1. Der Antragsteller, eine bekannte deutsche Schutzorganisation zur Wahrung der Rechte von Kapitalanlegern in Deutschland, war und ist selbst seit langem Aktionär der CYCOS AG (nachstehend nur: Cycos). Cycos ist nach eigener Einschätzung einer „der weltweit führenden Technologieanbieter von Unified Communications-Lösungen für mittelgroße und sehr große Unternehmen“.

Bei einem Grundkapital von zuletzt knapp 7,8 Mill. €, eingeteilt in eine gleichgroße Zahl von Aktien, erwirtschaftete Cycos im Geschäftsjahr 2005/2006 ein Ergebnis vor Steuern von rund 1,35 Mill. €.

Cycos wurde von den Gründungsgesellschaftern im Jahr 2000 zu einem Emissionspreis von 19,00 € je Aktie „an die Börse gebracht“. Im April 2003 machte die Siemens AG, München, den Aktionären ein freiwilliges Übernahmeangebot zu 5,50 € je Aktie, verbunden mit der Bedingung, dass 95 % der Aktien angeboten werden müssten. Das Angebot scheiterte wegen Nichterfüllung der Bedingung.

Im Juni 2003 erwarb die Siemens AG dann gleichwohl außerbörslich die Kapitalmehrheit bei Cycos von den bisherigen Mehrheitsaktionären.

1.2. Anfang 2007 wurde die Mehrheitsbeteiligung bei Cycos dann in die Antragsgegnerin eingebracht, die aber eine reine Konzerngesellschaft der Siemens AG ist.

Diese Konzerneinbindung von Cycos in den Konzern der Siemens AG hat herausragende Bedeutung in zweifacher Hinsicht:

Ein Bestand barer Mittel von Cycos von weit mehr als 30 Mill. € wird durch die Siemens AG verwaltet.

Mehr als 50 % der Umsätze macht Cycos innerhalb des Konzerns.

1.3. Die Aktien von Cycos sind zum sogenannten Geregelteten Markt an der Börse in Frankfurt am Main und im Xetra-Handel zugelassen und werden im Freiverkehr auch an den übrigen deutschen Börsen gehandelt.

2.

Die im Unternehmensvertrag gebotene Abfindung in Höhe von nur 7,03 € je Aktie ist in jedem Falle aus den nachstehenden Gründen zu erhöhen.

2.1. Eine Erhöhung auf zumindest 7,49 € je Aktie ist schon deshalb geboten, weil ausweislich der Veröffentlichungen der BaFin der Mindestpreis gemäß WpÜG am 03.05.2007, dem Tag der die Zustimmung zum Unternehmensvertrag beschließenden Hauptversammlung, 7,49 € betragen hat.

Nach ausdrücklicher und zwingender Vorschrift in § 305 Abs. 3 Satz 2 AktG muss die Barabfindung die Verhältnisse der Gesellschaft „im Zeitpunkt der Beschlussfassung ihrer Hauptversammlung berücksichtigen“.

Zu jenen Verhältnissen gehört aber nach dem Beschluss des BVerfG in BVerfGE 100, 289 nicht zuletzt der Börsenkurs.

2.2. Selbst dann, wenn man - zu Unrecht - davon ausgehen wollte, es käme für den Börsenkurs auf den Tag der Einladung zur Hauptversammlung an, markierte der Börsenkurs eine höhere Untergrenze der Abfindung als 7,03 €.

Denn am 23.03.2007, an dem im BAnz zur Hauptversammlung vom 03.05.2007 eingeladen wurde, betrug der Mindestpreis gemäß WpÜG laut BaFin immerhin 7,44 €.

2.3. Ungeachtet der Tatsache, dass der Vertragsprüfer (Prüfbericht S. 29) einen Unternehmenswert von Cycos von nur 39,242 Mill. € = 5,04 je Aktie abgesegnet hat, ist deren wirklicher Unternehmenswert noch höher als der maßgebliche Börsenwert.

2.3.1. Für die Bewertung muss nämlich gesehen werden, dass von einem Börsenwert von rund  $(7,8 \times 7,49 =) 58,4$  Mill. € allein weit mehr als 30 Mill. € auf den durch die Siemens AG verwalteten Kassenbestand von Cycos entfallen.

Zu Unrecht ist dieser Kassenbestand aber vom Konzernherrn schon nur mit 29,5 Mill. € (Prüfbericht S. 28) bemessen worden, obwohl lediglich 2,2 Mill. € (Bewertungsgutachten PwC S. 56) als betriebsnotwendige Liquidität bei Cycos betrachtet worden sind.

Das Bewertungsgutachten PwC (S. 56) ist aber seinerseits völlig zu Recht von den Kassenbeständen per 30.09.2006 ausgegangen, die sich (Geschäftsbericht Cycos 2005/2006 S. 22) auf rund  $(38 + 3 + 33.850 =) 33,9$  Mill. € beliefen. Hinzu kommt, dass von den per 30.09.2006 ausgewiesenen rund 5,8 Mill. € Forderungen aus Lieferungen und Leistungen ein Großteil auf den Konzernherrn Siemens AG entfiel, der bei ordnungsgemäßer Handhabung durch den Konzernherrn aber nicht von Cycos hätte finanziert werden müssen.

Es ist aus diesem Grund nicht sachgerecht, wenn die Liquidität, die die Siemens AG bei Cycos in Anspruch genommen hat, für die Zwecke der Bewertung von rund 34 Mill. € völlig willkürlich auf nur 29,5 Mill. € gekürzt wird.

Es ist vielmehr allein zutreffend, davon auszugehen, dass von einem anzunehmenden Börsenwert von Cycos von rund 58 Mill. € allein rund 34 Mill. € auf Barmittel entfallen.

Das wiederum bedeutet, dass das eigentliche Unternehmenspotenzial von Cycos noch mit lediglich rund  $(58 \cdot 34 =) 24$  Mill. € bewertet ist, wenn man nur den Börsenwert von 58 Mill. € auf der Grundlage eines Börsenpreises von 7,49 € je Aktie als Ausgangspunkt für die angemessene Abfindung zugrunde legt.

2.3.2. Nachdem die Antragsgegnerin ihrerseits (vgl. Bewertungsgutachten PwC S. 38) dauerhaft Umsätze von Cycos von weit mehr als 25 Mill. € je Jahr zugrunde legt, ist die Bewertung eines Weltmarktführers im Bereich spezieller IT-Anwendungen mit weniger als dem zu erwartenden Umsatz aber völlig unplausibel.

Sie ist es umso weniger, als auf die Dauer der ewigen Rente Aufwendungen für Forschung und Entwicklung (Bewertungsgutachten PwC S. 38) pro Jahr von rund 15 % der Umsätze angenommen werden, - und das bei einer Wachstumsannahme als Abschlag vom Kapitalisierungszinssatz für inflationäre Ertragssteigerungen und Zuwächse für qualitatives und quantitatives Wachstum des Unternehmens von nur (Bewertungsgutachten PwC S. 54) 1,5 %.

Dieser kontinuierliche Ansatz von rund 15 % vom jährlichen Umsatz für Forschung und Entwicklung bei gleichzeitiger Annahme einer Inflations-/Wachstumsrate von lediglich 1,5 % für den Zuwachs der Erträge im gesamten Zeitraum der ewigen Rente ist jedenfalls für ein Unternehmen der Informationstechnologie in höchstem Maße unplausibel.

Beweis: Gutachten eines unabhängigen Sachverständigen

2.3.3. Völlig unplausibel ist es darüber hinaus, dass in der Planung eines Unternehmens, welches von sich selbst sagt, dass es auf seinem Spezialgebiet „weltweit über ein Partnernetzwerk mit Vertretungen in Europa, Südafrika, Singapur und USA“ operiert, zum Ende eines Planungszeitraumes im Jahre 2009/2010 nur ein Betriebsergebnis vor Zinsen und Steuern von 972 T€ oder 3,4 % der Umsatzerlöse in Höhe von 28.894 T€ erwirtschaftet werden soll (Bewertungsgutachten PwC S. 38).

Es hat zu dieser unplausiblen und unangemessenen Annahme auch keinerlei Prüfung gegeben, wie sie aber durch das Gesetz vorgeschrieben ist. Der Vertragsprüfer (Prüfbericht S. 21) hat dazu nur zu sagen, dass er über die bereitgestellten Unterlagen „Plausibilisierungsgespräche ... geführt“ hat.

In der entscheidenden Frage eines angeblich auf Dauer anzunehmenden Preisverfalls hat sich der Prüfer schlicht aus jeglicher Verantwortung gezogen mit dem Hinweis (Prüfbericht S. 21), dass dieser sich „weitgehend einer objektivierten Einschätzung (entzieht) und ... daher letztlich auf der Prognose des Managements der CYCOS AG (beruht)“.

Schon aus diesem Grund ist die Überarbeitung der Ertragswertermittlung durch einen gerichtlich zu bestimmenden Sachverständigen in jedem Falle unabdingbar.

2.4. Für die zu erwartenden Nettoerträge hat die Ertragswertermittlung des Unternehmenswertes dann zu Unrecht (Bewertungsgutachten PwC S. 44, 45) die Steuerreform 2008 mit ihrem wesentlichen Gehalt schlicht „vergessen“.

Und zum Bewertungsergebnis unter Berücksichtigung des mutmaßlichen Ausschüttungsverhaltens hätte für die Bemessung der Abfindung auch gefragt werden müssen, welches Ergebnis denn das bessere ist, das bei voller Ausschüttung oder dasjenige bei voller Thesaurierung.

Denn angesichts der schon seit längerem bestehenden Einbindung von Cycos in den Konzern der Siemens AG und des hohen Bestandes an flüssigen Mitteln, muss jede der beiden Möglichkeiten, volle Ausschüttung der Ergebnisse oder volle Thesaurierung, als gleichermaßen plausibel angesehen werden.

2.5. Die Annahme einer Marktrisikoprämie von 5,5 % nach Steuern (!! ) (Bewertungsgutachten PwC S. 49) ist ehestens absurd. Es gibt dafür gerade im Deutschland der neueren Zeit auch keinerlei Beleg.

2.5.1. Zur Marktrisikoprämie ist zu sehen, dass es in Wirklichkeit um die Erwartungen geht, die am Bewertungsstichtag an die Rendite von Eigentumstiteln gestellt werden können.

Für diese Erwartungen wird dann an das angeknüpft, was über die lange Sicht der Vergangenheit festzustellen war. Insoweit wird hier auf die als Anlage ASt 2 beigefügte Studie des DAI verwiesen, die über eine ausreichend lange Frist in der Vergangenheit eine Ist-Marktverzinsung für deutsche Aktien von 6,8 % ermittelt hat.

Dieser erwartbaren Rendite aus Aktien steht aus der Sicht des Bewertungsstichtags der Basiszins gegenüber, der mit einer 30-jährigen Bundesanleihe ohne jedes Risiko einer Anlage in Aktien erwirtschaftet werden kann.

Unterstrichen wird jene bei weitem nicht an 5,5 % heranreichende Marktrisikoprämie für die Anlage in Aktien durch die Gegenüberstellung von Datastream, wie sie in der als Anlage ASt 3 beigefügten Veröffentlichung der Bayerische Hypo- und Vereinsbank AG verarbeitet ist.

2.5.2. Es ist auch nicht von ungefähr, dass sich mit der Allianz AG und der Münchener Rückversicherungs-Gesellschaft AG nahezu die gesamte Deutschland AG zur Jahrtausendwende am Aktienmarkt die Finger so verbrannt hat, dass man jetzt am liebsten sogar 50-jährige Bundesanleihen emittiert sähe und zeichnen möchte.

2.5.3. Ein zusätzlicher und unmittelbar einleuchtender, zumeist aber schlicht übersehener Gesichtspunkt sei im Zusammenhang mit dem Ansatz der Marktrisikoprämie noch hervorgehoben:

Für die Marktrisikoprämie kann nicht außer Betracht bleiben, von welchem Basiszinsniveau die Bewertung ausgeht. Marktrisikoprämie bezeichnet die Mehrrendite, die ein Investor von einer Investition in Eigentumstitel abweichend von der Rendite festverzinslicher Wertpapiere erster Bonität allgemein erwartet.

Und diese am Markt für Eigentumstitel allgemein erwartete Mehrrendite hat einen ganz offensichtlichen Bezug zu den Renditen, wie sie im Markt z.B. mit 30-jährigen Papieren erzielt werden können. Wenn mit langfristigen Bundeswertpapieren z.B. 9 % erzielbar sind, dann macht eine Marktrisikoprämie von z.B. 5 % möglicher Weise Sinn. Wer, weil die Inflationsraten hoch sind, mit deutschen Bundeswertpapieren langfristig 9 % Zinsen erwirtschaften kann, der wird nicht wegen einer Marktrisikoprämie von z.B. nur 2 % in Eigentumstitel „umsteigen“. Liegen aber umgekehrt die 30-jährigen Bundesanleihen bei einer Rendite von nur 4 % oder nur wenig darüber, dann bräuchte eine Marktrisikoprämie von 5,0 % bereits zum Ausdruck, dass erwartet werden könnte, mit Eigentumstiteln im Schnitt weit mehr als 100 % mehr zu erwirtschaften als mit festverzinslichen Papieren, was den Zusammenbruch des Marktes für festverzinsliche Papiere nach sich ziehen müsste.

2.6. Und ebenso abwegig ist es im vorliegenden Bewertungsfall, aus der Börsenkursentwicklung von Mammutunternehmen wie Microsoft Corp., Cisco Systems Inc. usw. (Bewertungsgutachten PwC S. 53) einen Beta-Faktor von 1,0 abzuleiten und ihn auf Cycos zu übertragen. Dabei ist der individuelle Beta-Faktor von Cycos von 0,0, der maßgebend sein muss, weil es doch gerade um die Bewertung von Cycos geht, umso mehr deshalb gerechtfertigt, weil das Unternehmen seiner Muttergesellschaft mit rund  $\frac{3}{4}$  seiner Bilanzsumme in der Form von Bargeld unter die Arme greifen kann.

2.7. Wegen des Wachstumsabschlags bei einem Wachstumsunternehmen wie Cycos kann nur angemessen sein, dass es mit einer größeren Rate wachsen wird als herkömmliche Wirtschaftszweige, für die im Einzelfall durchaus mit einer Rate von nur 1,5 % gerechnet werden könnte.

Der ganz außergewöhnlich hohe laufende Aufwand von Cycos für Forschung und Entwicklung bestätigt diese Annahme, die aber in den bisherigen Ertragswertüberlegungen von PwC und dem Prüfer keinerlei Niederschlag gefunden hat.



Ein Ansatz des Inflations-/Wachstumsabschlags mit völlig unzureichenden 1,5 % beinhaltet nach alledem jedenfalls eine unzulässige Doppelberücksichtigung angeblicher Unternehmensrisiken bei unzureichend gewerteten Wachstumsperspektiven, was korrigiert werden muss.

2.8. Im Ergebnis wird für Cycos davon auszugehen sein, dass die anzusetzenden und erst noch festzulegenden Erträge im Zeitraum der ewigen Rente mit dem Basiszinssatz zum Ertragswert fortzurechnen sind.

Denn eine solche Fortrechnung ist nur ein anderer Ausdruck für die Tatsache, dass sich gerade bei einem Wert, der vom hochwertigen Angebot auf einem Spezialgebiet der Informationstechnologie lebt, auf lange Sicht die Risiken und Chancen der wirtschaftlichen Betätigung in etwa die Waage halten.

3.

Für den Ausgleich hat der Unternehmensvertrag (vgl. Bewertungsgutachten PwC S. 68) lediglich die Verzinsung eines Wertes von 5,04 € je Aktie mit einem Satz von 6,7 % zugrunde gelegt.

Der Satz von 6,7 % vor Steuern ist dabei als Mittelwert zwischen einem Basiszins von 4,3 % und einem „Kapitalisierungszinssatz“ von 9,1 % errechnet worden.

Die gerichtliche Festsetzung wird das in zweifacher Hinsicht zu korrigieren haben.

Erstens muss an die Stelle des Ausgangswertes von 5,04 € der neu zu bemessende wirkliche Ertragswert der Aktien von Cycos treten.

Und zweitens muss die Rendite aus diesem Wert nach der Summe dessen bemessen werden, was Cycos vor Ertragsteuern zum einen aus seinem Barbestand verdienen könnte, wenn er nicht vom Konzernherrn beansprucht würde, und zum anderen als Ertrag aus seinem eigentlichen Geschäft der Informationstechnologie auf Dauer erwirtschaften wird.

Beides ist bisher nicht wirklich ermittelt worden.

4.

Angesichts der Mängel der bisherigen Ermittlung von Ausgleich und Abfindung für die außenstehenden Aktionäre von Cycos werden sich im Zuge des vorliegenden Verfahrens ganz sicher Werte ergeben, die nicht unerheblich über das im Unternehmensvertrag Festgesetzte hinausgehen.

gez. Dr. Götz

Rechtsanwalt



**Cortal Consors**  
**BNP PARIBAS**

*Anlage*  
*AST 7*

Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V.  
Herrn Markus Straub  
Maximilianstraße 8  
80539 München

Verrechnungskonto	Unsere Bankleitzahl	Tel.-Durchwahl	Datum
920627501	760 300 80	0180 3 / 25 25 01	12.12.2007
<small>(9 ct/min aus dem Festnetz der Deutschen Telekom, evtl. abweichende Preise für Anrufe aus den Festnetzen anderer Anbieter oder Mobilfunknetzen)</small>			

### **Bestätigung - Cynos AG**

Sehr geehrter Herr Straub,

vielen Dank für Ihren Auftrag.

Wunschgemäß bestätigen wir, dass Sie seit dem 12.09.2006 bis heute Aktien der WKN 770020, Cynos AG O.N., ununterbrochen in Ihrem Depot Nr. 928627503 halten.

Im Hinblick auf die beabsichtigte Antragsstellung der SdK Schutzgemeinschaft der Kapitalanleger e.V. in einem Spruchverfahren nach dem Spruchverfahrgesetz, halten wir – bis auf Ihren schriftlichen Widerruf – eine Aktie wunschgemäß gesperrt.

Unsere Bearbeitungsgebühr von EUR 9,95 (gemäß unserer aktuellen Preise) werden wir Ihrem Verrechnungskonto in Kürze belasten.

Haben Sie noch Fragen? Gerne helfen wir Ihnen weiter. Sie erreichen Ihr persönliches Betreuungsteam börsentäglich von 8.00 bis 22.00 Uhr unter der Telefonnummer 0180 3 / 25 25 01 (9 ct/min aus dem Festnetz der Deutschen Telekom, evtl. abweichende Preise für Anrufe aus den Festnetzen anderer Anbieter oder Mobilfunknetzen).

Wir wünschen Ihnen viel Erfolg bei Ihren Anlagegeschäften mit Cortal Consors.

Mit freundlichen Grüßen

**Cortal Consors S.A.**  
Zweigniederlassung Deutschland

  
Birgit Jacobsen  
Teamleiterin

  
Gabriele Wolfé  
Kundenbetreuerin

Deutsche Aktien: Historisches Wachstum von 6,8% p.a.

DAI-Kurzstudie 3 / 2004

Der CDAX, der die gesamte Breite des deutschen Aktienmarktes repräsentiert, erreichte gerade ein neues Jahreshoch und notiert damit wieder auf dem Niveau von Mitte 2002. Dieser positive Entwicklung wird von vielen Anlegern aber nicht getraut, und nicht wenige Anlagegremien auch bei institutionellen Investoren dürften versucht sein, die Aktienquoten erneut zurückzufahren. Die Entscheidung für eine höhere Aktienquote in langfristigen Portfolios fällt jedoch leichter, berücksichtigt man die langfristige Kursentwicklung in Deutschland.

Dieser historische Trend von etwa 6,8 % p.a. lag bisher unter der nur in Bruchstücken bekannten deutschen Aktien-geschichte verborgen. Er zeigte sich sowohl im ersten halben Jahrhundert des deutschen Aktienmarktes als auch in der Periode zwischen den beiden Weltkriegen. Auch in den letzten Jahrzehnten lässt sich der grundlegende Trend erkennen.

Das Gesetz vom 11.7.1870 befreite Aktiengesellschaften von staatlicher Genehmigung und Aufsicht. Dies kann als Geburtsstunde der „modernen“ Aktie gelten. Aussagefähige Indizes, möglichst auf Monatsbasis, gab es allerdings erst Jahrzehnte später. Noch schwieriger ist es angesichts der Brüche in der deutschen Geschichte, lange Reihen von Kursen zu bilden.

Der erste Teil der hier analysierten langen Reihe basiert auf einem Index für die Jahre 1870 bis 1913, der erst 1934 veröffentlicht wurde.<sup>1</sup> Für die Zeit seit 1913 existieren offizielle Daten, die (regelmäßig und unregelmäßig) von diversen statistischen Ämtern veröffentlicht wurden.<sup>2</sup> Seit die Berechnung eines Indexes für den gesamten deutschen Aktienmarkt 1993 eingestellt wurde, dient der CDAX als Grundlage.

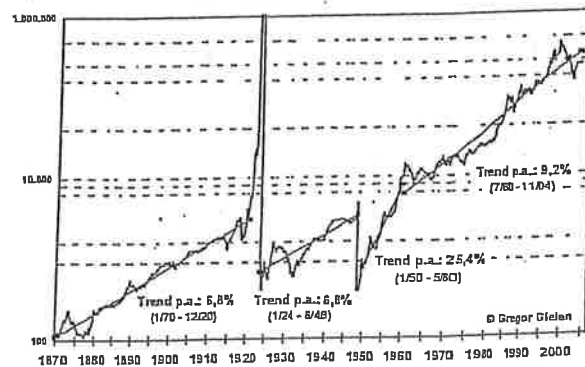
Die offiziellen Aktienmarkt-Statistiken erfassen weder bestimmte Kriegs- und Nachkriegszeiten (1914-1917, 1943-1945 und 1945-1950) noch die beiden Währungsschnitte von 1923/24 und 1948.<sup>3</sup> Drei verschiedene Währungen erschweren zusätzlich die Datenerfassung und Analyse.<sup>4</sup> Auch wurde bislang das Ausmaß, in dem der gesamte Aktienmarkt von Hyperinflation oder Währungsschnitten profitierte oder benachteiligt wurde, nicht berechnet. Die erheblichen Lücken in den verschiedenen offiziellen Indizes verhindern eine einheitliche langfristige Darstellung.

Die vorliegende Kurzstudie basiert auf langjährigen eigenen Recherchen des Autors, die zu einer durchgehenden Reihe von Monatsdaten für den deutschen Aktienmarkt führten. Daten für Dividenden, Splits und Inflation erlaubten die Berechnung von nominalem und realem Performanceindex. Soweit möglich, liegen kapitalgewichtete Monatsdurchschnitte vor. Weitestgehend wurden Daten für

den gesamten Aktienmarkt gewählt, um zu verhindern, dass die „überlebenden“ Gesellschaften das Bild verfälschen. Das vorliegende Ergebnis liefert ein relativ genaues Bild der deutschen Aktiengeschichte.<sup>5</sup>

Abb. 1 stellt vier sich deutlich unterscheidende Phasen der nominalen Kursentwicklung seit 1870 dar. Sie sind – mit Ausnahme des vom Autor bestimmten „Drehpunktes“ 1960 – durch die deutsche (Wirtschafts-)Geschichte bestimmt. Die Trendberechnungen erfolgten mit der Methode der kleinsten Quadrate.<sup>6</sup>

Abb. 1: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert.

Das Ende der 1870 beginnenden ersten Phase kann man auf verschiedene Monate festlegen. Gewählt wurde Dezember als ein Jahresende und 1920 als das Jahr, bevor die Inflation aus dem Ruder lief. Eine kleine Verlängerung des Zeitraumes hätte bei der Trendberechnung wesentlich höhere Ergebnisse als die hier ermittelten 6,8 % p.a. gebracht. Bei einer Verkürzung dieser Phase um 12 Monate errechnet sich ein Trend von 6,7 % p.a.

Die zweite der vier Phasen (1920-1948) dauerte gerade 24 Jahre und lässt keinen Interpretationsraum für Anfang oder Ende. Sie umfasst die gesamte Gültigkeit der Reichsmark (Dezember 1923/Januar 1924 bis Juni 1948). Auch hier ergab sich ein Trend von 6,8 % p.a.

Nach Einführung der Deutschen Mark hielt die Erholungsphase der Aktien nicht unbegrenzt an. Für diese dritte unserer vier Phasen lässt sich der Endpunkt im Nachhinein sehr gut auf Mai 1960 festlegen. Dagegen ist der Anfangspunkt nicht leicht zu bestimmen. So fand während der ersten Monate nach dem Juni 1948 nur ein sehr beschränkter Aktienhandel statt. Dazu trugen auch die noch nicht geklärten Rechtsverhältnisse bei. Aus der Vielzahl der Möglichkeiten wurde Januar 1950 als Beginn dieser dritten Phase gewählt. Der daraus berechnete Trend von 25,4 % p.a. kann nur als außerordentlich gelten. Unter Einbezie-

1 Donner, Otto. „Die Kursbildung am Aktienmarkt.“ Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Sonderheft 36. 1934.  
2 Z.B.: Statistisches Bundesamt Wiesbaden. Index der Aktienkurse – Lange Reihen. Stuttgart: Kohlhammer Verlag. 1985.  
3 November/Dezember 1923 und Juni 1948.  
4 (Papier)mark, Reichsmark, Deutsche Mark (ersetzt durch Euro).

5 Gielen, Gregor. Können Aktienkurse noch steigen?: Langfristige Trendanalyse des deutschen Aktienmarktes. Wiesbaden, Gabler Verlag. 1993.  
6 Eine umfassende Diskussion der Auswirkungen veränderter Start- und Endpunkte übersteigt den Umfang dieser Studie.



Gregor Gielen, GCM Financial Services  
36 Ferncliff Rd. Scarsdale, NY 10583, USA  
Telefon +1-914-472-5582 Telefax -5583  
E-Mail g\_gielen@yahoo.com

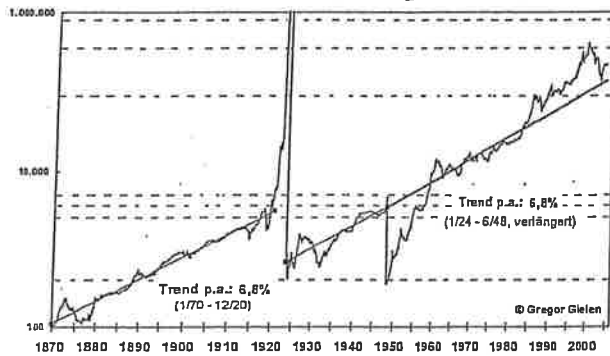
Deutsches Aktieninstitut e.V.  
Börsenplatz 5 60313 Frankfurt am Main  
Telefon 0 69 / 9 29 15-0 Telefax 0 69 / 9 29 15-12  
E-Mail dai@dai.de Internet http://www.dai.de

hung der ersten Monate der Nachkriegszeit wäre er noch höher ausgefallen. Da es sich hier um die Wiederaufbauzeit Deutschlands handelte, darf ein solcher Wachstumstrend nicht mit dem erreichbaren Ergebnis in Zeiten normaler wirtschaftlicher Entwicklung verwechselt werden.

Nun bleibt noch die vierte Phase und damit der derzeit gültige Trend zu diskutieren. Für die Zeit von 1960 bis 1993 (erste Veröffentlichung) ergibt sich ein Trend von 8,2 % p.a. Inzwischen erlebten wir einen erheblichen Aufschwung und durchlitten einen kräftigen Abschwung. All das berücksichtigt, berechnet sich der Trend von Juli 1960 bis November 2004 auf 9,2 % p.a.

1993 war diese vierte Phase noch relativ jung, und das Ergebnis sollte nicht überbewertet werden. Daher wurde der Tatsache, dass die ersten beiden Phasen das gleiche Trendwachstum aufweisen, wenig Aufmerksamkeit geschenkt. Elf Jahre später, mit einer um 33 % erhöhten Datenmenge und – wahrscheinlich noch bedeutender – nach einer erheblichen Marktkorrektur haben wir die empirische Grundlage für weitere Analysen.

Abb. 2: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004 (verlängerter Trend)



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert.

Abb. 2 zeigt die Verlängerung des 6,8 %-igen Wachstumstrends der zweiten Phase (1924-48). Das Tief der letzten Korrektur (3/03) berührt beinahe diese Trendlinie.<sup>7</sup> Daraus lässt sich für den deutschen Aktienmarkt vermuten, dass ein grundlegender Wachstumstrend in der Größenordnung von etwa 6,8 % p.a. existiert.

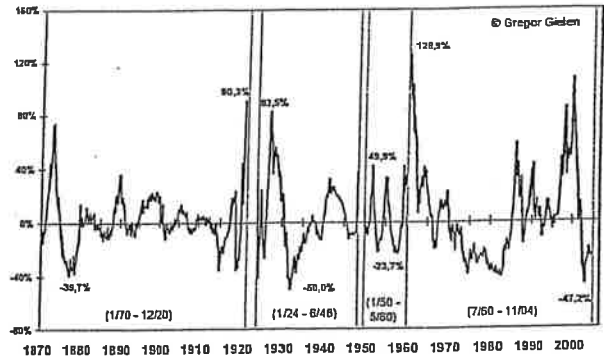
Für die gesamte Periode ab 1924 ergibt sich ein berechneter Trend von über 8 % p.a. Das soll nur als zusätzliche statistische Information dienen. Die außerordentliche Nachkriegsperiode ist dafür verantwortlich.

Die eingezeichnete Wachstumslinie von 6,8 % (Abb. 2) ist nicht mit dem schon beschriebenen Wachstumstrend von 9,2 % anfangs der vierten Phase zu verwechseln. Tatsächlich gibt es noch keinen Grund zur Annahme, dass dieser Trend geendet hat oder seinem Ende nahe wäre. Bei der Analyse der Abweichungen von diesem Trend (Abb. 3, rechte Seite) zeigt sich unverändert seine Bedeutung als Messgröße für langfristige Unter- oder Überbewertungen des Aktienmarktes. Im Juli 1988 gab es die Warnung vor einem beinahe überkauften Markt. Im Februar/März 2000 wurde die langfristig überkaufte Lage unmissverständlich klar. Auf der anderen Seite näherte sich der Aktienmarkt im Oktober 1974 und wiederum von Oktober 1981 bis Januar 1982 einer überverkauften Situation. In den Monaten

7 Die Baisse stoppte gemessen an dem Monatsdurchschnitt 9 % oberhalb der theoretischen Trendlinie. Bezogen auf die 80 Jahre seit 1924 ist das eine Abweichung von 0,1 % p.a.

Juli/August 1982 erreichte der Markt eine sehr hohe negative Abweichung, die erst wieder im Februar/März 2003 unterschritten wurde.

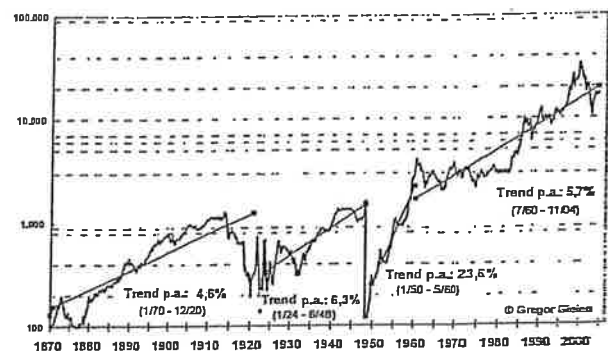
Abb. 3: Nominale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004: Abweichungen vom langfristigen Performancetrend



Vielleicht dauert es noch einige Jahrzehnte, bis Analysten die Lage des neuzeitlichen Trends von 6,8 % bestätigen können. Er dürfte parallel und oberhalb der verlängerten historischen Linie von 1924-48 verlaufen. Für den langfristigen Anleger, der über die angemessene Aktienquote in seinem Depot entscheiden muss, ist die Kenntnis eines über Jahrzehnte immer wieder aufzufindenden nominalen Wachstumstrends in der Größenordnung von 6,5 bis 7 % p.a. entscheidend.

Bei der realen Entwicklung des deutschen Aktienmarktes lassen sich keine vergleichbaren Ergebnisse finden. Zwar zeigen sich auch hier vier klar unterscheidbare Phasen (Abb. 4). In der inflationsbereinigten Betrachtung verschwinden die exorbitanten Ausschläge. Tatsächlich erlitten die Investoren im Gegensatz zu mancher Vermutung über lange Kriegs- und Inflationszeiten (z.B. 1914-24) real betrachtet Verluste. Aus den Trendberechnungen ergibt sich keine einheitliche reale Wachstumsrate, auch wenn man Anfangs- und/oder Endpunkte verändert. Zusammengefasst lässt sich für den realen Wachstumstrend ein Wert von mindestens 4,6 % p.a. annehmen.

Abb. 4: Reale Performance des deutschen Aktienmarktes 1870-2004



12/1869=100, Monatsdaten, Dividenden reinvestiert

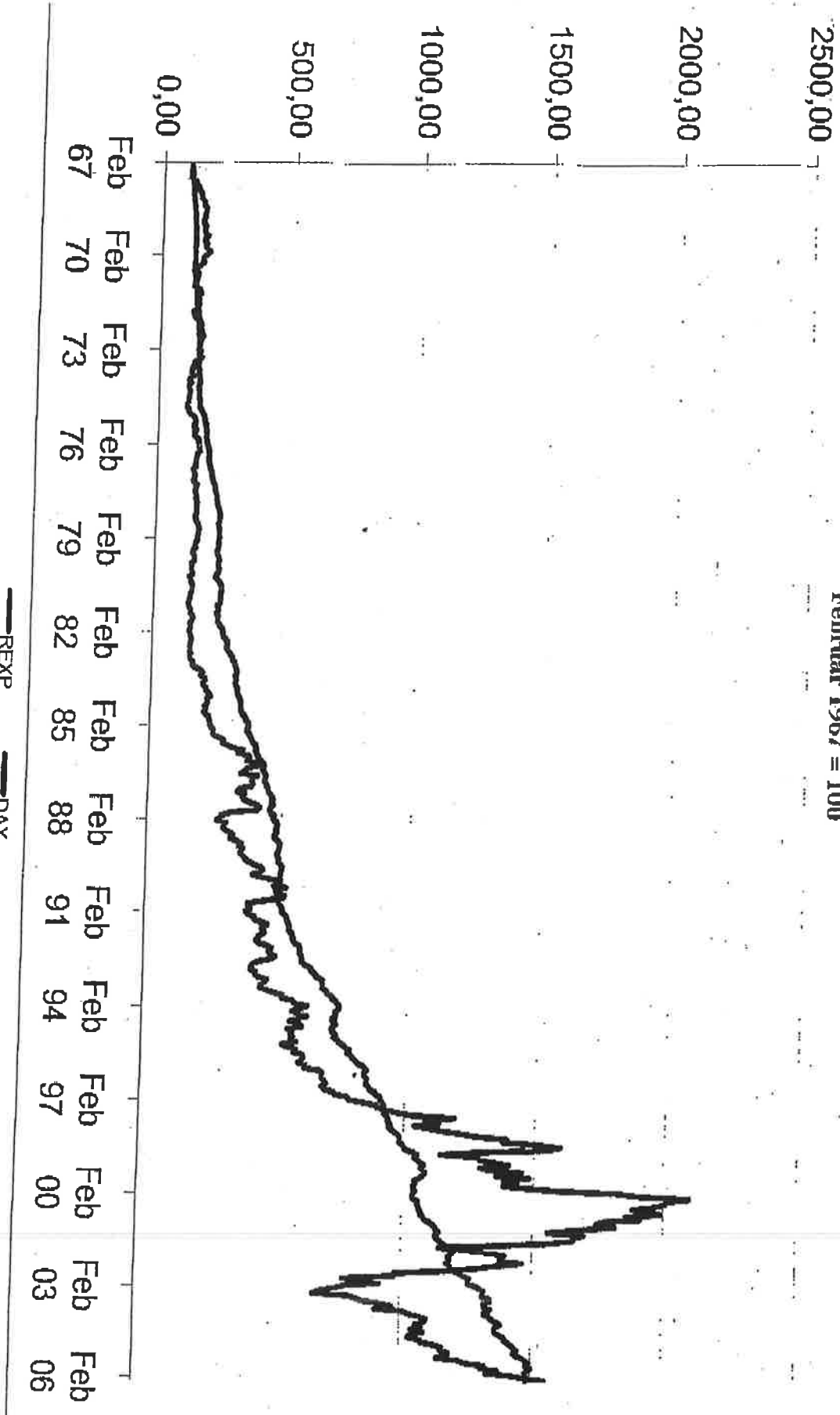
Die sehr langfristigen empirischen Ergebnisse sprechen für eine vergleichsweise hohe Aktienquote. Deutsche institutionelle Anleger, die Vermögen langfristig sichern und mehrern wollen, sollten dies bei ihren Entscheidungen berücksichtigen.

Frankfurt, im Dezember 2004  
Gregor Gielens

Anlage  
AST 3

# Performance REXP vs. DAX 1967 - 2006

Februar 1967 = 100



— REXP    - - - DAX

HypoVereinsbank

Member of  
UniCredit Group