

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 14, 3. Juni 2013

Die Weltwirtschaft schwächelt. Dies schlägt sich bei vielen börsennotierten Unternehmen in einer nur sehr mäßigen Umsatzentwicklung nieder. Dennoch können diese Firmen zumeist ihre Profitabilität halten oder sogar noch steigern. In „**Klartext: Das Margen-Wirtschaftswunder**“ geht es um die Gründe für diese erstaunliche Entwicklung. Hierbei fällt auf, dass eine Reihe von sehr unterschiedlichen Ursachen für dieses Phänomen verantwortlich sind.

Zum einen werden Möglichkeiten zur Senkung und Vermeidung von Kosten heutzutage viel konsequenter genutzt als früher. Zum anderen werden Unternehmen aus margenstarken Bereichen in der Wirtschaft und auch an den Börsen immer wichtiger. Dies spricht dafür, dass zumindest die operativen Margen nicht so bald wieder unter Druck geraten. Ein weiterer Grund ist die gute Ertragslage ist aber auch, dass es für globale Konzerne sehr einfach geworden ist, durch Nutzung ihrer Verflechtungen Steuern zu sparen. Hiergegen regt sich zunehmend politischer Widerstand.

Der Beitrag „**Der Rekord, der keiner war**“ beschäftigt sich mit den im vergangenen Monat erzielten Höchstständen im deutschen Leitindex DAX. Hierbei wird hinterfragt, ob diese numerischen Rekorde wirklich für einen Höhenflug stehen.

Zu diesem Zweck wird die Entwicklung des DAX verglichen mit derjenigen des Gesamtmarktes, des Marktsegments Midcaps, des Rentenmarktes sowie mit ausländischen Indizes. Zudem wird der DAX als Kursindex gezeigt, also in einer Berechnungsweise, die derjenigen von vielen international populären Indizes ähnlich ist. Darüber hinaus wird die Entwicklung um die Effekte von Inflation und Dividendenbesteuerung adjustiert. Abschließend wird diskutiert, ob ein Höchststand für einen Index mit der Berechnungsmethodik des DAX – ein Performanceindex, der Belastungsfaktoren wie Inflation, Steuern oder Kosten ausblendet – überhaupt etwas Ungewöhnliches sein sollte.

Der zweite Teil der Reihe „**Die große Risikoverwirrung**“ thematisiert unter dem Titel „**Die Risikoalchemisten**“ den praktischen Umgang mit dem Thema Risiko an den Finanzmärkten, der in vielem der vorwissenschaftlichen Vorgehensweise von Alchemisten im Mittelalter gleicht.

Zwei Gründe werden hierfür ausgemacht. Zum einen kommt es aufgrund der Rahmenbedingungen, innerhalb derer sich Risikoanalyse und –management vollziehen, zu unrealistischen Anforderungen und übermäßigen Vereinfachungen. Anleger, Manager und Finanzaufseher verlangen einfache und leicht verständliche Risikodarstellungen bzw. Entscheidungsvorlagen, die jedoch in der Regel die Vielschichtigkeit des Themas nicht angemessen abbilden. Zum anderen gibt es nach wie vor keine wissenschaftliche Methodik, die der Komplexität von Finanzmärkten gerecht wird. Damit können auch nur Teilaspekte des Risikos beleuchtet werden. Die Versuche, hieraus ein Gesamtbild einer Risikosituation abzuleiten, müssen deshalb zu einer verzerrten Wahrnehmung führen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Das Margen-Wirtschaftswunder

Liebe Langfristanleger,

wie lange soll das noch gut gehen? Die globale Wirtschaft schwächelt, die Aktienkurse befinden sich aber weiter auf Rekordfahrt. Skeptiker sehen den Börsenaufschwung vor allem durch überquellende Geldschöpfung der Notenbanken angetrieben und warnen vor irrationalen Übertreibungen. Optimisten verweisen auf die glänzende Ertragslage der meisten börsennotierten Unternehmen und auf die nach wie vor nur moderaten Bewertungen. Wer hat nun recht?



### *Inhalt:*

*Seite 4: Der Rekord, der keiner war*

*Seite 14: Die große Risikoverwirrung  
Teil 2: Die Risikoalchemisten*

*Seite 22: Impressum, Anhang*

*Seite 26: Disclaimer*

Eine Schlüsselrolle bei der Beantwortung dieser Frage spielt die weitere Entwicklung der Gewinnmargen bei den großen börsennotierten Unternehmen. Denn eines ist in diesem Börsenzyklus erstaunlich: Frühere Schwächephasen waren meist auch mit starkem Druck auf die Gewinne verbunden, steigender Wettbewerb setzte die Margen unter Druck. Dies ist derzeit anders: So lauteten die typischen Analystenkommentare für viele Unternehmenszahlen in den letzten Quartalen: Umsatz leicht unter Erwarten, Gewinn aufgrund stabiler Margen etwas besser als vorher eingeschätzt. Die wirtschaftliche

Schwäche schlägt sich nur bei den Umsätzen nieder, die Profitabilität hingegen konnte teilweise sogar noch ausgeweitet werden.

Was sind die Gründe für für diese außergewöhnliche Entwicklung? Eine ganze Reihe von Ursachen kommt als Erklärung infrage:

- Zum einen gibt es generell einen starken Managementfokus auf Kosten. Die ökonomischen Belastungsfaktoren der vergangenen Jahre sind allgemein bekannt. Überoptimistische Szenarien, die Unternehmensleiter in früheren Jahrzehnten immer wieder zu kostspieligen Fehlern oder Toleranz gegenüber Ineffizienzen verleitet hatten, sind Mangelware. Organisatorisch werden Kostensenkungen darüber hinaus durch die immer stärker voranschreitende Globalisierung und Integration der Weltwirtschaft begünstigt. Produktionsverlagerungen zu kostengünstigen Standorten werden immer einfacher.
- Die Globalisierung hat aber auch einen starken Einfluss auf die Verbesserung der Nachsteuergewinne. So ist die legale Steuervermeidung in weltweit operierenden Konzernen zu einem wichtigen Erfolgsfaktor geworden. Durch die Gestaltung von Verrechnungspreisen bzw. die Zwischenschaltung von Tochterfirmen in Steuerparadiesen ist es inzwischen fast allen international operierenden Konzernen möglich, ihre Steuerlast deutlich zu drücken. Dieses Verhalten wird zwar von Politikern und von der Presse gerne kritisiert, andererseits werden niedrige Steuern im Standortwettbewerb bei der Ansiedlung ausländischer Firmen ein immer wichtigerer Faktor. Solange z. B. Länder wie die USA es Bundesstaaten wie Delaware erlauben, aggressiv ausländische Investoren mit massiven Steuervergünstigungen zu locken, bleiben die Bekundungen der Politiker zum Kampf gegen Steuervermeidung nur Lippenbekenntnisse.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

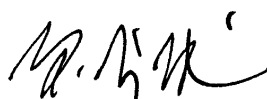
- Die Börsen selbst haben sich verändert. Die Bedeutung von traditionellen kapitalintensiven Industrien, die mit der Verarbeitung von Grundstoffen befasst sind, nimmt ab. Stattdessen steigt das Gewicht von wissensbasierten Unternehmen, die sehr viel weniger anfällig sind für konjunkturelle Störfaktoren als die altergebrachten Großkonzerne.
- Einhergehend mit der wachsenden Bedeutung von wissensbasierten Industrien ist eine zunehmende Komplexität von Produkten. Damit wird Wettbewerb erschwert. Zudem steigt die Bereitschaft von Kunden, für Qualität und Zuverlässigkeit hohe Preise zu bezahlen.
- Weiterhin hat gerade im Konsumbereich die zunehmende Bedeutung von immateriellen Nutzen, die mit Produkten vermittelt werden, die Anbieter mit starken und glaubwürdigen Marken gestärkt. Einige Produzenten von langlebigen Konsumgütern haben es zudem erfolgreich geschafft, durch richtige Positionierung der Marke ihr Geschäft von zyklischen Schwankungen unabhängiger zu machen, womit sie auch ihre Profitabilität dauerhaft verbessern konnten.
- Ein nicht unerheblicher Grund für die Margen-Resistenz gerade bei US-Technologiekonzernen ist, dass sie inzwischen global in ihren Marktsegmenten einen dominierenden Marktanteil erreicht haben. Noch beruht diese Dominanz meistens auf der geschickten Ausnutzung von Größenvorteilen. Sie kann allerdings problematisch werden, wenn Marktmacht ausgenutzt wird, um Wettbewerb zu verhindern.

Für die nächste Zeit sieht es so aus, als ob die Argumente für steigende operative Margen weiter ihre Gültigkeit behalten werden. Insbesondere die strukturelle Verschiebung hin zu wissensbasierten Industrien wird langfristig zu höheren Gewinnspannen führen als in der Vergangenheit üblich.

Allerdings ist auch klar, dass der Prozess der Margenausdehnung nicht unendlich weitergehen kann. Insbesondere in Hinblick auf Fragen der Steuergestaltung und Marktdominanz profitieren die global tätigen Konzerne derzeit von der Zerstrittenheit und Doppelzüngigkeit der internationalen Politik. Dies kann sich in Zukunft ändern, vor allem wenn die Finanzierungsprobleme öffentlicher Haushalte weiter zunehmen. So sollen auf Ebene der G8 demnächst Maßnahmen gegen die Steuervermeidung koordiniert werden. Gegenwärtig sieht es gerade in den USA so aus, als ob ein Prozess des Umdenkens eingesetzt hat. Ob dieser dann aber tatsächlich zu konkreten Maßnahmen führt, ist noch zweifelhaft. Denn solange es in großen Wirtschaftsnationen wie den USA, Großbritannien oder den Niederlanden gängige Praxis bleibt, ausländische Konzerne oder Superreiche durch Steuervorteile zu locken und nur bei heimischen Unternehmen genau auf die Zahlungsmoral zu achten, ist der Kampf gegen Steuervermeidung eine Farce.

Das Margen-Wirtschaftswunder kann zunächst weitergehen. Anleger sollten sich aber genau ansehen, worauf die hohen Profite der Unternehmen beruhen, in denen sie investiert haben. Mit hochwertigen und qualitativ herausragenden Produkten bzw. Dienstleistungen lassen sich auch in Zukunft hohe Margen zu erwirtschaften. Steuergestaltung und Ausnutzung von Marktmacht hingegen sind keine dauerhaften Erfolgsrezepte.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg  
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



## Der Rekord, der keiner war

Von Karl-Heinz Thielmann

Am 7. Mai dieses Jahres war es soweit: Der deutsche Aktienmarkt zog an und durchbrach das bisherige Rekordhoch von 8.151,57 im Leitindex DAX, welches am 17. Juli 2007 – kurz vor Ausbruch der globalen Finanzkrise – erzielt worden war. Dieses Ereignis war Anlass für ein gewaltiges Medienecho. Eher pessimistisch eingestellte Kommentatoren nahmen den neuen Höchststand zum Anlass, Parallelen zu den Jahren 2000 und 2007 heraufzubeschwören, als der DAX kurz über 8.000 stieg und neue Rekordhochs markierte, nur um dann wenig später wieder abzustürzen. Die meisten Berichtersteller hingegen vermerkten mit Verweis auf die inzwischen deutlich niedrigere Bewertung des DAX als bei den vorherigen Rekordständen, dass die Situation derzeit eine andere ist als zu Zeiten der vorausgegangenen Höchststände.

Und tatsächlich ist die Bewertung der DAX-Aktien nicht mit derjenigen von den bisherigen Bestmarken zu vergleichen. So kann man ein DAX-KGV berechnen, das die Gewinne im Bezug zum Kursniveau setzt. Allerdings gibt es sehr unterschiedliche Berechnungsmethoden, je nach dem, ob es sich auf vergangene, laufende oder geschätzte Gewinne bezieht. Auch die Einbeziehung von Verlusten ist bei den unterschiedlichen Ansätzen verschieden. Derzeit wird – je nach Berechnungsmethode – ein KGV zwischen 12 und 16 angegeben, womit der DAX im historischen Vergleich entweder als unterbewertet oder als fair bewertet erscheint. In keinem Fall hat der DAX derzeit aber eine KGV-Bewertung wie in 2000, die mit über 30 deutlich über den historischen Durchschnitt lag. Auch im Vergleich mit dem Rekordstand von 2007, als das KGV – je nach Berechnungsmethode – zwischen 14 und 18 angegeben wurde, erscheint der DAX aktuell etwas günstiger. Die Situation 2007 wies durchaus Ähnlichkeiten zur heutigen auf, da viele Marktteilnehmer aufgrund der Erfahrung des letzten Börsenabsturzes vorsichtig geworden waren. Von übermäßigem Optimismus war in diesem Jahr nichts zu merken. Allerdings wurden auch keine signifikanten Belastungen erwartet, zu diesem Zeitpunkt hatte noch niemand die globale Finanzkrise vorhergesehen. Insofern signalisiert das derzeitige KGV noch keine Überbewertung, aber die Anfälligkeit gegenüber negativen Überraschungen steigt durchaus.

Auch beim Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), das weniger anfällig für zyklische Schwankungen oder veränderte Berechnungsmethoden ist, zeigt sich ein ähnliches Bild. Hier ist der DAX derzeit mit 1,6 bewertet und liegt in der Nähe historischer Durchschnittswerte. Damit erscheint der DAX gegenwärtig relativ fair bewertet. Auch bei dieser Kennzahl ist der DAX noch eindeutig von Bewertungen zu bisherigen Höchstständen wie 2000 (KBV ca. 4) oder 2007 (KBV = 2) entfernt. Allerdings ist der DAX auch nicht mehr günstig wie noch im Sommer 2011, als das KBV bei ca. 1 lag.

Nichtsdestotrotz wurde der neue Kursrekord des DAX allgemein als neue Bestmarke anerkannt und der Index setzte zunächst einmal seinen Anstieg fort. Dennoch stellt sich die Frage, ob dieser Höchststand im DAX wirklich ein geeignetes Signal zur repräsentativen Betrachtung der Wertentwicklung von deutschen Aktien ist und die besondere Aufmerksamkeit verdient, die ihm entgegengebracht wird.

Insgesamt fünf Arten von Einwänden lassen sich unterscheiden:

- Der DAX ist als Bluechip Index nicht repräsentativ für den Gesamtmarkt.
- Der DAX ist aufgrund seiner Konstruktion nicht mit anderen populären Indizes vergleichbar.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die Performancerechnung beim DAX vernachlässigt Inflation und steuerliche Aspekte und überzeichnet daher die Wertentwicklung.
- Verglichen mit dem Rentenmarkt oder ausländischen Aktienindizes sieht die DAX-Performance nicht besonders gut aus.
- Ein Rekord sollte bei einem Performanceindex wie dem DAX nichts Ungewöhnliches sein.

Im Folgenden werden diese Punkte im Einzelnen analysiert.

## 1) Ist der DAX überhaupt repräsentativ?

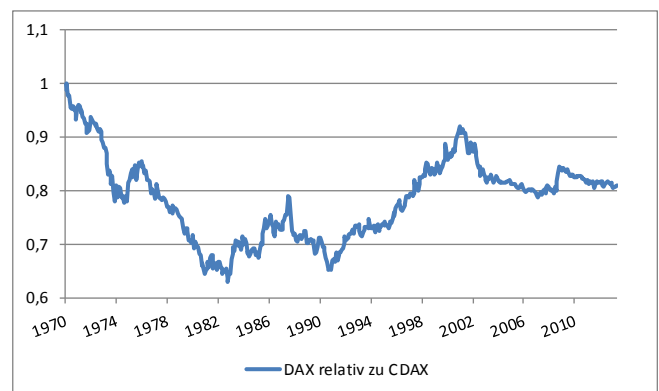
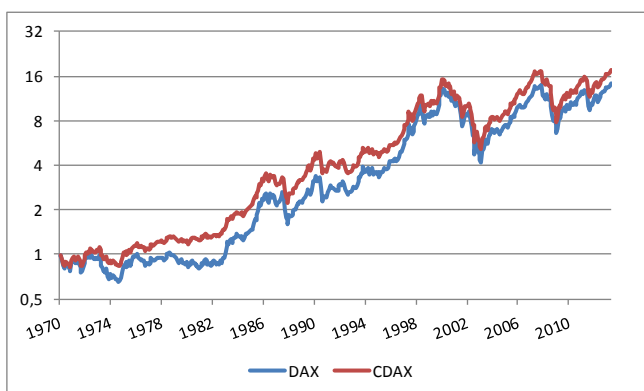
Der Deutsche Aktienindex DAX ist Teil einer Indexfamilie, die gemeinsam von der Arbeitsgemeinschaft der Deutschen Wertpapierbörsen, der Frankfurter Wertpapierbörse und der Börsen-Zeitung entwickelt und am 1. Juli 1988 eingeführt wurde. Er setzt den Index der Börsen-Zeitung fort, dessen Geschichte bis 1959 zurückgeht. Für den 31. Dezember 1987 ist er auf 1.000 Indexpunkte normiert worden.

Der DAX wird sowohl als Performance- als auch als Kursindex veröffentlicht. Allerdings hat sich eingebürgert, dass unter der umgangssprachlichen Bezeichnung DAX nur der Performanceindex verstanden wird. Dies ist anders als bei anderen populären Aktienindizes wie z. B. de EURO STOXX 50, dem CAC 40, FTSE100 oder dem S&P500, die als sogenannte Kursindizes veröffentlicht werden.

Bei einem Performanceindex werden die Wertzuwächse durch Dividendenerträge aus den im Index enthaltenen Titeln in den Index-Wert einberechnet, während sie beim Kursindex unberücksichtigt bleiben. Beim DAX geschieht dies, indem bei der Berechnung angenommen wird, dass diese Dividenden auf Bruttobasis – also, ohne dass steuerliche Abzüge berücksichtigt werden – in den Dividende zahlenden Titel reinvestiert werden. Diese Annahme hat insbesondere beim längerfristigen Performancevergleich weitreichende Konsequenzen, wie im weiteren Artikel noch gezeigt wird.

Der DAX soll die Entwicklung der 30 umsatzstärksten Aktien an Deutschen Börsen widerspiegeln, der sogenannten „Bluechips“. Hiermit fokussiert sich der DAX auf eine Auswahl von sehr populären Aktien, vernachlässigt aber die große Masse der kleinen und mittleren Unternehmen.

Repräsentativer für den Gesamtmarkt ist hingegen der sog. CDAX, der alle an der Frankfurter Wertpapierbörse notierten Aktiengesellschaften umfasst. Dies sind gegenwärtig ca. 600.



Der CDAX hat sein bisheriges Rekordhoch kurz vor dem DAX am 13. Juli 2007 mit einem Stand von 738,69 erzielt. Völlig unbemerkt von der Öffentlichkeit wurde dieser Wert am 10. Mai 2013 intraday überschritten

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

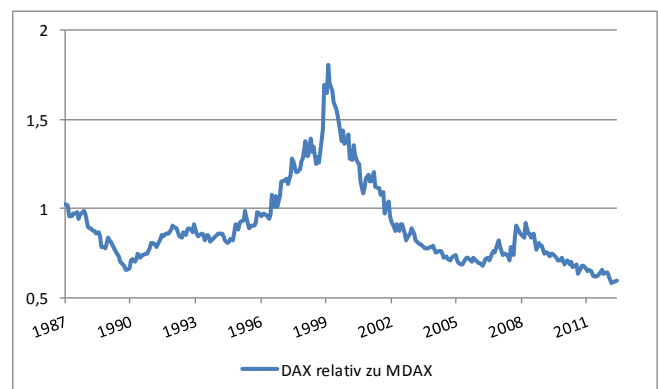
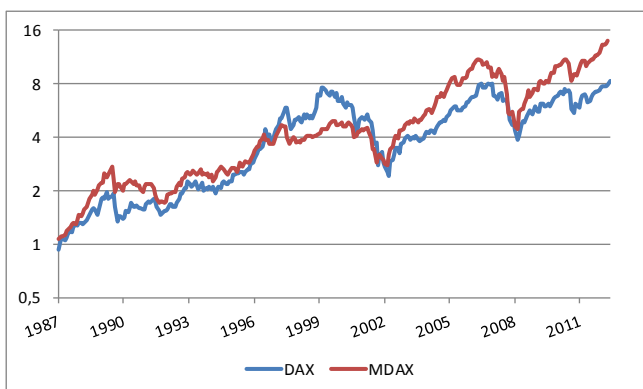
und am 14. Mai auch auf Schlusskursbasis. Dieser Gesamtmarktrekord blieb in der Presse allerdings weitgehend unbeachtet.

Auf den ersten Blick scheinen die Verläufe bei DAX und CDAX eng verknüpft. Dennoch zeigt ein genauere Blick auf die Charts, dass sich beide Indizes phasenweise doch unterschiedlich darstellen.

So gibt es eine ausgesprochen zyklische Entwicklung zwischen den Indizes. Der CDAX hat sich in ökonomisch schwierigen Zeiten wie den 70ern mit den Ölkrisen sowie dem vergangenen Jahrzehnt nach der geplatzten Internetblase und der Finanzkrise deutlich besser entwickeln können als der DAX. Im Bullenmarkt der 80er und 90er Jahre hingegen war der DAX klar besser als der CDAX.

Insofern kann man schlussfolgern, dass der DAX nur sehr bedingt Rückschlüsse auf den Gesamtmarkt zulässt. Dass die Rekorde für beide Indizes in großer zeitlicher Nähe erfolgten, hat nur wenig zu sagen. Zwei mögliche Erklärungen für das Auseinanderdriften bieten sich an: Zum einen reagiert der DAX als Bluechip-Index sehr viel stärker auf „Flow of Funds“, also auf Mittelbewegungen von Großinvestoren. Im Fall eines erneuten Bullen-Marktes könnte daher der DAX den CDAX in den nächsten Jahren wieder abhängen. Zum anderen sind aber auch fundamentale Schwächen der DAX-Unternehmen als Erklärung denkbar. Großunternehmen gelten generell als ineffizienter und weniger innovativ. Ist dies der Hauptgrund, dürften die Aussichten für den CDAX (bzw. für Marktsegmente wie den im folgenden erläuterten MDAX) besser sein.

Denn das zyklische Verhalten des DAX ist besonders gegenüber einem Marktsegment besonders ausgeprägt, den sogenannten Midcaps, den mittelgroßen Marktkapitalisierungen. Sie werden durch den MDAX repräsentiert, der 50 Werte umfasst, die in einer Rangliste auf die Werte des DAX folgen. Diese Liste wird aufgrund der Marktkapitalisierung des Streubesitzes sowie der Börsenumsätze ermittelt.



Auch hier zeigt sich, dass sich der DAX während des Bullen-Marktes in den 90er Jahren besser entwickelt hat als der MDAX. In dem gerade abgelaufenen und wirtschaftlich sehr schwierigen Jahrzehnt hingegen hat sich der MDAX sehr viel besser entwickelt als der DAX. Dieser Trend hält nach wie vor an.

## 2) Kursindex oder Performanceindex?

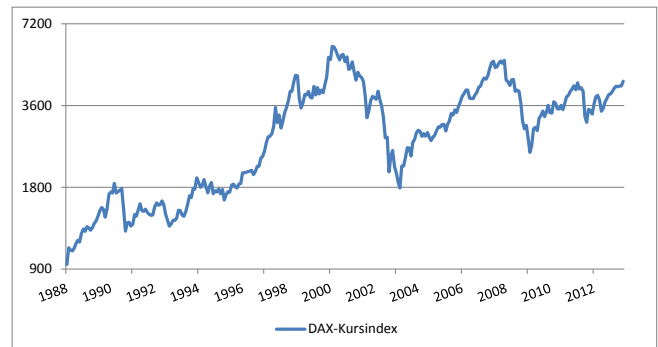
Weltweit dienen Börsenindizes den Anlegern zur Information über die Marktentwicklungen. Die großen populären Indizes wie der S&P500 (USA), FTSE 100 (Großbritannien), Eurostoxx50 (Euroland) oder SMI (Schweiz) werden i.d.R. als sogenannte Kursindizes veröffentlicht. Dies bedeutet, dass sie nur mittels der Kursbewegungen berechnet werden, Dividenden fließen nicht mit ein. Zwar gibt es auch für einige dieser Kursindizes eine Version als Performanceindex, diese wird in der Öffentlichkeit meist aber kaum beachtet.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

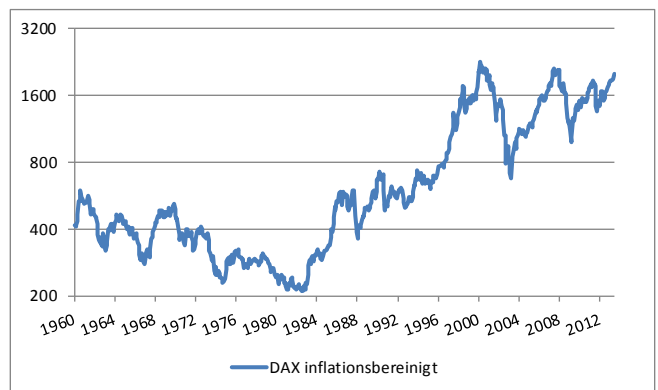
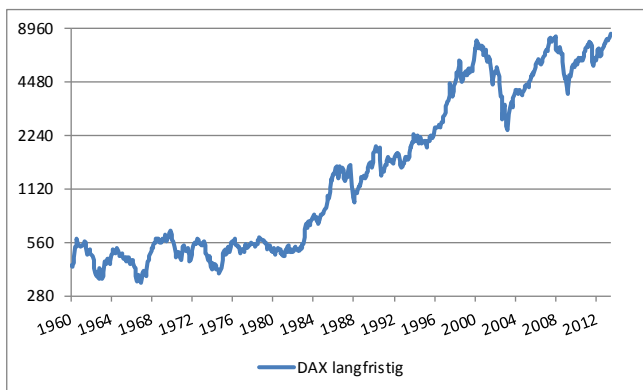
Beim DAX hingegen ist es umgekehrt. Bei ihm wird vor allem der Performanceindex in der Öffentlichkeit beachtet, der Kursindex hingegen vernachlässigt. Dies ist insofern bedeutsam, weil dies den Vergleich mit anderen Märkten verzerrt. So ist der SMI derzeit mit 7.947,01 noch 20% von seinem bisherigen Allzeithoch von 9.548,09 am 4. Juli 2007 entfernt. Der FTSE 100 hat im diesem Mai sein Hoch von 6.754,1 aus 2007 kurzzeitig überschritten und notiert derzeit mit 6.583,09 knapp darunter. Der S&P 500 liegt mit 1.630,74 inzwischen knapp über dem Rekord von 2007 (1.576,09).

Der DAX hingegen erreichte als Kursindex sein Allzeithoch am 7. März 2000 mit 6.266,15. Der derzeitige Stand ist 4.419,52. Um den bisherigen Rekordstand als Kursindex zu knacken, müsste der DAX noch um ca. 42% steigen. Aus dieser Perspektive erscheint der vorgebliche DAX-Rekord als sehr fragwürdig. Gerade im Bezug mit anderen internationalen Aktienindizes erscheint der DAX in vergleichbarer Berechnungsweise als klarer Nachzügler, nicht als Rekordhalter.



### 3) Der DAX und die Inflation

Der DAX wird als nominale Größe berechnet, also ohne Berücksichtigung der Wertminderung durch Inflation. Insbesondere bei langfristigen Performancevergleichen spielt die Geldentwertung eine wichtige Rolle. Für diesen Vergleich kann 1960 als Ausgangsdatum genommen werden, da ab hier brauchbare Daten sowohl für einen zurückgerechneten DAX wie auch für die Inflationsentwicklung vorliegen.



Bereinigt man den DAX um die Entwicklung des Verbraucherpreisindex, zeigen sich folgende interessante Ergebnisse:

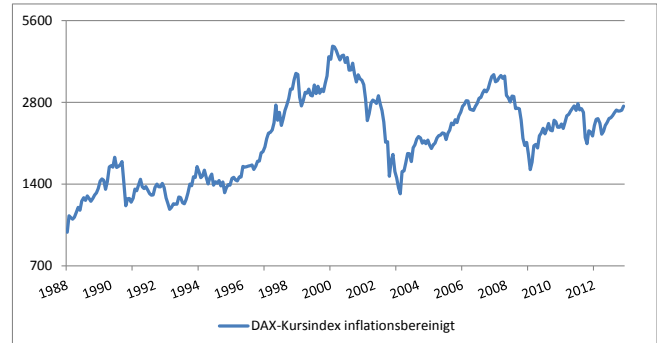
- Nominal haben sich DAX-Aktien seit 1960 fast verzwanzigfacht. Inflationsbereinigt haben sich die DAX-Aktien allerdings nur auf das ca. 4,7fache des Ausgangswertes erhöht.
- Aktien haben als Schutz vor Geldentwertung während der Hochinflationszeiten der 60er und 70er Jahre nicht funktioniert.
- Die Werteinbußen im DAX waren real nach dem Platzen der Internetblase 2001 ungefähr genauso groß wie während der Ölkrisen der 70er Jahre.
- Der nominale Rekordwert von 2007 lag real eindeutig unter dem nominalen Rekordwert von 2000.
- Der nominale Rekordwert von 2013 lag real eindeutig unter dem nominalen Rekordwert von 2007.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unter Berücksichtigung der Inflation hat der DAX also seine bisherigen Rekorde noch nicht einstellen können. Von aktueller Basis wäre ein weiterer Anstieg um ca. 19,5% auf 9.974 nötig, um gegenüber 2000 einen realen Rekord aufzustellen und nicht nur einen nominalen.

Noch größer fällt die Differenz zwischen gegenwärtigem Wert und dem Höchststand aus, wenn man den DAX-Kursindex inflationsbereinigt. Dann hätte der DAX erst 2.710 erreicht, nur den 2,7fachen Wert des Startdatums von Ende 1987. Von heutiger Basis aus wäre dann ein Anstieg um ca. 74,7% nötig, um den bisherigen Höchststand vom März 2000 wieder zu erreichen.



## 4) Der DAX nach Steuern

Der Einfluss der Kapitalertragsteuern auf Dividenden ist relativ schwierig nachzurechnen, da diese Steuern für alle Anleger nicht immer einheitlich sind und waren. Bei der Berechnung des DAX wird angenommen, dass am Tage des Dividendenabschlags die Bruttodividende wieder voll in den gleichen Wert investiert wird. In der Realität kann aber nur die Nettodividende nach Abzug der Kapitalertragssteuer und mit Transaktionskosten reinvestiert werden. Insofern kann ein Investor tatsächlich nur einen Teil reinvestieren. Hierdurch fallen auch Zinseszinsseffekte an, die bei einer Nachberechnung nur sehr schwer berücksichtigt werden können. Die Abschätzung des Einflusses von Dividendensteuern auf den DAX ist daher nur ungefähr möglich.

Von STOXX® gibt es Indizes für den Gesamtmarkt Deutschland, die ab Ende 2001 zur Verfügung stehen und sowohl als Bruttoreturnindex (also vor Abzug der Steuern) wie auch als Nettoreturnindex (nur Dividenden nach Steuerabzug werden eingerechnet) berechnet werden. Ihr Vergleich zeigt, dass die fehlende Steuerbereinigung einen Performancevorteil von ca. 0,95% p.a. ergibt. Da die Dividendenrenditen bei Bluechips speziell Anfang des Jahrzehnts eine geringere Rolle spielten, kann für den DAX angenommen werden, dass dieser Vorteil relativ hoch angesetzt ist und ein niedrigerer Wert von ca. 0,8% p.a. realistischer erscheint. Ungefähr die Hälfte dieses Effekts basiert auf dem direkten Steuerabzug, die andere Hälfte auf dem Zinseszinsseffekt.

Seit Auflage des DAX vor über 25 Jahren hätte dieser geringfügig erscheinende Effekt nach unseren Annahmen allerdings ca. 1.620 Indexpunkte an Performance gekostet. Dies entspricht 22% des ausgewiesenen Wertgewinns. Ein Netto-Return-DAX würde also erst bei ca. 6.730 stehen.

Verglichen mit dem bisherigen Indexrekord von 8.151 (2007) hat der DAX aufgrund des Kapitalertragssteuereffekts ungefähr 4,7% verloren. Das heißt also, erst mit einem Indexstand, der den Wert von 8.554 übersteigt, wäre der um Dividendensteuern bereinigte Rekord von 2007 gebrochen. Verglichen mit dem Indexhöchststand von 2000 (8.061) wären nach unseren Annahmen ca. 10% an Performance durch Dividendensteuern verloren gegangen. Um dies auszugleichen, wäre ein Anstieg auf über 8.952 im DAX erforderlich.

Zieht man Dividendensteuern und Inflation gemeinsam in Betracht, sind durch sie seit dem Höchststand von Mai 2007 ca. 13% bzw. seit März 2000 ca. 28% an realen Werten verloren gegangen. Um alle Einbußen seit 2000 komplett wieder zu auszugleichen, wäre auf Grundlage des DAX-Schlussstandes vom 31. Mai 2013 (8.348,84) noch ein weiterer Anstieg um ca. 32,6% auf 11.071 nötig. Insofern könnte nur oberhalb dieser Marke von einem echten Rekord gesprochen werden. Der DAX hat also bei Weitem noch nicht die realen



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wertverluste ausgeglichen, die in den vergangenen Jahren entstanden sind. Im Gegenteil besteht noch starker Nachholbedarf.

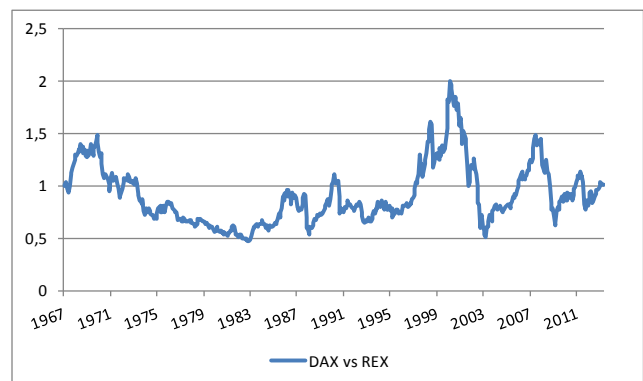
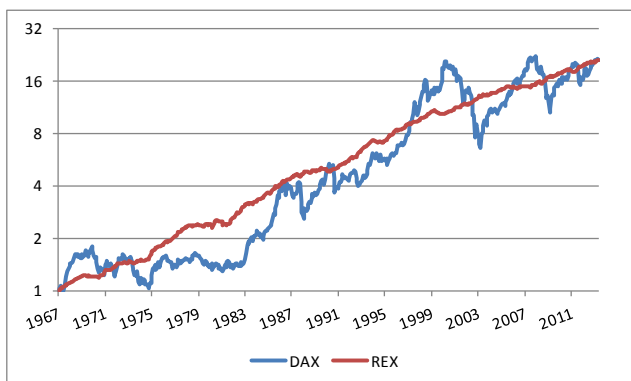
Mögliche Steuerbelastungen aus Kursgewinnen bei Anpassungen oder Umstellungen im Index wurden bei dieser Berechnung noch gar nicht berücksichtigt, obwohl diese im Einzelfall – wie z. B. als die VW-Stammaktie in der Gewichtung begrenzt oder aus dem DAX entfernt wurde – für den Anleger sehr relevant sein können.

## 5) Aktie oder Rente

Aktie und Rente sind die klassischen Formen der langfristigen Kapitalanlage. Nach allgemeiner Meinung sollen Renten niedrige, aber stabile Zinsen bringen, während Aktien höhere Erträge abwerfen, die allerdings stärker schwanken.

Als allgemeine Messgröße für den Rentenmarkt hat sich der Deutsche Rentenindex REX etabliert. Von ihm gibt es wie beim DAX eine Ausgabe als Performance- und eine als Kursindex. Allgemein gebräuchlich ist aber nur der Performanceindex. Bei ihm gibt es ähnliche Probleme wie beim DAX aus der Nichtberücksichtigung von Steuern bei der Berechnungsmethode für die Reinvestierung von Zinsen. Da diese die vorwiegende Einnahmequelle sind, ist dieser Effekt etwas stärker ausgeprägt als beim DAX. Beim REX ist er aber noch schwieriger genau zu bestimmen, da dieser Index synthetisch berechnet wird, permanenten Veränderungen unterliegt und die Reinvestments nur zu bestimmten Stichtagen vorgenommen werden.

Für den REX gibt es eine bis 1967 zurückgerechnete Zeitreihe, sodass sich ein Performancevergleich seit diesem Zeitraum anbietet.



Hierbei zeigt sich, dass der DAX zumindest seit 1967 auf den ersten Blick seinen Anspruch nicht erfüllen konnte, auf lange Sicht eine bessere Performance als der Rentenmarkt zu erreichen. Auch wenn man bei dieser Betrachtung berücksichtigt, dass die Berechnungsmethodik das Ergebnis über den Gesamtzeitraum etwas zugunsten des REX verzerrt, ist das Ergebnis für den DAX wenig überzeugend.

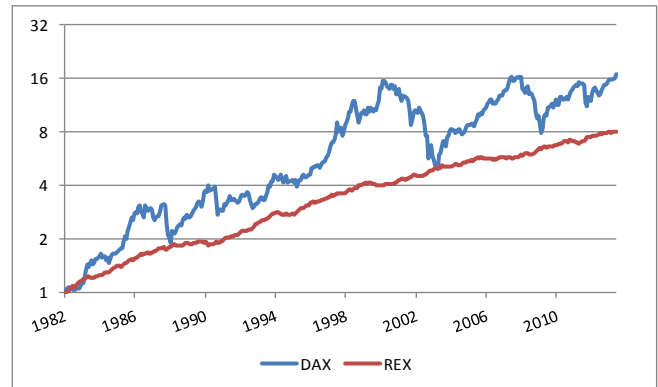
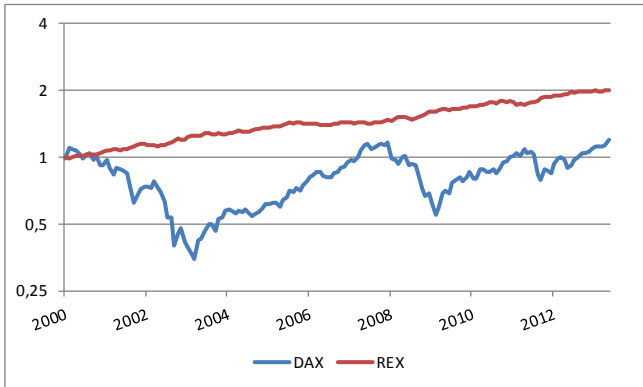
Allerdings zeigt die relative Entwicklung von DAX zu REX, dass es stark ausgeprägte Zyklen in der Wertentwicklung Aktie gegen Rente gibt. Hierbei ist vor allem das wirtschaftliche Umfeld wichtig: In den Krisenzeiten der 70er Jahre sowie in jüngerer Zeit nach dem Platzen der Internetblase bzw. während und nach der Finanzkrise waren Renten besser als Aktien, ansonsten war es umgekehrt.

Deswegen ist auch die Antwort auf die oft gestellte Frage nach einem Performancevergleich vor allem davon abhängig, welchen Zeitpunkt man als Startdatum hierfür nimmt. Nimmt man 2000 als Anfangsdatum, so er-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

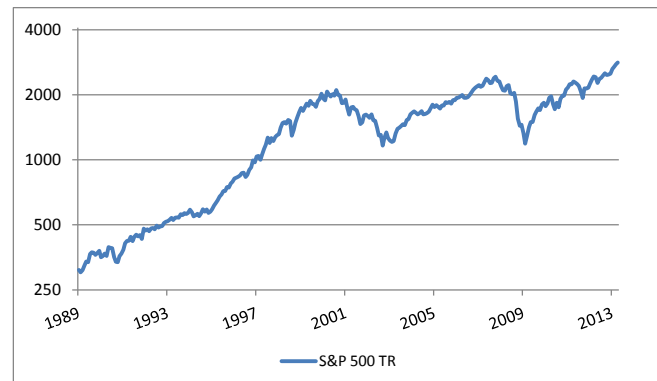
hält man eine klare Überlegenheit der Rente als Ergebnis. Beginnt man den Vergleich allerdings 1982, erscheint die Aktie eindeutig überlegen.



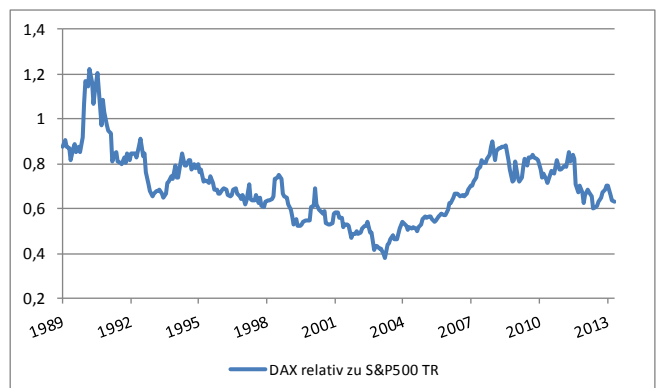
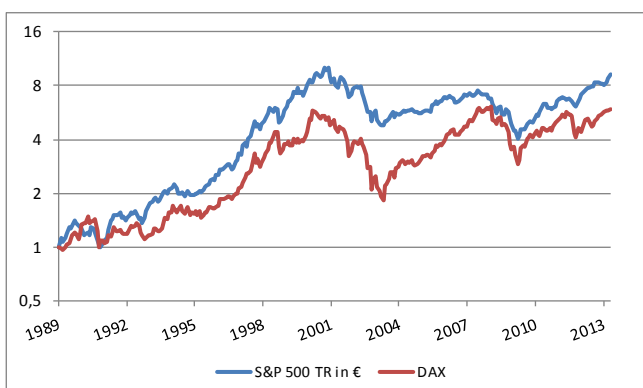
Angesichts einer Umlaufrendite von 1% am deutschen Rentenmarkt spricht derzeit sehr viel dafür, dass der Aufwärtstrend bei Renten demnächst gebrochen wird und sich das Bild wieder zugunsten der Aktie gestaltet. Trotzdem kann man festhalten, dass der DAX es über die vergangenen 46 Jahre nicht geschafft hat, den Anspruch zu erfüllen, seine Anleger für die hohen Kursschwankungen mit klar überdurchschnittlichen Erträgen zu kompensieren.

## 6) Der DAX im internationalen Vergleich: USA

Der DAX wird – wie schon erwähnt – auch immer wieder gerne zu Vergleichen mit anderen populären Indizes herangezogen. Vom S&P500 wird als „TR“-Variante auf ähnliche Weise wie beim DAX ein Performanceindex berechnet, der allerdings normalerweise wenig beachtet wird. Allerdings bietet er im Gegensatz zu den anderen internationalen Indizes damit eine dem DAX vergleichbare Berechnungsbasis.



Hier zeigt sich zunächst, dass der S&P500 TR schon seit längerer Zeit auf Rekordkurs ist und sich auch anscheinend gleichmäßiger nach oben bewegt als der DAX. Allerdings ist natürlich zu beachten, dass die Währungsbasis für den US-Index der US\$ ist. Insofern muss man für einen fairen Vergleich den S&P 500 TR auf DM bzw. € umbasieren. Dies wurde in dieser Analyse für den Zeitraum seit 1989 vorgenommen.



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Der langfristige Vergleich von DAX und S&P500 fällt für den deutschen Index sehr ernüchternd aus. Seit Anfang 1989 konnte der DAX zwar um 529% zulegen, der S&P 500 TR in € aber um 854%. Dabei war der DAX auch kurz- und mittelfristig meistens dem US-amerikanischen Index unterlegen.

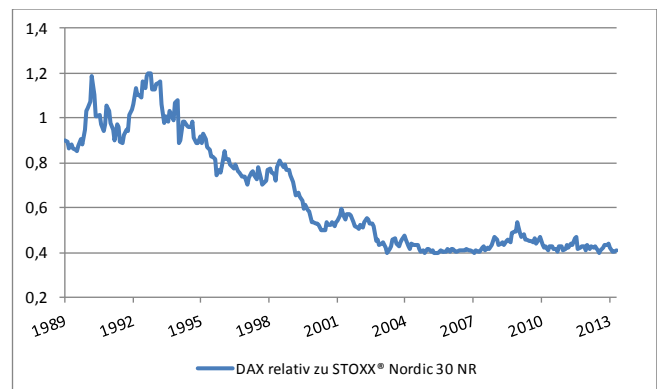
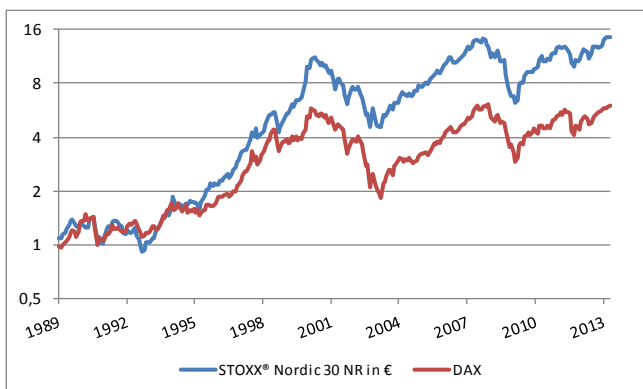
Lediglich nach der Einführung des € konnte sich der DAX im relativen Vergleich besser entwickeln, was aber vor allem auf den Währungsverfall des US\$ in diesem Zeitraum zurückgeführt werden kann. Ohne Hilfe von der Währungsseite entwickelt sich der DAX allerdings signifikant schlechter als sein US-amerikanischer Vergleichsindex S&P 500TR. Insbesondere konnte der DAX nicht von der Finanzkrise profitieren, obwohl diese in den USA ihren Ausgangspunkt hatte. Im Gegenteil verlor er wieder an Boden.

## 7) Der DAX im internationalen Vergleich: Skandinavien

Im vorigen Abschnitt wurde der DAX mit dem US-amerikanischen Index S&P 500 TR verglichen. Nun kann man argumentieren, dass die Wirtschaftsentwicklungen und die strukturellen Voraussetzungen in den einzelnen Ländern zu unterschiedlich sind. Deswegen scheint es angemessener, den DAX mit einem Land bzw. mit einer Wirtschaftsregion zu vergleichen, die ähnliche Voraussetzungen mitbringt. Hier bietet sich aus zwei Gründen Skandinavien an:

Zum einen eignet sich die Region aus sachlichen Gründen für einen Vergleich: Die Wirtschaft wird vor allem von Exporten angetrieben, an der Börse sind daher auch global tätigen Gesellschaften besonders wichtig. Es gibt ebenfalls einen relativ umfangreichen Sozialstaat. Das Steuersystem gilt in Skandinavien allerdings als leistungsfreundlicher.

Für Skandinavien als Vergleichsmaßstab spricht auch, dass es einen brauchbaren Referenzindex gibt. Für die meisten europäischen Länder stehen derzeit nur sehr wenige Total Return Bluechip-Indizes zur Verfügung, die für einen längeren Zeitraum berechnet wurden und daher einen sinnvollen Vergleich ermöglichen. Mit dem STOXX® Nordic 30 NR-Index ist aber ein solcher für die 30 führenden skandinavischen Aktien vorhanden, da er bis in die 80er Jahre zurück als Performanceindex vorliegt. Allerdings wird dieser Index als sog. Net-Return Index berechnet, also im Gegensatz zum DAX um Dividendensteuern bereinigt. Wie schon in Abschnitt 4 dargestellt, erbringt die fehlende Steuerbereinigung einen kleinen Performancevorteil gegenüber einer Nettobetrachtungsweise, der sich allerdings langfristig stark auswirken kann. Insofern kann für den DAX angenommen werden, dass er aus berechnungstechnischen Gründen einen Vorteil gegenüber dem STOXX® Nordic 30 NR-Index hat, auch wenn sich die genaue Größenordnung nur sehr schwer quantifizieren lässt.



Wenn man sich jetzt den DAX in Hinblick auf sein skandinavisches Gegenstück anschaut, ist das Bild trotz des Vorteils bei der Berechnungsmethodik wenig erfreulich: Über den gesamten Zeitraum hinweg seit Anfang

# Mit ruhiger Hand

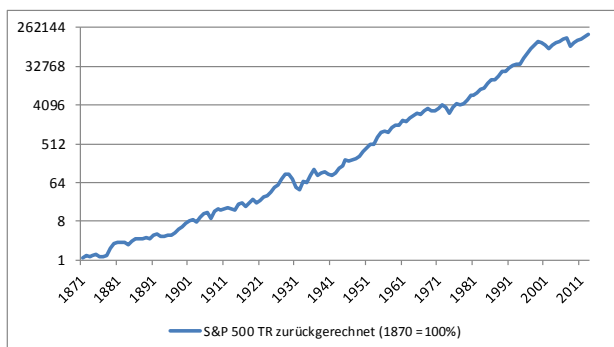
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

1989 konnte der STOXX® Nordic 30 NR in € um 1.384% zulegen, während der DAX nur auf 529% kam. Lediglich Anfang der 90er Jahre, als Skandinavien eine Krise durchmachte und in Deutschland die Wiedervereinigung stattfand, war der DAX kurzzeitig besser. Seitdem war er kontinuierlich schwächer, obwohl er durch die Nichteinrechnung der Dividendensteuern etwas bevorzugt wird. Erst nach der Einführung des € konnte sich der DAX relativ zu Skandinavien stabilisieren. Deutsche Bluechip-Aktien erscheinen somit als klare Verlierer gegenüber ihren nordischen Nachbarn.

## 8) Die Normalität des Rekords

Dank der Arbeit von Robert Shiller liegen für den amerikanischen Aktienmarkt Daten über Kursentwicklungen und Dividenden vor, die eine Rückrechnung des US-amerikanischen Leitindex S&P 500 als Performanceindex bis 1870 erlauben.

Im Durchschnitt hat der Index nominal jährlich um 8,8% zugelegt und ist dabei einem relativ gleichmäßigen Wachstumspfad gefolgt. Zweimal hat sich der S&P 500 allerdings von seinem langfristigen Trend deutlich nach oben entfernt: Ende der 20er Jahre und Ende der 90er Jahre des vergangenen Jahrhunderts. Beide Male wurde dieser Ausbruch nach oben von extremer Euphorie begleitet, Aktien wurden ohne Rücksicht auf ihre Bewertungen gehandelt. Beide Male konnte man berechtigterweise von einer Spekulationsblase sprechen, die Konsequenz war eine lange Wirtschaftskrise.



Das Beispiel des S&P 500 TR zeigt, dass Rekorde für einen Performanceindex völlig selbstverständlich sind, es sei denn, es gab vorher eine Periode mit spekulativen Exzessen wie vor 1929 oder vor 2000. Dies ist deswegen normal, weil Unternehmen mit Ausnahme von Krisenzeiten praktisch immer in der Lage sind, mit ihren Aktivitäten ökonomische Werte zu schaffen, die dann entweder ihren Kapitalstock erhöhen oder ausgeschüttet werden. Diese Wertgenerierung wird in Performanceindizes wie dem DAX oder S&P 500 TR voll reflektiert, da sämtliche Belastungsfaktoren wie Dividendensteuern, Transaktionskosten oder Inflation bei der Berechnung keine Berücksichtigung finden.

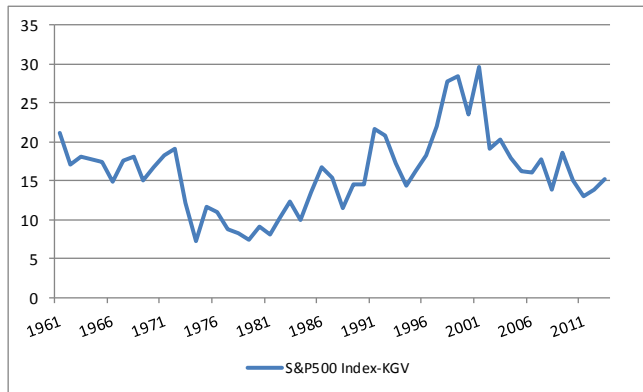
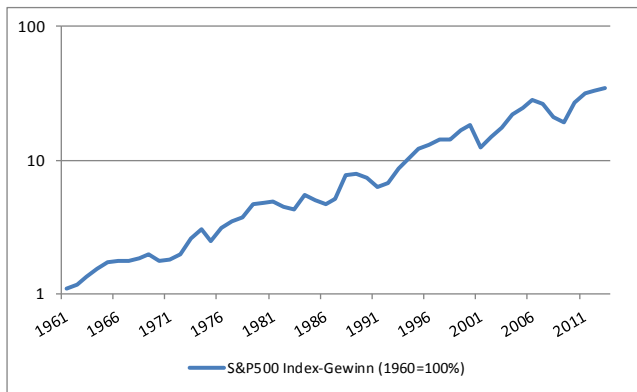
Deswegen ist es auch nicht ungewöhnlich, dass der DAX derzeit ein neues Rekordhoch gemacht hat. Das Ungewöhnliche ist, dass der DAX in den letzten Jahren sowenig neue Höchststände markiert hat. Dies ist allerdings die Konsequenz der Nachwirkungen aus dem Platzen der Spekulationsblase in Internetaktien 2000, welche sich allerdings inzwischen relativiert hat.

Deswegen ist es auch nicht ungewöhnlich, dass der DAX derzeit ein neues Rekordhoch gemacht hat. Das Ungewöhnliche ist, dass der DAX in den letzten Jahren sowenig neue Höchststände markiert hat. Dies ist allerdings die Konsequenz der Nachwirkungen aus dem Platzen der Spekulationsblase in Internetaktien 2000, welche sich allerdings inzwischen relativiert hat.

Der S&P 500 Index ist der einzige populäre Aktienindex, für den langfristige Berechnungen für den Indexgewinn vorliegen. Sie zeigen, dass sich der Gewinn – wenn auch mit zyklischen Schwankungen – relativ gleichmäßig nach oben bewegt hat. Sehr viel stärker hat allerdings die KGV-Bewertung geschwankt. Die starken Ausschläge an den Aktienmärkten ergeben sich also weniger aus den zugrunde liegenden fundamentalen Entwicklungen, die in den Gewinnsteigerungen reflektiert sind. Schwankungen werden vor allem durch die wechselnden Einschätzungen der Anleger gegenüber der Börsenbewertung verursacht.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



In wirtschaftlich einigermaßen normalen Zeiten, in denen börsennotierte Unternehmen ihre Gewinne steigern und Dividenden ausschütten, ist es nichts Außergewöhnliches, wenn sich operative Ertragsverbesserungen auch in Steigerungen eines Performanceindex widerspiegeln. Insbesondere wenn dieser Index bei der Berechnung Wertminderungen durch Steuern, Inflation oder Transaktionskosten nicht berücksichtigt, kann er eigentlich nur steigen. Außergewöhnlich wäre hingegen, wenn wieder eine längere Zeit ohne DAX-Rekord vergeht.

Man wird sich deshalb in den nächsten Monaten, Jahren und vielleicht auch Jahrzehnten daran gewöhnen müssen, dass neue DAX-Rekorde völlig normal werden. Allerdings darf man sich als Anleger hiervon nicht täuschen lassen. Rekorde bei Performanceindizes bedeuten nicht automatisch auch Wertgewinne nach Inflation und Steuern.

## Fazit:

Der jüngste Rekordlauf des DAX ist eine Fata Morgana. Die jüngsten Kursgewinne reichen bei Weitem nicht aus, um für die Wertverluste durch Steuern und Inflation zu kompensieren, die ein Anleger in den letzten Jahren erlitten hat. Insofern sind die jüngsten Rekordnachrichten ein typischer Fall von Geldillusion, also des Verdrängens von Geldentwertung. In Bezug auf den Gesamtmarkt und insbesondere in Hinblick auf Marktsegmente wie Midcaps hinkt der DAX hinterher. In Vergleich mit ausländischen Indizes sieht der DAX eher schwach aus und scheint von einem festen € abhängig zu sein. Indizes wie der FTSE100 (Großbritannien) oder SMI (Schweiz) sind deutlich weniger von ihren Höchstständen entfernt wie der vergleichbare DAX-Kursindex. Performanceindizes wie der S&P500 TR oder der STOXX Nordic 30 haben langfristig eine viel bessere Wertentwicklung. Insbesondere ist verwunderlich, warum der DAX bisher so selten das gemacht hat, was für einen Performanceindex aufgrund der vollen Einrechnung der Dividenden sowie der Nichteinbeziehung von Inflation, Steuern und Transaktionskosten eigentlich selbstverständlich sein sollte: Neue Rekorde melden.

Des weiteren muss man grundsätzlich fragen, ob ein Index, der von der Annahme vollständiger Reinvestments der Dividende ohne Steuerabzug ausgeht, wirklich ein geeigneter Maßstab zur Einschätzung von Börsenentwicklungen ist. In anderen Ländern sind Kursindizes üblich, die zwar auch die eine oder andere Schwäche haben. Ihnen kann man aber nicht den Vorwurf machen, dass sie die Aktienentwicklung zu positiv darstellen. Insofern sollte man eher bei der Suche nach einem repräsentativen Maßstab für die Börse den Blick auf den DAX-Kursindex richten, auch wenn das Bild hier nicht so schön ist wie beim großen Bruder Performanceindex.

Daher kann man aus dem jüngsten DAX-Rekord eigentlich nur eines folgern: Der deutsche Aktienmarkt hat massiven Nachholbedarf, und das in mehrfacher Hinsicht. Es gibt weder Anlass zum Feiern noch für Sorgen um eine spekulative Überhitzung.

## Die große Risikoverwirrung Teil 2: Die Risikoalchemisten

Von Karl-Heinz Thielmann und Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

In der vorangegangenen Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ wurde erörtert, inwieweit unklare Risikobegriffe und methodische Probleme bei gängigen Risikomaßen zur Verwirrung von Anlegern im Umgang mit Risiken beitragen. Allerdings sind die entstehenden Probleme nicht nur auf die konzeptionelle Begrenztheit der vorgestellten Ansätze zurückzuführen. Ganz entscheidend für die Konfusion ist auch, unter welchen organisatorischen Voraussetzungen und Zwängen die Auseinandersetzung mit Risiko und Unsicherheit im Finanzbereich stattfindet.

In Hinblick auf Kapitalanlagen sind hierbei insbesondere zwei Themenkomplexe wichtig:

- a) Wie sind die institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen sich Risikoanalyse vollzieht? Hierbei ist zwischen den Verhältnissen für interne Risikomanager und externe Risikobewerter wie z. B. Rating-Agenturen zu unterscheiden.
- b) Unterschiedliche Investoren verfolgen verschiedene Anlageziele, womit auch jeweils andere Risiken für sie relevant sind. Dennoch erfolgt die Risikobetrachtung zumeist unabhängig von den Zielen eines Anlegers. Hierdurch kommt es zum einen zu missverständlichen Risikoeinschätzungen im Bezug auf den Zeithorizont des Investors, zum anderen in Bezug auf das mit „Benchmarking“ verbundene relative Risikodenken.

### **1) Die Neigung zur Quantifizierung und übermäßiger Komplexitätsreduktion im Risikomanagement**

Risikomanagement ist die systematische Erfassung und Bewertung von Risiken inklusive der Steuerung von Reaktionen auf festgestellte Risiken. Es wird innerhalb eines Unternehmens meist von spezialisierten Mitarbeitern durchgeführt und erfreut sich nicht erst seit der Finanzkrise 2008 wachsender Bedeutung. Gesetzliche und bankaufsichtsrechtliche Vorschriften haben seit den 90er Jahren dafür gesorgt, dass der Einfluss von Risikomanagement insbesondere bei Finanzunternehmen schrittweise zunahm. Die Finanzkrise hat dann weiterhin dazu geführt, dass dessen Notwendigkeit auch zunehmend intern akzeptiert wurde.

Allerdings haben Risiko-Manager speziell im Finanzbereich praktisch eine unmögliche Aufgabe. Einerseits müssen ihre Auftraggeber Geld verdienen, und das können sie nur, indem sie Risiken eingehen. Andererseits ist es Aufgabe des Risikomanagers, ebendiese Risiken zu begrenzen oder einzuschränken. Damit verursacht er Kosten oder verhindert sogar Geschäfte, was operativ tätige Manager meist ziemlich ärgert. Auch kann die Tendenz zur Geschäftsverhinderung gefährliche volkswirtschaftliche Konsequenzen haben, wie die derzeitige Diskussion um den „Credit Crunch“ zeigt. Banken, die zu wenig Kredite vergeben, behindern den Aufschwung der Wirtschaft.

Im Vergleich mit anderen Branchen ist der angesprochene Interessenkonflikt im Finanzbereich viel schwerwiegender, da die Risiken oftmals abstrakter sind und auch in weiter Zukunft liegen können. Insbesondere ist Risikomanagement schwierig, wenn es um komplexe Finanzprodukten geht. Bei ihnen ist das Erkennen und Bewerten von Risiken erheblich erschwert. Darüber hinaus stellt gerade die Komplexität eine Verführung dar, Risiken zu verstecken bzw. an Ahnungslose weiterzureichen. Da heutzutage durch die Verbindung von

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Leistungsanreizen mit Umsatzzielen vor allem der kurzfristige Erfolg belohnt wird, besteht ein erheblicher Anreiz für Finanzanbieter, Produkte mit intransparenten Risiken zu vermarkten.

Erfahrungsgemäß steigt auch der Druck auf Risikomanager, eine vorsichtige Haltung aufzugeben, wenn Konkurrenten risikofreudiger sind und aggressiv den Markt aufrollen. Es gibt daher eine Grundtendenz zum prozyklischen Verhalten beim Risikomanagement, die auch vor der letzten Finanzkrise besonders deutlich geworden war: Gerade zwischen 2004 und 2007 ist von einigen Banken bekannt, dass sie ihre Risikoregeln gelockert hatten. Darüber hinaus stehen Risikomanager im besonderen Fokus der Aufsichtsbehörden. Ihre Aufgabe ist es auch, durch die Ablieferung von Daten und die Umsetzung von Vorschriften als Erfüllungsgehilfen staatlicher Regulierung zu dienen, ohne aber selbst beeinflussen zu können, was in welcher Form reguliert wird.

Wenn es gut läuft, ist der Risikomanager ein Erfolgsverhinderer und Spaßbremse, wenn es schlecht läuft, hatte er vorher nicht eindrucklich genug gewarnt. Da nun Risikomanager ein Beruf ist, indem man grundsätzlich Schuld hat, egal was passiert, so ist es um so verständlicher, wenn man sich gerne auf möglichst formale Regeln zu Risikokontrolle zurückzieht. Dies erklärt die besondere Beliebtheit von mathematischen Modellen, darauf aufbauenden Risikostrategien sowie die Bürokratisierung und sklavische Befolgung von regulatorischen Regeln beim Risikomanagement. Man beschneidet sich zwar selbst die Ermessensspielräume, kann sich damit aber Zweifelsfall durch Rückgriff auf „objektivierbare“ Zahlen bzw. Vorschriften rechtfertigen.

So kritisierte vor Kurzem eine parlamentarische Untersuchungskommission in Großbritannien, die den Zusammenbruch der Bank HBOS 2008 untersuchte, dass das Risikomanagement in dieser Bank sehr stark auf formale Abläufe ausgerichtet war, aber zu wenig auf die inhaltliche Prüfung und Bewertung von Risiken. Genau diese Formalisierung wird aber durch eine ansteigende Regulierung mit immer weiter ausufernden Reporting-Anforderungen durch die Aufsichtsbehörden bewirkt.

Die Tendenz zur Formalisierung des Risikomanagements und einer damit einhergehenden zunehmenden Betriebsblindheit gegenüber der Entstehung von neuen, bisher unbekanntem Problemen hat Michael Powers von der London School of Economics in mehreren Analysen untersucht. Er hat in seinen Arbeiten gezeigt, wie insbesondere die immer stärkeren formalen Anforderungen an das Risikomanagement dazu führen, dass es eine Art „Quantifizierungszwang“ gibt. Unsichere Ereignisse, für die sich sinnvoll keine Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmen lässt, werden dann doch wieder in einen mathematischen Rahmen gepresst und erscheinen dann fälschlicherweise als messbar und damit auch kontrollierbar.

Aber nicht nur der permanente Rechtfertigungsdruck verleitet Risikomanager zum Rückzug auf scheinpräzise Zahlen. Es gibt in der modernen Gesellschaft eine grundsätzliche Tendenz, komplexe Sachverhalte stark zu simplifizieren und auf griffige Schlüsselbegriffe oder Kennzahlen zu reduzieren. Top-Manager oder auch Vermögensverwaltungskunden lieben es nicht, wenn man sie mit komplizierten Erläuterungen quält. Übersichtliche Entscheidungsvorlagen sind gefragt; klare Antworten müssen selbst auf Fragen gegeben werden, für die es keine eindeutige Lösungen gibt. Mathematische Risikokennzahlen und auf ihnen aufbauende Absicherungsstrategien entsprechen diesem Bedürfnis. Am besten wird das Ganze noch mit englischen Fachwörtern titulierte, damit sich alles schön professionell anhört. Und so hat merkwürdigerweise das Versagen von mathematischen Ansätzen während der Finanzkrise zu einer eigenartigen Blüte von neuen scheinpräzisen Strategien im Risikomanagement geführt, die unter Namen wie „Constant Proportion Portfolio Insurance“, „Capital Protection Strategies“, „Complex Dynamic Insurance Strategies“ oder „Dynamic Strategy Systems“ vermarktet

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden. Denn alle diese Strategien werden das Schicksal ihrer Vorgänger teilen: Sie funktionieren nur solange, wie die eingehenden Annahmen stimmen. Und die können sich bei wechselnden Marktverhältnissen teilweise recht schnell grundlegend ändern.

Weil es sich mit den üblichen quantitativen Konzepten nicht fassen lässt, gehört das Liquiditätsrisiko beim Risikomanagement von Kapitalanlagen nach wie vor zu den am meisten unterschätzten Risiken. Dabei hat es sich zum Beispiel im Bereich der offenen Immobilienfonds zu einem regelrechten Fonds-Killer entwickelt, weil diese vielfach aufgrund von Mittelabflüssen Zwangsverkäufe zu schlechten Konditionen durchführen mussten, welche die Performance ruiniert haben und wiederum weitere Mittelabflüsse auslösten. Auch die bisher spektakulärste Fondspleite des Hedgefonds LTCM in 1998 ist letztlich auf die plötzliche Illiquidität vieler Anlagen zurückzuführen.

Gerade in Hinblick auf das Liquiditätsrisiko zeigt sich die grundsätzliche Problematik des Widerspruchs zwischen kurzfristigem Erfolgsdruck und der Abschätzung langfristiger, relativ abstrakter Risiken besonders deutlich. Die Performance von Vermögensverwaltern wird ständig gemessen. Kunden orientieren sich zumeist an denjenigen, die kurzfristig die besten Wertentwicklungszahlen produzieren. Dabei ist es für sie relativ unerheblich, ob der Anlageerfolg des Investmentmanagers auf Zufall, Können oder dem Eingehen hoher Risiken beruht. Für Portfoliomanager, die in den Rankings zurückfallen, steigt der Druck, ihre Performance durch das Eingehen riskanterer Engagements zu verbessern. Die Fixierung der Risikokontrolle auf Kennzahlen, die auf der Basis von Volatilitäten errechnet werden, erleichtert dabei das versteckte Eingehen von Risiken. So erscheinen illiquide Aktien aufgrund ihres geringen Handels oft als weniger volatil und damit auch als nicht so riskant wie viel gehandelte Aktien. Sie sind i.d.R. auch weniger stark mit anderen Aktien korreliert, womit sie scheinbar die Risikostreuung verbessern. Für den einen oder anderen Fondsmanager mag es auch die Verführung geben, die Beeinflussbarkeit der Kurse von illiquiden Aktien zur Verbesserung der eigenen Performance zu nutzen. Im Fall einer Fehleinschätzung sind aber genau diese illiquiden Aktien aufgrund der geringen Umsätze kaum noch verkäuflich und belasten dann dauerhaft als sog. „Depotleichen“ die Wertentwicklung.

Das Liquiditätsrisiko wird aber auch deshalb oft vernachlässigt, weil bei ihm die Geschäftsverhinderung relativ offensichtlich ist. Die einfachste Form des Risikomanagements – Liquidität halten oder in sehr liquide Anlagen investieren – kostet Performance und damit Kunden. Solange die Kunden von Anlagemanagern nicht unterscheiden, ob die Wertentwicklung ihrer Anlagen auf dem Eingehen hoher Risiken oder auf dem Können des Vermögensverwalters beruht, führt ein Versuch der Begrenzung von Risiken automatisch zu kommerziellen Problemen für ein Finanzprodukt. Risikomanagement wird dann zur Farce.

## **2) Der gewackelte Hund: Rating-Agenturen und ihre Risikobewertungen**

Während Risikomanager im Wesentlichen für organisationsinterne Kontrollen des Risikos zuständig sind, haben sich an den Finanzmärkten auch Unternehmen etabliert, die Kapitalanlegern eine zweckmäßige externe Einschätzung von Ausfall-Risiken versprechen. Am bekanntesten sind die sogenannten Rating-Agenturen.

Dies sind unabhängige Unternehmen, welche die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Forderungen der Emittenten von Wertpapieren einschätzen. Sie entwickelten sich in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in den USA, als mit der fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte auch die Nachfrage nach unabhängigen Investoreninformationen entstand. Den Durchbruch erlangten Rating-Agenturen aber erst 1936, als die US-Bankenaufsicht in Reaktion auf die damalige Finanzkrise anordnete, dass die Banken nur noch Emissionen und



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Forderungen mit einem Mindest-Rating übernehmen durften. In den kommenden Jahrzehnten gingen auch Finanzaufseher außerhalb der USA immer mehr dazu über, Ratingurteile als Mindestvoraussetzungen für die Kapitalanlagen bestimmter Investorengruppen vorzuschreiben.

Ratingagenturen unterliegen staatlicher Aufsicht. 1975 legte die amerikanische Börsenaufsicht SEC fest, dass die Rating-Agenturen die Einzigen sein sollten, die die gesetzliche Verpflichtung der Unternehmen erfüllen dürfen, sich bewerten zu lassen, ehe sie für den amerikanischen Kapitalmarkt zugelassen werden. Zugelassen wurden dafür ausdrücklich nur Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings. Damit wurde implizit auch ein Industriestandard für die globalen Kapitalmärkte definiert und dafür gesorgt, dass die 3 genannten Agenturen ein Oligopol bilden konnten, das nach wie vor weltweit den Markt für Ratings dominiert.

Die Agenturen fassen das Ergebnis ihrer Risikobewertung in einer Buchstabenkombination, dem sog. Rating zusammen. Ratings reichen in der Regel von AAA bzw. Aaa (beste Qualität) bis D (zahlungsunfähig). Die Ratings spiegeln dabei zunächst nur eine Rangfolge wider, geben aber keine Aussage über konkrete Ausfallwahrscheinlichkeiten.

Wer jetzt dachte, dass der Verzicht auf exakte Risikomaße und die Bevorzugung von relativen Risikoeinschätzungen möglicherweise zu stabileren Ergebnissen führen würde als die aus der Modern Portfolio Theory abgeleiteten Risikokennzahlen (vgl. hierzu Teil 1 in „Mit ruhiger Hand 13“), sah sich insbesondere in der jüngsten Vergangenheit besonderen Enttäuschungen ausgesetzt. So waren die letzten Jahre gekennzeichnet von teilweise krassen Fehleinschätzungen sowie massivsten Rating-Änderungen in kürzester Zeit.

Ein Hauptgrund für die Finanzkrise 2007 war, dass Ratingagenturen in USA die Risiken von Wertpapieren zur Immobilienfinanzierung völlig falsch darstellten. Im Nachhinein stellte sich heraus, dass nicht nur fehlerhafte Modelle der Grund für die Fehleinschätzungen waren, sondern auch teilweise bewusste Manipulationen oder Fahrlässigkeit bei der Informationseinschätzung von Analysten. Ratingansätze haben sich damit sehr viel anfälliger für menschliche Fehler gezeigt als quantitative Verfahren.

Ein gut dokumentiertes Beispiel für die prozyklische Vorgehensweise der Agenturen sind die Ratingänderungen für Griechenland, hier dargestellt auf Basis der Rating-Änderungen der Agentur Fitch (die Unterschiede zu den anderen Rating-Agenturen sind minimal).

So ging den Downgrades von Fitch ab Oktober 2009 die Enthüllung durch die neu gewählte griechische Regierung voraus, dass das Budgetdefizit bei ca. 12,7% des BIP liegt, sowie die voraussichtliche Staatsverschuldung für 2010 bei 125%. Jedem Analysten mit ökonomischen Grundkenntnissen, der sich zu diesem Zeitpunkt die Entwicklung des Defizits der griechischen Leistungsbilanz von -7,6% des BIP (2006) zu -11,4% des BIP (2007) weiter zu -14,6% des BIP (2008) bis zu -18% des BIP (2009) vergegenwärtigt hätte, müsste klar geworden sein, dass Griechenland nicht nur überschuldet war, sondern auch in nicht durchhaltbarer Weise vom Ausland abhängig war und sich die Situation schon seit Jahren dramatisch verschlechterte. Konsequenterweise wäre eine Einschätzung des Länderrisikos von Griechenland als sehr hoch zu rechtfertigen gewesen.

Dennoch wurde nur schrittweise und in Reaktion auf die Bekanntgabe von schlechten Nachrichten das Rating zurückgenommen, bis es auf Ramschstatus war.

Inzwischen ist Griechenland ein Teil der Schulden erlassen worden. Die Wettbewerbsfähigkeit ist deutlich verbessert und die Leistungsbilanz hat sich wieder einigermaßen stabilisiert. Insofern haben sich jetzt die Risi-

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ken von Griechenland wieder zwar vermindert, dennoch bleibt das Länderrisiko laut Fitch sehr schlecht. Erst am 14. Mai 2013, nach dem es eine Reihe von guten Nachrichten zu Griechenland gegeben hatte, wurde das Rating vom niedrigsten Stand CCC auf B- angehoben, was aber immer noch einem Junk Bond-Status entspricht. Offenbar erst, wenn sich gute Nachrichten manifestieren, kann anscheinend das Rating erhöht werden. Erst nach einer Erholung Griechenlands werden weitere Upgrades kommen, nicht in deren Erwartung.

Am Beispiel Griechenland wird deutlich, dass die Ratingagenturen auf ökonomische Ereignisse vor allem reagieren, sie aber nicht prognostizieren oder versuchen, mögliche Ausfallrisiken im Voraus zu quantifizieren. Der Eindruck drängt sich damit auf, dass Ratingagenturen nicht versuchen, Risikoereignisse und ihre Eintrittswahrscheinlichkeit zu bestimmen, sondern die Ratings im Gegenteil Resultate dieser Ereignisse sind. Dies ist, als würde der Schwanz mit dem Hund wackeln.

Dennoch bleibt zu fragen, ob Ratings grundsätzlich fragwürdig sind oder nur die Methodik der etablierten Ratingagenturen.

Diese Frage ist schwierig zu klären, weil die Rating Agenturen trotz öffentlicher Kritik nach wie vor sehr intransparent sind, wenn es darum geht, die Methodik zu offenbaren. Allerdings sind z. B. Risikorankings nicht nur bei Ratingagenturen üblich. So gibt es z. B. auch einige Banken, die mittels ihrer auf Scoring basierenden Risikomodelle ihre Kreditrisiken erfolgreich gesteuert haben und in Abschwungphasen keine oder sehr viel geringere Forderungsausfälle hatten als ihre Wettbewerber. Zwar gelingt es auch ihnen nicht, Ausfälle völlig zu verhindern, sie schaffen es aber zumindest, diese zu begrenzen.

Diese Scorings basieren im Wesentlichen auf Erfahrungen von Banken aus der Vergangenheit, mit denen für die Qualität von Kreditnehmern zusammenhängende Faktoren bewertet wurden. Seit Jahr-

zehnten werden systematisch Informationen gesammelt, die über die Eigenschaften von Kreditnehmern Auskunft geben, die Rückschlüsse auf die Fähigkeit eines Schuldners erlaubten, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Bei Banken mit Problemen im Kreditportfolio liegt dies meist daran, dass sie aus geschäftspolitischen Gründen von ihren Kriterien abgewichen sind oder sie aufgeweicht haben, während erfolgreiche Banken sich meist durch eine besondere Stringenz bei der Einhaltung ihrer Scorings auszeichnen.

Insofern scheint es zumindest möglich, Rankings wie Scoring-Verfahren als grobe Richtschnur in der Risikobewertung einzusetzen, sofern ausreichend historische Erfahrungswerte über Risikofaktoren vorliegen. Wenn Risiko-Rankings in der Breite versagen wie bei Rating-Agenturen, liegt dies wahrscheinlich mehr an der unprofessionellen Handhabung dieser Verfahren durch die Rating-Analysten als an den Verfahren selbst. Wenn Ratings so erstellt werden, wie es nach wie vor üblich ist, können sie nur eins: Verwirrung stiften.

Änderungen von Fitch im Rating bzw. im Ausblick für Griechenland

	Rating		Ausblick
	langfristig	kurzfristig	
17.05.2012	CCC	C	-
13.03.2012	B-	B	stabil
09.03.2012	RD	C	-
22.02.2012	C	C	-
13.07.2011	CCC	C	-
20.05.2011	B+	B	Rating Watchlist negativ
14.01.2011	BB+	B	negativ
21.12.2010	BBB-	F2	Rating Watchlist negativ
09.04.2010	BBB-	F2	negativ
08.12.2009	BBB+	F2	negativ
22.10.2009	A-	F1	negativ
12.05.2009	A	F1	negativ
20.10.2008	A	F1	stabil
05.03.2007	A	F1	positive
16.12.2004	A	F1	stabil
28.09.2004	A+	F1	Rating Watchlist negativ
20.10.2003	A+	F1	stabil
23.10.2002	A	F1	positive
20.06.2001	A	F1	stabil
21.09.2000	A-	F1	stabil
27.07.2000	A-	F1	-
13.03.2000	BBB+	F2	Watchlist positiv
25.10.1999	BBB+	F2	-
10.08.1999	BBB	F3	Rating Watch positive
04.06.1997	BBB	F3	-
13.11.1995	BBB-	F3	-

Quelle: Fitchratings.com

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 3) Anlageziele und Risiko: Was ist die richtige Zeitperspektive?

Einer der Hauptkritiker der Modern Portfolio Theory und der aus ihr hervorgegangen Risikomaße ist Warren Buffet, der aufgrund seiner Anlagerfolge mit der Holding "Berkshire Hathaway" nicht zu Unrecht als einer der erfolgreichsten Investoren weltweit gilt. So bemerkte er in seinem Brief an die Aktionäre für das Geschäftsjahr 2011 zum Thema Risiko:

„Das Risiko einer Kapitalanlage wird nicht durch das Beta gemessen (dies ist ein Wall Street Begriff, der Volatilität umfasst und oft zur Risikomessung verwandt wird), sondern durch die Wahrscheinlichkeit – die begründete Wahrscheinlichkeit –, dass ein Investment seinem Eigentümer einen Verlust an Kaufkraft über die angestrebte Haltedauer verursacht.“ (“The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability – the reasoned probability – of that investment causing its owner a loss of purchasing-power over his contemplated holding period.”)

In Hinblick auf das Anlageziel von Warren Buffet, der erklärtermaßen Langfristanleger ist, macht ein auf Kursschwankungen ausgerichtetes Risikoverständnis keinen Sinn. Denn Kursschwankungen sind nur kurzfristige Abweichungen auf einem längerfristigen Weg zu Erträgen. Wichtig ist, dass ein Investment am Ende mehr bringt als vorher, und zwar bereinigt um Kaufkraftverluste durch Inflation. Kursschwankungen können aus Sicht eines Langfristanlegers wie Buffet sogar eher Chancen eröffnen, interessante Kapitalanlagen zu günstigen Preisen zu erwerben und damit sogar die langfristige Rendite zu erhöhen.

Für Buffet, der seine eigene Anlagegesellschaft hat und damit von institutionellen Zwängen unabhängig ist, zählen vor allem das Ausfallrisiko durch ökonomische Fehlschläge und das Risiko der Geldentwertung, aber weniger das Kursrisiko oder potenzielle Liquiditätsprobleme.

Ganz anders sieht das Risikobild für z. B. den Treasury Manager einer Bank aus, der die Liquidität seines Instituts steuern muss. Für ihn sind vor allem Kurs- und Liquiditätsrisiko bedeutsam, längerfristige Ausfallrisiken weniger und Inflationsrisiken überhaupt nicht. An der Volatilität ausgerichtete Risikomaße sind für ihn essenziell, um kurzfristige Veränderungen zu erkennen und flexibel agieren zu können.

Wiederum anders sieht das Risikobild für den Manager eines Publikumsfonds für Aktien oder Renten aus. Er soll das Geld langfristig anlegen, muss aber kurzfristig auf Mittelzuflüsse oder –abzüge reagieren können. Zudem wird seine Leistung auch in kurzfristigen Performancevergleichen gemessen. Um seine Anleger nicht zu verärgern, darf er auch kurzfristig nicht gegen die Konkurrenz zurückfallen. Für ihn sind sowohl die langfristigen Inflations- und Ausfallrisiken wie auch Kurs- und Liquiditätsrisiken maßgeblich.

Dass die Relevanz von Risikomaßen davon abhängt, welche Anlageziele man verfolgt und welchen Zeithorizont man dabei hat, ist erschreckend wenigen Investoren klar. Gerade institutionelle Anleger unterliegen aufgrund formaler Zwänge bei ihrem Risikomanagement dem bereits beschriebenen „Quantifizierungszwang“ und achten vor allem auf an der Volatilität ausgerichtete Risikomaße, selbst wenn ihre Anlageziele sehr langfristig sind. Privatanleger werden z. B. bei Investmentfonds – auch aufgrund rechtlicher Vorschriften – vor allem mit auf der Volatilität basierenden Risikoangaben versorgt, die in Hinblick auf ihre langfristigen Anlageinteressen aber eher als Desinformation zu betrachten sind.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## 4) Anlageziele und Risiko: das Abweichungsrisiko-Paradox

Eine der tragenden Voraussetzungen der Modern Portfolio Theory und ihrer Weiterentwicklungen ist die sogenannte Markt-Effizienz-Hypothese. Sie sagt aus, dass Finanzmärkte in der Lage sind, neue Informationen immer schnell und korrekt zu verarbeiten. Eine Veränderung der Informationslage führt zu einer sofortigen Preisanpassung. Unter einer solchen Konstellation ist es nicht möglich, mittels einer speziellen Anlagestrategie oder tiefgründiger Fundamentalanalyse eine bessere Performance als der Gesamtmarkt zu haben, es sei denn durch Zufallstreffer.

Trotzdem wurde die Gesamtmarktentwicklung zum Maßstab der Performancebetrachtung auch bei aktiv gesteuerten Fonds gemacht. Daher müssen sich inzwischen fast alle Fondsmanager weltweit an einem für ihre Anlageklasse repräsentativen Marktindex, einer Benchmark orientieren. Sie werden dahin gehend beurteilt, inwieweit es ihnen gelingt, ob sie sich mit ihrem Fonds besser entwickeln können als ihre Benchmark. In diesem Vorgehen steckt aber ein Grundwiderspruch: Glaubt man an effiziente Märkte, können Fondsmanager auch nicht besser als eine Benchmark sein. Dann wäre ihre Tätigkeit sinnlos. Glaubt man nicht an effiziente Märkte, ist ein Marktindex als Beurteilungs-Maßstab sehr fragwürdig.

Doch nicht nur in Hinblick auf die Wertentwicklung dient ein Marktindex normalerweise als Vergleichsmaßstab, sondern auch in Hinblick auf die Risikosteuerung. Wenn sich Fondsmanager über die weiteren Marktentwicklungen nicht sicher sind, gilt es als Mittel der Risikoreduktion, die Abweichungen zum Marktindex klein zu halten. Dies führt aber dann oft dazu, dass Fondsmanager nur deshalb in Wertpapiere investieren, weil diese Titel in Indizes hochgewichtet sind. Titel werden gekauft, auch wenn diesen misstraut wird und die sie absolut als zu riskant angesehen werden. Damit wird dann das sogenannte Abweichungsrisiko zum Index reduziert. Die relative Risikominderung zum Index verstärkt dann aber das absolute Risiko für den Anleger.

Als Messgröße für das Abweichungsrisiko eines Portfolios zum Benchmark-Index hat sich der sogenannte Tracking Error als Standard etabliert. Er misst die Streuung der Abweichungen zwischen Anlageportfolio- und Benchmarkrendite. Die Berechnungsmethode für den Tracking Error ist in der Literatur aber nicht einheitlich definiert. Es gibt verschiedene Formeln, die gebräuchlich sind. Zudem hat sich der Tracking Error in der Praxis ebenfalls als relativ instabile Kennzahl erwiesen. So tendiert ein Tracking Error in der Praxis immer wieder dazu, wenn man ihn nach einem gewissen Zeitraum nachrechnet, auf einmal viel größer zu sein als vorher. Ein regelmäßiges Ärgernis für Benchmark-orientierte Investoren sind deshalb regelmäßige „Rebasierungen“. Dies sind Umschichtungen, die nur den Sinn haben, den Tracking Error eines Portfolios wieder zu senken. Sie generieren aber letztlich nur überflüssige Transaktionskosten.

Die Ideologie, dass es ein Mittel der Risikominderung ist, „den Markt zu kaufen“, hing natürlich auch mit der Zeit zusammen, in der sie entwickelt und richtig populär wurde. Dies waren die Wachstumsjahre nach dem Zweiten Weltkrieg sowie die 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts. In Zeiten eines hohen Wirtschaftswachstums mit einem inflationären Umfeld war es für potenzielle Verliererunternehmen gut möglich, sich sowohl operativ wie auch am Aktienmarkt gut zu entwickeln. Das Potenzial für aktives Fonds-Management ist in guten Zeiten begrenzt, weil fast alle in gewisser Weise Gewinner sind. Schwierige Zeiten hingegen führen zu einer klaren Performancedifferenzierung zwischen Gewinnern und Verlierern, während der Gesamtmarkt oft richtungslos ist. In schwierigen Zeiten am Kapitalmarkt führt die Orientierung der Risikosteuerung an einen repräsentativen Marktindex zu einem scheinbar paradoxen Ergebnis: Die Minimierung des relativen Risikos kann das absolute Risiko erhöhen.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Fazit:

Der Umgang mit Risiko an den Finanzmärkten ähnelt in vieler Hinsicht den Versuchen mittelalterlicher Alchemisten, eine Formel für die künstliche Herstellung von Gold zu finden.

Zum einen kämpfen die Risikomanager unserer Tage genau wie die Alchemisten des Mittelalters mit den unrealistischen Anforderungen ihrer Auftraggeber. Mittelalterliche Fürsten erwarteten von den Alchemisten, dass sie aus normalen Stoffen künstlich Gold herstellen konnten. Moderne Unternehmensleiter und Kapitalanleger erwarten von den Risikomanagern, dass sie Risiken klar bestimmen, einfach darstellen und kontrollieren können, ohne dabei Rentabilität oder Performance zu stark zu begrenzen.

Zum anderen fehlen den Risikomanagern heutzutage genauso wie den Alchemisten früher die richtigen wissenschaftlichen Methoden. An den Kapitalmärkten herrscht nach wie vor ein grundsätzliches Unverständnis über die Zusammenhänge zwischen Risiken, Unsicherheiten und möglichen Renditen, das dem Nichtwissen der Alchemisten über die elementaren Grundlagen der Welt sehr ähnlich ist. Im Umgang mit finanziellen Risiken wird nach wie vor sehr mechanistisch vorgegangen, obwohl spätestens nach der Finanzkrise jedem Experten klar geworden sein müsste, dass Kapitalmärkte komplexe adaptive Systeme sind, die sich permanent durch Anpassung verändern und zudem auch noch böse Überraschungen produzieren können. Nur eine Methodik, die auf dieser grundlegenden Erkenntnis aufbaut, kann das Umgehen mit der unsicheren Zukunft verbessern. Hiervon sind wir aber noch sehr weit entfernt. Nassim Taleb hat mit seinen Büchern „Der schwarze Schwan“ und „Anti-Fragilität“ wichtige Denkanstöße geliefert, die aber bisher von etablierten Risiko-Forschern kaum aufgenommen wurden. Stattdessen arbeiten weltweit Tausende von Mathematikern weiter unverdrossen an der Verbesserung von immer komplizierteren Modellen, die im Krisenfall aber dann wieder versagen werden, weil so banale Dinge wie die eingehenden Korrelationskoeffizienten sich kurzfristig ändern oder sie schlicht und einfach den Liquiditätsaspekt vernachlässigen.

Andererseits darf aber auch nicht übersehen werden, dass im Mittelalter das erfolglose Herum-Gemurkse der Alchemisten die Grundlagen für die moderne Chemie gelegt hat. Ihnen sind nebenbei einige wichtige Entdeckungen geglückt. Aus ihren methodischen Fehlern haben die ersten richtigen Chemiker viel gelernt. Nur eines ist ihnen nicht gelungen: Gold herzustellen. Insofern muss auch anerkannt werden, dass vor allem die Modern Portfolio Theory und ihre Weiterentwicklungen vieles geleistet haben, um die Visibilität einiger Teilaspekte des Risikos und damit auch das Risikomanagement zu verbessern. Sie ist allerdings nicht, wie viele ihrer Anhänger unbeeirrt behaupten, eine universelle Theorie zum Umgang mit Kapitalanlage-Risiken. Begrenzt man die Modern Portfolio Theory allerdings auf die Betrachtung der Kursrisiken von liquiden Wertpapieren innerhalb relativ kurzer Zeiträume, sind manche Kennzahlen oder Aussagen durchaus noch brauchbar. Für alles, was darüber hinaus geht, wie langfristige Ausfallrisiken, Liquiditätsrisiken und vor allem auch Inflationsrisiken gibt es nach wie vor keinen wissenschaftlich validen Ansatz.

Das Eingeständnis der Unvollkommenheit des bisherigen Umgangs mit dem Risiko würde schon viel dazu beitragen, die bestehenden Risikoverwirrungen aufzulösen. Risiko und Unsicherheit sind Begriffe, die unklarer zu werden scheinen, je präziser man sie zu fassen versucht. Wie man sich ihnen trotzdem annähern kann und Aussagen zu ihrer verbesserten Einschätzung ableiten kann, wird in einem weiteren Beitrag in einer der nächsten Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ dargestellt werden.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: [info@long-term-investing.de](mailto:info@long-term-investing.de)

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann;

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter [www.Mit-ruhiger-Hand.de](http://www.Mit-ruhiger-Hand.de) anmelden.

Die Analyse „Die große Risikoverwirrung Teil 2: Die Risikoalchemisten“ entstand in Co-Autorenschaft mit Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlshochschule.de/de/lehrkraefte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>). Sie hat die Professur für „International Business and Finance“ an der Karlshochschule International University in Karlsruhe inne und publizierte zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“. Ihre weiteren Forschungsschwerpunkte sind:

- Verknüpfung der Ökonomie mit Geisteswissenschaften wie Philosophie und Soziologie
- Methodologie der Wirtschaftswissenschaften
- Wirtschaftssoziologie und Soziologie der Finanzmärkte
- Modellieren und Umgang mit theoretischen Modellen auf den Finanzmärkten

Vor ihrer wissenschaftlichen Tätigkeit hat Frau Prof. Dr. Ekaterina Svetlova als Analytistin und Fondsmanagerin 7 Jahre lang praktische Kapitalmarkterfahrung gesammelt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Anhang:

### a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder  $\beta$ , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

### b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

## Rechtliche Hinweise:

### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Die Kurszeitreihen im Artikel „Der Rekord, der keiner war“ basieren im Wesentlichen auf Zeitreihen bei der Deutschen Bundesbank, die wiederum auf die Deutsche Börse bzw. des Statistischen Bundesamtes zurückgehen. Sie sind abrufbar unter: [http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen\\_Datenbanken/Makrooekonomische\\_Zeitreihen/makrooekonomische\\_zeitreihen\\_node.html](http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/makrooekonomische_zeitreihen_node.html). Die Vergleichsdaten zum S&P 500 TR basieren auf Daten der CBOE (<http://www.cboe.com/>), Berechnungen von Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>) sowie Angaben von Bloomberg bzw. S&P zu Indexgewinnen, die nach <http://www.longrundata.com/spearnings.php> zitiert wurden. Quelle für die Angaben zum Nordic 30 war <http://www.stoxx.com/index.html>. Zur Konstruktion des DAX, CDAX etc. vgl. den „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“ ([http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Equity\\_L\\_6\\_19\\_d.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Equity_L_6_19_d.pdf)), zum REX vgl.: [http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/REX\\_L\\_3\\_10\\_d.pdf](http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/REX_L_3_10_d.pdf).

Das Standardwerk zur Entwicklung des Risikobegriffs ist Peter L. Bernstein: *Against the Gods*, Wiley, New York 1996.

Zur grundsätzlichen Problematik der übermäßigen Komplexitätsreduktion vgl. Dirk Elsner: *Das Dilemma des Komplexitätsreduktionismus in der Wirtschaftspraxis* (Teil 1: <http://www.blicklog.com/2013/05/22/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-1/#more-31984>; Teil 2: <http://www.blicklog.com/2013/05/24/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-2-wie-umgehen-mit-komplexitt/>)

Zum Risikomanagement vgl. Michael Power: *„Organized Uncertainty“*, Oxford University Press New York 2009 und die Artikel auf der Website: <http://www2.lse.ac.uk/accounting/facultyAndStaff/profiles/power.aspx>. Zur Bürokratisierung des Risikomanagements vgl. Ellen Kelleher: *Risk managers fear*, in FTFM vom 8. April 2013

Zu HBOS vgl. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/an-accident-waiting-to-happen-the-failure-of-hbos/>

Fitch veröffentlicht historische Länderratings unter [www.fitchratings.com/.../ratings/sovereign\\_ratings](http://www.fitchratings.com/.../ratings/sovereign_ratings)

Warren Buffet wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2011 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>, „the riskiness of an investment....“).

Zu Nassim Taleb vgl.: *„Der schwarze Schwan“*, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: *„Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“* München 2013.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 23.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 3.6.2013.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenen zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

**Interessenkonflikte:** Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## **Disclaimer:**

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.