Mit ruhiger Hand
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 13, 6. Mai 2013

Sonderthema: Risiko

Menschen streben nach Sicherheit und wollen Risiken vermeiden. In **„Klartext: Das Geschäft mit der Angst“** geht es darum, dass viele Menschen gerade in schwierigen Zeiten bei ihrer Kapitalanlage von Verlustängsten getrieben werden. Gerade nach der Finanzkrise wurden Angst-Investments wie Gold oder Immobilien verstärkt nachgefragt, was von Geschäftemachern skrupellos ausgenutzt wurde.

Dies ist aber nicht das erste Mal in der Geschichte so. Vor über 30 Jahren warnte André Kostolany in einer ähnlich schwierigen wirtschaftlichen Situation nach den Öl-Krisen der 70er Jahre davor, in Panik Anlageentscheidungen zu treffen. Die Kursentwicklungen danach bestätigten ihn eindrucksvoll.

Eine Branche, deren Wohl und Wehe in besonderem Maße vom richtigen Umgang mit Risiken abhängt, ist das Bankwesen. Bankaktien gehören an fast allen großen Aktienmärkten zu den von der Marktkapitalisierung her dominierenden Sektoren. Allerdings genießen die meisten Institute einen schlechten Ruf als Wertvernichter. Daher beschäftigt sich die Analyse **„Eignen sich Bankaktien als Langfristanlage? Fallbeispiel USA“** mit den Erfahrungen, die Anleger mit den führenden Bankaktien in Hinblick auf zwei schwere Finanzkrisen gemacht haben.

Das Ergebnis ist ernüchternd: Nur eines der großen Institute konnte langfristig überzeugen, bei anderen führten massive Fehler zu teilweise katastrophalen Verlusten. Insbesondere ist es für den Anleger sehr schwierig, in normalen Marktphasen die späteren Verlierer herauszufiltern, da sich aus den Informationen über die Banken unmittelbar vor der Krise keine eindeutigen Warnsignale ableiten ließen. Allenfalls die historischen Erfahrungen aus der Krise davor gaben eine Indikation. Insofern erscheint auch für Investments in den Sektor ein Branchenansatz ungeeignet, es kommt sehr auf eine sehr selektive Einzelwertauswahl an.

Einer der Gründe für die Probleme im Umgang mit dem Risiko ist, dass fast jeder hierunter etwas anderes versteht. Deswegen wird in dieser Ausgabe die Reihe **„Die große Risikoverwirrung“** gestartet, die sich mit den Gründen für die Begriffskonfusion beschäftigt.

In **„Teil 1: Was ist eigentlich Risiko?“** wird der Frage nachgegangen, wie sich Mathematik, Statistik und Ökonomie mit dem Risikobegriff auseinander gesetzt haben. Hierbei hat sich einerseits ein Risikoverständnis entwickelt, dass von einer grundsätzlichen Messbarkeit des Risikos ausgeht und sich an Kursschwankungen orientiert. Anderseits sich haben die hieraus abgeleiteten Risikoeinschätzungen jedoch oft als irreführend erwiesen. Dies ist zum einen auf die Begrenztheit der Konzepte zurückzuführen. Zum anderen ist aber auch fragwürdig, ob sich wirtschaftliche Situationen in ihrer Unbestimmtheit überhaupt Wahrscheinlichkeiten zuordnen lassen, wodurch Risiko überhaupt erst fassbar wird.

Klartext: Das Geschäft mit der Angst

Liebe Langfristanleger,

André Kostolany wurde am 3.9.1982 in einer Talkshow zur der damals schwierigen Situation an den Kapitalmärkten befragt. Die Stabilisierung von Banken mit Staatsgeldern wurde diskutiert, die marode Wirtschaft Großbritanniens wurde von der eisernen Lady Thatcher zu einer Radikalkur gezwungen. Frankreich schien unter dem neuen Präsidenten Mitterrand fest entschlossen, mit dem Sozialismus Ernst zu machen. Überall beschwor die Presse Parallelen der aktuellen Situation zur Weltwirtschaftskrise 1929. Viele Anleger hatten Angst um ihr Geld und suchten nach sicheren Anlagen, viele kauften Gold.

Inhalt:

Seite 4: Eignen sich Bankaktien als Langfristanlage? Fallbeispiel USA

Seite 13: Die große Risikoverwirrung Teil 1: Was ist eigentlich Risiko?

Seite 21: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Wörtlich sagte Kostolany damals: „Seit einigen Monaten, Wochen, und speziell die letzten Tage wird nur von einer Sache gesprochen: Dass wir in einer Situation, einer Lage sind, die sehr nahe steht dem berühmten 29er Krach – Crash. Also ich möchte sagen: Das ist der größte Unsinn! Und jeder Nationalökonom, Journalist eventuell, oder Industrielle, Geschäftsmann der davon sprich, der weiß nicht, was 1929 war. Den Vergleich zu machen mit 1929 und der Krise von damals in Deutschland und speziell in Amerika ist ein purer Unsinn.

… Schauen Sie: Es sind viele Leute, die an einer Panik Interesse haben. Die Panik ist ein gutes Geschäft. Denn in einer Panik kaufen die Leute Gold, sie kaufen Diamanten, kaufen das und jenes, und das ist natürlich ein Geschäft. Vor 3 Jahren (Anm.: Zweite Ölkrise 1979) hat man eine Panik gemacht und die Leute haben alles gekauft."

Wie recht Kostolany mal wieder hatte. Zum Zeitpunkt seines Interviews stand Gold in heutigen Euro umgerechnet bei 388,30 €. Genau 10 Jahre später war der Preis bei umgerechnet 224,50 €. Die ängstlichen Anleger, die meinten mit Gold auf Sicherheit zu setzten, verbuchten einen Verlust von ca. 40%. Anfang September 1982 stand der DAX – zurückgerechnet laut Angaben der Deutschen Bundesbank– bei 502,9. Bis September 1992 waren die von Kostolany favorisierten Aktien gemessen am DAX dann auf 1540 und damit auf den dreifachen Wert gestiegen.

Alle, die 1982 aus Angst vor einer Wirtschaftskrise Aktien verkauft und Gold gekauft hatten, standen 1992 als komplette Deppen da. Den Ruf als Ansicherungsinstrument schien Gold für alle Zeiten verloren zu haben. Viele Investoren verkauften aus Angst vor einem weiteren Verfall entnervt wieder ihr Gold, wollten aber auch nicht mehr dem schon stark angestiegenen Aktienmarkt hinterherlaufen. Was folgte ist bekannt: Der DAX hat sich seitdem verfünffacht und der Eurowert von Gold vervierfacht. Gold erreichte den Tiefpunkt während der Interneteuphorie und scheint vor allem dann ein guter Kauf zu sein, wenn keiner mehr Angst hat.

In den vergangenen Jahren hatten wir ein nicht unähnliches Bild der Verunsicherung an den Kapitalmärkten: Banken wurden mit Staatsgeldern gerettet, die eiserne Lady Merkel zwingt die marode Wirtschaft Südeuropas zu einer Radikalkur. Frankreich scheint unter dem neuen Präsidenten Hollande fest entschlossen, mit dem

Sozialismus Ernst zu machen. Viele Anleger hatten Angst um ihr Geld und suchten nach sicheren Anlagen, viele kauften Gold. Wiederholt sich die Geschichte? Im Moment sieht es fast so aus.

Angst ist ein sehr schlechter Ratgeber. Franklin D. Roosevelt machte den Satz „Das Einzige, wovor wir Angst haben müssen, ist die Angst selbst („The only thing we have to fear Is fear itself") zum Motto seiner Einführungsrede als US-Präsident 1933. Und er hatte recht: Angst vernebelt das Gehirn und lässt Menschen Dinge tun, mit denen sie sich am Ende selbst schaden.

Leider ist Angst aber nur allzumenschlich. Verlustaversion nennen Verhaltensökonomen ein Phänomen, das beschreibt, dass uns erlittene Verluste viel mehr schmerzen als entgangene Gewinne im gleichen Umfang. Deswegen ist das Streben vieler Kapitalanleger auch vor allem darauf gerichtet, Verluste zu vermeiden. Einigen wohlhabenden Menschen wird durch Verlustängste ihr Leben geradezu vermiest.

Interessanterweise werden verängstigten Investoren besonders gerne gerade Anlagen als angeblich sicher angepriesen, die tatsächlich unter sehr großen Wertschwankungen leiden: Immobilien und Gold. Sachwerte sind ja angeblich so sehr viel sicherer als die von der Inflation bedrohten Anleihen oder die unberechenbaren Aktien. Doch in Wirklichkeit sind insbesondere die hohen Vertriebsprovisionen bzw. die Möglichkeiten zur Gebührengenerierung bei Sachwerten besonders vielversprechend.

Doch nicht nur Drückerkolonnen unseröser Finanzvertriebe, auch viele deutsche Banken verleiten im Moment zum Kauf von angeblich sicheren Immobilien als Altersvorsorge. Jährlich 70.000-80.000 Zwangsversteigerungen in Deutschland zeigen aber, dass eine Immobile für so manchen Anleger in den vergangen Jahren ein so schlimmer finanzieller Albtraum geworden ist wie es keine Aktie je sein kann.

Immer wieder findet man auch sogenannte Experten, die versuchen, sich durch extrem negative Vorhersagen als „mahnender Warner" zu profilieren. Da die Kapitalmärkte ja gelegentlich zu starken Schwankungen neigen, kann es dann durchaus sein, dass diese sogar irgendwann einmal recht bekommen. Das kann dann sehr lohnend sein, wie das Beispiel von Elaine Garzarelli zeigt, die 1987 als einzige Anlagestrategin den Oktobercrash vorhersagte. Sie war zwar mit ihren Prognosen insgesamt wenig erfolgreich und leiste sich in den Jahren vor und nach 1987 einige spektakuläre Fehleinschätzungen. Ein auf der Basis ihrer Prognosen gesteuerter Investmentfonds zeigte nur eine sehr mäßige Performance und wurde nach einigen Jahren still und heimlich wieder eingestellt. Dennoch wurde sie aber in der Folge ihres Prognoseerfolges 1987 in Leserumfragen 11 Jahre lang als Top-Quantanalystin vom Institutional Investor geführt und gehörte lange zu den am besten bezahlten Strategen an der Wall Street.

Doch nicht nur im Finanzbereich ist Angst machen ein lohnendes Geschäft. Im Gesundheitswesen vergeht kaum ein Tag, in dem nicht irgendein Experte vor bestimmten Gefahren warnt und zur Vorbeugung bzw. Bekämpfung zu teuren Vorsorgemaßnahmen oder Medikamenten rät. Oftmals sind die Nebenwirkungen solcher Maßnahmen gravierender als ihr potenzieller Nutzen.

Lassen Sie sich nicht verängstigen! Sehen sie die Angst der Andern eher als Chance, vielleicht günstig an die eine oder andere interessante Langfristanlage zu kommen. Oder wie Warren Buffett einmal gesagt hat: „Sei ängstlich, wenn die anderen gierig sind. Sei gierig, wenn die anderen ängstlich sind."

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

Eignen sich Bankaktien als Langfristinvestment? Fallbeispiel USA

Von Karl-Heinz Thielmann

Bankaktien haben einen schlechten Ruf. Sie gelten nicht erst seit der Finanzkrise als Wertvernichter. Die Stimmung für sie ist derzeit extrem negativ. Die Bewertungen von Finanztiteln sind sowohl im Vergleich mit dem Gesamtmarkt wie auch mit der Historie vor der Finanzkrise im Keller.

Doch ist der schlechte Ruf der gesamten Branche gerechtfertigt? Gibt es Ausnahmen vom trüben Bild wertvernichtender Banken und wie erkennt man sie? Kann jetzt die Stunde von antizyklischen Value-Investoren kommen, die unter den übermäßig abgestraften Finanzwerten nach zukünftige Performance-Perlen fischen?

Das Problem für den Anleger bei Finanzwerten ist, dass deren Geschäft in der Übernahme von Risiken besteht, diese aber oftmals erst weit in der Zukunft sichtbar werden. Versicherungen haben den Vorteil, dass für einen Großteil der Risiken brauchbare historische Erfahrungswerte vorliegen, sodass die Kalkulation von Ausfallwahrscheinlichkeiten meistens relativ gut möglich ist.

Für das klassische Bankgeschäft liegen auch historische Erfahrungswerte vor, jedoch haben die Risikoverantwortlichen bei Banken oft eine sehr große Flexibilität in der Interpretation dieser Daten entwickelt. Denn die Entwicklung der Ausfallwahrscheinlichkeiten bei Banken hängt meist sehr stark vom Konjunkturverlauf ab, während die Einflussfaktoren bei Versicherungen sehr viel stabiler sind. Und die Einschätzung der Konjunktur ist extrem schwierig, wie die vielen krassen Fehlprognosen führender Wirtschaftsforscher jedes Jahr belegen.

Zudem hat sich das Umfeld für die Banken in den letzten Jahrzehnten stark verändert. Die Deregulierung weiter Teile des Finanzgeschäfts hat einerseits die Möglichkeit eröffnet, mit neuen Finanzprodukten auch neue Risiken einzugehen. Zum anderen konnten bestehende Risiken mittels sogenannter Finanzinnovationen quasi umverpackt und handelbar gemacht werden. Dies eröffnete die Möglichkeit, sie weiterzuverkaufen und somit auch im Finanzsystem weiterzuverbreiten.

Auch bei Versicherungen gibt es die Möglichkeit, Risiken umzuverpacken und weiterzureichen. Allerdings landen diese dann i.d.R. bei Rückversicherern, also bei Unternehmen, die auf das Management von Großrisiken spezialisiert sind. Banken hingegen reichen ihre Risiken vor allem an andere Banken, Fonds oder Anleger außerhalb des Finanzsektors weiter, die diese normalerweise nicht oder weniger professionell einschätzen können. Vor der Finanzkrise 2007 haben viele Banken im Rahmen ihres Risikomanagements zwar eigene Risiken erfolgreich kontrolliert und abgebaut, im Gegenzug aber wiederum Risikopapiere anderer Banken erworben, über deren Gefahrenpotenzial sie sich nicht im Klaren waren.

Ein weiteres Problem bei der Einschätzung von Banken ist, dass es von außen nur sehr schwer erkennbar ist, wenn sich diese sich Wachstum durch das Eingehen exzessiver Risiken erkaufen. Meistens bemerken selbst die verantwortlichen Bankmanager ihre eigene Risikosituation selbst nicht bzw. erst, wenn es zu spät ist. Finanzkrisen sind dann quasi die Katalysatoren, die Fehlverhalten von Bankern sichtbar machen.

Laut einer Studie des Swiss Finance Institute von 2011 war die Performance in einer vorangegangenen Krise eine gute Indikation für Probleme in der nächsten Krise. Dies galt auch, wenn das Führungspersonal ausgetauscht worden war. Insofern deutet vieles darauf hin, dass es unabhängig vom Management bankspezifische Risikokulturen gibt, die auch über die langfristige Entwicklung des Aktienkurses entscheiden.

Doch stimmt dies in jedem Fall, sind also Banken völlig lernunfähig? Und ist auch eine überdurchschnittliche Entwicklung während einer Krise ein Indikator für eine gute zukünftige Entwicklung? Nur dann wären außergewöhnlich gute Banken auch als ein interessantes Langfristinvestment denkbar. Und gibt es vielleicht auch Warnsignale, die während völlig normaler Zeiten auf eine zukünftige Krisenbank hindeuten?

Ein interessantes Fallbeispiel zur Untersuchung dieser Fragen bietet die Entwicklung der vier heute noch existierenden US-amerikanischen Großbanken Citigroup, JPMorgan Chase, Bank of America sowie Wells Fargo in den vergangenen Jahrzehnten, da hier über einen längeren Zeitraum brauchbares Datenmaterial vorliegt.

Das US-Finanzsystem war in den vergangenen 30 Jahren durch 2 schwere Krisenphasen gekennzeichnet. Ab 2007 kam es in Folge der geplatzten Spekulationsblase am Immobilienmarkt zu einer Bankenkrise, die zur Pleite von Lehman Brothers führte und damit die globale Finanzkrise auslöste. Schon 20 Jahre vorher gab es Ende der 80er Jahre des vergangenen Jahrhunderts eine krisenhafte Entwicklung, die mit derjenigen aus den vergangenen Jahren durchaus vergleichbar war.

Damals kamen mehrere Faktoren zusammen:

- Die Savings & Loans-Krise der US-Sparkassen, die eine Spekulationsblase am US-Immoblienmarkt finanziert hatten;
- Der zwischenzeitliche Zusammenbruch des Junk Bond Markts, da hochverzinsliche Unternehmensableihen für immer spekulativere Transaktionen eingesetzt worden waren;
- Die lateinamerikanische Schuldenkrise führte zu massiven Verlusten bei Auslandsengagements vieler international ausgerichteter Banken.

Diese Krise war Anlass für eine Konsolidierungswelle, bei der alle betrachteten Banken eine Hauptrolle spielten. Insofern kann man alle vier Institute schon insofern als „Gewinner“ der 80er Jahre-Krise betrachten, weil sie diese überlebt und schwächere Institute geschluckt haben. Dieser „Survivors Bias“ stellt eine gewisse positive Verzerrung der Ergebnisse dar, da viele Verliererbanken der ersten großen Krisensituation aus der Betrachtung herausfallen, weil ihre Daten schlicht und einfach nicht mehr rekonstruiert werden können.

Dass das Wachstum nach der Krise durch fortschreitende Konsolidierung erfolgte, war dabei typisch. So hat eine Studie der Federal Reserve Bank of New York gezeigt, dass das Wachstum der US-Großbanken in den 90er Jahren im Wesentlichen auf Akquisitionen beruhte. Organisch haben diese Institute sogar leicht an Marktanteilen verloren.

Trotz des relativen Gewinnerstatus nach der Krise gab es während der problematischen Jahre 1987-1993 deutliche Performanceunterschiede zwischen den Banken bzw. ihren Vorgängerinstituten. Als einzige konnte Wells Fargo überzeugen, die sowohl deutlicher zulegen konnten wie der Gesamtmarkt als auch die Konkurrenten.

Bank of America und Citigroup konnten zulegen, wenn auch nicht so stark wie der Gesamtmarkt. Auch brachen die Aktien während der schwierigen Marktphasen 1987 und 1993 überdurchschnittlich ein. Die Vorgänger von JPMorgan Chase waren hingegen besonders von den Krisenfaktoren betroffen, brachen zwischenzeitlich sehr stark ein und waren am Ende des Betrachtungszeitraums sowohl absolut wie relativ im Minus.

Performancekennzahlen für US-Banken (bzw. die Vorgängerinstitute) in US$*)	Wertentwicklung 30.12.86 bis 30.12.93	Maximaler Kursverlust seit 30.12.1986
Bank of America	128%	-19%
Citigroup	85%	-55%
JPM Chase	-15%	-76%
Wells Fargo	302%	-5%
S&P 500 TR**)	140%	-8,00%

*) rekonstruiert auf Basis der offiziellen Kurshistorie der jew. Institute

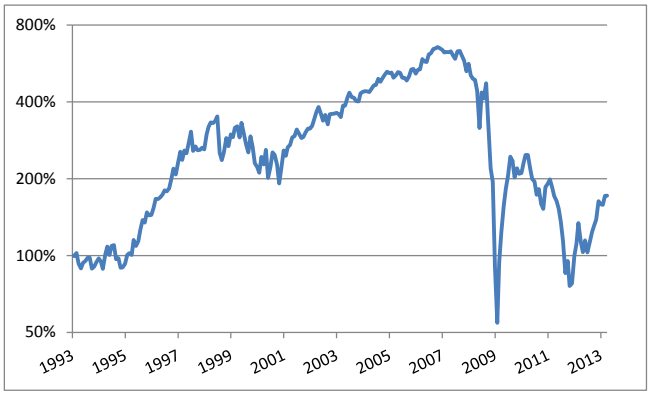
**) Für den Zeitraum 1986-1988 selbst nachgerechnet

Im Einzelnen kam es bei den jeweiligen Banken zu folgenden Entwicklungen:

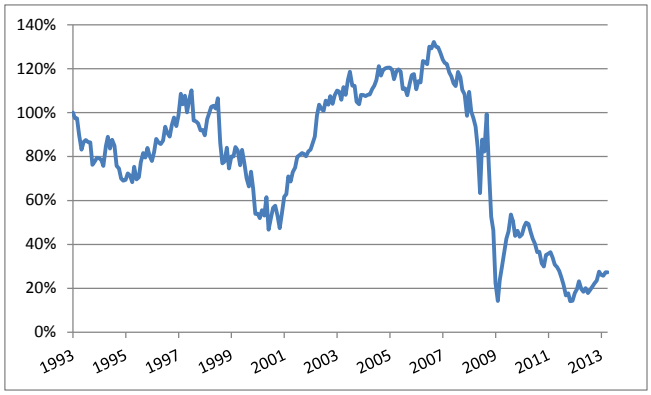
Bank of America

Bank of America war 1980 die dominierende Regionalbank in Kalifornien und bis zu diesem Zeitpunkt aufgrund rechtlicher Vorgaben im Wesentlichen auf den Heimatmarkt beschränkt geblieben. 1983 begann mit dem Kauf der Seafirst Corp. in Seattle ein Kaufzug, der das Institut zu einem der größten Finanzkonzerne der USA machen sollte. Die Savings & Loans-Krise belastete Bank of America dabei weniger, weil sie die Möglichkeit zum Kauf des kalifornischen Hauptkonkurrenten Security Pacific Corp. eröffnete. Allerdings gehörte Bank of America zu den Hauptbetroffenen der lateinamerikanischen Schuldenkrise in den 80er Jahren und musste gewaltige Verluste auf Auslandskredite einstecken. 1998 kam die Bank erneut unter Druck, als sich herausstellte, dass sie ca. 2 Mrd. US$ and den Hedgefonds D.E. Shaw verliehen hatte, der sich in russischen Staatsanleihen verspekuliert hatte. Das Institut war gezwungen, mit NationsBank zu fusionieren, einer Bank, die nach der S&L Krise aggressiv durch über 200 Akquisitionen gewachsen war.

Bank of America: Wertentwicklung in US$



Bank of America: Performance rel. zu S&P 500 (TR)



Auch nach der Fusion setzte sich der aggressive Wachstumskurs durch Unternehmenskäufe fort: 2004 wurde für 47 Mrd. US$ FleetBoston Financial gekauft, 2005 das Kreditkartenunternehmen MBNA für 35 Mrd. US$. 2007 war La Salle Bank für 21 Mrd. Ein relativ kleiner, aber folgenschwerer Kauf war der Erwerb von Countrywide Financial für 4,1 Mrd. US$ 2008, durch den der größte Hypothekenfinanzierer der USA geschaffen

wurde. Hiermit wurden nicht nur angesichts der schon entstandenen Immobilienkrise enorme Verlustpotenziale aufgebaut, gegen Countrywide Financial liefen auch noch FBI-Ermittlungen wegen Betrugs. 2008 wurde für 50 Mrd. US$ die Investmentbank Merrill Lynch erworben, die nach dem Zusammenbruch von Lehman Brothers vor dem Kollaps stand. Insbesondere dieser Kauf erwies sich als kostspieliger Fehler, Bank of America benötigte massive Staatshilfen, um nicht selbst unterzugehen.

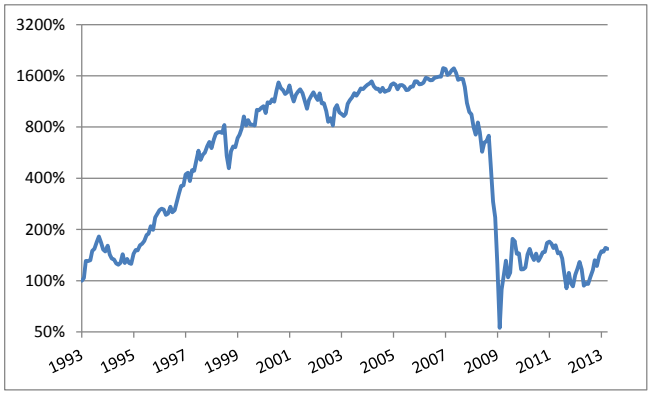
Die Kursentwicklung spiegelt das Auf und Ab der Entwicklung bei Bank of America recht gut wieder. Richtig abwärts ging es aber erst nach den Käufen von La Salle und Countrywide Credit 2007 sowie Merrill Lynch 2008. Die übertrieben aggressive Akquisitionsstrategie hat insbesondere in der Abschwungphase des Marktes katastrophale Auswirkungen gehabt und kann als hauptursächlich für die miserable Aktienperformance ausgemacht werden.

Citigroup

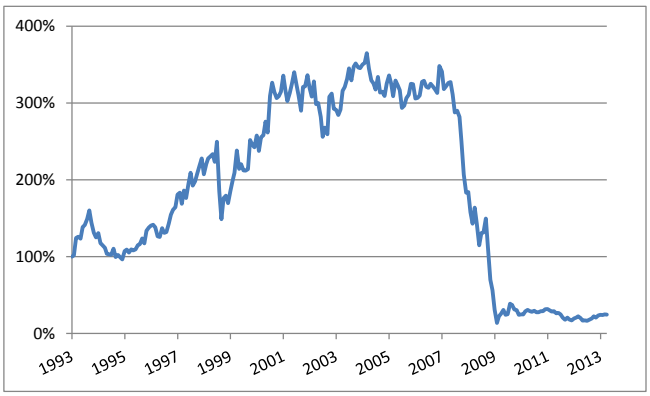
Der Name Citigroup geht auf die 1812 gegründete Citibank zurück. Durch eine Reihe von Übernahmen wuchs das Institut zu einer der größten Banken der USA. Im Gegensatz zu den Wettbewerbern spielte die internationale Expansion traditionell eine große Rolle, bereits 1929 konnte der Titel der größten nicht-staatlichen Bank der Welt für sich reklamiert werden. Weiterhin spielte die Citigroup oftmals die Rolle eines Wegbereiters für neue Finanzprodukte wie Girokonten, Kreditkarten etc. 1998 wurde in Hinblick auf die Bildung eines Allfinanzkonzerns erneut eine Vorreiterrolle eingenommen, indem die Fusion mit dem Versicherungskonzern Travellers Group erfolgte. Sachversicherungen wurden allerdings 2002 wieder ausgegliedert.

Die Finanzkrise traf Citigroup besonders hart, weil das Institut eine führende Rolle im noch jungen Geschäft mit sogenannten Collateralized debt obligations (CDOs) innehatte. Mit diesen neuen Instrumenten waren im Wesentlichen faule Kredite aus der Immobilienblase verbrieft worden. Nach dem Platzen der Blase hatten sie dramatisch an Wert verloren, im November 2008 war Citigroup praktisch bankrott. Nur durch eine Teilverstaatlichung sowie Staatsgarantien von über 300 Mrd. US$ konnte die Existenz gerettet werden.

Citigroup: Wertentwicklung in US$



Citigroup: Wertentwicklung rel. zu S&P 500 (TR)



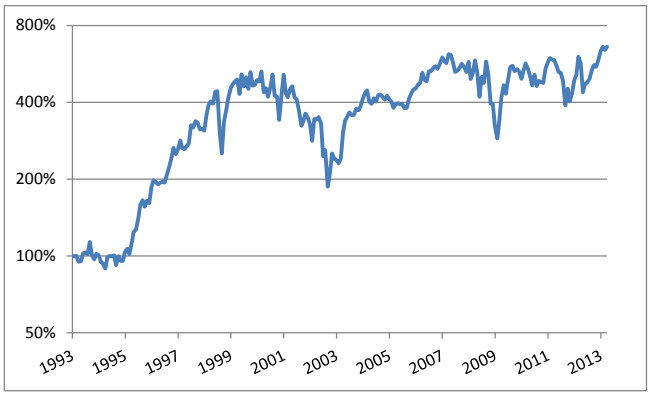
Bei Citigroup ist im Wesentlichen der intern fahrlässige Umgang mit Risiken als Hauptgrund für die desaströse Wertentwicklung zu sehen. Hierzu hat möglicherweise die traditionell ausgeprägte Aufgeschlossenheit gegenüber Innovationen beigetragen. Die Komplexität von innovativen Finanzprodukten wie CDOs hatte offenbar die internen Risikokontrolleure massiv überfordert.

JPMorgan Chase

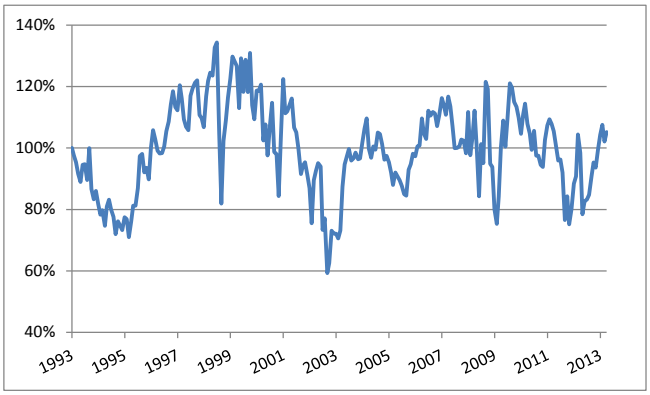
JPMorgan Chase entstand in der heutigen Form durch mehrere Akquisitionen und Großfusionen. Kern des Geschäfts ist die 1824 gegründete Chemical Bank, der sich durch die Savings- and Loans Krise die Möglichkeit eröffnete, zu den führenden Banken der der USA aufzusteigen. 1991 stieg sie durch den Kauf der angeschlagenen Manufacturers Hanover zu den größten Finanzinstituten auf. 1996 wurde das Traditionsinstitut Chase Manhatten Bank und dessen bekannterer Markenname übernommen. Im Jahr 2000 wurde noch zusätzlich die Investmentbank JP Morgan übernommen und integriert und der Finanzkonzern in der derzeitigen Struktur geschaffen.

Durch weitere große Zukäufe (Bank One 2004, Bear Stearns und Washington Mutual 2008) stieg JPMorgan Chase inzwischen gemessen an der Bilanzsumme zum größten Bankinstitut in den USA und zum zweitgrößten weltweit auf.

JPMorgan Chase: Wertentwicklung in US$



JPMorgan Chase: Wertentwicklung rel. zu S&P 500 (TR)



Schaut man sich die Performance in den vergangen 20 Jahren an, so stellt man fest, dass die Entwicklung langfristig relativ eng mit dem S&P 500 Index verknüpft war, die kurz und mittelfristigen Schwankungen aber sehr viel höher waren als beim Index. Insofern hat JP Morgan Chase zwar besser abgeschnitten als die Vorgängerinstitute oder die meisten Konkurrenten, andererseits auch kein herausragendes Ergebnis erwirtschaftet. Für einen langfristigen Anleger hätten sich gegenüber einem Indexinvestment keine Vorteile ergeben.

Wells Fargo

Wells Fargo wurde 1852 von zwei Managern des schon damals beutenden Finanzkonzerns American Express gegründet, um von San Francisco aus die Erschließung des Westens der USA mit Express-Transport und Finanzdienstleistungen zu begleiten. 1905 wurde das Transportgeschäft abgetrennt und das Geschäft auf Bankaktivitäten im Westen der USA fokussiert.

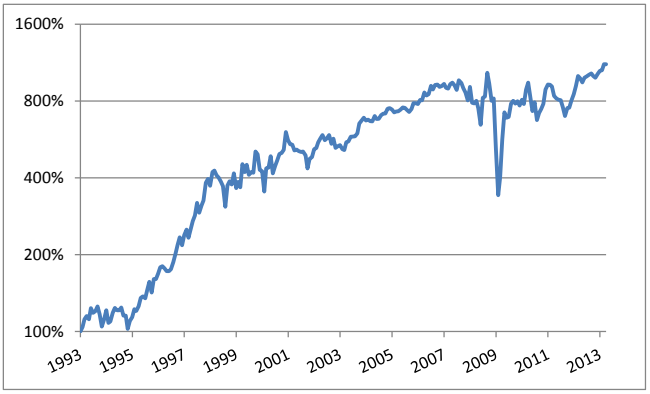
1973 wurde die Entscheidung getroffen, sich vor allem auf das Geschäft mit mittelgroßen Firmenkunden sowie Privatkunden zu fokussieren, während das wettbewerbsintensive Geschäft um Großkunden anderen Banken überlassen wurde. Die klare Ausrichtung auf ein spezifisches Kundensegment und damit verbunden auch

die damit verbundene Zurückhaltung bei Geschäftsfeldern wie Investment Banking prägen Wells Fargo bis heute.

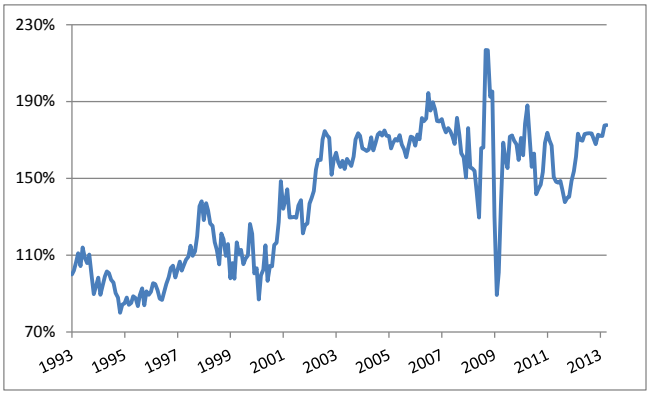
Darüber hinaus wurde großer Wert auf den Aufbau eines leistungsfähigen IT-Systems gelegt, ein Faktor, der sich als bedeutsamer Wettbewerbsvorteil erweisen sollte. 1998 fusionierte Wells Fargo mit Norwest, einer Regionalbank aus dem Mittleren Westen. Hierbei handelte es sich um eine frühere Problembank, die allerdings von dem ehemaligen Citigroup-Manager Rick Kovacevich innerhalb weniger Jahre radikal umgebaut und auf Kundenorientierung und Effizienz getrimmt worden war. Im Jahr 2008 wurde die in der Finanzkrise in Probleme geratene Bank Wachovia geschluckt, zu diesem Zeitpunkt gemessen an der Bilanzsumme die viertgrößte Bankenholding in den USA.

Inzwischen ist Wells Fargo gemessen an der Marktkapitalisierung die größte Bank der USA, auch wenn die Bilanzsumme kleiner ist als bei den anderen Wettbewerbern. Zu den Aktionären zählt auch Warren Buffett, der zum Jahresende 2012 8,7% der Anteile hielt.

Wells Fargo: Wertentwicklung in US$



Wells Fargo: Wertentwicklung relativ zu S&P 500 (TR)



Die Wertentwicklung von Wells Fargo erfolgte vor der Finanzkrise relativ stabil aufwärts sowohl absolut wie auch in Bezug auf den Gesamtmarkt. Während der Finanzkrise kam es zu teilweise relativ heftigen Ausschlägen, insgesamt tendierte die Aktie jedoch seitwärts und konnte sich erst seit 2012 wieder in positiver Hinsicht etwas absetzen.

Lässt die Performance in der ersten Krise Rückschlüsse auf die Entwicklung während der zweiten Krise zu?

Vergleicht man die Wertentwicklung während der vorangegangenen Krise bis 1993 mit der Performance während und nach der Finanzkrise ab 2007, so stellt man fest, dass sich Wells Fargo in allen Phasen über einen längeren Zeitraum gesehen besser entwickelt hat als Konkurrenten und Gesamtmarkt.

Die großen Verlierer der letzten Finanzkrise Citigroup und Bank of America, haben sich während der vorhergegangenen Krise zwar im Vergleich zum Gesamtmarkt nicht gut geschlagen, konnten aber im Vergleich mit anderen Banken durchaus als relative Gewinner gelten.

Bei JPMorgan Chase folgte auf eine schlechte Performance in der ersten Krise eine im Vergleich zum Gesamtmarkt durchschnittliche Entwicklung während der zweiten Krise. Hiermit kann das Institut im Vergleich zum insgesamt schwachen Finanzsektor als relativer Gewinner gelten.

Insofern erweist sich das Ergebnis des Swiss Finance Institutes, das Verliererbanken auch solche bleiben, als etwas zu undifferenziert. Das Beispiel JPMorgan Chase zeigt, dass Banken durchaus lernen können, auch wenn es anscheinend nicht ausreichte, so gut wie Wells Fargo zu werden. Auch das Beispiel der ehemaligen Problembank Norwest, die ja dann in Wells Fargo aufgegangen ist, zeigt, dass Banken durchaus auf den richtigen Pfad gebracht werden können, wenn das Management drastische Restrukturierungsmaßnahmen nicht scheut.

An JPMorgan Chase kann auch sehr gut gezeigt werden, dass Investment Banking nicht ursächlich für das Scheitern einer Bank in der letzten Krise war, wie vielfach behauptet wird. Zwar ist auffällig, wie wenig Investment Banking bei Wells Fargo ausmacht und wie stark es für die Probleme z. B. bei Citigroup mitverantwortlich war. Anderseits ist JPMorgan Chase trotz eines hohen Investment Banking Anteils noch relativ gut durch die Krise gekommen. Auch hier gilt: Investment Banking ist nicht per se schlecht. Allerdings ist es ein Geschäft, was nur wenige Institutionen weltweit beherrschen. Viel größer als die Anzahl von erfolgreichen Investmentbanken ist die Anzahl der Geschäftsbanken, die sich mit einer Expansion in diesem komplexen Geschäftsfeld fürchterlich die Finger verbrannt haben. JPMorgan Chase ist insofern eine Ausnahme, weil hier das Investment Banking auf der Tradition von JP Morgan basierte, die vor der Übernahme durch Chase bereits lange Zeit in diesem Segment weltweit führend waren.

Waren aus der direkten Entwicklung vor der Krise Rückschlüsse auf die Performance während und nach der Krise möglich?

Bank of America	Veränderung	
	2003-2006	2006-2012
Gewinn absolut	96%	-80%
Gewinn je Aktie *)	29%	-95%

*) = bereinigt um Kapitalmaßnahmen

Für Anleger stellt das Risikomanagement einer Bank eine Blackbox dar, er kann von außen nicht die Qualität der dort getroffenen Entscheidungen beurteilen. Gibt es dann aber andere Indizien, die ihm in „normalen Zeiten“ Rückschlüsse auf eine mögliche Entwicklung während einer Krise ermöglichen?

Vergleicht man die Gewinnentwicklung der vier Banken vor und nach der Finanzkrise, so sieht man, dass die absolute Ertragsentwicklung und die Veränderung des Gewinns je Aktie sehr stark divergieren. Dies ist zum einen mit Kapitalmaßnahmen im Rahmen der der Finanzkrise zu erklären, aber auch mit den Akquisitionen, die mit neuen Aktien bezahlt wurden.

Wells Fargo	Veränderung	
	2003-2006	2006-2012
Gewinn absolut	36%	124%
Gewinn je Aktie *)	35%	36%

*) = bereinigt um Kapitalmaßnahmen

JPM Chase	Veränderung	
	2003-2006	2006-2012
Gewinn absolut	103%	57%
Gewinn je Aktie *)	18%	36%

*) = bereinigt um Kapitalmaßnahmen

In den vier Jahren vor der Krise 2003-2006 sind bei den US-Banken in der Gewinnentwicklung je Aktie keine signifikante Unterschiede zu erkennen. Alle Institute konnten den Gewinn je Aktie mit einer Rate zwischen 18% und 35% moderat steigern. Die späteren großen Verlierer Bank of America und Citigroup lagen im Mittelfeld. Die Gewinnentwicklung vor der Krise gab also keine Indikation für die spätere Entwicklung.

Citigroup	Veränderung	
	2003-2006	2006-2012
Gewinn absolut	20%	-62%
Gewinn je Aktie *)	25%	-94%

*) = bereinigt um Kapitalmaßnahmen

Die Kapitalverwässerung durch Akquisitionen war bei JPMorgan Chase und Bank of America im Gegensatz zu den anderen Banken hoch. Citigroup reduzierte hingegen sogar die Anzahl der Aktien. Auch aus der Akquisitionstätigkeit selbst waren keine Rückschlüsse möglich. Alle Banken sind durch Zukäufe gewachsen, Wells Fargo hat teilweise teuer gekauft, JPMorgan Chase relativ aggressiv, ohne das dies bei beiden Banken zu größeren Schaden geführt hat, da sie ihre Zukäufe relativ gut integrieren konnten. Bei Bank of America waren die Zukäufe der entscheidende Grund für den Absturz.

Ob es zu Integrationsproblemen kommt, war in guten Zeiten von außen aber auch nicht erkennbar. Insofern konnten auch aus der Akquisitionsaktivität und damit einhergehenden Kapitalmaßnahmen keine Rückschlüsse für die spätere Entwicklung gezogen werden.

Die Wertentwicklung der Aktien während der „noch normalen“ Zeiten gibt ebenfalls keine Indikation auf die zukünftige Performance: Im Zeitraum zwischen 2003 und 2006 konnte Wells Fargo mit 70% am schwächsten zulegen, JPMorgan Chase um 138%. Die späteren Hauptverlierer Citigroup (+85%) und Bank of America (+79%) lagen im Mittelfeld. Es kann letztlich nur festgehalten werden, dass die defensivere Ausrichtung von Wells Fargo vor der Krise vom Markt nicht honoriert wurde.

Fazit:

Banken müssen keine schlechten Langfristinvestments sein. Von den 4 vorgestellten Titeln hat sich in den vergangen 20 Jahren aber nur ein Unternehmen – Wells Fargo – klar besser entwickelt als der Gesamtmarkt. Dieses war auch die einzige Bank, die sich in der vorangegangenen Krise deutlich besser geschlagen hat als Wettbewerber und Gesamtmarkt. Auch die zwischenzeitlichen Kurseinbrüche waren – mit Ausnahme einer kurzen Panikphase während der Finanzkrise 2008 – im Rahmen der Gesamtmarktentwicklung. Hier gibt es eine starke Konsistenz in der Entwicklung.

Allerdings ist Wells Fargo die große Ausnahme geblieben. Die anderen Banken konnten auf Dauer nicht überzeugen.

Ein Institut lag mit der Performance im Rahmen der Marktentwicklung, allerdings bei deutlich höheren Schwankungen. Die Vorgängerbanken waren von der vorherigen Krise besonders stark betroffen. Insofern kann man schon davon ausgehen, dass hier etwas gelernt wurde, wenn auch vielleicht nicht genug. Auf jeden Fall zeigt dass Beispiel, dass sich eine sehr negative Performance nicht fortsetzten muss. Die starken Kursschwankungen demonstrieren aber auch das nach wie vor hohe Kursrisiko.

Die Negativbeispiele für die vergangene Krise hatten auch während der vorherigen eine unterdurchschnittliche Performance und starke zwischenzeitliche Kurseinbrüche zu verkraften. Insofern gibt es hier eine Konsistenz in der negativen Wertentwicklung. Aktien dieser Unternehmen sind allenfalls als Trading geeignet, aber keinesfalls als Langfristinvestment.

Dies ist insofern kein gutes Zeichen für den Gesamtsektor, weil diese Analyse auf die vier Großbanken als Überlebende der Krise bis 1993 und der darauf folgenden Konsolidierungswelle konzentriert war. Die vielen in den vergangenen 25 Jahren gescheiterten Banken wurden nicht berücksichtigt. Deswegen gab es einen stark

positiven „Survivors Bias“ in der Vorauswahl. Wenn das Ergebnis trotzdem so schlecht ist, spricht dies nicht für Anlagen in Bankaktien.

Insbesondere machen die Negativbeispiele deutlich, dass wenn mit Anlagen in Bankaktien etwas schief geht, die Verluste dann sehr hoch werden können. Insofern kann man schlussfolgern, dass Chancen und Risiken bei Investments in Banken asymmetrisch verteilt sind: Wenigen guten oder sehr guten Banken stehen viele gegenüber, die weniger erfolgreich sind und bei ihrem Scheitern sehr viel Kapital vernichten können. Da die operative Entwicklung von Banken während „normaler“ Zeiten hingegen keine Indikation für die langfristigen Aussichten gibt, ist die frühzeitige Identifikation von Gewinnern und Verlierern sehr schwierig.

Als Fazit kann deshalb gezogen werden, dass sich Bankaktien nur im Ausnahmefall als Langfristinvestment eignen. Ein relativ defensives und klar fokussiertes Geschäftsmodell sowie eine positive Performance während vorangegangener Krisen erscheinen als gewisse Indikatoren für zukünftige Entwicklungen, sind aber auch keine Garantie, dass Managementfehler auch in Zukunft vermieden werden. Unternehmensergebnisse aus guten Zeiten hingegen haben keine Aussagekraft, können sehr irreführend sein und erschweren die analytische Einstufung von Bankaktien massiv.

Große Vorsicht bleibt bei Banken angebracht, die eine schlechte Krisenhistorie haben, selbst wenn sie sich nach einer Krise scheinbar wieder bessern. Langfristinvestoren sollten von solchen Papieren grundsätzlich die Finger lassen, es sei den, die Krisenresistenz wird erneut erfolgreich getestet.

Eine weitere Konsequenz für den Anleger ist, dass ein Branchenansatz für langfristige Investments in Bankaktien grundsätzlich als fragwürdig erscheint. Sektorfonds für Banken oder Indexfonds mit hohen Bankanteilen sollten vermieden werden, da man sich hiermit zu viele potenzielle Krisenverlierer mit einkauft. Nur selektive Anlagen in Einzeltiteln von führenden Unternehmen der Branchen sind bedenkenswert.

Anmerkung: diese Analyse ist ausdrücklich keine finanzanalytische Betrachtung der Wertpapiere der betrachteten Banken zum gegenwärtigen Zeitpunkt. Die Aktie von Wells Fargo wurde in der Ausgabe vom 3. September 2012 analysiert, das damalige Votum lautete bei einem Kurs von US$ 34,03: Als Anlage geeignet für chancenorientierte Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) sowie für risikobewusste Investoren als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht).

Die große Risikoverwirrung Teil 1: Was ist eigentlich Risiko?

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

Wie sind die Risiken von Kapitalanlagen zu bewerten? Die Antworten auf diese Frage fallen heutzutage vielfach mehrdeutiger aus als jemals vorher.

So gilt eine 10jährige Bundesanleihe als sehr sicher, weil sie nur ein äußerst geringes Ausfallrisiko hat. Doch ist sie wirklich sicherer als die Anleihe eines sehr soliden Unternehmens oder diejenige eines anderen Landes mit niedrigen Budgetdefiziten? Und kann man wirklich von einer sicheren Anlage sprechen, wenn die Geldentwertung die Zinszahlungen übersteigen kann? Es ist nicht möglich zu prognostizieren, 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 hat den Ruf als klassische Absicherung gegen Inflationsrisiken. Doch wird diese Ansicht wirklich durch historische Erfahrungen gestützt? Es gibt Beispiele dafür und dagegen. Und was passiert mit dem Gold, wenn wir keine Inflationswelle bekommen? Eignet sich ein Edelmetall mit so starken Preisschwankungen überhaupt als Absicherungsinstrument?

Mit einer Immobile verbinden viele Anleger die Erwartung einer stabilen und von der Inflation unabhängigen Wertentwicklung. Doch in Wirklichkeit ist die Preisentwicklung sehr stark von lokalen Gegebenheiten und dem Konjunkturverlauf abhängig. Sehr viele Immobilienbesitzer, die sich ihr Objekt am falschen Ort oder zur falschen Zeit gekauft haben, haben schon so manche böse Überraschung erlebt. Zudem sind Erwerb und Unterhalt meistens mit sehr hohen Kosten verbunden. Und wer irgendwann seine Immobile 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 gerade fehlt.

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 einzelnem Titel oder Fonds sehr unterschiedlich aus. Und sind Kursschwankungen an der Börse eher ein Risikofaktor oder eröffnen sie günstige Kaufchancen?

Kapitalanlagen sind immer eine Wette auf die Zukunft, und diese ist ungewiss, weil niemand genau prognostizieren kann, was passieren wird. Insbesondere Angst haben Investoren seit je her vor Ereignissen, die dazu führen, dass ihr eingesetztes Kapital gefährdet ist. Dies ist keine neue Erkenntnis, und seitdem es die Möglichkeit gibt, Kapital anzulegen, gibt es auch Versuche, die Verlustpotenziale für Anleger zu erkennen und einzugrenzen.

Die große Finanzkrise seit 2007 hat eine tief greifende Verunsicherung von Anlegern bewirkt. Diese Verunsicherung betrifft nicht nur Privatanleger, auch große institutionelle Investoren und sogar viele Hedgefonds-Manager tun sich derzeit schwer. Denn vieles, was man bisher als selbstverständlich über die Risiken und Chancen von Kapitalanlagen angenommen hatte, wurde in den letzten Jahren infrage gestellt. Risiko scheint eines der Themen zu sein, dass bei vielen Menschen mehr Fragen als Antworten hinterlässt, je eingehender sich mit ihm befassen.

Gerade viele professionelle 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. Dies lag aber nicht daran, dass sie die Risiken von Kapitalanlagen ignoriert haben. Im Gegenteil waren insbesondere gerade die Investoren oftmals von herben Verlusten betroffen, die sich auf bestimmte Konzepte zur Risikoerkennung und Steuerung verlassen hatten. Scheinbar mathematisch präzise Risikokennzahlen erwiesen sich völlig irreführend.

Aus diesem Grund soll in diesem und noch einem folgenden Beitrag untersucht werden, warum das Thema Risiko bei Anlegern derzeit vor allem Verwirrung hinterlässt. Insgesamt zwei Themenkomplexe lassen sich als Gründe für die vorherrschende Verwirrung identifizieren:

1) Zuerst ist selbst Experten oft nicht klar, was unter Risiko zu verstehen ist und wie man es erfassen kann.

2) Zweites gibt es ganz grundsätzliche Missverständnisse aus der falschen oder irreführenden Anwendung von theoretischen Risikokonzepten in der Praxis.

Thema dieses Artikels sind die vielfachen Missverständnisse, die sich aus dem Begriff des Risikos sowie der Bestimmung von genauen Werten ergeben. Die Probleme, die sich aus dem praktischen Umgang mit Risiken ergeben, werden in einem weiteren Beitrag in der nächsten Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ erörtert.

a) Die Begriffsverwirrung beim Investor: von tausendundeiner Risikoart

Wenn sich ein Kapitalanleger heutzutage über mögliche Verlustquellen für sein Investment informieren will und die Risikohinweise bei den entsprechenden Anbietern oder sonstige Risiko-Informationen liest, wird er mit einer Vielzahl von einzelnen Begriffen konfrontiert. Hier nur einige Beispiele:

Ausfallrisiko, Bewertungsrisiko, Bonitätsrisiko, Diversifikation, Emittentenrisiko, Fat-Tail-Risiko, Garantierisiko, Inflationsrisiko, Klumpenrisiko, Konjunkturrisiko, Kostenrisiko, Kreditrisiko, Kursrisiko, Länderrisiko, Liquiditätsrisiko, Managementrisiko, Marktrisiko, maximaler Verlust, Risikostreuung, Short-Fall Risiko, steuerliches Risiko, systematisches Risiko, Totalverlustrisiko, Transferrisiko, unsystematisches Risiko, Value at Risk, Volatilität, Währungsrisiko, Zinsänderungsrisiko, usw.

Allein die Diskussion dieser Begriffe würde den Rahmen dieser Ausgabe sprengen und den Leser vermutlich genauso langweilen wie die üblichen Risikohinweise in Bankbroschüren. Denn diese dienen vor allem einem Zweck: Das juristische Risiko des Bereitstellers zu vermindern, wegen Fehlinformation verklagt zu werden. Unter dem Vorwand einer möglichst umfassenden Information wird der Anleger mit ihm unverständlichen Begriffen bombardiert, ohne sie aber verstehbar aufzubereiten oder auch Zusammenhänge zwischen verschiedenen Risiken oder zwischen Risiken und Ertragsmöglichkeiten transparent aufzuzeigen.

Dabei ist ein genaues Verständnis der potenziellen Ursachen für mögliche Vermögensverluste essenziell dafür, gerade wenig erfahrene Anleger vor bösen Überraschungen zu bewahren. So zeigen insbesondere die Erfahrungen aus der Pleite von Lehman Brothers 2008 zwei eklatante Mängel im Risikoverständnis von Anlegern und ihren Beratern:

1) Vielen Investoren war zwar das Kursrisiko ihrer Anlage bekannt, sie waren sich aber nicht des Emittentenrisikos aus Zertifikaten von Lehman Brothers bewusst.

2) Gerade viele Kleinanleger hatten ihre Anlagen in eines oder sehr wenige riskante Papiere konzentriert und damit massiv gegen den relativ simplen Grundsatz der Risikostreuung verstoßen.

Die Vielzahl von möglichen Risiken, ihrer unterschiedlichen Ursachen und verschiedenen Ausprägungsformen hat nicht nur für private Anleger in den vergangenen Jahren zu bösen Überraschungen geführt. Gerade viele professionelle Anleger, die sich mit bestimmten Risiken auseinandergesetzt hatten, haben sich in jüngster Zeit im Risiko-Begriffswirrwarr verheddert. Selbst wer sich gegen bestimmte Risiken absicherte, musste später feststellen, dass Verluste dann da auftraten, wo sie nicht erwartet wurden.

Doch was hat zu diesen Problemen geführt? Haben Ökonomie, Mathematik und Statistik überhaupt klar beschrieben, was Risiko ist und wie es zu messen ist? Haben sich die Methoden der Risikomessung als zuverlässig erwiesen? Und gab es vielleicht noch andere Schwierigkeiten im praktischen Umgang mit Risiken?

b) Die Begriffsverwirrung in der Theorie: Risiko oder Unsicherheit?

Was ist eigentlich Risiko? Schon allein diese einfache Frage ist nicht so einfach zu beantworten. Das Wort leitet sich von dem frühitalienischen „risicare“ ab, was „wagen“ bedeutet hat. In der heute gebräuchlichen Verwendung stellt man jedoch nicht mehr auf das Wagnis an sich und auch auf mögliche Gewinne hieraus ab. Der heutige Risikobegriff bezieht sich hingegen darauf, was beim Eingehen des Wagnisses schief gehen kann, auf die potenziellen Verluste.

Eng mit dem Risikobegriff ist aber nicht nur die Frage verbunden, ob sich die Möglichkeit eines Verlustes ergibt, sondern insbesondere damit, inwieweit sich eine Wahrscheinlichkeit dieser Möglichkeit in irgendeiner Form einschätzen lässt.

Die Beschäftigung mit dieser Frage ist mit der Entwicklung der modernen Mathematik und Statistik verknüpft. Insbesondere von Interesse war dabei für die frühen Forscher, Aussagen über mögliche Resultate von Glücksspielen zumachen.

Als Vater der wissenschaftlichen Auseinandersetzung mit dem Risiko gilt der Franziskaner Luca Pacioli mit seinem 1494 erschienenem Buch „Summa de arithmetica, geometria, proportioni et proportionalità“, in dem das erste Mal eine systematische Auseinandersetzung mit der Verteilung von Glücksspielergebnissen erfolgte.

1689 formulierte Jakob Bernoulli erstmals „Gesetz der großen Zahlen“ und damit quasi die grundlegende Aussage der modernen Statistik: Er propagierte, dass sich die relative Häufigkeit eines Zufallsergebnisses in der Regel der Wahrscheinlichkeit dieses Zufallsergebnisses annähert, wenn das zugrunde liegende Zufallsexperiment immer wieder unter denselben Voraussetzungen durchgeführt wird. Wenn genügend Versuche durchgeführt werden, häufen sich die Ergebnisse irgendwann um einen Mittelwert, den Erwartungswert. Eine Wahrscheinlichkeit, mit der ein bestimmtes Ereignis eintritt, lässt sich dann bestimmen, und damit auch das Risiko.

1921 veröffentlichte Frank Knight sein Buch „Risk, Uncertainty and Profit“, in dem er eine für das Risikoverständnis wichtige Unterscheidung vornahm: diejenige zwischen Risiko und Unsicherheit.

Nach Knight ist Risiko dadurch definiert, dass sich bei ihm dem Eintritt eines Ereignisses eine Wahrscheinlichkeit zuordnen lässt. Bei Unsicherheit hingegen ist völlig unklar, wie groß die Wahrscheinlichkeit ist. Sie ist deshalb mathematisch nicht fassbar und auch nicht mit einer Zahl zu beschreiben.

John Maynard Keynes stellte 1937 am Beispiel einer Untersuchung von Kupferpreisen und Zinssätzen fest, dass es keine wissenschaftliche Grundlage gibt, auf der sich mathematische Wahrscheinlichkeiten für ökonomische Ereignisse berechnen lassen. Daraus resultierte bei ihm eine konsequente Ablehnung des Gesetzes der großen Zahlen für volkswirtschaftliche Zusammenhänge.

Keynes Gedanken bildeten auch die Grundlage für spätere Überlegungen, die Knightsche Unsicherheit noch weiter aufzuspalten in:

- Ungewissheit: Dies ist eine Situation, in der man zwar weiß, was passieren kann, aber den möglichen Ereignissen keine Wahrscheinlichkeiten zuordnen kann.
- Radikale Unsicherheit: Dies ist eine Situation, in der man nicht nur die Wahrscheinlichkeiten nicht kennt, sondern nicht einmal weiß, was überhaupt passieren kann.

Die Position von Keynes, dass in die Zukunft gerichtete Entscheidungen grundsätzlich mit Unsicherheit behaftet sind, war aber für viele andere Ökonomen unbefriedigend, insbesondere wenn sie das Paradigma rationaler Entscheidungsfindung unterstellten: Für rationale Investitionsentscheidungen muss eine Abschätzung von Verlustpotenzialen möglich sein. Wenn man sich mit der Position radikaler Unsicherheit zufriedengibt, scheint grundsätzlich keine Aussage über irgendetwas mehr möglich.

Insofern ist verständlich, dass Ökonomen und Statistiker trotzdem nach ökonomischen Risikomaßen und Regeln im Umgang mit Unsicherheit und Risiko gesucht haben. Aber auch der Vergleich mit den Naturwissenschaften spornte die Ökonomen an. Die Gesetzmäßigkeiten bei vielen Naturereignissen führen zu relativ gleichmäßigen Wahrscheinlichkeitsverteilungen und damit auch zu klaren Risikoaussagen. Im Gegensatz dazu fühlten sich gerade Ökonomen mit ihren unpräzisen Aussagen fast wie Pseudowissenschaftler. Und gerade im Umgang mit Risiko und Unsicherheit wurde die Unschärfe der Ökonomie besonders deutlich.

Anfang der 50er Jahre des vergangenen Jahrhunderts entwickelten sich daher zwei neue Herangehensweisen an das Thema Risiko: Das allgemein ökonomische Konzept der subjektiven Wahrscheinlichkeiten und das finanzmarktbezogene Konzept der Modern Portfolio Theory.

1954 hatte Leonard J. Savage das Konzept der Entscheidungsfindung unter Risiko eingeführt, das auf „subjektiven Wahrscheinlichkeiten“ basiert ist. Er unterstellte, dass ökonomische Entscheidungen immer auf Wahrscheinlichkeitsannahmen beruhen. Wenn keine objektiven Zahlen vorlägen, kann man subjektive annehmen, auch wenn es relativ fragwürdig sein mag, wie man zu den Zahlenwerten im Einzelnen kommt.

Einen anderen Weg schlug Markowitz ein, als er mit einem 1952 erschienenen Aufsatz die moderne Portfoliotheorie begründete. Mit ihr stellte er folgende folgenschwere Behauptungen auf:

- ⇨ Das Risiko von Wertpapieren kann durch Wahrscheinlichkeitsverteilungen von Renditen beschrieben werden.
- ⇨ Risiko steht in einem quantifizierbaren Zusammenhang mit Ertrag.
- ⇨ Die Risiko-Gesamtbetrachtung von mehreren Wertpapieren erfordert eine andere Herangehensweise als diejenige von einzelnen Wertpapieren.
- ⇨ Insbesondere die Interdependenzen zwischen den Risiken der einzelnen Wertpapiere spielen eine große Rolle bei der Portfoliokonstruktion. Durch Kombination von Wertpapieren mit unabhängigen Risiken kann man das Gesamtrisiko sehr stark mindern.

Vor allem die letzten beiden Aussagen wurden zum relativ unbestrittenen Mantra der Konstruktion von Portfolios und bilden die theoretische Grundlage der sogenannten Risikostreuung bzw. Diversifikation.

Die zweite Aussage wird oft in der Weise verstanden, dass mit steigendem Risiko auch die erwartete Rendite steigen sollte. Dies hat sich jedoch in dieser einfachen Form als zu simpel erwiesen. Gerade im Bereich hoher Risiken hat sich oft herausgestellt, dass steigende Risiken tendenziell eher mit sinkenden Erträgen verknüpft sind.

1973 wurde die sog. Black Scholes Formel zur Optionspreisbewertung vorgestellt. Sie war insofern revolutionär, weil sie es ermöglichte, Risiken aus Preisschwankungen von Wertpapieren nicht nur zu messen, sondern auch mit einem Preis, also mit einem Marktwert zu versehen. Dies schafft die Voraussetzungen, um Risiken auf einem Markt handeln zu können. Zwar wurden auch schon vor Black Scholes Risiken in Form von Futures und Optionen gehandelt. Mit Futures kann man sich aber nur absichern, wenn man gleichzeitig die Kurschance aufgibt. Optionen waren vorher unpopulär, weil keiner wusste, wie sie wirklich zu bewerten waren. Die Black Scholes Formel schien jetzt eine objektive Bewertungsmöglichkeit zu schaffen.

1987 setzte ein Crash an der Wall Street bei mehreren Investmentbanken die Entwicklung eines Risikomaßes in Gang, das sich dann innerhalb weniger Jahre in der ganzen Finanzbranche als Standardmaß der Risikobewertung durchsetzen sollte: der sogenannte „Value-at-Risk“ (VaR). Mit ihm wird angegeben, welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts nicht überschreitet. Der VaR dient nur der Messung potenzieller Verluste und schien damit besonders geeignet, die Auswirkungen von Extremereignissen, wie z. B. einem Börsencrash abzubilden.

Dies führte in den Folgejahren dazu, dass sich VaR vor allem auch bei Finanzaufsichtsbehörden großer Beliebtheit erfreute und zur Risikomessung akzeptiert, eingesetzt und teilweise sogar vorgeschrieben wurde.

Modern Portfolio Theory, Black Scholes und Value at Risk haben eines gemeinsam: Sie versuchen das in Zahlen zu fassen, was laut Keynes nicht in Zahlen zu fassen ist. Letztlich wird damit aber mit dem Umweg über Wahrscheinlichkeitsverteilungen das Gesetz der großen Zahl wiedereingeführt, das aber für komplexe Zusammenhänge nicht gelten kann, wenn man der Logik von Keynes folgt. Inwieweit dies zu Missverständnissen und Problemen führt, wird in dem folgenden Abschnitt genauer beschrieben.

Weiterhin ist festzuhalten, dass mit diesen Risikomaßen vor allem die Auswirkungen von Kursschwankungen bewertet werden, alle anderen Risiken aber nicht. So werden Liquiditäts-, Inflations- oder längerfristige Ausfallrisiken ignoriert. Weiterhin sind die Kursschwankungen von Kapitalanlagen relativ stark davon abhängig, wie der Markt für sie organisiert ist. So bietet die Modern Portfolio Theory nur ein Risikomaß für Anlagen in liquiden Märkten wie Börsen. Nicht liquide Anlagen können nicht im Kurs schwanken, weil schlicht und einfach kein regelmäßiger Preis ermittelt wird. Auch schwanken nur selten gehandelte Wertpapiere weniger stark als oft gehandelte. Aber deswegen sind sie nicht weniger riskant, ganz im Gegenteil.

Daher ist wichtig festzuhalten, dass sich nur Teilrisiken von relativ transparenten und viel gehandelten Anlageformen wie Aktien und Renten mit Kennzahlen wie Volatilität oder Value at Risk beschreiben lassen; die Risiken von anderen intransparenten und illiquiden Anlageformen wie Immobilien oder Private Equity aber überhaupt nicht. Dies hat bei einigen Investoren zu einer merkwürdigen Verzerrung und Verengung in der Wahrnehmung von Risiken geführt: So werden relativ liquide Anlagen, deren Risiken zumindest teilweise

mit Kennzahlen messbar sind, oftmals als risikoreicher empfunden als andere intransparente Anlagen, deren Risiken sich nicht mit scheinbar präzisen Kennzahlen beschreiben lassen.

c) Kann man Risiko überhaupt zuverlässig einschätzen?

Eine nicht zu unterschätzende Rolle bei der Verwirrung sowohl von private oder auch von professionellen Anlegern haben Risikomaße gespielt, auf die sie sich verlassen hatten, die dann aber entstehende Verlustpotenziale nicht oder falsch angezeigt haben. Insbesondere die Popularität von scheinbar mathematisch präzisen Risikokennzahlen schuf eine Scheinsicherheit, die in der Vergangenheit zu vielen Fehlentscheidungen bei Investitionen führte.

Die Verfahren der Risikomessung haben insbesondere mit der Entwicklung der Modern Portfolio Theory einen deutlichen Aufschwung genommen. Besonders populär wurde ihr Risiko-Verständnis in Hinblick auf Abweichungen von einer Zielrendite. Da die Modern Portfolio Theory in ihren Modellen unterstellte, dass Renditen in Form einer Gausschen Glockenkurve normal verteilt sind, ist dann Risiko ganz einfach abzuleiten: Bei statistischen Verteilungen gibt es das Streuungsmaß der Varianz. Die Quadratwurzel hiervon wird als die Standardabweichung bezeichnet, die auch Volatilität genannt wird. Hiermit bekommt man ein einheitliches Maß, um das Ausmaß der Abweichungen vom Mittelwert der Renditen zu messen.

Und so gibt es, wenn die Renditen einer Finanzanlage normal verteilt sind, mit der Volatilität ein aussagekräftiges Risikomaß. Je stärker die Kurse schwanken, um so höher ist sie. Sie sagt allerdings nichts über das Risiko eines Wertverlustes aus, was dann später mit dem Value at Risk korrigiert werden sollte. Auch wenn die Renditen nicht normal verteilt sind, kann die Volatilität sehr irreführend sein.

Mit dem sogenannten Capital-Asset-Pricing-Model (CAPM) wurde die Modern Portfolio Theory in Hinblick auf den Portfoliogedanken weiterentwickelt und das sogenannte β als Risikomaß eingeführt. Hierbei handelt es sich um die relativen Kursschwankungen eines Wertpapiers zum Gesamtmarkt, meist gemessen durch einen repräsentativen Gesamtindex.

Eine Aktie mit einem $\beta > 1$ schwankt stärker als der Gesamtmarkt, ist demnach riskanter. Ein $\beta = 1$ bedeutet Schwankungen im Rahmen des Gesamtmarktes, ein $\beta < 1$ unterdurchschnittliche Schwankungen und damit vermindertes Risiko.

Auf Basis der Modern Portfolio Theory wurden noch eine Reihe von weiteren mathematischen Kennziffern entwickelt, um die mit Kapitalanlagen verbundenen Risiken darzustellen. Sehr populär ist beispielsweise die sogenannte Sharpe Ratio geworden, die Rendite und Risiko einer Kapitalanlage miteinander in Verbindung setzt. Sie berechnet sich relativ einfach dadurch, dass man die Überschussrendite einer Kapitalanlage (Rendite minus risikofreier Zins) durch die Volatilität teilt.

Aber Kennzahlen wie Volatilität, β oder Sharpe Ratio haben ihre Tücken. Wie schon im vergangenen Abschnitt dargestellt, lassen sie sich für verschiedene Kapitalanlagen überhaupt nicht bestimmen. Darüber hinaus können sie sich selbst für ein Anlageinstrument teilweise ganz erheblich unterscheiden, je nachdem, für welchen Zeitraum man sie berechnet. Insbesondere bei Fonds sind diese Kennzahlen problematisch, wie sich am Beispiel des 1998 zusammengebrochenen Hedge Fonds LTCM zeigen lässt: Er hatte bis kurz vor seinem Kollaps eine extrem niedrige Volatilität und damit auch eine sehr gute Sharpe Ratio.

Allerdings lassen gerade Volatilität oder β manchmal zumindest Aussagen über relative Risikoabstufungen zu: So sind manche Gruppen von einzelnen Wertpapieren relativ zuverlässig volatiler als andere, auch wenn sich die absoluten Größen jeweils ändern. Auch können sie durchaus für eine nachträgliche Risikoanalyse aussagekräftig sein, selbst wenn ihr prognostischer Einsatz durch die Instabilität fragwürdig ist.

Mit Value at Risk (VaR) hat ein Risikomaß in den letzten Jahren an Popularität gewonnen, das angibt, welchen Wert der Verlust einer bestimmten Risikoposition (z. B. eines Portfolios von Wertpapieren) mit einer gegebenen Wahrscheinlichkeit innerhalb eines gegebenen Zeithorizonts nicht überschreitet. Mit ihm wird das Risiko eines Portfolios in einer entscheidungsrelevanten Kennzahl zusammengefasst. Damit schien VaR eine Komplexitätsreduktion des Risikothemas zu ermöglichen. Gerade Manager oder Treuhänder, die nicht täglich an den Kapitalmärkten aktiv waren, glaubten hiermit ein Instrument an der Hand zu haben, mit dem Risiken aus Kapitalanlagen schnell überschaut werden konnten.

Während allerdings Konzepte wie die Volatilität und die Sharpe Ratio meist für mathematisch vorgebildete Nutzer noch einigermaßen verständlich sind, geben bei Value at Risk selbst viele Experten hinter vorgehaltener Hand zu, dass sie nicht wirklich wissen, wie es berechnet wird.

Zudem lassen sich bei Value at Risk auch die Ergebnisse durch Veränderungen der Annahmen erheblich beeinflussen. Kritische Kommentatoren haben deshalb schon des Öfteren den Verdacht geäußert, dass die Popularität des VaR-Modells vor allem auf seiner Biegsamkeit basiert. Ein geschickter Mathematiker kann mit ihm ein Ergebnis ausrechnen, das er schon von vornherein will.

Trotz der schweren Verständlichkeit der Berechnung und einer fragwürdigen mathematischen Methodik wurde und wird VaR unverdrossen angewandt. Die Probleme waren zwar schon von Anfang an einigen mathematisch versierten Spezialisten aufgefallen, sie wurden jedoch als Querulanten eingestuft und ignoriert. Erst als mit der Finanzkrise einige Mängel offensichtlich wurden, wurde allgemein über Verbesserungen von VaR nachgedacht. Inzwischen finden die modifizierten Varianten Conditional Value at Risk (CVaR, wird auch oft als Expected Shortfall (ES) bzw. Expected Tail Loss (ETL) bezeichnet) und Modified Value at Risk (MVaR) zunehmend Verbreitung.

Diese Verbesserungen stellen vor allem auf die sogenannten Fat Tail Risiken ab, deren Bedeutung Nassim Taleb in seinem berühmten Buch „Der schwarze Schwan“ eingehend erörtert hat: Es gibt Schadensereignisse, die zwar sehr selten eintreten, aber wenn sie eintreten, katastrophale Konsequenzen haben: Terroranschläge, Kernkraftwerksunfälle, Meteoriteneinschläge oder auch Großbankpleiten. Tatsächlich scheint der Conditional Value at Risk bisher die einzige Risikokennzahl zu sein, die solchen Ereignissen Rechnung trägt. Das grundsätzliche Problem, dass Situationen der Ungewissheit und insbesondere der radikalen Unsicherheit von einem solchen Risikomaß nicht beschrieben werden können, bleibt aber bestehen. Insofern scheint das nächste Desaster vorprogrammiert: Die Verbesserungen in der Berechnungsweise könnten wieder dazu verleiten, jetzt den CVaR für Situationen radikaler Unsicherheit zu verwenden und damit den Fehler zu wiederholen, durch Zweckentfremdung des Ansatzes scheinbar mathematisch exakte Zahlen für nicht messbare Sachverhalte zu produzieren.

Eine weitere problematische Schlüsselkennzahl bei der Modern Portfolio Theory ist der sog. Korrelationskoeffizient. Er drückt aus, inwieweit die Kursverläufe unterschiedlicher Anlageformen miteinander

zusammenhängen. Je niedriger dieser Korrelationskoeffizient ist, um so höher ist die Risikominderung, die man durch Streuung der Anlagen erzielen kann.

Allerdings setzt die eine bewusste Verminderung der Risiken durch breite Streuung voraus, dass die bekannten Korrelationskoeffizienten einigermaßen stabil sind. Genau diese Eigenschaft haben sie aber vielfach nicht. Sie können sich im Zeitablauf sehr stark ändern und sogar ins Gegenteil verkehren.

So hat Jeremy Siegel in seinem Buch „Stocks for the Long Run“ gezeigt, dass es in den vergangenen Jahrzehnten in den USA sowohl Perioden gegeben hat, in den Aktien und Renten positiv korreliert waren, negativ korreliert waren oder sich überhaupt keine signifikante Korrelation berechnen ließ. Ob und wie stark die Korrelation war, hing entscheidend vom jeweiligen makroökonomischen Umfeld ab.

In den vergangenen Jahren ist bei institutionellen Investoren populär geworden, Portfolios einen Anteil von 5%-10% an Rohstoffen beizumischen. Hauptargument hierfür war die geringe Korrelation zwischen Rohstoffindizes und Aktienindizes. Allerdings lässt sich auch für Rohstoffe und US-Aktien zeigen, dass die Korrelationskoeffizienten in den letzten 50 Jahren in verschiedenen Zeiträumen zwischen -0,68 und 0,91 geschwankt haben.

Die einzige Schlussfolgerung, die sich ziehen lässt, ist, dass die Korrelation zwischen den großen Anlageklassen Aktien, Renten oder Rohstoffen vor allem von ökonomischen oder strukturellen Umständen abhängen, die sich jedoch stark ändern können. Ohne eingehende Analyse der fundamentalen Bestimmungsgründe von Korrelationen scheint der Rückgriff auf sie extrem naiv. Dennoch ist gerade dies gängige Praxis bei vielen großen Anlagemanagern.

Fazit:

Kapitalanleger haben im Umgang mit dem Risiko drei grundsätzliche Probleme:

- Zum einen gibt es sehr unterschiedliche Formen von Risiken, denen mit einer einheitlichen Methodik nicht beizukommen scheint. Die durch die Modern Portfolio Theory geprägte Sichtweise verengt den Blick auf Preisrisiken. Insbesondere mit Liquiditäts- und Inflationsrisiken hat sich die Wissenschaft bisher kaum beschäftigt und nur sehr wenig zu sagen. Aber gerade dies sind für Anleger sehr relevante Risiken.
- Des weiteren sind die Ergebnisse der herkömmlichen Verfahren bei der Einschätzung von Preisrisiken und ihrer Zusammenhänge sehr instabil. Dennoch bleiben diese scheinpräzisen Risikomessungen populär.
- Angesichts der Instabilität der beschriebenen Risikomaße bzw. der Abhängigkeit der Ergebnisse von Variationen in den Annahmen muss grundsätzlich die Frage gestellt werden, ob man sich bei der Kapitalanlage nicht generell in einer Situation radikaler Unsicherheit befindet. Dann wäre jeder Versuch einer Quantifizierung des Risikos schon irreführend.

Doch Unklarheiten bei der Begriffsbestimmung und der quantitativen Erfassung sind nicht die einzigen Gründe für Verwirrungen, wenn es um das Thema Risiko geht. Eine erhebliche Mitverantwortung für die Konfusion der Anleger tragen aber auch die praktischen Umstände und Zwänge, denen sich diejenigen ausgesetzt sehen, die täglich mit Risiko und Unsicherheit an den Kapitalmärkten zu tun haben. Dieses werden wir in einem weiteren Artikel in der nächsten Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ zum Thema machen.

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

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 anmelden.

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

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTIING 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.

Für den Beitrag „Das Geschäft mit der Angst“ wurden folgende Quellen herangezogen: Kostolanys Talkshow-Autritt lässt sich hier nachverfolgen: http://www.youtube.com/watch?v=5kH_1xBc2QE. Die Zahlenangaben zur Wertentwicklung von DAX und Gold entstammen: http://www.gold.org/investment/statistics/ & http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/its_details_value_node.html?tsId=BBK01.WU3141 Zu F. D. Roosevelts Antrittsrede vgl.: http://historymatters.gmu.edu/d_/5057/. Warren Buffett wurde zitiert nach http://www.berkshirehathaway.com/letters/2004ltr.pdf.

Zur Entwicklung von US-Banken zwischen den Krisen vgl.: “Explaining the Rising Concentration of Banking Assets in the 1990s” von Kevin J. Stiroh and Jennifer P. Poole, FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK, Current Issues in Economics and Finance, August 2000 Volume 6 Number 9. Die Studie des Swiss Finance Institute ist unter http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1779406& einsehbar.

Das Standardwerk zur Entwicklung des Risikobegriffs ist Peter L. Bernstein: „Against the Gods“, Wiley, New York 1996. Zu Savage vgl. “RISK, AMBIGUITY, AND THE SAVAGE AXIOMS” von David Ellsberg, The Quarterly Journal of Economics (1961) 75 (4): 643-669 (http://qje.oxfordjournals.org/content/75/4/643.full.pdf+html). Zu LTCM vgl. “When Genuis failed” von Roger Lowenstein, Random House New York, 2000. Zum Thema Value at Risk vgl. Pablo Tirana (2010): “VaR: The number that killed us” (http://www.futuresmag.com/2010/12/01/var-the-number-that-killed-us); Beate Reszat (2012): “Value at

Risk – the construct" (http://reszatonline.wordpress.com/2012/05/26/value-at-risk-the-construct/) sowie Rainer Baule und Christian Tallau: "Expected Shortfall statt Value-at-Risk", RISIKO MANAGER 24/2012. Zum Thema Extremrisiken und ihre Konsequenzen an den Finanzmärkten vgl. Nassim Taleb: Der schwarze Schwan, 4. dt. Auflage München 2012.

Zu Korrelationskoeffizienten vgl.: Jeremy J. Siegel: „stocks for the Long Run", Mc Graw Hill, New York, 4. Aufl. 2008; sowie: The Business Cycle and the Correlation between Stocks and Commodities" von Geetesh Bhardwaj and Adam Dunsby, SummerHaven Investment Management, (http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2005788) .

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 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 21.

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 6.5.2013.

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

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.