

Aktienanleihen als Langfristanlage

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine bei deutschen Anlegern sehr beliebte Form der Zertifikate ist die sogenannte Aktienanleihe. Laut Angaben des Deutschen Derivateverbandes DDV gibt es derzeit ca. 53.000 Aktienanleihen, in denen ca. 6 Mrd. € investiert sind. Weitere 4,5 Mrd. € sind in den vergleichbar strukturierten Discountzertifikaten angelegt.

Beide Formen von Zertifikaten funktionieren ähnlich, indem sie die verbrieft Form eines Optionsgeschäfts darstellen, bei dem der Zertifikatekäufer die Rolle eines Stillhalters im Rahmen eines Optionsverkaufs übernimmt: Bei der Aktienanleihe entspricht dies einem sog. Short-Put-Geschäft (auch Verkauf einer Verkaufsoption genannt). Bei diesem Geschäft wird das Recht verkauft, eine Aktie oder ein anderes Finanzinstrument zu einem bestimmten Zeitpunkt dem Optionsverkäufer anzudienen. Hierfür erhält der Verkäufer der Option ein Entgelt, die „Optionsprämie“, die im Vergleich mit üblichen Zinsen sehr hoch ausfällt. Dafür trägt er aber auch das Risiko, dass er Aktien zu einem über dem über dem aktuellen Wert liegenden Kurs erwerben muss, wenn ihr Marktwert unter den Ausübungskurs sinkt. Hiermit wäre dann ein unmittelbarer Verlust verbunden.

Normalerweise muss für den Verkauf einer Verkaufsoption Liquidität hinterlegt werden, damit im Ausübungsfall der Erwerb gesichert ist. Bei den Aktienanleihen werden alle die mit dem Verkauf einer Verkaufsoption verbunden Schritte in einem Zertifikat (Hinterlegung der Liquidität und Optionsverkauf) kombiniert. Die Optionsprämie fließt in Form von Zinsen zurück; bzw. durch einen Preisabschlag, wenn die Zertifikate unter dem Nominalbetrag ausgegeben werden.

Aktienanleihen werden von Finanzvertrieben und Banken gerne mit dem Argument empfohlen, dass sie eine interessante Alternative zu konventionellen Anlagen darstellen: Risikoärmer als die Aktie, da sie weit weniger schwanken, und höher verzinst als die konventionelle Rentenanlage. Insbesondere in der derzeitigen Niedrigzinsphase sollen sie vergleichsweise attraktiv sein.

Doch stimmt dieses Bild einer hochrentierlichen und einigermaßen sicheren Alternative zu Aktien und Renten wirklich?

Die Derivatebörse Scoach errechnet Indizes zu verschiedenen Zertifikat-Typen. Diese werden auf Basis von Zertifikaten für den Eurostoxx 50-Index ermittelt. Der Index für Aktienanleihen wird seit 1.1.2009 ermittelt und weist seitdem einen Gewinn von 27,6% aus (der Eurostoxx 50 Total Return erzielte im gleichen Zeitraum 33,3%). Allerdings werden diese Zertifikat-Indizes – auch der für Aktienanleihen – in ihrer Zusammensetzung von relativ kurz laufenden Zertifikaten dominiert. Die Indexkomponenten werden also permanent ausgetauscht, was ihre Aussagekraft für einen langfristigen Performancevergleich erheblich einschränkt. Hierdurch würde es zudem in der Praxis zu erheblichen Transaktionskosten kommen. Um ein realistisches Bild der Anlageergebnisse von Aktienanleihen zu bekommen, erscheinen diese Indizes daher ungeeignet.

Der Deutsche Derivateverband DDV (eine Interessenvereinigung der wichtigsten Emissionsbanken für Zertifikate in Deutschland, die nach eigenen Angaben zusammen einen Marktanteil von ca. 95% haben) veröffentlicht eine Risikokennzahl für Aktienanleihen, die auf dem Value at Risk-Modell (VaR) basiert. Diese Risikokennzahl wird auf Finanzinformationsseiten im Internet und von Finanzvertrieblern übernommen. Auf der Basis dieser Risikokennzahl werden zudem Anlageprodukte vom DDV in Risikoklassen von 1 (niedriges Risiko) bis 5

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

(hohes Risiko) eingeordnet. Aktienanleihen werden aufgrund der VaR-Berechnungen meist in die niedrige Risikoklasse 2 (begrenzt risikobereit) oder in die mittlere Klasse 3 (risikobereit) eingeordnet. Zum Vergleich: DAX-Indexzertifikate – die den Index genau nachbilden – sind derzeit ebenfalls in Klasse 3 eingeordnet. Insofern sollte nach der Methodik des DDV zumindest ein Teil der Aktienanleihen ähnlich riskant sein wie der Aktienmarkt selbst.

Ganz abgesehen von den grundsätzlichen methodischen Problemen mit VaR ist allerdings auffällig, dass sich die angegebene Berechnung i.d.R. auf eine Haltedauer von 10 Tagen bezieht, die aber für die meisten Käufer von Aktienanleihen unrealistisch kurz ist. Selbst wenn man davon ausgeht, dass VaR sinnvolle Zahlen zur Risikobewertung liefert, müsste dieser dann aber auf die Haltedauer gerechnet werden, die bei Aktienanleihen i.d.R. mehrere Monate dauert oder bis zur Endfälligkeit geht. Weiterhin liefert der Value-at-Risk-Ansatz konstruktionsbedingt keine Information über das durchschnittliche Schadensausmaß bei ungünstigen Szenarien. Hierfür müsste man es das Risikomaß Conditional Value at Risk (CVaR) verwenden. Zudem sind die Erträge aus Aktienanleihen nicht „normal verteilt“. Damit fehlt aber die wesentliche Voraussetzung für die Anwendbarkeit des VaR-Modells.

Ein zusätzliches Problem bei Aktienanleihen ist das Emittentenrisiko. Dieses ergibt sich daraus, dass der Herausgeber der Aktienanleihe i.d.R. ein Finanzinstitut ist, das gegenüber der eigentlichen Aktie zusätzliche Risiken aufweist. Es trifft den Anleger bei Aktienanleihen gleich zweifach: Zum einen in Form eines erhöhten Ausfallrisikos, weil diese Anleihen (wie z. B. bei Lehman Brothers 2008 geschehen) in der Form von Inhaberschuldverschreibungen herausgegeben werden, die im Konkursfall gegenüber anderen Gläubigern benachteiligt sind. Zum anderen in der Form eines Liquiditätsrisikos, da zumeist der Emittent der Aktienanleihe auch der Market Maker für diese Anleihe ist, der während der Laufzeit an der Börse oder außerbörslich Kurse stellt und die laufende Handelbarkeit garantiert. Will ein Anleger vorzeitig verkaufen, ist also davon abhängig, dass die Emissionsbank ihm faire Kurse stellt. Genau dies ist aber oft nicht der Fall, wie vor Kurzem ein von der Rating-Agentur Scope durchgeführter Vergleich von Zertifikatekursen mit ihren aus der Optionspreistheorie abgeleiteten „fairen Werten“ zeigte.

Insofern muss man man sehr stark infrage stellen, inwieweit das Bild der Aktienanleihe einer attraktiven Anlage hinsichtlich Performance und Risikoeinschätzung wirklich zutreffend ist. Doch wie ist die Risikosituation bei Aktienanleihen wirklich? Um die Eignung der Aktienanleihe für mittel bis langfristig ausgerichtete Anleger zu überprüfen, wurde deshalb für diese Untersuchung folgender Ansatz gewählt: Welche Anlageergebnisse hätte ein Investor erzielt, der über Jahre hinweg immer wieder in den gleichen Typ von Aktienanleihe investiert hätte? Wie sehen diese Ergebnisse im Vergleich mit anderen Anlageformen aus?

Um eine möglichst repräsentative Basis zu bekommen, wurde von Aktienanleihen auf den DAX ausgegangen. Diese unterscheiden sich jedoch in Hinblick auf diejenigen, welche auf Einzelwerte lauten, in Bezug auf die Rückzahlung: Fällt eine Aktienanleihe auf den DAX unter ihren Basispreis, erfolgt die Rückzahlung normalerweise in Form eines um den Kursverlust gekürzten Geldbetrages. Bei einer Aktienanleihe auf einen Einzelwert erfolgt stattdessen i.d.R. eine Lieferung von effektiven Aktien.

Leider lassen sich die historischen Renditen für Aktienanleihen nicht mehr rekonstruieren. Daher wurde für die Performancesimulationen seit 1991 eine konstante jährliche Verzinsung angenommen. Im Basisszenario wurde deswegen zuerst die aktuelle Verzinsung für verschiedene Typen von Aktienanleihen untersucht.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings ist die Preisgestaltung abhängig von den Volatilitäten, die durchaus steigen können und damit höhere Zinsen erlauben. Auch sind die Volatilitäten auf Einzelwerte höher und ermöglichen deswegen größere Optionsprämien und somit auch höhere Zinsen. Diesem Tatbestand wird durch ein zweites Szenario Rechnung getragen, bei denen diese möglicherweise höheren Zinsen durch eine jährliche Pauschale von zusätzlichen 2,5% p.a. abgegolten werden, sowie durch ein drittes – allerdings relativ unrealistisches - Szenario, bei dem eine jährliche Pauschale von zusätzlichen 5% p.a. unterstellt wird.

Für die Untersuchung wurde angenommen, dass ein Anleger zu Beginn des Jahres 1991 den Gegenwert von 10.000€ angelegt hat. Hierfür wurden folgende Anlagestrategien simuliert:

1. 100% Aktien: Er hatte diese 10.000€ komplett in den DAX investiert.
2. 100% Staatsanleihen: Er hatte diese 10.000€ komplett in den REX investiert.
3. Werterhalt: Bei der Berechnung von DAX, REX sowie der Performance von Aktienanleihen werden Inflation, Steuern und Transaktionskosten nicht berücksichtigt. Um diesen Effekt zu kompensieren, soll angenommen werden, dass eine Pauschale von jährlich 3% erwirtschaftet werden soll, die einen realen Wertehalt nach Inflation, Steuern und Transaktionskosten ermöglichen.
4. Aktienanleihen: Der Anleger investiert sein Anlagegeld jedes Jahr in eine DAX-Aktienanleihe mit einem Jahr Restlaufzeit. Im Folgenden werden die Ergebnisse für verschiedene Ausstattungen simuliert.

Szenario 1: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen

Derzeit bringen Aktienanleihen auf den DAX mit einem Jahr Restlaufzeit, wenn die Ausübungsschwelle (Basispreis) beim aktuellen Kurs des DAX liegt, ca. 7,5% Rendite p.a.

Aktienanleihen, deren Ausübungskurs 5% unterhalb des aktuellen Kurses des DAX liegt – die also eine gewisse Sicherheitsschwelle gegenüber Kursrückgängen beinhalten – rentieren derzeit mit ca. 5,5% p.a.

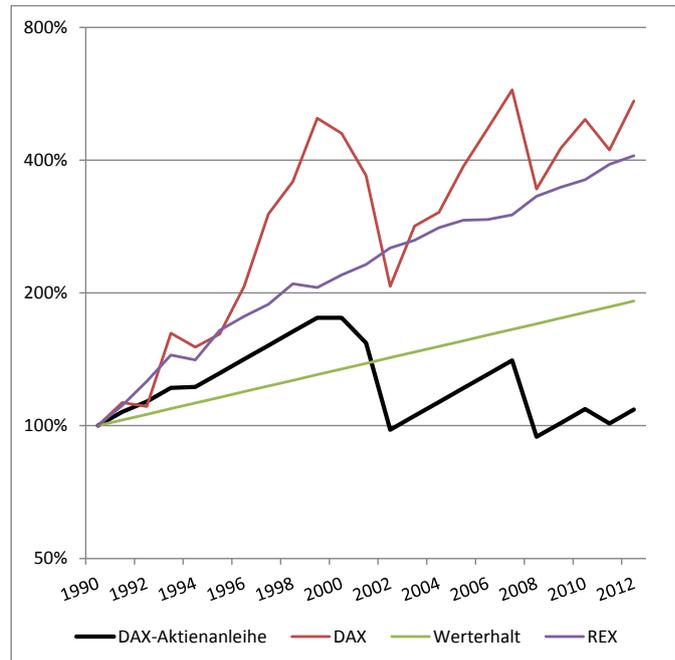
Hätte ein Anleger seit 1991 jeweils zum Jahresanfang in eine Aktienanleihe des ersten Typs (Basispreis = aktueller Kurs des unterliegenden Finanzinstruments) angelegt und die Rückzahlung sowie die Erträge jeweils zum Jahresbeginn wieder investiert, hätten sich bei einer Verzinsung von 7,5% p.a. rechts stehende Anlageergebnisse ergeben. Die Anlage von 10.000 € in den DAX hätte einen Gewinn von 44.444 € ergeben; beim REX hätte man mit deutlich niedrigeren Kursschwankungen 30.940 € erzielt. Um einen Werterhalt nach Steuern und Inflation zu garantieren, hätten aufgrund des Zinseseffektes Erträge in Höhe von 9.160 € erzielt werden müssen, was sowohl mit Aktien wie auch mit Renten deutlich übertroffen wurde. Die Anlage in die Aktienanleihen des heute üblichen Typs hätte hingegen nur zu einem geringen nominalen Gewinn von 870 € geführt. Unter Berücksichtigung der Inflation hätte es sogar einen sehr deutlichen Wertverlust gegeben.

Basispreis = aktueller Kurs	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Walterhalt	Aktienanleihe 7,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	7,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	5,4%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	7,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	0,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	7,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	7,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	7,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	7,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	7,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	0,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-12,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-36,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	7,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	7,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	7,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	7,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	7,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-32,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	7,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	7,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-7,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	7,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	8,7%

Mit ruhiger Hand

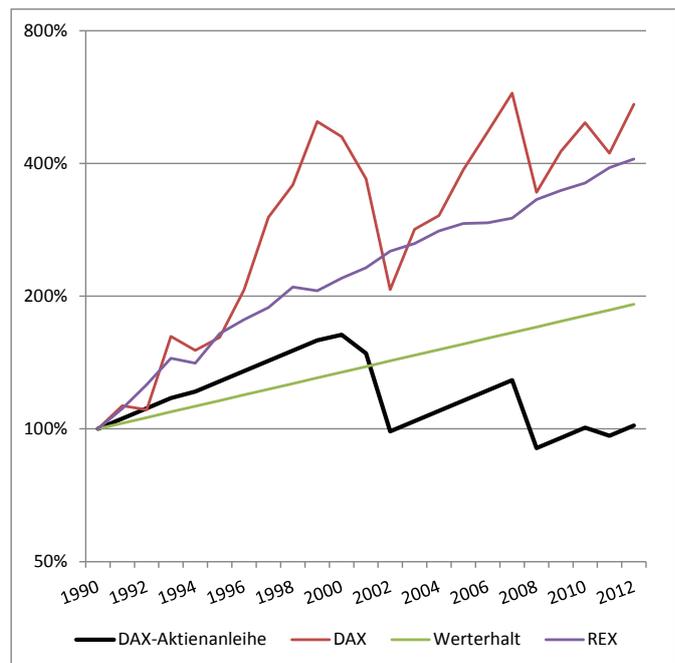
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Sowohl mit einem Investment in den DAX wie auch in den REX hätten sich also Anlageergebnisse erzielen lassen, die einen Werterhalt nach Steuern und Inflation ermöglicht hätten. Mit der Aktienanleihe hingegen wäre nicht nur dies nicht gelungen, sondern nur ein sehr geringer Ertrag entstanden. Zwar stimmt das Bild, dass dieser Typ zwar bei einer Seitwärtsentwicklung des Aktienmarktes der Direktanlage in Aktien ebenbürtig oder überlegen zeigt. Allerdings waren diese Phasen in den letzten 22 Jahren sehr selten. Zumeist zeigte der Aktienmarkt starke Ausschläge nach oben oder unten. In Abwärtsphasen verliert die Aktienanleihe zwar weniger, kann aufgrund ihrer Performancebeschränkung die Anstiegsphasen nur stark unterproportional mitmachen. Auch im Vergleich zur konventionellen Rentenanlage schneidet die Aktienanleihe negativ ab: die starken Einbrüche gleichen zeitweise Zusatzerträge mehr als aus.



Bei einer Anlage mit „Sicherheitsschwelle“ sieht das Ergebnis mit einem Gesamtgewinn von 170€ nach 22 Jahren noch ungünstiger aus, da sie mit der Inkaufnahme signifikant niedriger Zinsen verbunden ist. Dieser Zinsnachteil wirkt sich stark auf die Langfristperformance aus, während aufgrund der starken Kursschwankungen des Aktienmarktes eine Sicherheitsschwelle von 5% völlig unzureichend ist, um bei den seltenen, aber heftigen Einbrüchen größere Verluste zu vermeiden. Vier Verlustjahre gleichen die Erträge aus 18 Jahren aus.

Basispreis = aktueller Kurs -5%	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Wertesahrt	Aktienanleihe 5,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	5,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	5,5%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	5,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	3,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	5,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	5,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	5,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	5,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	5,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	3,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-9,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-33,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	5,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	5,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	5,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	5,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	5,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-29,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	5,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	5,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-4,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	5,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	1,7%



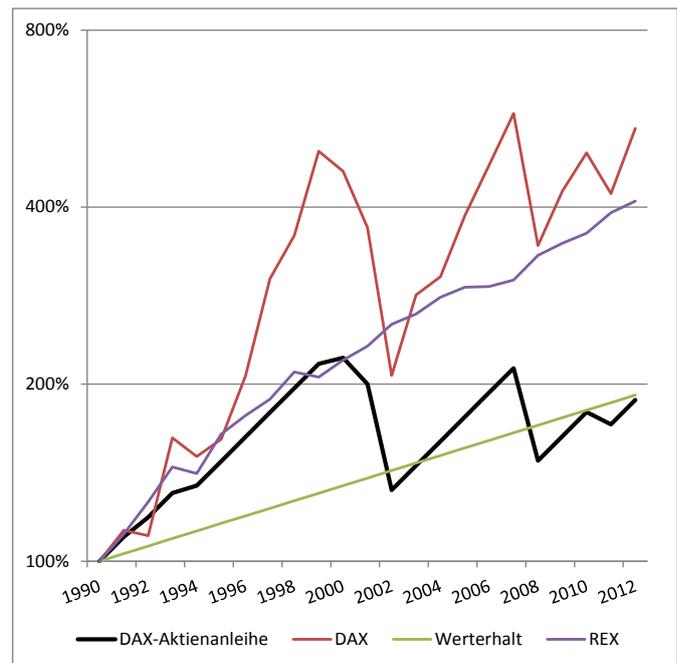
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Szenario 2: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen plus 2,5% p.a.

Kritiker der vorangegangenen Simulation mögen einwenden, dass historisch aufgrund höherer Volatilitäten bzw. bei volatileren Einzelwerten höhere Zinsen zu erzielen gewesen wären. Unterstellt man für eine DAX-Aktienanleihe – deren Basispreis am Kauftag dem aktuellen Kurs entspricht – eine jährliche Verzinsung von 10%, um diesen Faktor auszugleichen, hätte sich folgende Performance ergeben:

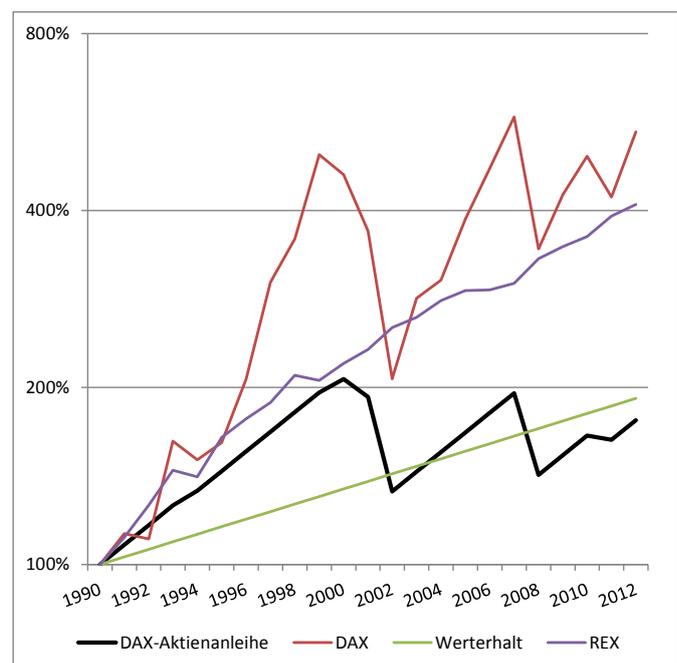
Basispreis = aktueller Kurs	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Werterhalt	Aktienanleihe 10,0%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	10,0%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	7,9%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	10,0%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	2,9%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	10,0%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	10,0%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	10,0%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	10,0%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	10,0%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	2,5%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-9,8%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-33,9%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	10,0%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	10,0%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	10,0%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	10,0%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	10,0%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-30,4%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	10,0%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	10,0%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-4,7%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	10,0%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	88,0%



Selbst bei einer Verzinsung, die 2,5% p.a. über dem aktuellen Niveau liegt, wäre der Werterhalt nach Steuern und Inflation also kaum geglückt, wenn auch zumindest nominale Gewinne erzielt worden wären.

Ein noch unbefriedigenderes Ergebnis hätte auch hier wieder die Anlage mit der Sicherheitsschwelle erzielt:

Basispreis = aktueller Kurs -5%	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Werterhalt	Aktienanleihe 8,0%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	8,0%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	8,0%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	8,0%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	5,9%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	8,0%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	8,0%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	8,0%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	8,0%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	8,0%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	5,5%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-6,8%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-30,9%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	8,0%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	8,0%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	8,0%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	8,0%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	8,0%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-27,4%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	8,0%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	8,0%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-1,7%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	8,0%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	75,9%



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

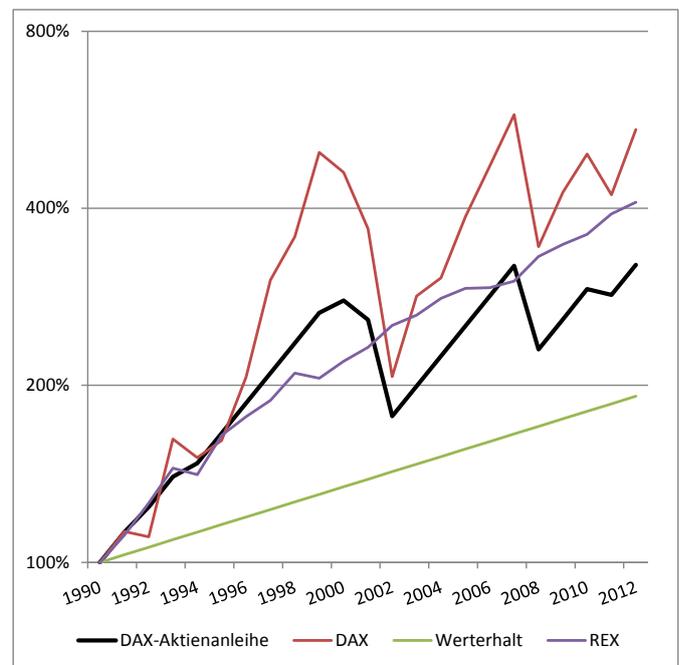
Trotz einer jährlichen Verzinsung von 8% sind die Einbußen in den Verlustjahren so stark, dass zwar nominal ein positives Ergebnis erzielt wird, das aber bei Weitem nicht ausreicht, um einen Werterhalt nach Inflation und Steuern zu ermöglichen.

Szenario 3: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen plus 5% p.a.

5% Zinsen, die über den aktuellen Werten liegen, dürften allgemein als unrealistisch positiv angesehen werden. Dennoch sind sie bei sehr volatilen Einzeltiteln nicht unmöglich. Daher soll eine Simulation mit diesen für Aktienanleihen äußerst vorteilhaften Bedingungen durchgeführt werden, um zu ermitteln, ob sie auch dann mit anderen Finanzinstrumenten vergleichbare Anlageergebnisse hätten erzielen können.

Im Folgenden wird wieder zunächst eine Berechnung für Aktienanleihen vorgenommen, deren Basispreis bei dem jeweils aktuellen Kurs zum Kaufzeitpunkt liegt, in diesem Fall zu einer Rendite von 12,5% p.a.

Basispreis = aktueller Kurs	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Werterhalt	Aktienanleihe 12,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	12,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	10,4%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	12,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	5,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	12,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	12,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	12,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	12,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	12,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	5,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-7,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-31,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	12,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	12,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	12,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	12,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	12,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-27,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	12,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	12,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-2,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	12,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	220,6%



Jetzt wäre zwar der Werterhalt nach Steuern und Inflation gelungen. Aber selbst zu diesen unrealistisch guten Konditionen hätten es DAX-Aktienanleihen nicht geschafft, DAX oder REX zu schlagen.

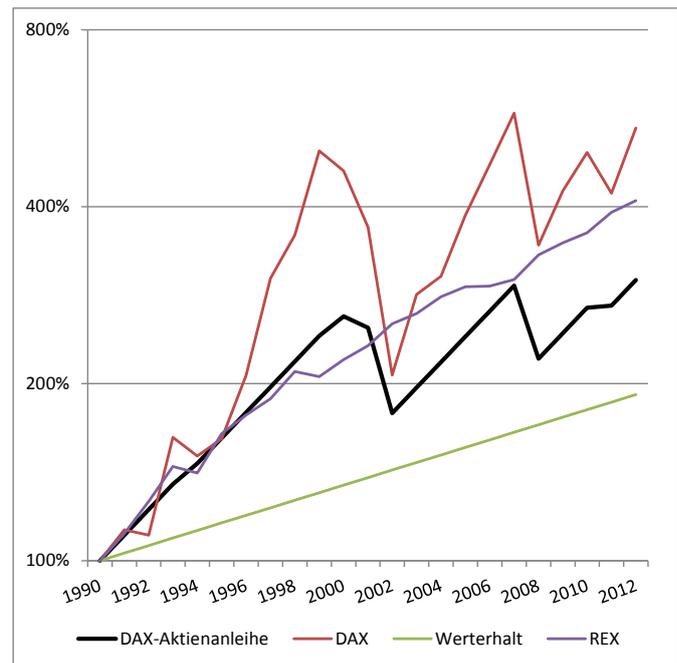
Bei der Aktienanleihe mit der Sicherheitsschwelle von 5% würde die Simulation bei einer Verzinsung von 10,5% p.a. die auf der nächsten Seite abgebildeten Werte ergeben. Auch hier wiederholt sich wieder das bekannte Bild: Es gelingt weder, DAX noch REX zu schlagen. Die Sicherheitsschwelle kompensiert nur unvollständig für die niedrigeren Zinsen.

Kurioserweise sind es gerade die Aktienanleihen mit Sicherheitsschwelle, die nach dem vom DDV verwendeten VaR-Modell als relativ risikoarm (i. d. R. Risikostufe 2) eingeschätzt werden. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das einfache VaR-Modell nur die Schadenshäufigkeit, aber nicht die Schadenshöhe berücksichtigt. Diese ist aber zentral zur Bestimmung des tatsächlichen Risikogehalts.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Basispreis = aktueller Kurs -5%	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Werterhalt	Aktienanleihe 10,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	10,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	10,5%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	10,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	8,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	10,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	10,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	10,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	10,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	10,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	8,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-4,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-28,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	10,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	10,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	10,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	10,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	10,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-24,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	10,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	10,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	0,8%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	10,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	200,0%



Fazit:

Angesichts der von uns ermittelten Ergebnisse erscheint die Aktienanleihe als hochriskantes Finanzinstrument. Seltenen, aber hohen Kursverlusten stehen regelmäßige, aber nur begrenzte Erträge gegenüber.

Zu derzeitigen Marktkonditionen hätten diese Erträge gerade einmal ausgereicht, um einem Anleger den nominalen Werterhalt zu sichern. Selbst bei deutlich besseren Konditionen wären nur nominale, aber keine realen Wertgewinne möglich gewesen. Nur bei unrealistisch guten Konditionen hätte ein Anleger auch real ein positives Ergebnis gehabt, das aber nach wie vor noch schlechter gewesen wäre als eine „Buy and Hold“ Anlage entweder in dem REX oder dem DAX.

Eine Aktienanleihe erscheint nur als Anlage in einem seitwärtsgerichtetem Aktienmarkt sinnvoll. Hierzu müsste man aber den Aktienmarkt prognostizieren können, was sich ja bekanntlich als sehr schwierig herausgestellt hat. Historisch gesehen sind Seitwärtsphasen zudem sehr selten, wie die hier dargestellten Zahlen zeigen. Sie kommen ungefähr genau so häufig vor wie extreme Kursschwankungen, die wiederum für Aktienanleihen äusserst gefährlich sind.

Als insbesondere trügerisch erweist sich die „Sicherheitsschwelle“, also der Kursabschlag vom Basispreis zum aktuellen Kurs des unterliegenden Finanzinstruments. Sie nützt wenig bei tatsächlichen Kurseinbrüchen; ist aber mit einem niedrigeren Zins verbunden, der die Performance nachhaltig negativ beeinflusst.

Ein Anleger, der längerfristig in Aktienanleihen investiert, handelt im wahrsten Sinne des Wortes „risikonaiv“. Die asymmetrische Verteilung von Chancen und Risiken – sowohl in Hinblick auf die Größenordnung wie auch auf die historische Verteilung der Ergebnisse – sorgt dafür, dass er von Kurseinbrüchen am Aktienmarkt überproportional negativ betroffen wird.

Wenn einige Aktienanleihen von Presse, Finanzinformationsplattformen oder Anbietern als nur „begrenzt risikant“ bewertet werden, ist dies symptomatisch für die nach wie vor bestehende „grosse Risikoverwirrung“ an den Kapitalmärkten, die in vorangegangenen Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ thematisiert wurde.

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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

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

Die EZB-Studie zur Vermögensbildung in Europa heißt: „The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“; Statistics Paper Series NO 2 / April 2013

(<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbsp2en.pdf?82169ee8a91182dca538abfd4b27f19c>)

Die DIW-Zahlen zu Vermögensverlusten der Deutschen im Ausland sind dem DIW Wochenbericht Nr. 26 2013 entnommen http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.423458.de/13-26.pdf

Zur Größenordnung des Zertifikatemarktes vgl. den Monatsbericht des Deutschen Derivaten Verband DDV <http://deutscherderivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/PM/06%20PM%20Marktvolumen%20Juni%202013.pdf>

Zur den Risiko-Bewertungen von Aktienanleihen beim DDV vgl. <http://www.deutscher-derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl>; zu den Fair-Value Bewertungen von Zertifikaten vgl. www.scooperatings.com/aktuelles/mitteilung-details?id=109823&spracheID=1&KeepThis=true&

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

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

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

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 2.9.2013.

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: Aktien BASF, Henkel, Münchner Rück, SAP
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien BASF, Henkel, Münchner Rück, SAP
- 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.