

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 weiterer 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 weiterzubreiten.

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 durch 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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-Immobilienmarkt 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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	Maximaler Kursverlust
	30.12.86 bis 30.12.93	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

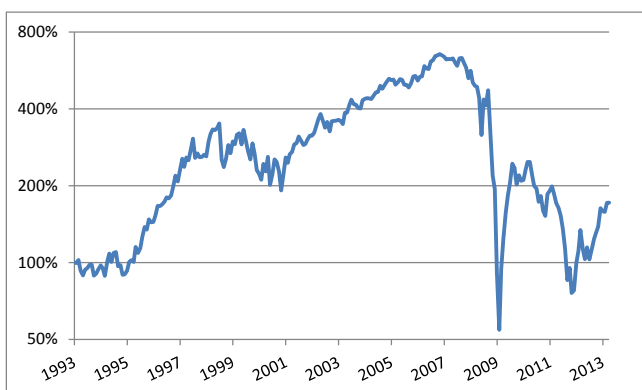
**) Für den Zeitraum 1986-1988 selbst nachgerechnet

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

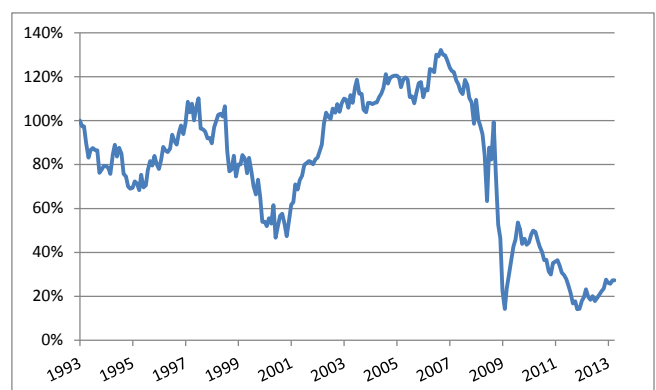
Bank of America

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\$ an 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 Country-wide Financial für 4,1 Mrd. US\$ 2008, durch den der größte Hypothekenfinanzierer der USA geschaffen

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

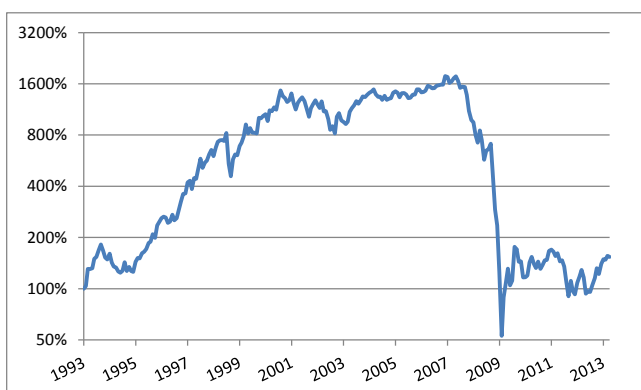
Die Kursentwicklung spiegelt das Auf und Ab der Entwicklung bei Bank of America recht gut wieder. Richtig abwärts ging es aber erst nach den Käufen von La Salle und Countrywide Credit 2007 sowie Merrill Lynch 2008. Die übertrieben aggressive Akquisitionsstrategie hat insbesondere in der Abschwungphase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

Citigroup

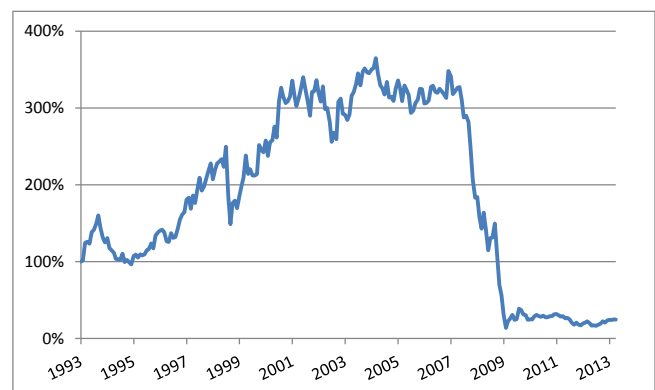
Der Name Citigroup geht auf die 1812 gegründete Citibank zurück. Durch eine Reihe von Übernahmen wuchs das Institut zu einer der größten Banken der USA. Im Gegensatz zu den Wettbewerbern spielte die internationale Expansion traditionell eine große Rolle, bereits 1929 konnte der Titel der größten nicht-staatlichen 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 Travelers 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.

Mit ruhiger Hand

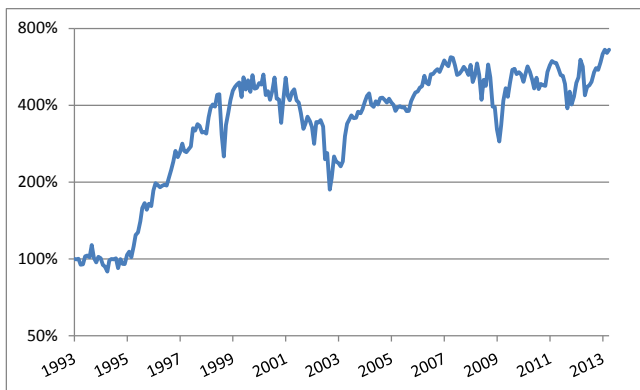
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

JPMorgan Chase

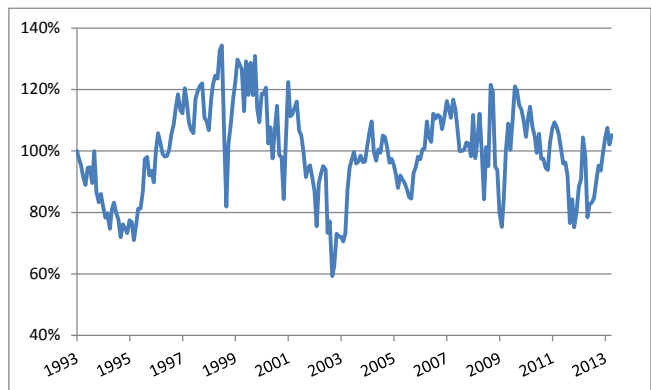
JPMorgan Chase entstand in der heutigen Form durch mehrere Akquisitionen und Großfusionen. Kern des Geschäfts ist die 1824 gegründete Chemical Bank, der sich durch die Savings- and Loans Krise die Möglichkeit eröffnete, zu den führenden Banken der USA aufzusteigen. 1991 stieg sie durch den Kauf der angeschlagenen Manufacturers Hanover zu den größten Finanzinstituten auf. 1996 wurde das Traditionsinstitut Chase Manhattan 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 vergangenen 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 bedeutenden 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

Mit ruhiger Hand

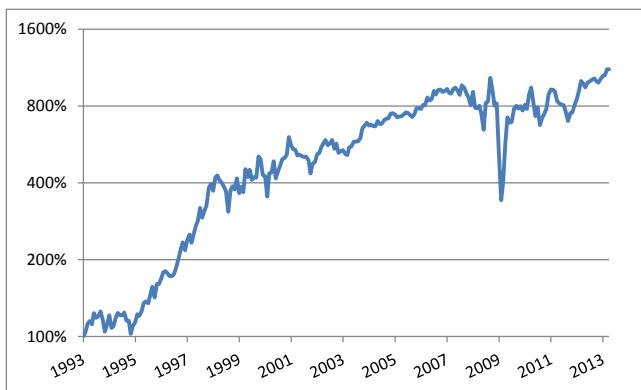
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

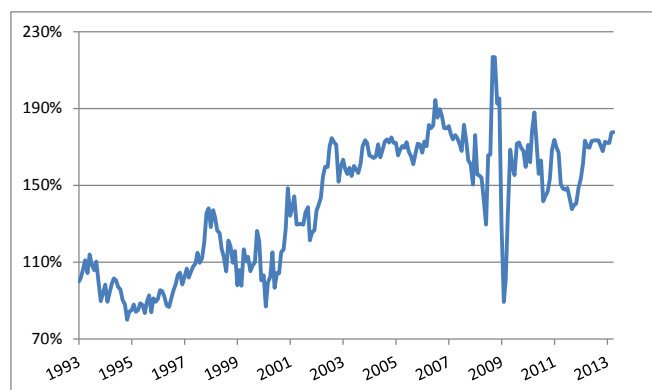
Darüber hinaus wurde großer Wert auf den Aufbau eines leistungsfähigen IT-Systems gelegt, ein Faktor, der sich als bedeutsamer Wettbewerbsvorteil erweisen sollte. 1998 fusionierte Wells Fargo mit Norwest, einer Regionalbank aus dem Mittleren Westen. Hierbei handelte es sich um eine frühere Problembank, 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 Buffet, 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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. Andererseits 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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 dass dies bei beiden Banken zu größeren Schäden geführt hat, da sie ihre Zukäufe relativ gut integrieren konnten. Bei Bank of America waren die Zukäufe der entscheidende Grund für den Absturz.

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

*) = bereinigt um Kapitalmaßnahmen

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 vergangenen 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 das Beispiel, dass sich eine sehr negative Performance nicht fortsetzen muss. Die starken Kurschwankungen 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 verkräften. 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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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 denn, 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).

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

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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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 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.

Für den Beitrag „Das Geschäft mit der Angst“ wurden folgende Quellen herangezogen: Kostolanys Talkshow-Austritt 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 Buffet 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

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>

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

<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

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.