

LONG-TERM INVESTING

Risikoanalyse bei der LONG-TERM INVESTING Research AG, dem Institut für die langfristige Kapitalanlage

Wer sich eingehend mit den Risiken von Kapitalanlagen befasst, muss schnell feststellen, dass eine einfache Aufteilung in riskante und sichere Kapitalanlagen eigentlich immer zu kurz greift.

Eine 10jährige Bundesanleihe hat zwar nur ein äußerst geringes Ausfallrisiko und gilt daher als sehr sicher. Doch in Hinblick auf das Inflationsrisiko sieht das Bild für dieses langlaufende festverzinsliche Papier aber weniger gut aus. Wer kann schon sagen, wie sich die Inflationsrate in den nächsten Jahren entwickelt? Wenn sie höher ausfällt als die Verzinsung, kann man mit diesem Wertpapier die Kaufkraft des angelegten Geldes nicht erhalten.

Gold hingegen gilt als klassische Absicherung gegen Inflationsrisiken. Aber was passiert mit dem Gold, wenn wir keine Inflationswelle bekommen?

Eine Immobilie verspricht eine stabile und von Inflation unabhängige Wertentwicklung. Doch der Erwerb ist meistens mit sehr hohen Kosten verbunden. Und wer irgendwann seine Immobilie zu einem angemessenen Preis verkaufen will, muss feststellen, dass dies oft sehr lange dauern kann oder sogar gar nicht möglich ist, weil der passende Käufer fehlt. Sind sich Immobilien-Anleger wirklich des Liquiditätsrisikos bewusst, das sie mit ihrer Anlage eingehen?

Und kann man mit Aktien wirklich von den Wachstumstrends in der Weltwirtschaft profitieren oder stellen die globalen Entwicklungen für sie eher ein Risiko dar? Die Antwort fällt je nach individuellem Titel oder Fonds sehr unterschiedlich aus.

Viele Anleger mussten in den letzten Jahren feststellen, dass die Risiken ihrer Investments nicht so waren, wie sie es sich eigentlich vorgestellt hatten. Einige Investoren waren sich sogar der Risiken gar nicht bewusst, die mit ihren Kapitalanlagen verbunden sind.

Nicht ganz unschuldig daran ist die einseitige Orientierung der derzeit üblichen Informationen über Finanzanlagen an den Ertragschancen eines Investments. Kosten und Risiken werden nur ungerne erwähnt, geschweige denn ausführlich erläutert.

Aber auch das derzeit vorherrschende Verständnis von Risikoanalyse hat wenig zur Aufklärung der Investoren beigetragen. Es ist noch sehr stark am eindimensionalen Risikobegriff der sog. Modern Portfolio-Theory orientiert, das einseitig auf Kursschwankungen abzielt. Dies hat sich jedoch in der Praxis insbesondere für langfristig orientierte Investoren als wenig aussagekräftig erwiesen.

Zudem wird der Anleger oft mit mathematischen Risikokennzahlen konfrontiert, die selbst für viele Experten oft unverständlich und in ihrer Berechnungsweise teilweise sehr fragwürdig sind.

Nur derjenige, wer die mit den einzelnen Anlageformen verbundenen Risiken kennt und richtig bewerten kann, ist in der Lage, eine für sich angemessene Anlagestrategie zu entwickeln. Die LONG-TERM INVESTING Research AG hat sich als Institut für die langfristige Kapitalanlage daher zum Ziel gesetzt, dem Kapitalanleger eine umfassende und nachvollziehbare Risikoeinschätzung zu ermöglichen.

LONG-TERM INVESTING

Im Einzelnen unterscheidet sich unsere Methodik zur Risikoanalyse und -darstellung von den bisher Üblichen in folgender Weise:

- Konventionelle Risikoanalysen unterscheiden nicht hinreichend zwischen den einzelnen Risikoarten. Sie versuchen, das Risiko einer Wertpapieranlage in einer Kennzahl zu fassen. Beispiele hierfür sind Ratings oder Volatilitätsmaße. Wir sehen diesen Ansatz jedoch als unzureichend an, weil diese Kennzahlen nur einen Teilaspekt des Risikos beleuchten. Oftmals wird sogar das Risiko einer Kapitalanlage mit dem Kursrisiko gleichgesetzt, weil dieses Risiko in der kurzfristigen Betrachtung dominiert und sich auch mathematisch leicht fassen lässt. Mit zunehmender Anlagedauer nimmt aber die Bedeutung des Kursrisikos ab, dafür gewinnen das Ausfallrisiko und das Inflationsrisiko an Bedeutung. Insbesondere die Popularität der mathematisch präzisen „Standardabweichung“ als Risikomaß schafft eine Scheinsicherheit, die in der Vergangenheit zu vielen Fehlentscheidungen bei Investitionen geführt hat.
- Für jedes Finanzinstrument gibt es unterschiedliche Risiken, die wiederum unterschiedlich ausgeprägt sind und für unterschiedliche Anlegertypen unterschiedliche Bedeutungen haben. Nur wer das mit einer Kapitalanlage verbundene Ausfallrisiko, das Kursrisiko, das Liquiditätsrisiko und das Inflationsrisiko richtig einschätzen kann, ist in der Lage, eine auf seine Anlageziele und Risikobereitschaft optimal ausgerichtete Anlagestrategie zu entwickeln. Deswegen haben wir in unserer Analyse klar zwischen den einzelnen Risikoarten differenziert.
- Risikoanalysten verwenden oft Risikomaße, deren Zustandekommen für Außenstehende nicht nachvollziehbar ist. Hierzu zählen insbesondere sogenannte Ratings, bei denen die Bewertungskriterien sehr intransparent sind. Wir haben hingegen transparente Kriterien bei der Risikobewertung definiert und können damit unsere Risikoeinschätzung auf eine auch für Laien nachvollziehbare Art und Weise vornehmen.
- Darüber hinaus haben wir ein allgemeinverständliches System entwickelt, nach dem Risiken analog zu Schulnoten bewertet werden. Dieses erlaubt, unterschiedliche Risiken für verschiedene Finanzinstrumente einheitlich zu bewerten und vergleichbar zu machen.
- Mathematische Risikomodelle werden oft eingesetzt, ohne dass die Stabilität der eingehenden Berechnungsgrößen ausreichend geprüft wird. Insbesondere die Instabilität vieler Korrelationskoeffizienten führte in der Vergangenheit oft zu falschen Aussagen bei der Risikobewertung mit fatalen Konsequenzen für die Strukturierung von Kapitalanlagen. Wir verwenden mathematische Risikomodelle nur, wenn die Stabilität der eingehenden Faktoren statistisch für einen längeren Zeitraum gesichert ist und ihre Interdependenzen von einer eingehenden fundamentalen Analyse bestätigt werden.

LONG-TERM INVESTING

Die Besonderheiten unserer Methodik sind im Folgenden genauer erläutert:

1) Klare Differenzierung der Risikoarten

In unserem System der Risikobewertung wird eindeutig zwischen folgenden Risikoarten differenziert:

- 1) **Ausfallrisiko** => das Risiko einer dauerhaften Wertminderung der Anlage
- 2) **Kursrisiko** => das Risiko einer vorläufigen Wertminderung der Kapitalanlage aufgrund von Kursschwankungen
- 3) **Liquiditätsrisiko** => das Risiko, dass eine Kapitalanlage mangels ausreichender Nachfrage nicht, verzögert, nur zu hohen Kosten oder nur mit Wertabschlägen verkauft werden kann
- 4) **Inflationsrisiko** => das Risiko der Entwertung einer Kapitalanlage durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus

Die Relevanz der einzelnen Risiken hängt relativ stark von der Anlageperspektive der Investoren ab. Während für kurzfristige Anleger vor allem Kurs- und Liquiditätsrisiko bedeutsam sind, spielen für Langfristinvestoren vor allem Ausfall- und Inflationsrisiko die entscheidende Rolle.

2) Transparente Kriterien der Risikobewertung:

Bei der Ermittlung unserer Risikonoten folgen wir klar definierten und auch für Außenstehende nachvollziehbaren Kriterien:

1) Kriterien für das **Ausfallrisiko**:

Bei **Unternehmen**: Wichtigstes Kriterium zur Beurteilung des Ausfallrisikos ist die Verschuldung sowohl absolut wie auch in Bezug auf das Eigenkapital. Dabei ist nicht nur in der Bilanz ausgewiesene Verschuldung zu betrachten, auch die außerhalb der Bilanz zum Beispiel durch Leasing Verträge eingegangenen Verpflichtungen sind mit einzubeziehen. Der Free Cashflow ist zentral zum Abbau von Verschuldung und deshalb die wichtigste Kenngröße bei der Beurteilung, ob ein Unternehmen in der Lage ist, seine Verschuldung aus eigener Kraft zurückzuführen. Weitere wichtige Merkmale zur Einschätzung von Risikofaktoren ist die Abhängigkeit der Bewertung der Vermögenswerte von Prognosen oder von immateriellen Faktoren.

Kriterien, um zu beurteilen, ob das Unternehmen Marktrisiken ausgesetzt ist, die eine längerfristige Überlebensfähigkeit gefährden können, sind die Produktvielfalt; Marktzutritts-Schranken sowie die Abhängigkeit vom Technologiewandel. Weiterhin ist für uns wichtig, ob das Management besonnen agiert oder durch Arroganz zu wirtschaftlich fragwürdigen Handlungen tendiert.

Bei der Beurteilung von **Länderrisiken** sind folgende Faktoren wichtig: zum einen die offiziellen Budgetdefizite wie auch die in Schattenhaushalten versteckte Verschuldung. Weiterhin die Leistungsbilanz und das Währungssystem, da nur Länder mit dauerhaften Leistungsbilanzüberschüssen in der Lage sind ihre Verschuldung abzubauen. Darüber hinaus demografische Trends, da sie über die Wachstumsperspektiven und die Tragfähigkeit von Sozialsystemen entscheiden; sowie die politische und rechtliche Stabilität, da sie den Ordnungsrahmen für die Wirtschaft bilden.

LONG-TERM INVESTING

2) Kriterien für das Kursrisiko:

Das **Kursrisiko** schätzen wir anhand von statistischen Maßen wie der Standardabweichung oder dem β ein, die über verschiedene Zeiträume berechnet werden.

3) Kriterien für das Liquiditätsrisiko:

Das **Liquiditätsrisiko** bewerten wir aufgrund von Tiefs bei Börseumsätzen; Handelsspannen wie sogenannten Geldbriefspannen oder Bid Ask Spreads; sowie den üblicherweise anfallenden Transaktionskosten.

4) Kriterien für das Inflationsrisiko:

Die Auswirkungen des **Inflationsrisikos** auf ein Finanzinstrument bewerten wir anhand der durchschnittlichen Kapitalbindungsdauer - der sogenannten Duration - sowie der Zinssensitivität. Darüber hinaus untersuchen wir bei Unternehmen die Anfälligkeit der Bilanzierungsmethoden sowie des operativen Geschäfts hinsichtlich der Inflation. Hierzu analysieren wir insbesondere die Kapitalintensität sowie die Preiselastizität von Einkaufs- und Verkaufspreisen.

3) Allgemein verständliche Risikobewertung nach Schulnoten

Um ein allgemein verständliches System der Risikobewertung zu schaffen, haben wir die Einteilung von Risikokategorien nach Schulnoten eingeführt. Die Bedeutung der Bewertungsstufen kennt jeder seit den Kindertagen und kann durch die Notenvergabe immer schnell und genau die jeweilige Ausprägung des Risikos einordnen.

Wir bewerten jede Kapitalanlage in Hinblick auf die vier Risikokategorien mit einer Schulnote für jede Risikoart. So ergibt sich für jede Kapitalanlage quasi ein **Risikozeugnis** mit einem spezifischen Risikoprofil, das jeder Anleger mit seinem persönlichen Risikovorstellungen abgleichen kann.

Im Einzelnen vergeben wir folgende Risikonoten:

1: sehr gut (minimales Risiko)

2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen Extremumständen)

3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)

4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)

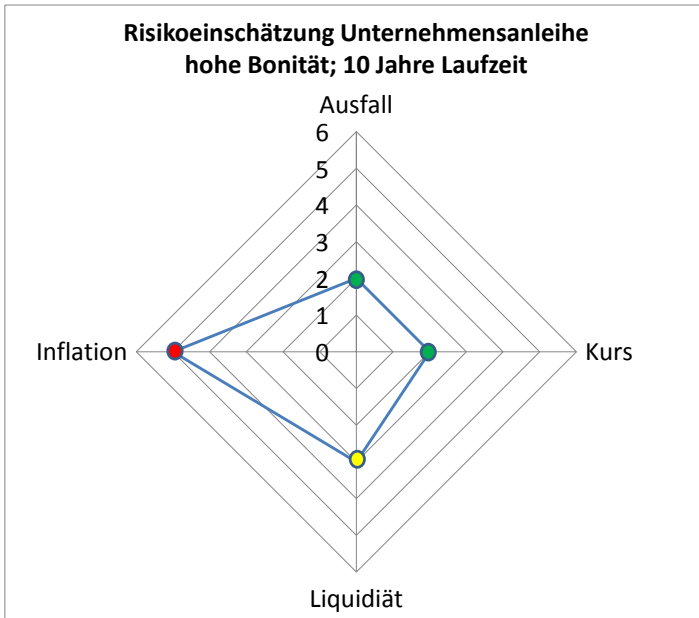
5: mangelhaft (hohes Risiko)

6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)

LONG-TERM INVESTING

Diese Bewertung nach Schulnoten sei im Folgenden an zwei **Beispielen** erläutert:

Für eine **Unternehmensanleihe mit 10jähriger Laufzeit** und hoher Bonität des Emittenten würde sich beispielsweise folgende Risikobewertung ergeben:



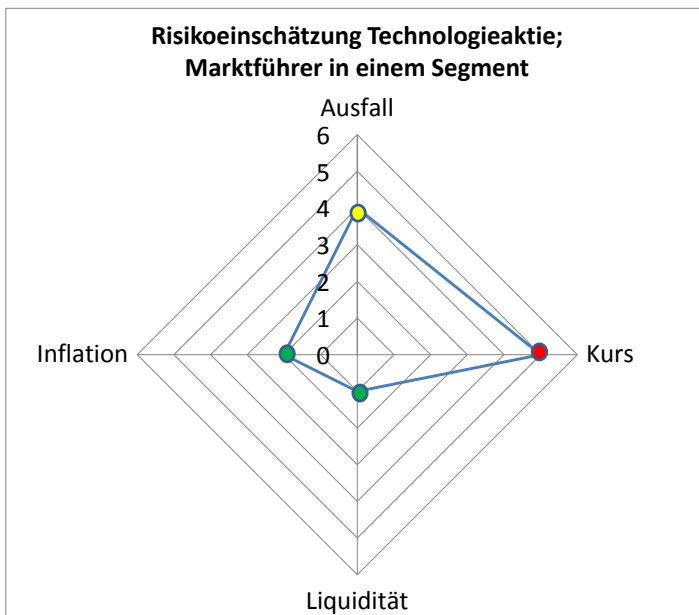
Ausfallrisiko: Note 2 => die Rückzahlung der Anleihe ist praktisch sicher, unter sehr extremen Umständen besteht ein geringes Restrisiko.

Kursrisiko: Note 2 => es sind nur geringe Kursschwankungen zu befürchten.

Liquiditätsrisiko: 3 => es gibt normalerweise gute Börsenumsätze, aber nicht immer.

Inflationsrisiko: 5 => aufgrund der langen Laufzeit ist ein realer Wertverlust bei anziehenden Inflationsraten nicht unwahrscheinlich.

Bei der **Aktie eines Technologieunternehmens** ergibt sich ein völlig anderes Bild:



Ausfallrisiko: 4 => Unternehmen ist zwar Marktführer, könnte aber von einem Technologiewandel negativ betroffen sein.

Kursrisiko: 5 => die kurzfristige Kursentwicklung ist stark vom Marktsentiment abhängig, daher sind sehr hohe Kursschwankungen zu befürchten.

Liquiditätsrisiko: 1 => normalerweise gibt es hohe Börsenumsätze.

Inflationsrisiko: 2 => die Absatzpreise sind unabhängig von der allgemeinen Preisentwicklung; eine niedrige Kapitalintensität vermeidet negative bilanzielle Wirkung von Inflation.