

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 31, 3. November 2014

Heute mit folgenden Themen:

- **Kursrutsch im Oktober: die Rolle von Hedgefonds und Handelsprogrammen**
- **Europäischer Bankenstresstest: Was sagt er eigentlich aus (und was nicht)?**
- **Finanzbetrug: die unterschätzten Methoden moderner Schwindler**
- **Mobiles Internet: Viele Möglichkeiten sind noch ungenutzt**

In „**Klartext: Hedgefonds, Logik und Handelsprogramme**“ geht es um scheinbar völlig unlogische Kursbewegungen, wie sie beim jüngsten Einbruch an den Aktienmärkten zu sehen waren. Sie resultieren aus dem Zusammenwirken von Zwangsverkäufen, die zum Ausgleich von Fehlspekulation auf Kredit erfolgen, und automatisierten Handelsalgorithmen, die kurzfristige Trends verstärken. Im abgelaufenen Monat waren Heftigkeit und Eigendynamik dieser Entwicklung besonders beunruhigend. Die extremen Kursausschläge zeigen, dass die globalen Kapitalmärkte auch 6 Jahre nach der Finanzkrise nicht richtig funktionieren, sondern inhärent instabil sind.

Im Beitrag „**Bankenstresstest in Europa: Eine Prüfung mit beschränkter Aussagekraft?**“ wird hinterfragt, welche Rückschlüsse aus der jüngsten Überprüfung der großen europäischen Banken durch die EZB möglich sind. Der Test hat die Transparenz erhöht und auch gezeigt, dass viele große Banken einer längeren Wirtschaftsflaute durchaus gewachsen sind. Andererseits haben sich speziell in Südeuropa noch zu viele Wackelkandidaten offenbart. Nicht alle möglichen Krisenszenarien wurden durchgespielt. Weiterhin gab er keine Antwort auf die Frage, welche Geschäftsmodelle bei Kreditinstituten eigentlich langfristig tragfähig sind.

Früher bestand Finanzbetrug vor allem im Vorspiegeln von unrealistisch hohen Gewinnmöglichkeiten. Heutzutage konzentrieren sich Schwindler darauf, Kosten, Risiken oder Fehlentwicklungen bei Kapitalanlageprodukten zu verschleiern. Hierzu werden gerne manipulierte Zahlen eingesetzt, die entweder durch Wirtschaftsprüfer testiert oder scheinbar mit wissenschaftlichen Methoden ermittelt wurden. In „**Die aktuellen Modelle des Finanzbetrugs**“ werden die derzeit üblichen Methoden beschrieben: Das Ausnutzen von Bewertungsspielräumen im Rahmen des „Fair-Value-Accounting“; verzerrte finanzmathematische Modelle; sowie irreführende Kennzahlen. So wird Sicherheit vorgetäuscht, wo in Wirklichkeit extremes Risiko ist. Moderner Finanzbetrug ist schwierig zu erkennen, wird noch oft unterschätzt oder nicht verstanden. Schutz gegen ihn ist daher sehr schwer.

Mobiles Internet ist nichts wirklich Neues. Es hat dennoch das Potenzial, als neue Basistechnologie einen Wachstumsschub in der Weltwirtschaft auszulösen. In „**Kondratjews neue Wellenreiter: Mobiles Internet**“ werden die Gründe hierfür beschrieben. Zum einen begünstigt es innovative Techniken wie das Internet of Things (Internet der Dinge) und das Cloud-Computing. Weiterhin sind durch gesteigerte Interkonnektivität ganz neue Produkte und Dienstleistungen möglich. Wichtig ist es speziell für Entwicklungsländer, die so trotz Infrastrukturproblemen Zugang zum Internet bekommen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Hedgefonds, Logik und Handelsprogramme

Liebe Langfristanleger,

in den ersten Wochen dieses Oktobers haben wir wieder einen heftigen Kursrutsch an der Börse erlebt. Von Ende September bis zum Tiefststand zur Monatsmitte gerechnet brachen der S&P 500 um 7,7% ein, der DAX um 11,8% sowie der EURO STOXX 50 um 13,5%. Aber nicht nur Aktien, auch der Erdölpreis kollabierte. Brent-Erdöl verlor in US\$ zwischenzeitlich bis zu 12,5%, nachdem es schon im 3. Quartal 8% eingebüßt hatte.

Gleichzeitig gab es eine Reihe von nach unten korrigierten Wachstumsprognosen für Deutschland und das übrige Europa. Diese hätten am Markt eigentlich niemanden über-



Inhalt:

Seite 4: Bankenstresstest in Europa: Eine Prüfung mit beschränkter Aussagekraft?

Seite 8: Die aktuellen Modelle des Finanzbetrugs

Seite 17: Kondratjews neue Wellenreiter: Mobiles Internet

Seite 21: Impressum, Anhang

Seite 25: Disclaimer

raschen sollen. Schon länger war klar, dass Sanktionen und Gegensanktionen im Konflikt mit Russland das Wachstum in Europa beschädigen. Diese eigentlich viel zu späten Vorhersagekorrekturen wurden in der Presse dennoch als Begründung für die allgemeine Stimmungsverschlechterung herangezogen, zumal in Europa die Aktienmärkte schon seit Sommer deutlich unter Druck standen. Umfragen unter Fondsmanagern zeigten ein so negatives Sentiment wie seit dem Höhepunkt der Eurokrise nicht mehr. Dem € hingegen machten die ermäßigten Prognosen nichts mehr aus. Im Gegenteil konnte er sich im Oktober nach den schweren Verlusten seit Mai erstmals wieder stabilisieren.

Als dann in den USA die Berichtsaison begann und die überwiegende Anzahl von Unternehmen gute Zahlen veröffentlichte, aber zu optimistische Ausblicke vermied, kannte der Kursrutsch kein Halten mehr. Panische Anleger schienen ihre Aktien um nahezu jedem Preis loswerden zu wollen, die Kurse brachen teilweise innerhalb weniger Minuten dramatisch ein. Am 15. und 16. Oktober schwankten die Indizes im Tagesverlauf um bis zu 4%. Die Terminbörse CME vermeldete Rekordumsätze. Gleichzeitig begründeten Händler an der New Yorker Börse den Kursabsturz damit, dass die Liquidität in ihren Aktien völlig ausgetrocknet wäre.

Erscheint dies nicht alles ziemlich unlogisch? Hysterische Reaktionen auf längst Bekanntes; Rekordvolumen am Terminmarkt und minimale Liquidität bei den echten Wertpapieren; wie passt das zusammen? Larry Fink ist der Chef von Blackrock und war einer der wenigen Investmentmanager, die am 15. Oktober den Mut hatten, sich der Öffentlichkeit zu stellen. Er wies in seinem Interview mit CNBC auf eine weitere Absurdität hin: der synchrone Absturz von Öl und Aktien. Niedrigere Energiepreise, speziell bei Rohöl, sind normalerweise hervorragend für die Konjunktur in den USA oder wichtigen Schwellenländern wie Indien. Eigentlich müssten doch jetzt Aktien eher profitieren. Genauso verquer war – so möchte ich ergänzen – der Markt in Deutschland: Warum wurden gerade die

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aktien von zyklischen Exportunternehmen im Rückgang besonders abgestraft, wenn doch diese von der Abwertung des € und den fallenden Ölpreisen eigentlich begünstigt werden?

Wie immer in den vergangenen Jahren, wenn es an den Kapitalmärkten zu scheinbar unlogischen und extremen Kursbewegungen kommt, stellen sich hinterher zwei Begründungen als Hauptursachen heraus: Zwangsliquidationen (insbesondere bei Hedgefonds) sowie Handelsprogramme.

Diese Misere begann mit dem Oktobercrash von 1987. In ihm hatte sich zum ersten Mal das fatale Zusammenspiel von massenhaft falsch positionierten Marktteilnehmern, erzwungenen Liquidationen sowie von automatisierten Handelsprogrammen voll entfaltet. Damals war vor allem die sog. „Portfolio-Insurance“ für den Absturz verantwortlich: Diese löste automatisierte Verkäufe von Aktien bzw. Index-Futures aus, sobald die Kurse bestimmte Niveaus unterschritten. Als es damals nach Kursgewinnen im Sommer zur Korrektur kam, führte die Portfolio-Insurance bei vielen Institutionen zu einem Teufelskreis: Sie erzeugte Verkaufsdruck, dieser wiederum fallende Kurse, diese wiederum neue Verkäufe usw. Verschlimmert wurde das Debakel durch zahlreiche Spekulanten, die ihre Aktien auf Kredit gekauft hatten, deren Deckung sich mit fallenden Kursen auflöste. Sie wurden zwangsliquidiert, was den Verkaufsdruck noch erhöhte.

Die Akteure haben sich inzwischen geändert, die Probleme sind ähnlich geblieben. Handelsprogramme sind heute hochkomplexe Algorithmen, die Informationen selbstständig auswerten und in Orders umsetzen. Identifizieren sie eine sich verschlechternde Stimmung oder negative charttechnische Muster, tätigen sie Leerverkäufe in enormen Volumina. Vor allem spielen sie einen Trend, bis er eindeutig endet; und kaufen nicht wie Menschen auch einmal antizyklisch. Dies wirkt trendverstärkend, egal in welche Richtung. Spekulationen auf Kredit sind ein Spielfeld der Hedgefonds geworden, die angesichts niedriger Zinsen riesige und stark gehebelte Wetten eingehen. Im August lagen allein die als Kreditsicherheiten an der New Yorker Börse hinterlegten Gelder bei 463 Mrd. US\$; einem äußerst hohen Wert. Wenn der Markt in die falsche Richtung läuft, gibt es schnell heftigste Verluste, die mit Zwangsverkäufen ausgeglichen werden müssen. Dies passiert inzwischen immer häufiger. Bisheriger Höhepunkt dieser Entwicklung war der „Flash Crash“ von Mai 2010, als der US-Aktienmarkt in 15 Minuten um 10% einbrach, um am gleichen Tag wieder um 7% zu steigen. Oftmals sind von den Zwangsverkäufen auch anderen Anlagen der jeweiligen Fonds betroffen. Dies erklärt, wenn Kurse gleichzeitig fallen, die sich von der Logik her eigentlich gegenläufig entwickeln müssten.

In diesem Herbst haben sich anscheinend einige große Hedgefonds mit dem Ölpreis verspekuliert und mussten daher Aktien liquidieren, auf denen sie noch Gewinne hatten. In Verbindung mit Handelsprogrammen und verschlechtertem Sentiment löste dies den jüngsten Kursrutsch aus. Es war nur eine Marktberreinigung, nicht der Vorbote der nächsten Wirtschaftskrise. Dennoch waren Heftigkeit und Eigendynamik der Entwicklung beunruhigend. Die extremen Kursausschläge zeigen, dass die globalen Kapitalmärkte auch 6 Jahre nach der Finanzkrise nicht richtig funktionieren, sondern inhärent instabil sind. Dies lässt nichts Gutes für wirklich schwierige Situationen in der Zukunft ahnen.

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



Bankenstresstest in Europa: Eine Prüfung mit beschränkter Aussagekraft?

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Nach dem am 26. Oktober von der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Europäische Bankenaufsichtsbehörde EBA veröffentlichten Bankenstresstest dürften die meisten Kreditinstitute gut gerüstet sein, um Marktpreisverwerfungen und konjunkturelle Abschwünge zu verkraften. Die Bilanzprüfung (Comprehensive Assessment) bestand aus zwei Teilen: Einer stichtagsbezogenen Prüfung der Aktiva (Asset Quality Review, AQR), also vor allem der Kredite und des Eigenkapitals, und einem Stresstest, bei dem die Entwicklung der Bilanzgrößen unter normalen und sehr negativen äußeren Einwirkungen simuliert wurde.

Im sogenannten Baseline-Szenario der EBA wurde geprüft, was mit den Bankbilanzen passiert, wenn sich die Wirtschaft in den nächsten drei Jahren so entwickelt, wie es die EU vor einem Jahr prognostiziert hat. Im harten (adversen) Szenario hingegen ging es darum, wie sich die Institute schlagen, wenn es einen mehrjährigen Konjunkturerinbruch gibt, die Anleiherenditen steigen und sich die Kreditwürdigkeit der Staaten verschlechtert. Während die Banken im Baseline Szenario eine Kernkapitalquote (CET 1 Ratio) von mindestens acht Prozent aufweisen müssen, dürfen sie im Krisenszenario nicht unter der Schwelle von 5,5% fallen. Aufschluss über die Tragfähigkeit der Geschäftsmodelle der Banken geben die Resultate der EZB-Prüfung jedoch nicht. Vielmehr stellt sich die Frage, wie die Banken vor dem Hintergrund der sich eintrübenden Konjunktur, einem unverändert anhaltenden Niedrigzinsniveau und zunehmendem Wettbewerbsdruck auskömmliche Renditen erzielen wollen.

Der Asset Quality Review hat eine höhere Anzahl an faulen Krediten aufgedeckt

Wenngleich der Stresstest entgegen den Erwartungen vieler Marktteilnehmer überraschend gut ausgefallen ist, dürfte die Wirkung auf die wirtschaftliche Erholung der Eurozone begrenzt bleiben. Denn die schwache Kreditvergabe in der Eurozone liegt nicht so sehr an zurückhaltenden Banken, sondern an der ungenügenden Kreditnachfrage seitens der Haushalte und Unternehmen. Hinzu kommt, dass die Rechtskosten europäischer Finanzinstitute nicht hinreichend im Test reflektiert worden sind, was sich z. B. bei der Deutschen Bank anschaulich zeigt. Zwischen den Erhebungen der EBA bzw. EZB und der Bank selbst klaffen große Unterschiede. Ferner hat sich die EZB für eine großzügige Kapitaldefinition entschieden und die „fully loaded“-Quote nach Basel III nicht angewandt. In diesem Fall hätten einzelne Landesbanken den Test im „Adverse Szenario“ nicht überstanden.

Hinzu kommt, dass die Banken ihre Vermögenswerte um 48 Mrd. Euro zu hoch angesetzt hatten und ausfallgefährdete Kredite in Höhe von 136 Mrd. Euro in den Bilanzen gar nicht als "ausfallgefährdet" klassifiziert haben, was der unterschiedlichen Auffassungen seitens der Bilanzierung dieser Kredite zwischen den Aufsehern und Banken (90 vs. 120 Tage überfällig) geschuldet sein dürfte. Dass viele Banken – auch aus Deutschland - selbst im adversen Szenario den Test bestanden haben, ist nicht

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

zuletzt darauf zurückzuführen, dass viele der notleidenden Assets in sogenannte Bad Banks oder Abbausegmente (Non Core Assets) ausgelagert wurden (u. a. Deutsche Bank, Commerzbank). Letztlich ist darauf hinzuweisen, dass die Verschuldungsquote nicht Bestandteil des AQR-Tests gewesen ist, obwohl die EZB Leverage Ratios (LR) für die Banken zur Verfügung stellte. Immerhin wiesen 14 Institute, darunter auch deutsche Banken, ein LR unterhalb der im Basel III-System geforderten 3 % aus. Dabei hätte das LR eine höhere Aussagekraft für die Beurteilung der Fragilität von Kreditinstituten als die risikogewichtete Kapitalquote, weil dieser Indikator nicht manipulierbar ist.

In diesem Kontext ist darauf hinzuweisen, dass z. B. britische Großbanken gemäß den Anforderungen der Bank of England ab 2016 eine LR zwischen 4-5 % ausweisen müssen. Hinzu kommen Puffer: „Supplementary Buffer“ bis zu 1,05 % bzw. „Countercycle Buffer“ zwischen 0 und 0,9%. Für systemrelevante Großbanken könnte sich die LR auf 7% erhöhen. Lloyds hat zum dritten Quartal bereits eine LR von 4,7 % ausgewiesen.

Dennoch ist zu konstatieren, dass der diesjährige Stresstest weitaus aussagefähiger ist als jene aus den Jahren 2010 (Kapitalbedarf: 3,4 Mrd. Euro), 2011 (Kapitalbedarf: 2,5 Mrd. Euro) und dem Blitz-Stresstest aus dem Herbst 2011, wo ein Kapitalbedarf von 115 Mrd. Euro angezeigt wurde. Bei diesen Tests wurden negative Konjunktur-Auswirkungen entweder ungenügend oder überhaupt nicht berücksichtigt. Ausblickend werden sich die Banken auf weitere Stresstests einstellen müssen, die sich noch stärker auf die Portfolios der einzelnen Institute beziehen dürften.

Festzustellen ist, dass die am Stresstest beteiligten Kreditinstitute durch diverse Maßnahmen ihre Eigenkapitalbasis um knapp 200 Mrd. EUR gestärkt haben. Die Erhebungen seitens der EZB stehen im Kontrast zu einer Studie des ZEW. Dessen Wirtschaftsforscher bemängeln, dass vor allem die Großbanken im vergangenen Jahr Eigenkapital (-22,5 Mrd. Euro) abgebaut haben, anstatt es zu erhöhen. So hätten sie ihre Kapitalquoten nur dadurch verbessert, indem sie ihre Bilanzsummen schneller haben schrumpfen lassen als das Eigenkapital, nämlich um durchschnittlich knapp zehn Prozent. Eigentlich wäre es wünschenswert, dass diese Banken absolut gesehen mehr Eigenkapital bilden, statt es zu reduzieren. Der Studie zufolge haben die Banken ihre Bilanzsummen bereits im Jahr 2013 um 2,25 Bio. Euro verkürzt, wovon rund die Hälfte auf die 10 größten Banken der Eurozone entfällt. Ferner hätten die Banken ihre Risikoaktiva um 262 Mrd. Euro erhöht, wobei jene der Großbanken um 77 Mrd. Euro gesunken sind.

Im Krisenszenario wird Großteil des Eigenkapitals vernichtet

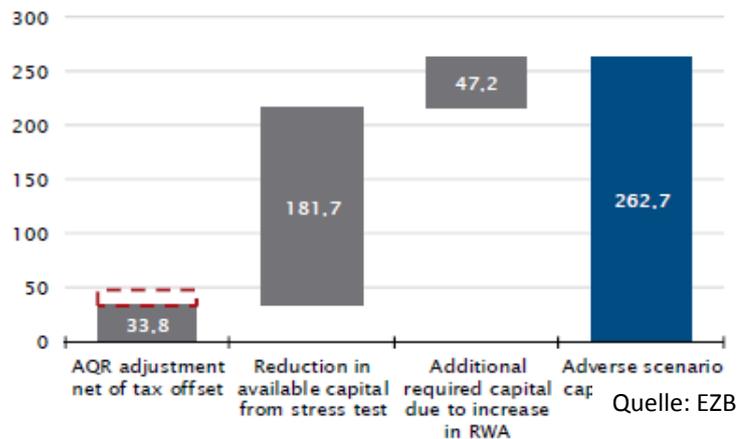
Gemäß den EZB-Erhebungen wird im adversen Szenario ein Großteil des Eigenkapitals durch den Stresstest „vernichtet“. Mit 48 Mrd. Euro brutto ist der Effekt der AQR-Adjustierungen nicht zu unterschätzen. Bereinigt um Steuereffekte ergeben sich immer noch rund 34 Mrd. Euro. Absolut gesehen ist dieser Effekt damit genauso hoch wie die geforderten steigenden Volumina an Risikoaktiva im adversen Szenario. Letztlich würden so über 260 Mrd. EUR an Eigenkapital aufgezehrt, sodass der Median der CET1 Quoten von 12,4% um 4,1 %-Punkte auf 8,3% fällt (s. Abbildung 1).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Während die EZB 130 Banken aus der Eurozone überprüft hat, testete die EBA 123 Institute. Großbritannien, Schweden und Dänemark haben am AQR nicht teilgenommen, wohl aber am EBA-Stresstest. Diese Länder unterliegen auch nicht dem künftigen einheitlichen Aufsichtsmechanismus SSM. Zudem will die Bank of England zusätzlich einen eigenen Stresstest durchführen, dessen Ergebnisse im Dezember 2014 veröffentlicht werden.

Abb. 1: Entwicklung absoluter CET1-Bestand im adversen Szenario in Mrd. Euro



Im Großen und Ganzen stimmen die Ergebnisse mit denjenigen überein, die bereits am Freitag vor der offiziellen Bekanntgabe von Nachrichtenagenturen berichtet wurden. Aus den Bilanzberichtigungen durch den AQR und den Lücken, die sich im Stresstest ergeben, klafft eine Kapitallücke von 24,6 Mrd. Euro. Unter zusätzlicher Berücksichtigung von Maßnahmen, die von den betroffenen Banken bis zum 30. September 2014 durchgeführt wurden, wurde ein Kapitalbedarf von 9,5 Mrd. Euro nachgewiesen. Davon wiederum müssen 5 Banken keine weiteren Maßnahmen einleiten, da sie bereits zusätzliches Kapital aufgenommen haben, ihre Bilanzen bereits ausreichend reduziert haben oder abgewickelt. Somit verbleibt ein noch zu deckender Eigenkapitalbedarf von 6,4 Mrd. Euro. Die größten Kapitallücken wurden in Italien und Griechenland mit 9,7 Mrd. bzw. 9,0 Mrd. aufgedeckt. Nach den inzwischen erfolgten Kapitalmaßnahmen verbleiben noch 3,3 bzw. 2,9 Mrd. Euro. Zu den Bankensystemen mit der stärksten Kapitalausstattung zählen die skandinavischen Banken. Insofern kann nicht verwundern, dass bei Nordea, SEB, Handelsbanken, Swedbank, Danske und DNB selbst im adversen Szenario das CET 1 Ratio über 8 % hinausging. Bemerkenswert sind auch die guten Ergebnisse bei ING, BBVA und Credit Agricole. Commerzbank, Erste Bank und Banco Popular schnitten bei dem Test ebenfalls erstaunlich gut ab, zumal wenn man bedenkt, dass diese Institute im Vorfeld des Tests als mögliche Wackelkandidaten gehandelt wurden.

Disparitäten bei den Südländern

Überraschend ist das gute Abschneiden der spanischen Institute beim Comprehensive Assessment. Sowohl beim Stresstest als auch beim Asset Quality Review (AQR) klafft bei den Großbanken selbst im Krisenszenario keine Kapitallücke. Im Schnitt beläuft sich die Kapitalquote im Baseline Szenario auf 10,8 % und im Adverse Szenario auf 8,96%. Im Schnitt stehen bei den Instituten noch AQR-Anpassungen von brutto 2,9 Mrd. an. Davon entfällt der Großteil auf BBVA und Banco Popular. Bei den italienischen Instituten sind insgesamt neun Institute durchgefallen, wobei die traditionsreiche Banca Monte dei Paschi mit 2,1 Mrd. Euro die größte Kapitallücke unter allen europäischen Instituten aufwies. Des Weiteren muss noch die Bank Carige ihr Kapital um 0,8 Mrd. Euro aufstocken (s. Abb. 2). Gemäß den Erhebungen der EZB müssen die italienischen Banken noch Bilanzanpassungen

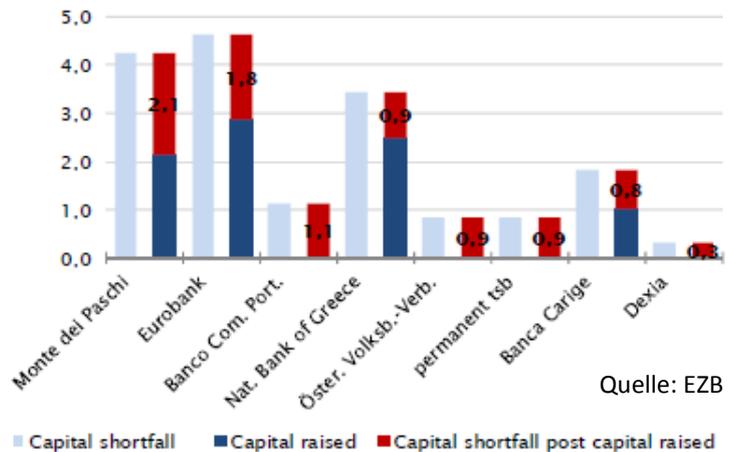
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

von brutto 11,8 Mrd. Euro vornehmen. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass der Stresstest insbesondere für das Wirtschaftswachstum von einem ungünstigen Szenario ausgegangen ist.

Von den 24 deutschen Banken, die am Stresstest teilgenommen haben, ist am Ende nur eine durchgefallen – die Münchener Hypothekenbank landete im Krisenszenario bei einer harten Eigenkapitalquote von 2,9 %. Da die Münchener ihre Kapitalbasis bereits zum 30. September um 415 Mio. Euro gestärkt hat, konnte dieses Geld im Stresstest noch nicht berücksichtigt werden. Geradeso durchgekommen im adversen Szenario sind die HSH Nordbank und DZ Bank mit 6,1%. Unter der Annahme, dass die Basel-III-Regeln des Jahres 2019 schon heute gelten würden, sinken im adversen Szenario die Kapitalquoten der Banken auf 7,0% bzw. 6,9 %. HSH Nordbank, DZ Bank und WGZ Bank würden hingegen die 5%-Schwelle nicht erreichen.

Abb. 2: Banken mit den größten Kapitallücken in Mrd. Euro



Fazit:

Durch den Asset Quality Review wurde die Transparenz über die ab dem 4. November 2014 unter der einheitlichen europäischen Bankenaufsicht (SSM = Single Supervisory Mechanism) der EZB stehenden Banken erhöht. Ferner hat die durch den AQR erzwungene Analyse der Klassifizierung von Problemkrediten deutlich gemacht, dass zum Teil große Unterschiede zwischen den einzelnen Ländern und ihren jeweiligen Bankaufsichtsregimen bestehen. Darüber hinaus ist zu konstatieren, dass die gewünschte Verbesserung der Kapitalquoten der Banken weniger durch die Ergebnisse des Tests erreicht wurde, sondern vielmehr durch die bereits im Vorfeld (oder während des AQR) durchgeführten Kapitalmaßnahmen. Da sich die Konjunktur in vielen Ländern der Eurozone inzwischen stärker als erwartet eingetrübt hat, ist davon auszugehen, dass der Bestand an faulen Krediten in den Bankbilanzen im laufenden Jahr zu weiteren Abschreibungen führen wird. Hinzu kommt, dass zwar ein mehrjähriger Konjunkturrückgang - aber kein Deflations-Szenario - im Stresstest simuliert wurde. Das Testergebnis gibt letztlich auch keinen Aufschluss darüber, welche Banken über ein überzeugendes Geschäftsmodell mit nachhaltiger Profitabilität verfügen. Deshalb wird der Sektor weiter durch Unsicherheit über die langfristige Überlebensfähigkeit vieler Kreditinstitute belastet bleiben.

Die aktuellen Modelle des Finanzbetrugs

Von Karl-Heinz Thielmann

Im September 2014 hat es auch Warren Buffett erwischt. Mit seiner Holdinggesellschaft Berkshire Hathaway hielt er 3,7% des britischen Supermarktkonzerns Tesco. Der Kurs der Aktie brach ein, nachdem das Management eingestehen musste, dass die Geschäftszahlen vom 1. Halbjahr mittels Bilanztricks geschönt worden waren. Der berühmteste Investor der Welt wurde durch manipulierte Unternehmenszahlen getäuscht und ist damit Opfer einer Form von Finanzbetrug geworden. Damit wurde er im Prinzip genauso hereingelegt wie in anderen Fällen ganz normale Anleger.

Finanzbetrug ist eines der großen Tabuthemen an den Kapitalmärkten. Bei jedem Fall, der auftritt, ist die Aufregung in der Fachpresse groß, doch ebbt sie meist schnell wieder ab. Nur selten gibt es ein breiteres Interesse in der Öffentlichkeit. Stillschweigend wird davon ausgegangen, dass Finanzbetrug ein Makel des Kapitalmarktgeschehens ist, mit dem man irgendwie leben muss. Jeder Fall wird dabei als Ausnahmefall gesehen. Dass es inzwischen eine erdrückende Fülle von Ausnahmefällen gibt, scheint kaum zu beunruhigen. Nach Zusammenhängen fragt kaum jemand.

Zudem hält sich das Mitleid mit den Opfern zumeist in engen Grenzen, oft müssen sie auch noch Spott und Häme ertragen. „Gier frisst Hirn“ ist eine beliebte Schlagzeile, wenn wieder einmal bekannt wird, dass Anleger mit angeblich hochrentierlichen Investments wie Aktien, geschlossenen Fonds oder Mittelstandsanleihen aufgrund von Finanzbetrug ihr Geld verloren haben. „Selbst schuld“ lautet nicht selten der selbstzufriedene Hintergedanke vieler Nichtbetroffener, als ob das Betrugsrisiko untrennbar mit dem unternehmerischen Risiko verbunden wäre, das man mit einer solchen Anlage meistens eingeht.

Finanzbetrug im Wandel der Zeiten: von der Gewinnvortäuschung zur Scheinsicherheit

Gerade heutzutage ist es ein völlig falscher Eindruck, Getäuschte als Opfer der eigenen Gier anzusehen: Denn der moderne Finanzbetrug versucht weniger, das Gewinnstreben des Menschen auszunutzen, als sein Bedürfnis nach Ruhe und Normalität. Bei ihm geht es vor allem darum, Kosten, Risiken oder Fehlentwicklungen für Kunden von Kapitalanlageprodukten zu verstecken. Sicherheit wird vorgetäuscht, wo in Wirklichkeit extremes Risiko ist.

Der klassische Finanzbetrug besteht im Vorspiegeln von unrealistisch hohen Gewinnen oder Gewinnmöglichkeiten, z. B. durch die sog. Schneeballsysteme. In Hinblick hierauf sind die Käufer von Finanzprodukten – und auch die Aufsichts- sowie Strafverfolgungsbehörden – inzwischen stark sensibilisiert. Auf Renditeversprechungen im zweistelligen Bereich fällt heutzutage nur noch selten jemand herein. Etwas anderes ist es jedoch, wenn man relativ moderate Renditen bei sehr niedrigem Risiko verspricht. Angebliche Sicherheit wird weniger kritisch hinterfragt als Gewinnprognosen, insbesondere wenn die Behauptungen von scheinbar objektiven Zahlen und Berechnungen belegt werden. Die Glaubwürdigkeit erhöht sich, wenn die Zahlen durch Wirtschaftsprüfer testiert oder mit wissenschaftlichen Methoden errechnet wurden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Moderner Finanzbetrug bedient sich daher im Wesentlichen zweier Vorgehensweisen:

- Die unverhältnismäßig aggressive Bewertung von Umsätzen, Gewinnen und Vermögensgegenständen im Rahmen des „Fair-Value Accounting“.
- Die Verschleierung von Zusammenhängen zwischen Ertragschancen und Risiken mittels finanzmathematischer Methoden oder Kennzahlen.

Wenn Bilanzkosmetiker zu viel Make-up auftragen ...

Bilanzfälschung als Methode des Finanzbetrugs ist an sich nichts Neues. Seit es Kapitalgesellschaften gibt, haben Schwindler versucht, mithilfe manipulierter Bewertungsmethoden Vermögenswerte vorzutäuschen, um überteuerte Wertpapiere zu verkaufen. Insbesondere die Erfahrungen aus dem Börsencrash 1929 führten zur Anforderung an die Bilanzierung, ein solches Vorgehen möglichst stark zu erschweren. Daher – und auch um die generelle Risikovorsorge zu verbessern – war jahrzehntelang das sogenannte „Niederstwertprinzip“ als oberster Grundsatz für Bewertungsverfahren bei der Aufstellung von Unternehmensbilanzen zu beachten. Hierbei werden Vermögensgegenstände in einer Bilanz grundsätzlich zu niedrigsten Wert erfasst, der entweder dem Marktwert oder den um Abschreibungen bereinigten Anschaffungskosten entspricht.

Diese konservative Methodik folgt ganz dem Vorsichtsprinzip, hat jedoch einen entscheidenden Nachteil: Sie ermöglicht es, dass Vermögenswerte bei Unternehmen versteckt werden; sich diese also „arm rechnen“. Anleger, Gläubiger und Steuerbehörden können so vom Management über die wahre Ertragskraft des Unternehmens getäuscht werden. Als Konsequenz hieraus hat sich mit den internationalen Bilanzierungsstandards IFRS in den vergangenen Jahrzehnten eine Philosophie durchgesetzt, die als „Fair-Value-Accounting“ bezeichnet wird: Ihr Ziel ist es, in den Unternehmenszahlen einen möglichst „wahren Wert“ der Finanzlage einer Firma darzustellen.

Problem bei IFRS ist aber, dass wirklich objektive Standards zur Ermittlung von Vermögensgegenständen oftmals fehlen. Im Wesentlichen werden daher die Bewertungen – soweit vorhanden – aus Marktwerten abgeleitet. Wenn es keine Marktwerte gibt, wird nach anderen Vergleichswerten gesucht; wenn diese ebenfalls nicht vorhanden sind, muss man die Bewertung auf der Basis von finanzmathematischen Modellen durchführen. Diese abgestufte Vorgehensweise hat sich jedoch als Einfallstor für finanzbetrügerische Methoden herausgestellt. Denn Marktwerte und Vergleichsmaßstäbe können verzerrt sein, Modelle sind manipulierbar. Dabei haben sich folgende Praktiken als besonders geeignet für die betrügerische Verfälschung von Finanzzahlen erwiesen:

- Die überhöhte Bewertung von immateriellen Vermögensgegenständen; insbesondere wegen Goodwill; Markenrechten oder der Aktivierung von Forschungsaufwendungen.
- Das Vorbuchen von Umsätzen und Nachbuchen von Kosten; insbesondere im Zusammenhang mit Geschäften mit eigenen Tochtergesellschaften oder Lieferanten.
- Die direkte Verrechnung von Verlusten mit dem Eigenkapital, ohne dass diese in der Gewinn- und Verlust-Rechnung erscheinen.
- Die heutige Aktivierung von prognostizierten zukünftigen Gewinnen.
- Die Bewertung von außerbörslich gehandelten Derivaten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Wie kommt man Fehlbewertungen auf die Spur?

Seit 2004 gibt es die Deutsche Prüfstelle für Rechnungswesen (DPR), welche die Bilanzen von börsennotierten Aktiengesellschaften stichprobenartig untersucht: aus dem DAX, MDAX, SDAX sowie TecDAX ca. alle vier bis fünf Jahre und bei anderen Unternehmen ca. alle acht bis zehn Jahre. Bisher sind die Ergebnisse erschreckend: Allein 2010 waren 26% der untersuchten Jahresbilanzen mangelhaft (2013: 14%). Selbst große und bekannte Unternehmen wie Continental, Fielmann, Infineon, Metro oder die Postbank waren bei den Ertappten; Adidas und Puma wurden gleich zweimal erwischt. Ernsthaftige Konsequenzen muss außer einer Nachkorrektur des Jahresabschlusses allerdings niemand befürchten. Kleine Unternehmen können damit rechnen, dass sie aufgrund der seltenen Kontrollen jahrelang unbemerkt durchrutschen. Auch verhindert das Verfahren nicht, dass eine Firma mit bereits gefälschten Bilanzen an die Börse kommt, wie z. B. 2012 der Leuchtenhersteller Hess.

Mehr Schrecken bei Finanzbetrügnern verbreiten Hedgefondsmanager wie Jim Chanos, der sich mit seinem 1985 gegründeten Kynikos-Fonds auf Leerverkäufe spezialisiert hat. Dies ist eine Investmentstrategie, die in dem seit 30 Jahren laufenden Bullenmarkt eigentlich fragwürdig sein sollte, weil die Kurse generell nach oben gehen. Chanos ist trotzdem erfolgreich. Der Grund hierfür besteht darin, dass er mit einem Analyistenteam den Finanzmarkt systematisch nach potenziellen Betrugsfällen durchkämmt, um Kandidaten für seine Leerverkäufe zu finden. Dabei wurden erschreckend oft Treffer gelandet. Insbesondere am Ende der Dotcomblase wurden eine Reihe von Großunternehmen identifiziert, deren Kurse später spektakulär zusammenbrachen und deren Top-Manager ins Gefängnis mussten: Enron, Wordcom oder Tyco sind hier nur einige Beispiele. Chanos scheut sich auch nicht, seine analytischen Erkenntnisse zu veröffentlichen und so die von ihm verfolgten Unternehmen unter Druck zu setzen. Dabei nimmt er Verleumdungsklagen und Pressekampagnen gegen ihn Kauf; am Ende hatte er fast immer recht.

Für die US-amerikanische Börse spielen Chanos und ähnlich agierende Leerverkäufer eine wichtige Rolle: Sie sind eine Art Gesundheitspolizei des US-Kapitalmarktes. Dies schaffen sie aber nur, weil sie mit den Umsätzen ihrer Fonds eine gewisse Marktmacht haben. Investigative Journalisten oder kritische Finanzanalysten haben es dagegen schwerer, wahrgenommen zu werden bzw. überhaupt ihren Job zu behalten. Der Präzedenzfall für den Umgang der Finanzindustrie mit kritischen Analysten wurde 1992 geschaffen, als UBS Terry Smith, den damaligen Chef vom britischen Unternehmensresearch, entließ. Grund war, dass Smith mit seinem Buch „Accounting for Growth“ eine Zusammenstellung von Bilanztricks veröffentlicht hatte, was einigen großen Firmen-Kunden von UBS missfiel.

Seitdem wagen es nur noch wenige Analysten bei kleineren Brokern, sich kritisch mit dem Thema Bilanzmanipulation auseinanderzusetzen. Ein Beispiel gab es im November 2013, als die Einzelhandelspezialisten von Cantor Fitzgerald dem britischen Supermarktkonzern Tesco vorwarfen, mit dubiosen Methoden die Marge aufzublähen. Zu diesem Zeitpunkt wurde der Report vom Markt jedoch ignoriert und blieb ohne Folgen. Als dann allerdings Unilever-Manager Dave Lewis am 1. September 2014 als erster externer Vorstandschef bei Tesco anfang, wurde ihm relativ schnell klar, dass alles noch viel schlimmer ist: Er enthüllte, dass allein im 1. Halbjahr 2014 die Gewinne um ca. 250 Mio. £ zu hoch ausgewiesen wurden. Die Hintergründe werden jetzt vom „Serious Fraud Office“ untersucht,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

einer britischen Sonderbehörde zur Verfolgung komplexer Betrugsfälle. Aufgrund interner Ermittlungen wurden bereits 8 vorherige Top-Manager freigestellt.

Michael Woodford wurde 2011 bei Olympus zum ersten westlichen Chef eines japanischen Konzern berufen. Investigative Journalisten hatten bei diesem Unternehmen über zweifelhafte Bilanzierungsmethoden berichtet, was Woodford dazu veranlasste, sich einmal genauer die alten Geschäftszahlen anzusehen. Er stieß auf unerklärliche Provisionszahlungen an Scheinfirmen in Höhe von mehreren 100 Millionen US\$. Dies war für ihn Grund genug, im Verwaltungsrat eine unabhängige Untersuchung zu fordern. Doch stattdessen wurde Woodford entlassen, weil die Angst bestand, dass der Ruf des Unternehmens und des Vorgängers Tsuyoshi Kikukawa beschädigt werden könnte. Der Brite floh in seine Heimat und initiierte dort eine Pressekampagne, die letztlich zur Aufklärung des Skandals führte. Wie sich herausstellte, dienten die dubiosen Zahlungen dazu, Investment-Verluste in Höhe von schätzungsweise 1,5 Mrd. US\$ zu kaschieren, die teilweise noch aus den 90er Jahren stammten und nie bilanziell anerkannt wurden. Dieses Beispiel demonstriert, dass es möglich ist, Finanzbetrügereien mit Bilanzfälschung über Jahrzehnte zu verstecken. Weiterhin zeigt es, dass ohne massiven Druck von außen nichts aufgedeckt worden wäre. Die Verantwortlichen wären nicht vor Gericht gestellt worden, sondern würden nach wie vor auf ihren Posten sitzen.

Tatwerkzeug Finanzmathematik

Im Jahr 1993 verkaufte Bankers Trust, zu diesem Zeitpunkt als innovativste Investmentbank der Wall Street bekannt, einen sog. Zinsswap im Volumen von 200 Mio. US\$ an die Finanzabteilung des Konsumgüterkonzerns Proctor & Gamble, die bis dahin einen hervorragenden Ruf für professionelle Vorgehensweise genoss. Wie sich später herausstellte, verlor Proctor & Gamble mit diesem Geschäft praktisch das ganze eingesetzte Kapital. Und wie sich weiterhin erwies, war dieses von vornherein sogar relativ wahrscheinlich, während nur eine geringe Erfolgsaussicht bestand. Allerdings glaubten die Finanzleute des US-Multis bei Geschäftsabschluss etwas völlig anderes.

Proctor und Gamble fühlte sich betrogen und verklagte Bankers Trust wegen „Zurückhaltens wichtiger Information“ auf Schadensersatz. In einer außergerichtlichen Einigung erklärte sich Banker Trust später bereit, 83% der entstandenen Verluste zu ersetzen. Dennoch bleibt die Frage: Wie konnte es sein, dass mit allen Wassern gewaschenen Finanzierungsprofis so hinters Licht geführt wurden? Die Antwort ist ganz einfach: Bankers Trust hat mit komplizierten Berechnungen die Risiken vernebelt. Die Proctor & Gamble-Manager haben sich von scheinbar exakten Kalkulationen und mathematischen Analysen in die Irre leiten lassen, weil sie deren Wissenschaftlichkeit vertrauten.

Trotz der Niederlage von Bankers Trust vor Gericht ist die Täuschung von Kunden mittels manipulierter wissenschaftlicher Analysen inzwischen gängige Praxis an den Finanzmärkten. Unverständliche Zinsswapgeschäfte hatten ein unrühmliches Revival vor der Finanzkrise 2008. Hinzu sind eine ganze Reihe von anderen irreführenden Produkten gekommen, die auf finanzmathematischen Analysen basieren. Insbesondere im Risikomanagement hat dies teilweise zu fatalen Resultaten geführt, was wir in „*Mit ruhiger Hand*“ im vergangenen Jahr schon in den Beiträgen der Reihe „Die große Risikoverwirrung“ thematisiert haben. Denn Ratingagenturen und Investmentbanken haben aus dem

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fall Bankers Trust vs. Proctor & Gamble vor allem diese Konsequenzen gezogen: 1) Mit mathematischen Analysen lassen sich auch die ansonsten cleversten Leute täuschen; sowie 2) man muss sich rechtlich so absichern, dass Schadensersatzklagen wenig Erfolg versprechen.

Doch ist der Generalvorwurf eines Missbrauchs von finanzmathematischen Methoden wirklich berechtigt? Die Mathematiker David H. Bailey, Jonathan M. Borwein, Marcos López de Prado und Qiji Jim Zhu haben sich vor Kurzem einmal die Methoden vorgenommen, mit denen Finanzmathematiker sowohl in der Wissenschaft und in Investmentbanken ihre Anlagestrategien testen. Das Ergebnis war geradezu erschreckend. Der Titel ihrer im Mai 2014 erschienenen Studie "Pseudo-Mathematics and Financial Charlatanism: The Effects of Backtest Overfitting on Out-of-Sample Performance" nimmt schon ihr Ergebnis vorweg: In finanzmathematischen Modellen ist sogenannte "Überanpassung" (Overfitting) bei Tests von Vergangenheitsdaten (Backtesting) üblich. Dies bedeutet, dass Modelle an ihren Datensatz angepasst werden, indem eigentlich irrelevante Variablen als Erklärungen eingebaut werden. So passen Vergangenheitsdaten, Modelle und erwünschte Ergebnisse zwar immer schön zusammen, nur lassen sich seriös keine Aussagen ableiten.

Als wissenschaftlich anstößig – und insofern betrügerisch – empfanden es die Mathematiker, dass im Finanzbereich zumeist nur selektiv Teilergebnisse von Backtests veröffentlicht werden, die jeweils zu den gewünschten Aussagen passen, aber nicht die kompletten Ergebnisse. Nur aus ihnen könnte man Rückschlüsse auf die Allgemeingültigkeit der veröffentlichten Resultate ziehen.

Backtests sind eine wichtige und legitime Methode im quantitativen Research, um Hypothesen zu überprüfen und um Zusammenhänge zwischen Finanzmarktgrößen zu erforschen. Um aussagekräftig zu sein, müssen sie jedoch nach höchsten wissenschaftlichen Standards durchgeführt werden. Im Finanzbereich ist dies derzeit nicht üblich, was die Manipulation von Daten, bzw. das Ableiten von schon vorher festgelegten Ergebnissen erleichtert. Ob dies auf bewusster Betrugsabsicht, auf Ignoranz bzw. Dilletatismus oder auf Selbsttäuschung bei den Researchern beruht, möchte ich einmal dahingestellt lassen. Was letztlich zählt, ist das Resultat: Backtests von zweifelhafter Aussagekraft sind heutzutage beim Verkauf von Finanzprodukten insbesondere im institutionellen Geschäft Standard. Kunden, die i.d.R. keine ausgebildeten Mathematiker sind, ist normalerweise der dubiose Charakter der ihnen vorliegenden Berechnungen nicht bewusst. Im Gegenteil, mathematische Analysen wirken gerade bei professionellen Anlegern – genau wie vor 21 Jahren bei den Finanzmanagern von Proctor & Gamble – nach wie vor als besonders vertrauenserweckend.

Bernard Madoff: der Großmeister aller Arten des Finanzbetrugs

Wäre Bernard Madoff nicht ein so guter Betrüger gewesen, hätte man ihn vielleicht nie erwischt. Erst als 2008 einige seiner eigentlich zufriedenen Kunden im Zuge der Finanzkrise Liquiditätsprobleme hatten, bekam er Schwierigkeiten. Denn diese mussten ihre anderweitigen Verluste mit Geld aus Madoffs Fonds kompensieren, weil diese noch die höchsten Gewinne auswiesen. Aber er konnte die Anleger nicht auszahlen, weil es real weder Geld noch Gewinne gab. Sein Betrugssystem platzte.

Hätte Madoffs Performance im Vergleich mit Anderen in 2008 nicht „zu gut“ ausgesehen, wäre er wohlmöglich vor großen Mittelabflüssen verschont geblieben und hätte seine Masche immer weiter

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

betreiben können. Niemand wäre ihm auf die Schliche gekommen. Denn Madoff war als Betrüger nicht nur in Hinblick auf die Dauer (über 30 Jahre) und die veruntreuten Summen (wahrscheinlich 18 Mrd. US\$; bzw. 65 Mrd. US\$, wenn man die fiktiven Gewinne einrechnet) herausragend. Ihm gelang es, den klassischen Finanzbetrug in Form eines Schneeballsystems mit den modernen Ausprägungsformen Pseudowissenschaftlichkeit und Bilanzfälschung zu kombinieren. Damit konnte er gerade konservative Anleger anziehen: Seine Kunden fühlten sich bei ihm wirklich sicher.

Das Schneeballsystem ist die klassische Methode des Finanzbetrugs: Kunden werden mit hohen Renditen gelockt, ihr Geld in ein betrügerisches Finanzprodukt zu investieren. Mit diesen Einzahlungen – und nicht mit erwirtschafteten Gewinnen – werden hohe Ausschüttungen finanziert, die dann die versprochene Rentabilität vortäuschen. Das Ganze hat bloß für den Betrüger einen Haken: Er muss permanent neue Liquidität herbeiführen, um die Ausschüttungen darstellen zu können. Dies scheitert meist nach einigen Jahren.

Moderne Schneeballbetrüger wie Madoff gehen deshalb einen Schritt weiter: Erstens übertreiben sie nicht bei den Renditeversprechen. Zweitens überreden sie ihre Kunden, ihr Geld investiert zu lassen und auf Ausschüttungen zu verzichten, weil sich ihr Kapital nicht nur gut, sondern vor allem sicher rentiert. Dies funktioniert, solange sich Wirtschaftsprüfer finden, die dem Betrüger die fiktiven Wertgewinne als real attestieren. Solange Kunden nicht ausdrücklich ihre Einlage zurückziehen, kann ein solches Betrugssystem im Prinzip unendlich weitergehen.

Eine besondere Rolle bei der pseudowissenschaftlichen Kunden-Täuschung durch Madoff spielte die sog. Sharpe-Ratio, ein vorgebliches Maß für die risikoadjustierte Performance. Bei der Sharpe-Ratio einer Finanzanlage wird ihre Überschussrendite gegenüber dem risikofreien Zins in Beziehung gesetzt zum Risiko, gemessen durch die Volatilität. Je höher die Sharpe-Ratio, desto mehr Performance bekommt man für das Risiko, das man als Anleger eingeht – so zumindest eine beliebte Interpretationsweise dieser Kennzahl.

Das Besondere an Madoffs Fonds war gar nicht einmal die angeblich gute Performance; sie war der anderer Hedgefonds durchaus vergleichbar. Er stellte heraus, dass die Wertentwicklung bei äußerst niedrigen Schwankungen erzielt worden war. Dies bedeutet eine niedrige Volatilität im Nenner der Sharpe-Ratio; womit die „risikoadjustierte“ Performance besonders hoch erschien. Madoff war deshalb mit dem Bezug auf die Sharpe-Ratio in der Lage, seine Betrugsfonds nicht nur als hochrentierlich, sondern ebenfalls als sehr sicher zu verkaufen.

Die Geister des William F. Sharpe

Die Verwendung der Sharpe-Ratio als Risikokennzahl ist an sich schon höchst problematisch. Der Rückgriff auf die Volatilität als Risikomaß ist eigentlich nur korrekt, wenn Renditen normal verteilt sind, was in der Realität aber relativ selten der Fall ist. Zudem spiegeln sich Liquiditätsrisiken oder Risiken aus gehebelten Finanzanlagen – wie z. B. bei den derzeit beliebten Risk-Parity-Fonds – in dieser Kennzahl nicht wieder. Deshalb ist es auch nicht verwunderlich, wenn empirische Untersuchungen gezeigt haben, dass die Sharpe-Ratio ein schlechter Indikator für die zukünftige Performance ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Interessanterweise gehört zu den schärfsten Kritikern einer naiven oder missbräuchlichen Anwendung dieser Kennzahl William F. Sharpe selbst, ihr Erfinder und Nobelpreisträger der Ökonomie. Die Sharpe-Ratio wurde erstmals 1966 vorgestellt, es zeigte sich dann aber bald, dass sie in der Praxis gerne fehlinterpretiert wurde. Sharpe veröffentlicht deshalb 1994 eine längere Analyse, in der er klarstellte, unter welchen Umständen die Kennzahl aussagekräftig ist und wann nicht: Für ihn gibt es nur sinnvolle Ergebnisse, wenn ähnliche Investmentansätze (z. B. bei Fonds mit dem gleichen Vergleichsindex) unter gleichen Bedingungen für denselben Zeitraum verglichen werden. Dann, und nur dann, eignet sich die Sharpe-Ratio als Vergleichsmaßstab zur Bewertung der vergangenen Performance. Die Kennzahl eignet sich ausdrücklich nicht für die Darstellung als absolute Größe, für den Vergleich zwischen verschiedenen Anlageklassen (wie Aktie oder Rente) oder für Prognosen.

Nichtsdestotrotz sind genau diese Anwendungen für die Sharpe-Ratio im Finanzvertrieb höchst beliebt. So bewerben große und renommierte Fondsgesellschaften ihre – meiner Kenntnis nach völlig seriösen – Produkte gerne mit absoluten Sharpe-Ratios. Gelegentlich werden auch verfeinerte Konzepte wie die Information-Ratio, die Treynor-Ratio oder die Sortino-Ratio eingesetzt, was an der Problematik aber nichts ändert. Denn egal, ob diese Kennzahlen auf Basis korrekter Daten errechnet oder wie bei Madoff erfunden wurden, sie lassen keine Rückschlüsse auf zukünftige Sicherheit der Performance zu. Genau dies wird aber immer wieder suggeriert, was effektiv eine Täuschung ist.

William F. Sharpe kämpft seit Jahren in Artikeln und Interviews um eine richtige Anwendung der nach ihm benannten Kennzahl, bisher vergebens. Die Finanzwelt hat die Eignung der Sharpe-Ratio für irreführende Werbung entdeckt, was sowohl von Betrügern wie auch von Vertriebsleuten für an sich seröse Produkte schamlos ausgenutzt wird. Wenn nun der Erfinder in der Ecke steht und „Foul“ ruft, wird er ignoriert. Sharpe wirkt dabei ein bisschen wie der Zauberlehrling aus Goethes berühmtem Gedicht: *„Die ich rief, die Geister, Werd ich nun nicht los.“*

Moderner Finanzbetrug ist viel zu einfach

Die Gefahr des modernen Finanzbetruges sollte man nicht verdrängen. Er ist zwar nicht die Regel an den heutigen Kapitalmärkten, kommt aber häufiger vor, als man gemeinhin denkt. Denn moderne Betrüger haben es viel zu einfach. Dies liegt einerseits an der Arglosigkeit vieler Anleger. Denn heimtückischerweise kommt der Betrug als eigentlich legitime Methode besser getarnt daher denn je:

- Die Grundidee bei „Fair-Value“-Accounting ist völlig nachvollziehbar: das vorher übliche Verstecken von Vermögenswerten soll verhindert und ein unverfälschtes Bild der Finanzkraft eines Unternehmens gezeichnet. Wenn allerdings die Wahl der Bewertungsmethode für potenzielle oder tatsächliche Vermögenswerte mehr oder minder willkürlich erfolgen kann, ist dies geradezu eine Einladung zum Finanzbetrug.
- Backtests sind unabdingbar, um Zusammenhänge an Finanzmärkten zu untersuchen. Allerdings müssen sie wissenschaftlich sauber und unvoreingenommen durchgeführt werden. Wenn Modelle und Daten an erwünschte Ergebnisse angepasst werden, um bestimmte Finanzprodukte besser verkaufen zu können, ist dies das Gegenteil von wissenschaftlichem Vorgehen, es ist klarer Betrug.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- William F. Sharpe ist ein renommierter Wissenschaftler, dessen Kennzahl durchaus Sinn macht. Wenn sie aber unter grober Missachtung der von Sharpe definierten Voraussetzungen berechnet, publiziert und angewendet wird, so ist dies entweder Dilettantismus oder Betrug.

Andererseits hängt das leichte Spiel für moderne Finanzbetrüger auch damit zusammen, dass sie eine relativ hohe Erfolgchance haben. Wenn sie erwischt werden, sind kaum Sanktionen zu befürchten; es sei den, sie verbinden ihren Betrug – wie Madoff – noch mit Unterschlagungen oder andern Delikten. Dies hängt nicht zuletzt daran, dass ein echtes Problembewusstsein gegenüber den modernen Formen des Finanzbetrugs nach wie vor fehlt.

Eine böswillige Manipulation einer Bilanz ist oft nur schwer nachzuweisen. Betrüger rechtfertigen sich, dass sie völlig legale Bewertungsspielräume lediglich einseitig auslegen. Bilanzfälschung wird speziell in Europa noch wie ein Kavaliersdelikt behandelt, in Asien wird sie teilweise als legitim angesehen. Zudem wird sie oft nicht einmal bemerkt bzw. die Analysten trauen sich nicht, darüber zu schreiben. Nur gelegentlich rutschen Leute wie Dave Lewis oder Michael Woodford auf Vorstandsposten, die sich von den Grundsätzen des ehrbaren Kaufmanns noch nicht verabschiedet haben. Sie decken interne Skandale auf, dennoch dürfen sie Ausnahmeerscheinungen bleiben. Leerverkäufer wie Jim Chanos sind außerhalb der USA bisher nur selten aktiv gewesen. Dabei kann es sich gerade in Europa lohnen: Im Juli 2014 enthüllten Analysten von Gotham, dass beim spanischen Börsenstar Gowex die Zahlen gefälscht waren, was direkt zum Zusammenbruch dieser Schwindelfirma führte.

Die Verfasser pseudowissenschaftlicher Analysen werden sich immer mit „das konnten wir zum Zeitpunkt unserer Untersuchung noch nicht wissen“ herausreden, solange sie nicht alle Backtestergebnisse bei verschiedenen Annahmen transparent machen. Nur äußert selten gelingt es, vor Gericht eine bewusste Manipulation von Modellannahmen nachzuweisen; wie z. B. 2012 in Australien, als

„Es gibt drei Wege, in diesem Geschäft Geld zu verdienen: Sei der Erste, sei schlauer, oder betrüge.“

(“There are three ways to make a living in this business: be first, be smarter, or cheat.”)

Aus dem Film “Margin Call” (2011)

die Rating-Agentur Standard & Poors gemeinsam mit der Bank ABN-Amro wegen bewusster Verfälschung ihrer Risikomodelle bei der Bewertung von Anleihen zu Schadensersatz verurteilt wurden.

Finanzaufsichtsbehörden und Verbraucherschützer sind keine Hilfe im Kampf gegen den modernen Finanzbetrug, ganz im Gegenteil. Einerseits sind beide Gruppen noch stark auf herkömmliche Vorgehensweisen der Schwindler fixiert. Neuere Formen des Finanzbetruges werden noch nicht wahrgenommen oder teilweise schlicht und einfach nicht verstanden. Manchmal sind die Behörden auch erschreckend langsam. So die bedurfte es z. B. bei Mittelstandsanleihen erst 14 Insolvenzen, bis die Aufsicht BaFin zumindest einmal Informationen bei den beteiligten Banken einholte.

Zum anderen kann gerade der heute üblichen Form von Finanzmarktregulierung vorgeworfen werden, dass sie Finanzbetrug in seiner modernen Form sogar begünstigt. Professor Jonathan R. Macey von der Yale Law School hat in seinem 2013 erschienenen Buch "The Death of Corporate Reputation: How Integrity has Been Destroyed on Wall Street" die Anreize beschrieben, warum speziell Finanzaufseher in den USA praktisch nichts zur Verhinderung von modernem Finanzbetrug machen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Zum einen ist das Vorgehen gegen klassische Delikte wie z. B. Insider Trading einfacher und gilt als karrierefördernder. Zum anderen ist auffällig, dass gerade bei der US-Aufsicht SEC viele führende Mitarbeiter gerne nach ein paar Jahren in hoch bezahlte Positionen bei Investmentbanken oder Rating-Agenturen wechseln. Ein Schelm, wer Böses dabei denkt.

Aber selbst, wenn ernsthaft gegen Banken vorgegangen wird, so geht es fast immer nur darum, möglichst hohe Strafzahlungen gegen die angezeigten Institutionen herauszuhandeln, wobei dann als Gegenleistung auf ein Schuldeingeständnis oder weitere Strafverfolgung verzichtet wird. Dies macht Betrug für Banker persönlich relativ risikoarm: Wenn sie erwischt werden, wird die Rechnung durch die Firma und damit indirekt durch die Aktionäre bezahlt. Gefängnis oder auch nur Bewährungsstrafen muss keiner befürchten; schlimmstenfalls muss man den Job wechseln. Und auch für US-amerikanische Finanzaufseher ist klar: Sie profitieren am meisten, wenn sie Betrug nicht verhindern, sondern erst im Nachhinein aufdecken. Nur dann können sie richtig abkassieren.

Wie kann man sich vor modernem Finanzbetrug schützen?

Man sollte sich immer bewusst sein: Wenn Warren Buffett hereinzulegen ist, dann sind auch Sie und ich hereinzulegen. Letztlich muss man sich damit abfinden, dass man sich vor cleveren Finanzbetrü gern nie vollkommen schützen kann, auch wenn aggressive Bilanzierungsmethoden, unverständliche Modelle oder irreführende Kennzahlen ein Warnsignal sein können. Die erste Maßnahme gegen Finanzbetrug sollte daher eine ganz banale sein: Risiken breit zu streuen.

Eine weitere Maßnahme sollte sein, bei Behauptungen über angebliche Sicherheit nicht auf Zahlen oder Modelle zu vertrauen. Dies gilt insbesondere, wenn sie nur schwer nachzuvollziehen sind oder ohne eine aussagekräftige Vergleichszahl präsentiert werden. Professionelle Investoren fühlen sich Privatanlegern meist überlegen, denen Finanzprodukte aufgeschwatzt werden, die hohe Rendite und Sicherheit verbinden sollen. Sie fallen aber im Prinzip auf das gleiche Muster herein, wenn sie sich ein Anlagekonzept andrehen lassen, das eine „konsistente Outperformance in verschiedenen Marktphasen“ verspricht und der Investmentprozess auf undurchschaubaren Backtestergebnissen beruht. Wenn sich die Logik von Anlagestrategien nur mit undurchsichtiger Mathematik zu vermitteln scheint, liegt dies vermutlich daran, dass diese im Grunde selbst unlogisch sind.

Der Risikoforscher Gerd Gigerenzer vom Max-Planck-Institut für Bildungsforschung in Berlin propagiert im Umgang mit den Unsicherheiten im täglichen Leben (zu denen auch Betrug gehört), dass man sich lieber auf einfache Faustregeln als auf komplizierte Modelle verlassen soll. Die damit gewonnenen Aussagen werden zwar von einer optimalen Lösung abweichen. Da unter realistischen Alltagsbedingungen optimale Lösungen sowieso nicht zu erreichen sind, kann sich ihnen man mit Hilfe von Faustregeln zumindest annähern und vor allem folgenschwere Fehler vermeiden.

Im Investmentbereich hat sich Warren Buffett als Meister der Faustregeln erweisen. Mit relativ einfachen Tipps – wie „investiere in nichts, was du nicht verstehst“ – hat er viel effektivere Anlageratschläge zur Hand, als sie je aus einem finanzmathematischen Modell abgeleitet werden können. Und auch wenn Buffett bei Tesco hereingelegt wurde, so ist er doch sehr viel seltener auf Schwindel hereingefallen als die meisten anderen Investoren. Immerhin dies ist heutzutage ein großer Erfolg.

Kondratjews neue Wellenreiter: Mobiles Internet

Von Karl-Heinz Thielmann

Im Beitrag „Die sechste Welle“ in „Mit ruhiger Hand Nr. 30“ wurden die Wirkungen grundlegender technischer Innovationen auf die ökonomische Entwicklung dargestellt. Die hieran anschließende Reihe „Kondratjews neue Wellenreiter“ beschäftigt sich mit technischen Neuerungen, die das Potenzial haben, als neue Basistechnologie einen Wachstumsschub in der Weltwirtschaft auszulösen. Sie beginnt heute mit einer Analyse der möglichen Auswirkungen des mobilen Internets.

Mobiles Internet ist heutzutage an sich nichts Neues: 1996 stellte Nokia mit dem Communicator 9000 das erste internetfähige Mobiltelefon vor, gleichzeitig startete Sonera in Finnland das erste mobile Netzwerk. Seitdem hat es sich rasch verbreitet, wozu insbesondere die Entwicklung der Smartphones und Tablets beigetragen hat, durch die Nutzern praktische Endgeräte für das mobile Internet zur Verfügung stehen.

Dennoch führt mobiles Internet nach wie vor ein nachgeordnetes Dasein verglichen mit dem festnetzbasieren. Dies hat zum einen mit der immer noch deutlich weniger leistungsfähigen Übertragungstechnologie für Daten zu tun. Die Transmissionsraten haben sich zwar deutlich gebessert, hinken aber dem Festnetz weiter hinterher. Die an sich leistungsfähige Kombination aus Festnetz und mobilem Zugangspunkt – sog. WLAN-Hotspots – ist nur selten flächendeckend verfügbar. Zudem sind dies Hotspots oft mangelhaft gesichert und damit ideale Angriffspunkte für Hacker, weshalb sie für die Nutzer derzeit noch ein erhöhtes Sicherheitsrisiko darstellen. Doch all diese angesprochenen Probleme sind prinzipiell technisch lösbar, insofern dürfte es nur eine Frage der Zeit sein, bis sie sich gebessert haben.

Mobiles Internet hat eine Schlüsselrolle für andere potenzielle Basistechnologien

Die Lösung der technischen Probleme beim mobilen Internet ist insbesondere für die weitere Entwicklung zweier weiterer potenzieller Basistechnologien wichtig: des Internet of Things (Internet der Dinge) und des Cloud-Computing.

Beim „Internet of Things“ geht es um Verknüpfung eindeutig identifizierbarer physischer Objekte (Things) mit der virtuellen Repräsentation in einer Internet-ähnlichen Struktur. Technische Voraussetzungen hierfür sind:

- eine Vielzahl von Sensoren zum Datensammeln;
- Miniaturrechentechnik zum Auswerten;
- die Verbindung all dieser Objekte untereinander (wird auch als „Machine-to-Machine-Connectivity“ oder M2M bezeichnet) bzw. mit Steuerungselementen (wie z. B. Smartphones) durch mobile Datenübertragung.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Insbesondere in drei Bereichen ist zu erwarten, dass die Verknüpfung von Geräten im Rahmen des Internets of Things starke Veränderungen auslösen wird:

- Logistik: Verbesserungen des Lieferkettenmanagements;
- Smart Home: Verknüpfung und Steuerung von Haushaltsgeräten;
- Smart Grids: Feinabstimmung von Angebot und Nachfrage in Netzwerken; insbesondere im Energiebereich.

Mobiles Internet wird weiterhin eine Schlüsselrolle bei der Verbreitung der Auslagerung von Software und Datenbanken an externe Server im Rahmen des „Cloud-Computing“ bieten. Denn nur bei mobilem Zugang kann die „Datenwolke“ ihre Vorteile gegenüber stationären Systemen voll ausspielen. Wenn ein sicherer und schneller Zugang über mobiles Internet garantiert ist, hat es für den Nutzer echte Vorteile, da nur dann die verbesserte Flexibilität genutzt werden kann. Insofern dürften sich die Ausbreitungen von Cloud-Computing und mobilem Internet gegenseitig begünstigen.

Interkonnektivität als Schlüsselfaktor für neuartige Anwendungen

Auch wenn das Aufkommen der Apps – spezifischer Softwareprogramme für Mobilgeräte – Popularität und Nutzung stark erhöht haben, so verwenden doch die meisten Anwender ihre Smartphones und Tablets im Internet immer noch fast genau so wie normale Computer. Dies liegt nicht zuletzt auch daran, dass die meisten Apps derzeit noch nichts anderes als mobile Versionen von eigentlich stationären Programmen sind. Und auch die mobilen Endgeräte sind technisch nichts anderes als extrem kleine und flache PCs mit einem Touchscreen (und eventuell einer Telefonkarte).

Mit dieser Hard- und Software werden jedoch die Möglichkeiten des mobilen Internets für Interkonnektivität noch kaum genutzt. Insofern ist es nicht verwunderlich, dass Unternehmen aus verschiedenen Branchen an Lösungen arbeiten, um über das mobile Internet die Verbindung und die Kommunikation mit den Kunden zu verbessern. Diese bestehen zum einen in Apps, die immer stärker das Eingehen auf Nutzerbedürfnisse erleichtern bzw. den Kunden auf das eigene Angebot hinlenken.

Für Dienstleister öffnet sich hier ein weites Spielfeld von möglichen Geschäftsideen. Überall auf der Welt entstehen derzeit kreative junge Start-ups, die sich zum Ziel gesetzt haben, die Möglichkeiten zu nutzen. Man darf gespannt sein, welche Angebote entstehen werden, und vor allem auch, welche sich durchsetzen werden. Auch hier ist keine Prognose darüber möglich, was oder wer am Ende Erfolg hat. Nur dass sich ein interessanter und großer neuer Markt entwickelt, scheint sicher.

Neben verbesserten bzw. neuartigen Softwarelösungen dürften es vor allem spezielle Hardwareanwendungen sein, welche die Einsatzmöglichkeiten des mobilen Internets erweitern. Sehr medienwirksam, aber bisher kaum von praktischem Nutzen war das sog. Google Glass, eine Datenbrille. Bei ihr können durch einen Minicomputer am Brillenrahmen Informationen auf das Brillenglas projiziert werden, die vorher z. B. aus dem Internet abgerufen wurden. Auch können Bilder aus der integrierten Kamera oder andere Informationen ins Internet übertragen und dann weiterverarbeitet werden.

Während im militärischen Bereich die Datenbrille immer wichtiger wird, ist sie im zivilen Einsatz bisher eher eine Spielerei geblieben. Dies liegt vor allem daran, dass für potenzielle Einsatzmöglichkei-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ten bisher die Software fehlt, bzw. auch die Hardware noch verbesserungsfähig ist. Insofern ist es durchaus wahrscheinlich, dass sich in den nächsten Jahrzehnten für Datenbrillen noch die vielfältigsten Anwendungen finden lassen. Ähnliches lässt sich derzeit für die aufkommenden internetfähigen Armbanduhren sagen. Die aktuellen Geräte sind eher elektronisches Spielzeug, was sich aber mit voranschreitenden Produktgenerationen stark ändern sollte.

Eine besondere Bedeutung hat das mobile Internet in Hinblick auf die Medizintechnik. Fortschritte in der Sensortechnik ermöglichen es, dass mobile Geräte immer mehr verschiedenartige Daten erfassen und weiterleiten können. Hier kann man sich insbesondere bei der Behandlung chronisch Kranker große Fortschritte erhoffen, da diese über das mobile Internet permanent mit ihrem behandelnden Arzt verbunden sein können. Dieser kann seinen Patienten besser überwachen, gleichzeitig ist der Kranke freier und vielfach nicht mehr an stationäre Behandlungsorte wie Kliniken gebunden.

Immer wichtiger wird mobiles Internet für Automobile. Die Vernetzung von Bordcomputern mit externen Informationssystemen erlaubt nicht nur eine verbesserte Versorgung mit Verkehrsnachrichten, sondern auch die Interaktion mit Kommunikationssystemen, die z. B. bei der Parkplatzsuche unterstützen. In Notfallsituationen (Pannen, Unfällen) werden Retter schneller und genauer informiert und können auch möglicherweise schon online Erste Hilfe leisten.

Mobiles Internet und Entwicklungsländer

Eine nicht zu unterschätzende Bedeutung wird das mobile Internet beim wirtschaftlichen Aufbau von Entwicklungsländern haben. Speziell in Afrika dürfte es eine Schlüsselrolle dabei einnehmen, die Aussichten bisher sehr armer Länder zu verbessern. Zwei der Kernprobleme dieser Länder – mangelhafte Infrastruktur und unzureichende Bildung – können mithilfe des mobilen Internets umgangen bzw. deutlich verbessert werden.

Bereits heute hat sich das Mobiltelefon in weiten Teilen Afrikas als bevorzugtes Medium der Kommunikation etabliert. In Ländern, die sich keine aufwendigen Festnetze leisten können oder bei denen Stromausfälle an der Tagesordnung sind, hat sich das akkubetriebene Mobiltelefon als relativ zuverlässig durchgesetzt. In Hinblick auf die Durchführung mobilen Zahlungsverkehrs sind afrikanische Länder sogar führend. So hatte Vodafone zusammen mit Safaricom 2007 in Kenia das mobile Zahlungsverkehrssystem M-Pesa eingeführt, das auf simpler SMS-Technik basiert. Es erlaubt die Durchführung von Zahlungen über das Mobilfunkkonto, auch ohne Bankverbindung. Inzwischen wird das System in 10 Ländern eingesetzt; Ende 2013 gab es 16,8 Mio. aktive Nutzer.

Angesichts des dramatischen Verfalls der Preise bei Geräten für den Internetzugang – so sind einfache in Afrika schon für ca. 20 US\$ zu haben – sowie der anstehenden Produkteinführungen von Billig-Smartphones mit Preisen unter 50 US\$ – wird jetzt mobiles Internet auch für breitere Bevölkerungsschichten verfügbar. Da – wie das Beispiel Zahlungsverkehr zeigt – die Akzeptanz für mobile Kommunikation sehr hoch ist, kann man mit einiger Sicherheit ein explosionsartiges Wachstum erwarten. So schätzte der schwedische Telekomausrüster Ericsson in einer vor Kurzem veröffentlichten Marktstudie, dass sich der mobile Datenverkehr in Afrika (ohne arabische Länder) zwischen 2013 und 2019 verzwanzigfacht.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hauptprofiteure hiervon dürften zunächst einmal der Internethandel und die Medienindustrie sein. Langfristig dürfte das mobile Internet dazu beitragen, mit speziellen Apps das in ländlichen Gegenden oft noch sehr geringe Bildungsniveau zu verbessern. So gibt es beispielsweise bereits das App MedAfrica, das gezielt Gesundheits-Informationen für diejenigen aufbereitet, die keinen regelmäßigen oder gesicherten Zugang zu medizinischer Versorgung haben.

Die Schattenseiten des mobilen Internets

Offensichtliche Verlierer eines Booms im mobilen Internet werden diejenigen Unternehmen in den direkt betroffenen Branchen wie Dienstleistungen, Informationstechnologie oder Medizintechnik sein, die sich nicht schnell genug an die neuen Gegebenheiten anpassen. Weniger offensichtliche Verlierer könnten die Inhaber von großen Gewerbe-Immobilien sein, die von der zunehmenden Flexibilisierung negativ betroffen sind. Mobiles Internet insbesondere im Zusammenhang mit Cloud-Computing verbessert die Möglichkeiten zur Dezentralisierung von Büroarbeit bzw. der Auslagerung ins Home-Office. Dieser Trend ist schon seit Einführung des Internets beobachtbar und dürfte sich weiter verstärken. Insbesondere die Auslastung von stationären Einrichtungen wie Krankenhäusern und Behandlungszentren kann – je nach Spezialisierung – relativ stark darunter leiden, wenn sich Patienten aufgrund ihrer Anbindung an das mobile Internet besser zu Hause behandeln lassen.

Sicherheit ist in mehrfacher Hinsicht ein kritischer Punkt am mobilen Internet. Zum einen sind mobile Datenströme leichter abzufangen als über das Festnetz laufende; mobile Schnittstellen sind anfälliger für Hackerangriffe als feste. Netzkriminelle und Sicherheitssoftwarehersteller liefern sich derzeit einen Wettlauf, den am Ende vermutlich keiner endgültig für sich entscheiden wird. Das mobile Netz wird zwar immer sicherer; aber nie zu 100% sicher sein. Da viele Nutzer dem Thema Datensicherheit nach wie vor sehr naiv begegnen und Schutzmöglichkeiten nur ungenügend nutzen, ist damit zu rechnen, dass die Probleme zunächst weiter zunehmen.

Viel problematischer ist allerdings, dass mobiles Internet nicht nur die Überwachung chronisch Kranker verbessert, sondern ebenfalls das Datensammeln von staatlichen Stellen oder privaten Firmen erleichtert. In den undemokratischen Staaten dieser Welt ermöglicht es die effektive Unterdrückung freiheitlicher Bestrebungen bzw. das Sammeln von Beweisen gegen Verdächtige. An der Datensammelwut privater Firmen sind in Kombination mit den Möglichkeiten der modernen Datenverarbeitung (Big Data) mehrere Aspekte bedenklich. Zum einen können Kundendaten ohne Wissen der Betroffenen gesammelt und vermarktet werden. Weiterhin können Firmen Kundeninformationen nicht nur zur Serviceverbesserung auswerten, sondern auch ganz gezielt dazu nutzen, mögliche Käufer in Hinblick auf ihr Angebot zu manipulieren.

Auswirkungen des mobilen Internets:

Wachstumseffekte:

- 1) Internet of Things*
- 2) Cloud Computing*
- 3) Verbesserung der Interkonnektivität durch neuartige Dienstleistungen und innovative Endgeräte*
- 4) Entwicklungsländer können leichter strukturelle Probleme überwinden*

Risiken / mögliche Verlierer:

- 1) Unflexible Unternehmen*
- 2) Krankenhäuser u.ä. stationäre Einrichtungen*
- 3) Datensicherheit*
- 4) Staatliche Überwachung*
- 5) Missbrauch von persönlichen Daten, Manipulation von Kunden*

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.

Spezielle Quellen für diese Ausgabe:

Das Interview mit Larry Fink ist anzusehen unter: <http://www.cnbc.com/id/102088876> (zuletzt abgerufen 25.10.2014).

Quellen für den Beitrag über den Bankenstresstest waren insbesondere: European Central Bank: „**Aggregate report on the comprehensive assessment**“, Oktober 2014; ZEW-News Oktober 2014; „**Who is afraid of the Asset Quality Review**“, Frankfurt School & Finance Management (Autoren: Thomas Bonczek (Yale School of Management & ZEW), Clemens Fuest (ZEW). Michael Schröder (Frankfurt School....)); LBBW-Studie entnommen: „**Europas Bilanz TÜV – Vorgehensweise & Resultate**“, 2014.

Zum Thema moderner Finanzbetrug vgl.: Terry Smith: „**Accounting For Growth: Stripping the Camouflage from Company Accounts**“; 2. Überarbeitete Auflage; Random House UK, 27. April 1994. Zur Deutsche Prüfstelle für Rechnungswesen und ihren Überprüfungsergebnissen vgl. <http://www.frep.info/> (zuletzt abgerufen 25.10.2014).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Paul Wilmott (2000): **“The use, misuse and abuse of mathematics in finance”**; Philosophical Transactions: Physical Sciences and Engineering 358.1765: 63-73. DOI: <http://dx.doi.org/10.1098/rsta.2000.0519>. (zuletzt abgerufen 25.10.2014). David H. Bailey, Jonathan M. Borwein, Marcos López de Prado, and Qiji Jim Zhu: **„Pseudomathematics and financial charlatanism: The effects of backtest over fitting on out-of-sample performance”**; Notices of the AMS 61 (5), 458-471 Mai 2014: http://papers.ssrn.com/sol3/Delivery.cfm/SSRN_ID2423465_code434076.pdf?abstractid=2308659&mirid=1 (zuletzt abgerufen 25.10.2014). William F. Sharpe: **“The Sharpe Ratio”**; The Journal of Portfolio Management, Fall 1994; <http://web.stanford.edu/~wfsarpe/art/sr/sr.htm> (zuletzt abgerufen 25.10.2014). Zum Fall Gowex vgl. Rodrigo Orihuela, Manuel Baigorri, Greg Farrell und Jesse Drucker: **“A Stock Market Star Implodes in Spain”** 17 Juli 2014, Bloomberg Businessweek <http://www.businessweek.com/articles/2014-07-17/spains-lets-gowex-implodes-after-short-seller-exposes-fraud> (zuletzt abgerufen 25.10.2014). Zum Gerichtsverfahren von S&P und ABN-Amro in Australien vgl. Neil Hume: **„S&P misled investors, court finds“** Financial Times, 5. November 2012, <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/175c63be-26fb-11e2-9295-00144feabdc0.html> (zuletzt abgerufen 25.10.2014). Jonathan R. Macey: **“The Death of Corporate Reputation: How Integrity has Been Destroyed on Wall Street”**, Financial Times Prentice Hall; 2013

Der Report des McKinsey Global Institute **“Disruptive technologies: Advances that will transform life, business, and the global economy”** ist auf folgender Website erhältlich:

http://www.mckinsey.com/insights/business_technology/disruptive_technologies (zuletzt abgerufen 3.10.2014)

Zum Thema Afrika vgl.: David Smith: **“Internet use on mobile phones in Africa predicted to increase 20-fold”**; The Guardian 5 June 2014; <http://www.theguardian.com/world/2014/jun/05/internet-use-mobile-phones-africa-predicted-increase-20-fold> (zuletzt abgerufen 25.10.2014); **ERICSSON MOBILITY REPORT SUB-SAHARAN AFRICA JUNE 2014** <http://www.ericsson.com/res/docs/2014/emr-june2014-regional-appendices-ssa.pdf> (zuletzt abgerufen 25.10.2014)

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 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 3.11.2014.

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.