

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 46, Mai 2016

Heute mit folgenden Themen:

- **Das Valeant-Desaster: wenn am Aktienmarkt das Offensichtliche übersehen wird**
- **Geschönte Gewinne: bei Pharmaaktien keine Seltenheit**
- **Europäische Großbanken: Die Sanierung kann noch lange dauern**

Bis zum Sommer 2015 hatte sich der Aktienkurs der vorher noch relativ unbekanntes Pharmafirma Valeant in sieben Jahren um das 35fache erhöht. Mit einer Börsenkapitalisierung von 90 Mrd. US\$ war das Unternehmen zu diesem Zeitpunkt wertvoller als die Allianz oder SAP. Doch dann stellte sich heraus, dass das Wachstum im Wesentlichen auf Financial Engineering beruhte. Der Kurs kollabierte wieder, heute ist ein Konkurs nicht auszuschließen.

In „**Klartext: Der vorhersehbare Fall eines Börsenlieblings**“ wird beschrieben, warum dieser Zusammenbruch eigentlich nicht hätte überraschen dürfen. Die Geschäftsmethoden waren schon lange sehr umstritten. Die Managementvergütung war vor allem an kurzfristigen Anreizen orientiert, nicht an langfristiger Wertschaffung. Vor allem aber war in der Rechnungslegung nach GAAP deutlich zu erkennen, dass die Firma in Wirklichkeit keine Gewinne machte. Insbesondere Analysten und wichtigen Aktionären muss vorgeworfen werden, dass sie Warnzeichen bewusst ignoriert haben.

Ein Kernproblem bei Valeant waren dauerhafte starke Abweichungen zwischen den Erträgen laut allgemeinen Buchführungsmethoden und den Zahlen, die Investoren als „bereinigte Gewinne“ mitgeteilt wurden. Die Analyse „**Botox für die Bilanz: Bei Pharmaaktien werden tiefe Ertragsfurchen geglättet**“ zeigt, dass sich auch andere Unternehmen des Pharma-Sektors dieser Praxis bedienen.

11 bei Anlegern populäre Firmen wurden untersucht. Bei ihnen waren in den vergangenen 5 Jahren die publizierten Kerngewinne durchschnittlich 45% höher als die nach den allgemein anerkannten Bilanzrichtlinien GAAP bzw. IFRS ermittelten Erträge. Eine solche Abweichung ist nicht durch Sonderfaktoren zu erklären, sondern deutet auf eine systematische Schönfärbung der Ertragslage hin.

In „**Europäische Großbanken im Kampf gegen die Zeit**“ werden drei Finanzinstitute analysiert, die derzeit nach Ertragsproblemen von einem neuen Management radikal umgebaut werden sollen: Deutsche Bank, Credit Suisse und Barclays. Hierbei werden die strategischen Ausrichtungen der vergangenen Jahre infrage gestellt und teilweise umgekehrt.

Hierbei zeigt sich, dass grundlegende Änderungen in der Praxis oft schwierig sind und die einzelnen Institute ihre Probleme teilweise nur sehr zaghafte angehen. Hinzu kommen Belastungen aus der Aufarbeitung der aggressiven Expansion der letzten Jahrzehnte sowie Strafzahlungen für dubiose Geschäfte. Insbesondere das Investmentbanking steht im aktuellen Marktumfeld vor großen Herausforderungen. Im Vergleich der Banken zeigt sich, dass Barclays den Umbau konsequenter vorantreibt, während bei Deutsche Bank und Credit Suisse noch vieles offen ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Der vorhersehbare Fall eines Börsenlieblings

Liebe Langfristanleger,

es gab einst in der kanadischen Provinz von Quebec ein relativ mittelmäßiges Pharmaunternehmen. Doch dann wurden einige Finanzmagier der Zauberschule McKinsey ins Top-Management geholt; und die wollten gerne groß und mächtig sein. Just zu dieser Zeit ergab es sich auch, dass der große Hexenmeister Ben B. aus Washington begann, enorme Mengen billigen Geldes unter die Menschen zu bringen. Und so liehen sich die ehrgeizigen Manager ganz viel von diesem billigen Geld und kauften eine Firma nach



der anderen auf. Die Gewinne sprudelten, und Aktionäre sowie Wall Street-Analysten huldigten dem Management.

Die einst unbedeutende Firma wuchs immer mehr, bis 2015 ein Marktwert von 90 Mrd. US\$ erreicht wurde. Sie war damit höher bewertet als die Allianz oder SAP. Doch dann erschienen unabhängige Analysen über diese Firma und behaupteten Schreckliches:¹ Die Umsätze seien künstlich aufgebläht. Research-Ausgaben hätte man hingegen gestrichen. Kunden wären zudem durch exzessive Preiserhöhungen abgezockt worden. Die Nettoschulden betrügen untragbare 30 Mrd. US\$. Und vor allem: Die ausgewiesenen Gewinne seien überhaupt nie erwirtschaftet worden.

Inhalt:

Seite 6: Botox für die Bilanz: Bei Pharmaaktien werden tiefe Ertragsfurchen geglättet

Seite 13: Europäische Großbanken im Kampf gegen die Zeit

Seite 21: Anhang: Quellen, Impressum, rechtl. Hinweise

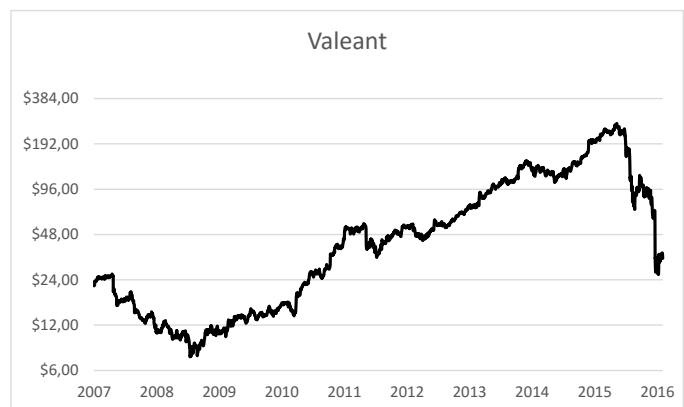
Seite 25: Disclaimer

Der Aktienkurs fiel daraufhin um 90%; der CEO musste gehen. Die Firma verschob die Veröffentlichung des Jahresabschlusses und musste einräumen, dass sie konkursgefährdet ist.

Ein schlechtes Märchen? Leider nicht, sondern die reale Geschichte des Aufstiegs und Falls von Valeant, einem der großen Börsenlieblinge der vergangenen Jahre an der Wall Street.

Offensichtliche Warnsignale wurden übersehen ... wieder einmal

Valeant ist nicht die erste Firma, die am Ende eines aggressiven und durch Akquisitionen getriebenen Wachstumskurses vor einem Scherbenhaufen steht. Es gibt genug warnende Beispiele aus den vergangenen Jahrzehnten, von ITT, Tyco, Worldcom und Enron in USA hin zu Parmalat, E.ON oder Vivendi in Europa. Doch selten ging es schneller nach oben und wieder nach unten wie bei Valeant.



Selten waren aber die Warnzeichen so offensichtlich. Die teilweise drastischen Preiserhöhungen von Valeant nach erfolgreichen Übernahmen waren schon länger umstritten. So hatten die großen US-

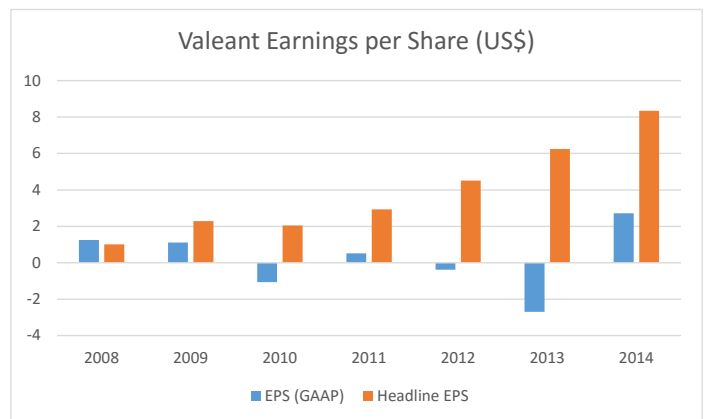
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Pharmakonzerne beispielsweise ihre Listenpreise 2015 für Medikamente (ohne Neuzulassungen) um unbescheidene 8% erhöht – Valeant um sage und schreibe 66%.² Kein Unternehmen, das an langfristig guten Kundenbeziehungen interessiert ist, macht so etwas.

Charlie Munger – der ehrenamtlich einem Krankenhaus in Los Angeles vorsteht und daher Valeant auch aus Kundenperspektive kennt – hatte schon vor längerer Zeit die Preispolitik als „zutiefst unmoralisch“ kritisiert. Er müsse sich bei Valeant „die Nase zuhalten“. Weiterhin hatte er auf Parallelen des Geschäftsmodells zu dem des gescheiterten Konglomerats ITT hingewiesen und es als langfristig nicht haltbar bezeichnet.³

Speziell Finanzanalysten hätte auffallen müssen, dass die ausgewiesenen und um angebliche Sonderfaktoren bereinigten Gewinne dramatisch von den offiziellen GAAP-Gewinnen abwichen, die nach den allgemein akzeptierten Rechnungslegungsvorschriften ermittelt wurden. Vor Beginn der Akquisitionswelle stimmten beide noch ungefähr miteinander überein. Seitdem hatte der „bereinigte“ Gewinn jedes Jahr kräftig zugelegt, während sich bei den



GAAP-Zahlen Gewinn- und Verlustjahre abwechselten. Nach GAAP hatte Valeant zwischen 2009 und 2014 per saldo praktisch nichts verdient ... der Kurs hat sich aufgrund des angeblichen Wachstums aber trotzdem mehr als verdreifacht.

Doch selbst Anfang März 2016 – als sich der Zusammenbruch von Valeant schon abzeichnete – warnen nur 2 von 23 Analysten, die den Wert verfolgen, vor der Aktie. Speziell die Experten der großen Wall Street Broker hielten sich mit negativen Kommentaren auffällig zurück. Ob dies etwas damit zu tun hat, dass Valeant nach Berechnungen der Financial Times in den vergangenen 3 Jahren ca. 400 Mio. US\$ Beratungsgebühren an Investmentbanken gezahlt hat, kann man nur vermuten.⁴

Bei Valeant haben wichtige Aktionäre eine fragwürdige Rolle gespielt

Nicht nur Analysten müssen sich im Fall Valeant vorhalten lassen, blind und taub gewesen zu sein. Viel bemerkenswerter ist, dass sogenannte Aktionärsaktivisten bei dubiosen Vorgängen aktiv mitwirkten. Sie haben sich eigentlich auf die Fahnen geschrieben, die Corporate Governance bei Unternehmen zu verbessern und schlecht geführte zu Effizienz steigernden Maßnahmen zu drängen. In diesem Fall haben sie aber entscheidend daran mitgewirkt, ein Unternehmen anstatt auf langfristige Wertschaffung voll auf kurzfristige Gewinnoptimierung auszurichten – ohne Rücksicht auf Verluste.

Bei Valeant haben speziell Bill Ackman mit seinem Hedgefonds Pershing Square sowie Jeffrey Ubben von ValueAct nicht nur zweifelhafte Managemententscheidungen mitgetragen, sondern auch aktiv unterstützt. ValueAct hat über eine Vertretung im Aufsichtsrat wichtige Entscheidungen mitbeeinflusst; z. B. die Koppelung der Managementvergütung an die Aktienkursentwicklung, die aggressiven Preiserhöhungen, dubiose Bilanzierungsmethoden sowie das Zusammenstreichen von Forschungs-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ausgaben. Der inzwischen geschasste CEO J. Michael Pearson wurde auf Initiative von ValueAct eingestellt.⁵ Als sich der CEO David Pyott von Allergan vor zwei Jahren gegen eine Übernahme durch Valeant wehrte, wurde er von Bill Ackman öffentlich scharf angegriffen.⁶ Noch im November 2015 versuchte Ackman in einer vierstündigen Präsentation andere Anleger von Valeant zu überzeugen.⁷

Erneut nichts gelernt aus der Vergangenheit: falsche Anreize durch dubiose Erfolgsprämien

Als besondere Wahnsinnstat erscheint im Nachhinein das Managementvergütungssystem, das die Erfolgs-Vergütungen vom Top-Management fast ausschließlich an die Aktienkursentwicklung koppelte. Operative Erfolge der Firma spielten hingegen für die Berechnung der Boni fast keine Rolle. Ein solches Vergütungsschema stellt eine besondere Einladung zur Selbstbereicherung durch das produzieren von kurzfristigen Erfolgsmeldungen dar. Bestraft wird hingegen das Zugeben von Fehlern.

Wurde über 3 Jahre jährlich eine Aktien-Performance von mindestens 15% erzielt, gab es großzügig Optionen als Prämie; bei noch stärkeren Kursteigerungen entsprechend mehr. Die Grundvergütung spielte hingegen eine untergeordnete Rolle. CEO Pearson bezog beispielsweise 2014 ein Basisgehalt von 1 Mio. US\$; in 2015 verzichtete er ganz hierauf, um stattdessen die Bonuszahlungen erhöhen zu können. Allerdings hatte er bis Mitte 2015 aus Erfolgsprämien schon so viele Aktien und Optionen angesammelt, dass ihr Wert zu diesem Zeitpunkt auf 3 Mrd. US\$ geschätzt wurde.⁸

Eine der Lehren aus der Finanzkrise und der Internetblase zur Jahrtausendwende ist, dass Anreizprogramme das Eingehen versteckter Risiken fördern, wenn sie von Faktoren wie Umsätzen, Aktienkursen etc. abhängig sind. Denn sie sind nicht nur relativ kurzfristig ausgerichtet, sondern auch von willkürlichen Faktoren abhängig und manipulierbar. Dass gerade Aktionärsvertreter bei Valeant trotzdem ein solches Vergütungsprogramm begünstigten, erscheint im Nachhinein unfassbar.

Wachstum durch Akquisitionen ist nicht grundsätzlich schlecht – wenn man aufhören kann

Das Geschäftsmodell von Valeant hat am Anfang in 2009 sogar funktioniert, als Übernahmen noch günstig, manche Researchbudgets viel zu üppig und Preiserhöhungen nicht exzessiv waren. Viele heute große Konzerne sind entstanden, indem sie unterlegene Wettbewerber oder schwache Firmen in anderen Märkten aufkauften, so z. B. Axa oder Banco Santander. Allerdings haben alle Unternehmen, die zwischenzeitlich erfolgreich durch Akquisitionen gewachsen sind, irgendwann mit den Zukäufen aufgehört und sich auf die Integration bzw. der Verbesserung der operativen Effizienz fokussiert. Ansonsten wäre das zusammengekaufte Firmengebilde zu komplex geworden.

Das Management von Valeant dachte allerdings, es könne immer so weiter machen. Oder es redete sich ein, dass man weiter machen kann, denn natürlich hingen die großzügigen Boni auch davon ab, dass man mit neuen Zukäufen ebenfalls wieder neue Erfolgsmeldungen produzieren konnte.

Aber es lassen sich nicht unendlich viele billige Akquisitionsobjekte finden. Zudem kann man bei einer forschenden Pharmafirma die Researchausgaben nicht immer weiter beschneiden, auch für Preiserhöhungen gibt es Grenzen. Um das erwünschte Wachstum trotzdem darzustellen, wurden die Schwächen bei weiteren Käufen durch Methoden der kreativen Buchführung übertüncht. Dies hat nur funktioniert, weil neben einer Größenwahnsinnigen Unternehmensleitung auch Aktionäre und Analysten sich konsequent selbst belogen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Das Versagen der Finanzmärkte liegt im „nicht wissen wollen“

16 Jahre nach den Platzen der Internetblase und 8 Jahre nach der globalen Finanzkrise demonstriert der Fall Valeant, dass man an den Finanzmärkten nicht nur anscheinend kaum etwas aus vorherigen Desastern gelernt hat, sondern dass speziell die Ignoranz noch viel schlimmer scheint.

Valeant hat nicht – zumindest nach derzeitigem Kenntnisstand – in großem Umfang Bilanzen, Angaben in Investorenpräsentationen oder sonstige Geschäftsunterlagen gefälscht. Bisher wurde erst eine Fehlbuchung von 58 Mio. Umsatz zugeben, bei ca. 10 Mrd. US\$ Gesamtumsatz ist dies relativ irrelevant.⁹ Dies macht das Versagen im Fall Valeant aber nicht weniger schlimm, im Gegenteil.

Eine Analyse der GAAP-Zahlen hätten jedem halbwegs Sachkundigen den wahren Zustand der Firma relativ schnell offenbart. Die Strategie von Kürzungen im Research war für eine forschende Pharmafirma offensichtlich fragwürdig, weil auf die Dauer selbstzerstörerisch. Zudem wurde mit irrwitzigen Preiserhöhungen die Kundenzufriedenheit aufs Spiel gesetzt.

Doch hierfür haben sich anscheinend weder Finanz-Journalisten, Analysten noch namhafte Fondsmanger wirklich interessiert. Sie wollten nur geschönte Erfolgsmeldungen hören, diese haben sie auch bekommen. Ansonsten haben sie angestrengt weggeschaut.

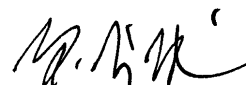
Selbsttäuschung durch Realitätsverdrängung gehört – immer noch – zum Börsen-Geschäft

Der US-amerikanische Broker Fred Schwed Jr. veröffentlichte vor 76 Jahren mit „Und wo sind die Jachten der Kunden?“ einen Klassiker der Investmentliteratur.¹⁰ Hierin hat er die Abgründe des Aktiengeschäfts sowohl humorvoll wie auch tiefgründig beschrieben. Wenn man das Buch heute liest, muss man feststellen, wie erschreckend wenig sich verändert hat. In Hinblick auf den Fall Valeant erklärt es die komplette Ignoranz von Experten und ihre Unwilligkeit zum kritischen Denken. Denn Schwed erkannte bei Börsianern eine ausgeprägte Neigung zum Selbstbetrug.

Er stellte fest, dass über Aktien zwar viel Unsinn erzählt wird, die meisten Börsianer aber nur sehr selten bewusst lügen. Sie sind in der Regel von dem, was sie tun, tatsächlich überzeugt, selbst wenn es sich um offensichtlichen Blödsinn handelt. Den Grund hierfür sah Schwed darin, dass viele Börsianer in der Suche nach der Erfolgsformel für das beste Investment sehr oft Trugbildern hinterjagen. Von diesen sind sie aber zumeist völlig überzeugt und verdrängen alles, was ihr Bild stört. Wenn man sich im Nachhinein beispielsweise die Äußerungen durchliest, mit denen ein an sich erfahrener und vielfach erfolgreicher Investor wie Bill Ackman die Geschäftspolitik von Valeant noch vor wenigen Wochen über den grünen Klee gelobt hat, sind diese ein perfekte Illustration für Schweds These.¹¹

Der märchenhafte Aufstieg und absehbare Fall des Börsenstars Valeant ist nicht das erste Beispiel dafür (und wird auch nicht das letzte sein), dass an der Börse Unternehmen mit nicht tragfähigen Geschäftsmodellen hochgejubelt werden – bis an einem Tag der Wahrheit das Kartenhaus in sich zusammenbricht. Es zeigt aber auch, dass es selbstständig denkende Anleger heutzutage im Grunde eigentlich nicht so schwer haben, der Täuschung zu entgehen. Im Fall Valeant hätte ein Blick auf die GAAP-Zahlen im Geschäftsbericht genügt.

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



Botox für die Bilanz:

Bei Pharmaaktien werden tiefe Ertragsfurchen geglättet

Von Karl-Heinz Thielmann

In den vergangenen Jahren hat es sich eingebürgert, dass viele börsennotierte Unternehmen bei ihrer Gewinnberichterstattung zwei unterschiedliche Darstellungen liefern: Eine nach den offiziellen Bilanzierungsrichtlinien IFRS (bzw. GAAP in den USA); sowie eine, die nach Einschätzung des Managements ein zutreffenderes Bild der Ertragskraft vermitteln soll. Diese „Kern-Gewinne“ sind dann um außerordentliche bzw. verzerrende Faktoren berichtigt und sollen Anlegern einen angemessenen Eindruck der Wertgenerierung durch die unternehmerische Aktivität ermöglichen.

Diese Praxis ist in den vergangenen Wochen zunehmend in die Kritik geraten. Vielfach wurde der Vorwurf laut, dass die Berichtigungen weniger dazu dienen, die wahre Ertragskraft darzustellen, als vielmehr dazu, operative Schwächen zu kaschieren. Hierfür war zum einen der (bereits im vorigen Beitrag dargestellte) Fall Valeant verantwortlich, wo die GAAP-Ergebnisse und die veröffentlichten Kern-Gewinne über mehrere Jahre deutlich abwichen. Im Nachhinein haben sich die Gewinnbereinigungen als reine Schönfärberei erwiesen.

Weiterhin haben unabhängige Marktanalysten festgestellt, dass in der vergangenen Berichtssaison an der Wall Street die durchschnittliche Abweichung zwischen Kern-Gewinnen und GAAP-Gewinnen stark angestiegen ist. Nach Berechnungen von Morningside Hill Capital Management hat 2015 bezogen auf den S&P 500 der Kerngewinn von US-Unternehmen die GAAP-Gewinne durchschnittlich um 29,5% übertroffen. In einem relativ normalen Jahr wie 2013 hingegen betrug der Unterschied 9,5%.¹

GAAP und IFRS geben Anlegern ein verzerrtes Bild der Ertragskraft ...

In der Tat gibt es gute Gründe dafür anzunehmen, dass die offiziellen Gewinne nach GAAP bzw. IFRS die Ertragsentwicklung eines Unternehmens gelegentlich verzerrt darstellen. So kann es z. B. zu außergewöhnlichen Belastungen kommen, die dann für einzelne Unternehmen die Ergebnisse eines Geschäftsjahres verderben. Weiterhin gibt es nicht nur Sonderbelastungen, sondern oft auch Sondererträge, z. B. bei Beteiligungsverkäufen. Solche Sonderfaktoren sind aus den Kernergebnissen herauszurechnen, sofern es sich wirklich um Einzelereignisse handelt.

Mit diesen Sonderfaktoren lassen sich zwar einzelne Verzerrungen im Gewinnausweis bei einzelnen Unternehmen begründen. Dies erklärt aber nicht, warum auf Gesamtmarktebene die Differenzen zwischen den einzelnen Gewinnausweisen 1) regelmäßig vorkommen und 2) so groß sind wie 2015.

Ein Hauptgrund für einen dauerhaften Unterscheid zwischen Kern-Gewinnen und GAAP bzw. IFRS-Gewinnen liegt in der Abschreibung von Goodwill und anderen immateriellen Vermögenswerten begründet, die bei GAAP bzw. IFRS nach festen Regeln erfolgt. Doch dies führt manchmal dazu, dass höhere Aufwendungen entstehen, als es tatsächlichen Wertverluste gibt. Warren Buffett hat die Problematik im jüngsten Geschäftsbericht von Berkshire Hathaway folgendermaßen erläutert²:

“... Anleger müssen die Verschiedenartigkeit von immateriellen Vermögenswerten verstehen. Manche werden mit der Zeit völlig wertlos, während andere ihren Wert niemals verlieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bei Software beispielsweise reflektieren die Abschreibungen eine tatsächliche Wertminderung. Beim immateriellen Wert von Kundenbeziehungen hingegen resultieren die Abschreibungen aus Konventionen der Bilanzierung von Akquisitionen, welche aber nicht die ökonomische Realität reflektieren. Bei der Bilanzierung nach GAAP wird nicht zwischen beiden Formen unterschieden. Beide werden als Kosten gebucht, wenn die Gewinne berechnet werden, auch wenn sie sich aus Investorensicht sehr stark unterscheiden.“

Folgt man der Argumentation Buffetts, ist es plausibel anzunehmen, dass nach Akquisitionen die GAAP bzw. IFRS-Zahlen bei Unternehmen die Ertragskraft etwas untertreiben, weil die regelgerechten Abschreibungen auf Markenwerte zu hoch ausfallen. Dies würde erklären, warum die Kerngewinne beim S&P 500 jährlich 1-2% höher sein sollten als die GAAP-Gewinne. Einen Unterschied von ca. 10% für normale Jahre bzw. von fast 30% für 2015 wird so aber bei Weitem nicht gerechtfertigt.

... Angaben zu berichtigen Kern-Gewinnen sind hingegen oft manipuliert und noch irreführender

Warren Buffett liefert in seinen aktuellen Aktionärsbrief nicht nur eine Begründung für berechnete Bereinigungen der GAAP-Zahlen. Er kritisiert ebenfalls die Praxis scharf, dass bei vielen Unternehmen diese Adjustierungen zu hoch ausfallen, weil regelmäßig vorkommende Geschäftsausgaben als „Sonderbelastungen“ verbucht werden. Adjustierungen zur Ermittlung des Kern-Ergebnisses erfolgen dann weit über das von ihm als gerechtfertigt angesehene Maß.

Insbesondere bezeichnet es Buffett als offensichtlich irreführend, wenn erfolgsorientierte Managementvergütungen als Sonderbelastungen verbucht werden. Finanzanalysten spielen für ihn eine große Rolle bei der Fehlleitung von Investoren, wenn sie „wie ein Papagei den Unsinn nachplappern“. Was auch immer diese Analysten als Begründung anführen, sie sind für Buffett „schuldig daran, wenn irreführende Zahlen verbreitet werden, die Anleger täuschen.“³

Auch wenn die Herausrechnung der Managementkompensation besonders fragwürdig ist, so sind andere angebliche Sonderfaktoren in der heutigen Praxis bedeutender, wenn es um das Schönfärben von Kerngewinnen geht. Hierzu zählen insbesondere regelmäßig wiederkehrende Restrukturierungsaufwendungen, die Umdeklarierung von Betriebsausgaben sowie das komplette Herausrechnen von Abschreibungen auf Goodwill bzw. immateriellen Vermögenswerten.

Der Pharmasektor ist Wegbereiter bei der Schönrechnung von Kerngewinnen

Es ist kein Zufall, dass mit Valeant ausgerechnet ein Pharmaunternehmen beim maßlosen Übertreiben der eigenen Ertragskraft ertappt wurde. Seit einigen Jahren schon ist die Tendenz zu beobachten, dass einige Konzerne versuchen, mangelndes organisches Wachstum durch Akquisitionen auszugleichen. Dies ist zwar eine legitime Strategie, ist aber mit Belastungen verbunden, deren öffentliches Eingeständnis am Aktienmarkt als Scheitern angesehen werden könnte – was es ja oft auch ist.

Insofern sind viele Managements der Pharmabranche in den vergangenen Jahren dazu übergegangen, bei der Ermittlung ihrer „Kernergebnisse“ nicht nur echte Sonderfaktoren oder Abschreibungen auf Markenwerte herauszurechnen, sondern auch andere Belastungsfaktoren. Hingegen werden oft tatsächliche außerordentliche Erträge so verbucht, dass sie als operativ erscheinen. So wird alles vermieden, was das schöne Bild eines erfolgreichen Unternehmens stören könnte. Allerdings lassen sich nicht alle Firmen über einen Kamm scheren, wie die folgende Auswertung zeigt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fallbeispiel Roche: regelmäßige außerordentliche Aufwendungen und operative Sondererträge

Wie nur wenige andere Unternehmen hat sich Roche sowohl für Innovationskraft als auch für schweizerische Solidität einen guten Ruf erworben. In der Vergangenheit wurden oft grundlegende Innovationen erreicht, wie z. B. Valium in den 60er Jahren. Der Kauf von Genentech in 2009 verschaffte einen Vorsprung bei der Biotechnologie. Aktuell ist Roche mit den seinen Präparaten Marktführer bei Krebsmedikamenten. Weiterhin besteht eine ausgeprägte Abneigung gegen hohe Verschuldung. Die Produkte sind i.d.R. qualitativ sehr hochwertig, was sich Roche gerne gut bezahlen ist. Deswegen ist das Unternehmen hochrentabel und bei Aktionären beliebt.

Dennoch hat auch der schweizerische Vorzeigekonzern mit Patentabläufen und wachsender Konkurrenz zu kämpfen. Die Preisgestaltung kommt zunehmend unter Druck; in Großbritannien lehnt z. B. der National Health Service NHS die Erstattung von vielen Roche-Medikamenten inzwischen ab, weil diese zu teuer wären.⁴

Auch Roche ist vor einigen Jahren dazu übergegangen, die IFRS-Gewinne um „Sonderfaktoren“ zu bereinigen, um das Kernergebnis zu ermitteln. Hierbei wurde aber bei der Definition von außerordentlichen Faktoren recht großzügig vorgegangen. So sind z. B. seit 2010 durchschnittliche Restrukturierungskosten von ca. 900 Mio. CHF angefallen, die

Konzerngewinn nach IFRS	9.056

Überleitungspositionen (nach Steuern)	
Globale Restrukturierung	868
Abschreibungen auf immaterielles Anlagevermögen	854
Wertminderung von Goodwill und immateriellem Anlagevermögen	49
Beratungskosten Allianzen und Unternehmenszusammenschlüsse	594
Rechts- und Umweltvergleiche	142
Wesentliche Umstrukturierung von Darlehen	248
Abgeltung von Vorsorgeplänen	-4
Normalisierter Steuerertrag aus anteilsbasierten Vergütungsplänen	30

Konzerngewinn auf Basis des Kernergebnisses	11.837

jedes Jahr „außerordentlich“ waren. Abschreibungen auf immaterielle Vermögenswerte und Goodwill wurden grundsätzlich herausgerechnet; unabhängig davon, ob diese ökonomisch ganz oder teilweise berechtigt waren. Auch Beratungskosten bei Akquisitionen (2015: 594 Mio. CHF) zählen für Roche anscheinend zu den ungewöhnlichen Aufwendungen, obwohl sie regelmäßig vorkommen.

Besonders fragwürdig ist, dass Kosten aus Rechts- und Umweltvergleichen sowie Kosten aus der Restrukturierung von Darlehen nicht als operativ relevante Aufwendungen angesehen werden. Den die Kosten aus Rechts- und Umweltvergleichen wiederholen sich nicht nur regelmäßig, sie sind Folgekosten aus früheren operativen Tätigkeiten, stehen damit also in unmittelbarem Bezug zum Geschäft.

Hinter dem Begriff „Restrukturierung von Darlehen“ stehen Aufwendungen für die Rückkäufe alter eigener Anleihen, die durch neue – sehr niedrig verzinste – ersetzt wurden. Roche nutzt damit die aktuelle Zinssituation, um sich günstige Finanzierungskosten in der Zukunft zu sichern. Die zukünftige Ersparnis erhöht in den Folgejahren das Finanzergebnis – was dann das Kernergebnis verbessern wird. Warum aber die Kosten für eine Maßnahme, die das zukünftige Kernergebnis verbessern wird, nicht zum heutigen Kernergebnis gehören sollen, ist logisch nicht nachvollziehbar.

Kurioserweise verbucht Roche echte außerordentliche Erträge wie wiederkehrende betriebliche Einnahmen. So wurde z. B. 2014 der Gewinn am Verkauf der Rechte an Filgrastim in Höhe von CHF 428 Millionen als „Lizenzentnahme“ im operativen Ergebnis ausgewiesen. Dieser Sonderertrag wurde somit 2014 bei der Ermittlung des Kerngewinns nicht vom IFRS-Ergebnis abgezogen.

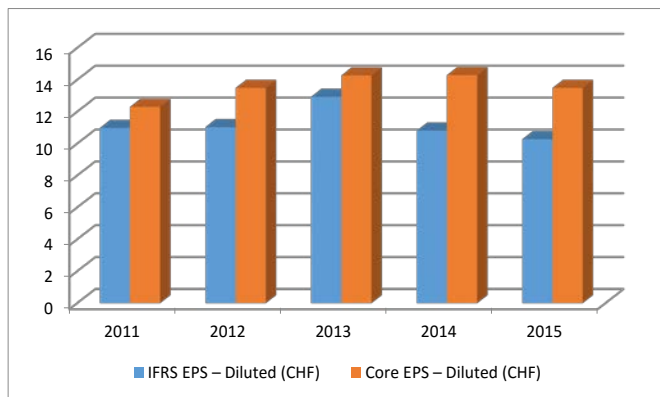
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In der Konsequenz hat die ausschließliche Herausrechnung von Belastungsfaktoren dazu geführt, dass der Gewinn seit 2011 für das Kernergebnis je Titel mit 9,7% anstieg, auf IFRS-Basis aber um 6,4% zurückging.

Weiterhin wurde seit 2011 das Kernergebnis durchschnittlich um 21,6% höher ausgewiesen als das IFRS-Ergebnis je Titel. Deutlich angestiegen ist die Differenz in den vergangenen 2 Jahren

auf 32,2% (2014) bzw. 31,2% (2015). Dies ist gerade für die KGV-Bewertung relevant. Die Titel von Roche werden aktuell bei einem Kurs von 242,50 CHF auf Basis IFRS mit einem KGV (2015) von 23,6 bewertet, was als relativ teuer erscheint. Ein KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne von 18,0 hingegen erscheint zwar auch nicht als billig, aber noch vertretbar.



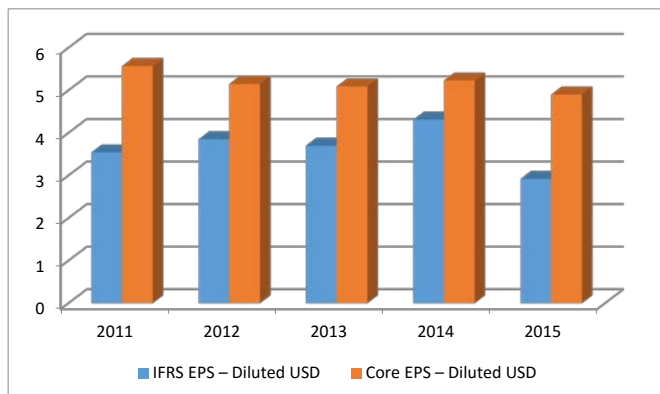
Die führenden Pharmawerte im Vergleich

Im Folgenden wird für eine Auswahl von unterschiedlichen – und bei Anlegern beliebten – Pharmateiln dargestellt, wie sich bei ihnen die angewendeten Gewinn-Bereinigungsmethoden auf die jeweiligen Ergebnisse je Aktie sowie die Veränderungsraten auswirken.

Novartis

Beim schweizerischen Pharmakonzern betrug die durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum IFRS-Gewinn je Aktie 2011-2015 43,6%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 67,8%.

Der Gewinnrückgang (IFRS) war im gleichen Zeitraum 17,5%; bei den Kerngewinnen 12%.

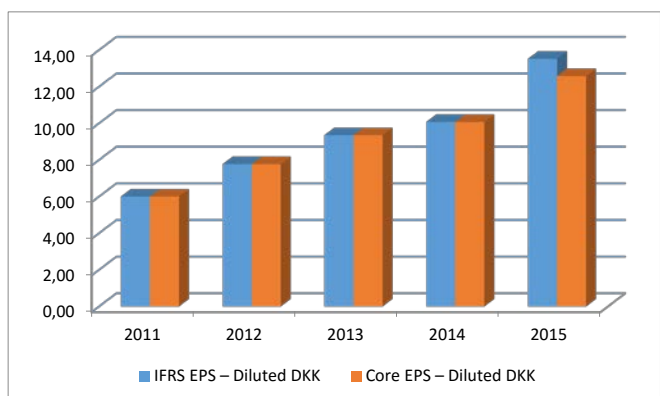


Bei einem aktuellen Kurs von 76,33 US\$ beträgt das KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne 15,1; auf IFRS-Basis 26,1.

Novo Nordisk

Beim dänischen Diabetes-Spezialisten werden die IFRS-Zahlen normalerweise nicht bereinigt. Lediglich 2015 wurde ein Sonderertrag herausgerechnet.

Die Gewinne (IFRS) konnten 2011-2015 um 125,3% gesteigert werden; bei den Kerngewinnen um 109,7%.



Zum Kurs von 362,9 DKK beträgt das KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne 28,8; auf IFRS-Basis 26,8.

Mit ruhiger Hand

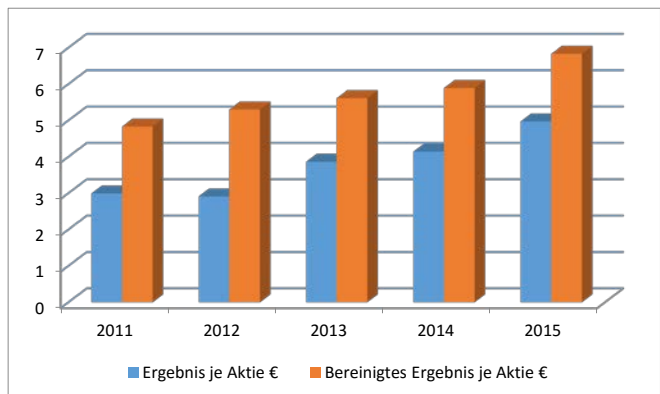
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bayer

Der Leverkusener Chemie- und Pharmakonzern hatte zwischen 2011 und 2015 eine durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum IFRS-Gewinn je Aktie von 53,7%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 37,4%.

Die Gewinne (IFRS) konnten im gleichen Zeitraum um 66,2% gesteigert werden; bei den Kerngewinnen um 41,4%.

Zum Kurs von 100,75€ beträgt das aktuelle KGV (2015) auf Kerngewinn-Basis 14,8; auf IFRS-Basis 20,3.

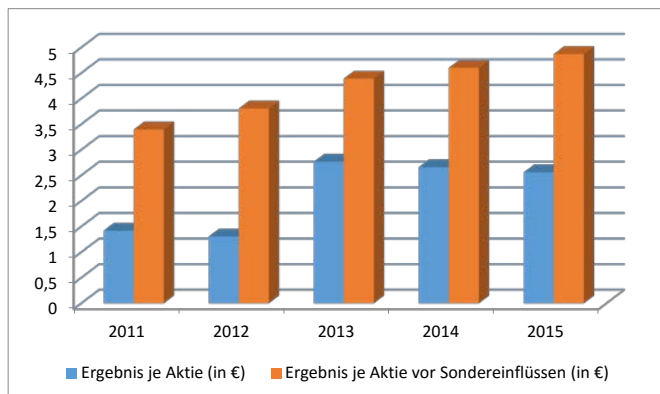


Merck (D)

Beim Darmstädter Pharma- und Spezialchemiekonzern betrug 2011-2015 die durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum IFRS-Gewinn je Aktie 90,2%. Im letzten Geschäftsjahr war der Aufschlag 110,5%.

Die Gewinnsteigerung (IFRS) war im gleichen Zeitraum 80,3%; bei den Kerngewinnen 43,4%.

Zum Kurs von 82,07 € beträgt das aktuelle KGV (2015) auf Kerngewinn-Basis 16,9; auf IFRS-Basis 32,1.

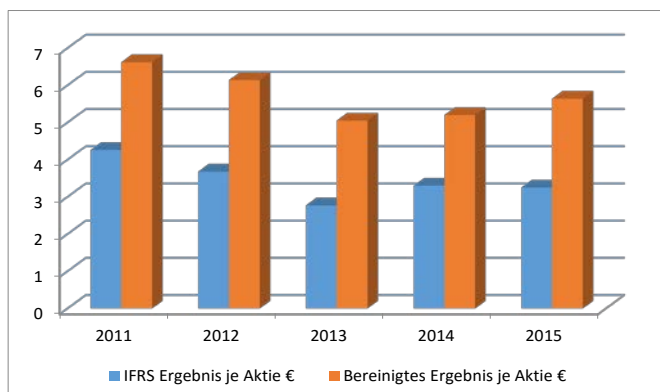


Sanofi

Der französische Pharmakonzern hatte zwischen 2011 und 2015 eine durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum IFRS-Gewinn je Aktie von 67,1%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 73,5%.

Der Gewinnrückgang (IFRS) war im gleichen Zeitraum 23,7%; bei den Kerngewinnen 14,8%.

Zum Kurs von 77,8 € beträgt das aktuelle KGV (2015) auf Kerngewinn-Basis 12,8; auf IFRS-Basis 22,2.



Mit ruhiger Hand

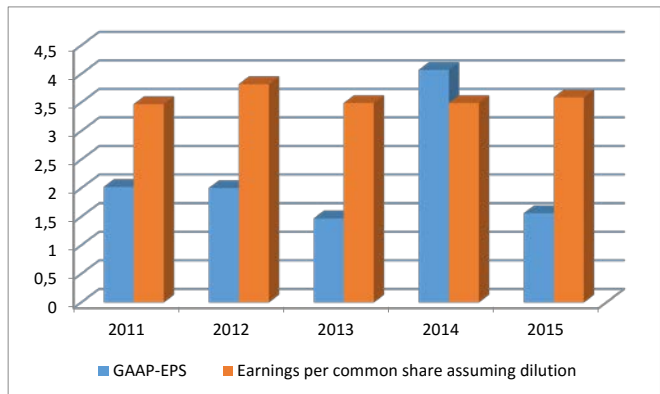
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Merck (USA)

Beim US-amerikanischen Pharmakonzern betrug 2011-2015 die durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum GAAP-Gewinn je Aktie 83,2%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 130,1%.

Der Gewinnrückgang (GAAP) war im gleichen Zeitraum 22,8%; bei den Kerngewinnen wurde ein Gewinnanstieg um 3,5% erzielt.

Zum Kurs von 54,84 US\$ beträgt das aktuelle KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne 15,3; auf GAAP-Basis 35,2.

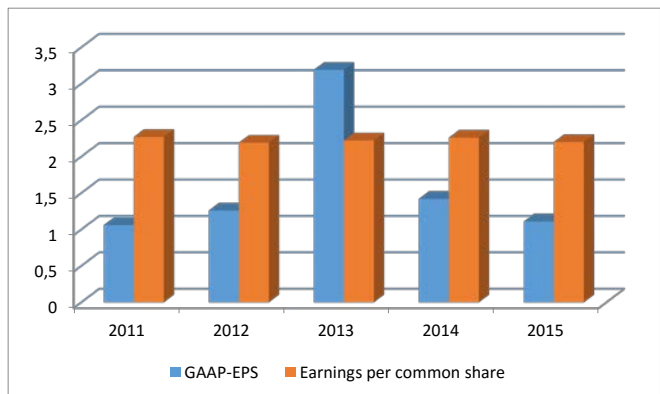


Pfizer

Der nach dem Umsatz größte Pharmakonzern der Welt hatte in den Jahren 2011-2015 eine durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum GAAP-Gewinn je Aktie von 63%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 98,2%.

Der Gewinn je Aktie laut GAAP konnte im gleichen Zeitraum um 4,7% gesteigert werden; der Kerngewinn ging hingegen um 3,1% zurück.

Zum Kurs von 32,7 US\$ beträgt das aktuelle KGV (2015) auf Kerngewinn-Basis 14,9; auf GAAP-Basis 29,5.

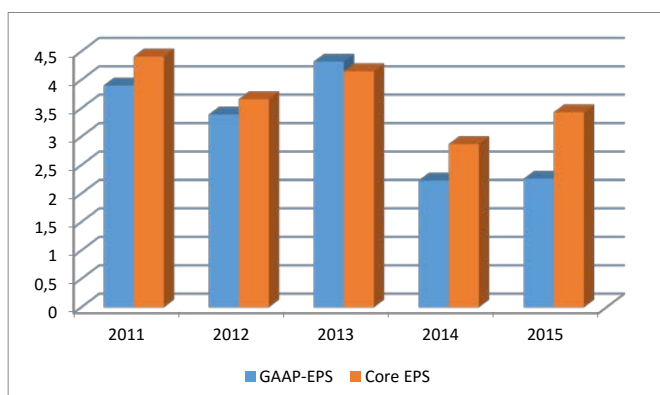


Lilly (früher Eli Lilly)

Beim US-Unternehmen weichen erst in den letzten 2 Jahren GAAP- und Kerngewinne stärker voneinander ab. Die durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum GAAP-Gewinn je Aktie 2011-2015 betrug deshalb nur 19,5%. Im letzten Geschäftsjahr war der Aufschlag 51,8%.

Der Gewinnrückgang (GAAP) war im gleichen Zeitraum 42,1%; bei den Kerngewinnen 22,2%.

Zum Kurs von 75,53 US\$ beträgt das KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne 22,0; auf IFRS-Basis 33,4.



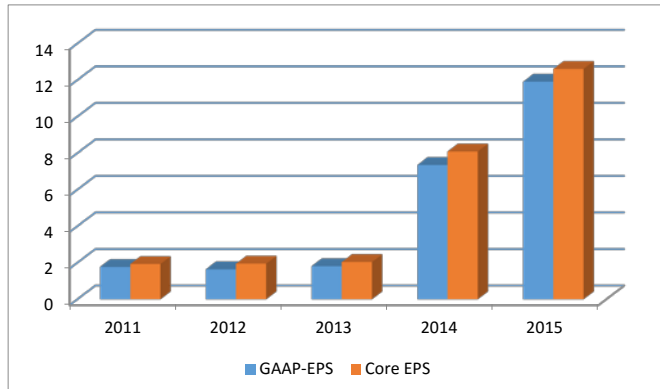
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Gilead

Die auf Virenbekämpfung spezialisierte Biotechnikfirma hatte zwischen 2011-2015 eine durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum GAAP-Ergebnis je Aktie von 11,3%. Im letzten Geschäftsjahr betrug der Aufschlag 5,9%.

Die Gewinnsteigerung je Aktie (GAAP) war im gleichen Zeitraum 572,9%, bei den Kerngewinnen je Aktie 553,4%.

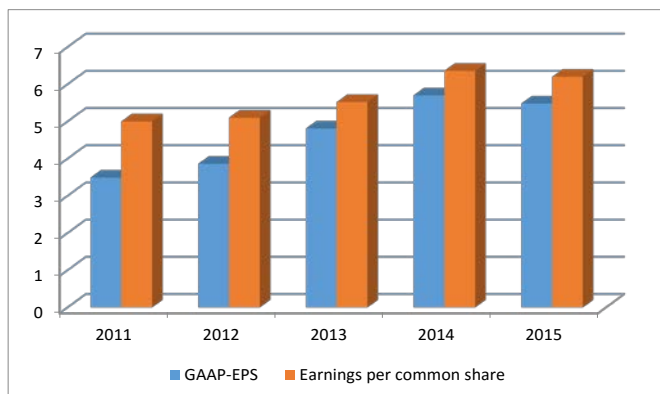


Zum Kurs von 88,21 US\$ beträgt das KGV (2015) auf Basis der Kerngewinne 7,0; auf IFRS-Basis 7,4.

Johnson & Johnson

Der in verschiedenen Bereichen des Gesundheitswesens tätige Konzern hatte vor allem 2011 und 2012 stärkere Abweichungen in den verschiedenen Ergebnisausweisen zu verzeichnen.

Die durchschnittliche Prämie vom Kerngewinn je Aktie zum GAAP-Gewinn je Aktie betrug 2011-2015 23%. 2015 betrug der Aufschlag 13,1%.



Die Gewinnsteigerung (GAAP) je Aktie war im gleichen Zeitraum 57%; bei den Kerngewinnen 24%.

Zum Kurs von 112,08 US\$ beträgt das KGV (2015) auf Kerngewinn-Basis 18,1; auf GAAP-Basis 20,5.

Fazit: Die Gewinne der Pharmaindustrie sind vielfach besorgniserregend stark schöngefärbt

Nicht jede Berichtigung des IFRS- bzw. GAAP-Gewinnes verzerrt die Aussagekraft für Anleger. Allerdings haben die 11 in dieser Analyse betrachteten Firmen in den vergangenen 5 Jahren Kernergebnisse ausgewiesen, die jährlich im Durchschnitt 45% über ihren jeweiligen IFRS- bzw. GAAP-Zahlen lagen. Eine derart gravierende Abweichung lässt sich nicht mehr durch „Sonderfaktoren“ erklären, sondern nur durch massive schöngfärberische Manipulation zumindest bei einem Teil der angesprochenen Unternehmen. Lediglich bei Gilead, Novo Nordisk und Johnson & Johnson sind die Abweichungen in einem tolerablen Rahmen bzw. größere Differenzen auf wenige Jahre beschränkt.

Es ist kein Zufall, dass es ausgerechnet die beiden aufstrebenden Pharmakonzerne der vergangenen Jahre – Novo Nordisk und Gilead – auch die geringsten Abweichungen zwischen IFRS- bzw. GAAP-Gewinnen einerseits und Kerngewinnen andererseits aufweisen. Sie sind am Markt erfolgreich und benötigen keine Trickereien, um Investorenerwartungen zufrieden zustellen. Im Gegensatz hierzu scheinen sich einige der traditionellen Branchengrößen immer mehr darauf zu verlassen, dass Anleger ihnen auch schlechte Ergebnisse abnehmen, wenn sie schöngerechnet werden. Im Moment funktioniert dies noch. Allerdings zeigen Erfahrungen aus der Vergangenheit, dass ein solches Vorgehen die Marktposition nicht sichert, sondern im Endeffekt die Probleme nur schlimmer macht.

Europäische Großbanken im Kampf gegen die Zeit

Von Karl-Heinz Goedeckemeyer

Die Aktien europäischer Großbanken sind infolge des sich verschlechternden Umfelds im Finanzsektor deutlich unter Druck geraten. Durch den hohen Regulierungsdruck sowie drohende Pleiten im Energie- und Rohstoffsektor verstärkten sich unter Investoren Zweifel, ob die Geschäftsmodelle vieler Banken vor dem Hintergrund negativer Zinsen noch tragfähig sind. Besonders stark unter dem Abgabedruck gerieten die Titel der Deutschen Bank, Credit Suisse und Barclays. Alle Institute haben in der Vergangenheit durch Sonderfaktoren (vornehmlich Aufwendungen für Rechtsstreitigkeiten) zum Teil hohe Verluste ausweisen müssen. Auch unter Ausklammerung dieser Aufwendungen ist die Profitabilität aufgrund der durchwachsenden operativen Ergebnisse der Banken unzureichend. Als Folge der Skandale und der damit einhergehenden Unzufriedenheit der Investoren mussten die Vorstandsvorsitzenden von Deutscher Bank, Credit Suisse und Barclays ihren Stuhl räumen. In der Zwischenzeit haben die neuen Chefs – John Cryan (Dt. Bank), Tidjane Thiam (Credit Suisse) sowie James E. Staley (Barclays) – ihre Restrukturierungs- und Strategiepläne offen gelegt.

Gemeinsam ist allen Instituten der Wille, den innerbetrieblichen Strukturwandel voranzutreiben, wenig rentierliche Geschäftszweige abzustoßen, die Kapitaldecken zu erhöhen, Komplexität zu reduzieren sowie Kosten (Jobs) abzubauen. Da das Marktumfeld – vor allem im Investmentbanking – unverändert herausfordernd und die Situation an den Finanzmärkten durch Tail-Risks wie z. B. BREXIT oder China (Konjunkturrisiko) weiterhin fragil ist, bleibt den neuen CEOs nicht viel Zeit, die anvisierten Strategiepläne konsequent umzusetzen.

Ob der Umbau gelingt, hängt auch von den Mitarbeitern der Banken ab. Diese sind aufgrund der Meldungen zum Stellenabbau, niedrigerer Vergütungen und der Kritik ihrer Vorstände durchweg demoralisiert. Da die Pläne zur Kostensenkung von den betreffenden Banken bisher nur zaghaft umgesetzt wurden, bleibt abzuwarten, ob die Institute ihre Zusagen einhalten werden. Im anderen Fall dürften sie vom Kapitalmarkt abgestraft werden.

Somit bleibt abzuwarten, ob die Hoffnungen der Vorstände aufgehen, am Ende des Strategieprozesses eine schlankere, schlagkräftige Bank zu formen, um den Investoren jene Renditen zu liefern, die die amerikanischen Wettbewerber seit längerer Zeit generieren. Schon so oft haben Umstrukturierungen und Schrumpfkuren nicht zum erhofften Ergebnis geführt. Hinzu kommt, dass die im Umbau befindlichen Banken ihre Kapitaldecke - zumindest mittelfristig - nur schwerlich durch einbehaltene Gewinne aufbessern können. Daher könnten die Institute ihre Aktionäre ein weiteres Mal zur Kasse bitten, um auf Touren zu kommen. Eine Kapitalerhöhung kann aber nur derjenige anstoßen, der mit einer überzeugenden Strategie aufwartet.

Die Jahresabschlüsse 2015 sind ein Spiegelbild der auseinanderlaufenden Gewinnentwicklungen

Die Geschäftsentwicklung der europäischen Banken im abgelaufenen Jahr verlief nicht gleichförmig. Während Großbanken wie Santander (Nettoergebnis: 6,6 Mrd. Euro), BBVA (2,6 Mrd. Euro), BNP Paribas (6,7 Mrd. Euro) und Société Générale (4,0 Mrd. Euro) ihre Gewinne für das Geschäftsjahr 2015

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

deutlich steigern oder auf hohem Niveau stabilisieren konnten, mussten die stark im Umbau befindenden Institute zum Teil hohe Verluste hinnehmen. So beliefen sich die Nettoverluste bei der Deutschen Bank auf 6,7 Mrd. Euro; Credit Suisse verlor 2,9 Mrd. CHF und Barclays 0,4 Mrd. Pfund. Dass sich konsequente Restrukturierungen durchaus für die Aktionäre auszahlen können, hat die UBS im letzten Jahr eindrucksvoll bewiesen. So konnte die Bank ihr Jahresergebnis 2015 gegenüber dem Vorjahr um fast 80% auf 6,2 Mrd. CHF verbessern.

Herausforderung Investmentbanking

Nachdem bereits mehrere Großbanken, darunter die Deutsche Bank, Credit Suisse und UBS, angekündigt haben, dass die Erträge aus dem Kapitalmarktgeschäft im ersten Quartal vergleichsweise gering sein werden, zeigen auch die Ergebnisse einzelner US-Großbanken, dass die führenden europäischen Institute wohl mit zweistelligen Ergebnisrückgängen im ersten Quartal aufwarten werden. Zwar zeigte sich das Management von Morgan Stanley in der Analystenkonferenz optimistisch, dass das zweite Quartal besser verlaufen wird. Gleichzeitig wurde aber gewarnt, dass die Ziele für 2016 und 2017 gefährdet sein könnten. Aufgrund schwacher Erträge im Sales & Trading sank der Nettogewinn im ersten Quartal auf 1,1 Mrd. USD nach 2,4 Mrd. USD im Vorjahr¹. Auch Goldman Sachs (GS) musste im ersten Quartal 2016 einen heftigen Umsatzeinbruch um 40% auf 6,3 Mrd. USD hinnehmen. Vorsteuer- und Nettogewinn sanken jeweils um 60% auf 1,6 Mrd. USD bzw. 1,1 Mrd. USD².

Festzustellen ist, dass die schwierigen Marktkonditionen im Aktien- und Anleihegeschäft die Quartalsergebnisse der sogenannten europäischen GTUBs (Global Trading and Universal Banks) beeinträchtigen werden. Dies Entwicklung wird insbesondere die Institute treffen, die derzeit ihre Kapitalmarktaktivitäten restrukturieren – also Barclays, Credit Suisse und die Deutsche Bank, weil diese ihre nicht-strategischen Aktiva weniger zügig abbauen können. Die anderen GTUBs BNP Paribas, HSBC Holdings, Société Générale und UBS Group dürften davon weniger stark betroffen sein.

Insgesamt dürften die Erträge im globalen Investmentbanking ausgehend vom Top im Jahr 2009 bei 207 Mrd. USD auf 139 Mrd. USD im Jahr 2018 zurückgehen³. Die die Einnahmen aus den Segmenten des Anleihegeschäfts (FICC) wohl am stärksten von den derzeitigen ungünstigen Marktbedingungen betroffen sind, dürften die Deutsche Bank mit einem FICC-Anteil etwa 52% an den gesamten Investmentbanking-Einnahmen darunter stärker leiden als die Credit Suisse mit 37% und Barclays mit 40%. Hinzu kommt, dass die Deutsche Bank nur 19% ihrer Einnahmen im klassischen Investmentbanking wie M&A, Equity und Debt-Underwriting generiert, während CS mit 23%, Barclays mit 27% oder UBS auf einen Anteil von 29% kommen.

Flucht aus Bankwerten - kräftige Kurseinbußen

Angesichts der unbefriedigenden Ergebnisse kann nicht verwundern, dass auch die Aktienkurse der betreffenden Banken seit dem Sommer über 40% gefallen sind. Dagegen haben die Indizes, in denen die Institute vertreten sind, in den jeweiligen Zeiträumen besser abgeschnitten, wenngleich auch sie Kursverluste hinnehmen mussten. Insgesamt ist festzustellen, dass nicht nur die in dieser Analyse erwähnten Institute, sondern auch der europäische Bankenindex (Stoxx 600 Banks) in den letzten Monaten relativ zum Gesamtmarkt stark eingebrochen ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kursentwicklung von bis	01.01.2011 29.04.2016	01.07.2015 29.04.2016
Deutsche Bank	-55,7%	-41,6%
Credit Suisse €	-54,0%	-45,9%
Barclays €	-23,5%	-41,1%
<i>zum Vergleich:</i>		
<i>STOXX EUROPE 600 Index</i>	<i>23,3%</i>	<i>-11,8%</i>
<i>STOXX EUROPE 600 Banks Index</i>	<i>-22,9%</i>	<i>-29,8%</i>

Ungünstige Marktbedingungen zwingen die Banken zu einem weiteren Umbau ihrer Geschäftsmodelle und zu umfassenderen Kostensenkungsprogrammen

Die ungünstigen Marktbedingungen im vierten Quartal 2015 und das noch weiter verschlechterte Marktumfeld im ersten Quartal 2016 zwingen die Banken dazu, ihr Geschäftsmodell weiter anzupassen, die Kapitalmarktaktivitäten noch mehr zu reduzieren oder sich aus bestimmten Regionen zu verabschieden. Credit Suisse, Deutsche Bank und Barclays werden wohl weitere Einschnitte in ihrem Kapitalmarktgeschäft vornehmen müssen, um die Kosten-Ertragsrelation den aktuellen Marktverhältnissen anzupassen. Das gleiche trifft auch auf Institute wie HSBC, RBS und Standard Chartered zu. UBS hatte diesen Prozess schon früher begonnen und steht damit jetzt weniger unter Druck. Mit Blick auf die Einbrüche im Investmentbanking im ersten Quartal 2016 kommen für diese Banken die derzeitigen Restrukturierungen zur Unzeit. Falls die Folgemonate ähnlich schwach werden, stehen insbesondere den Investmentbankern weitere Sparrunden bevor.

Deutsche Bank

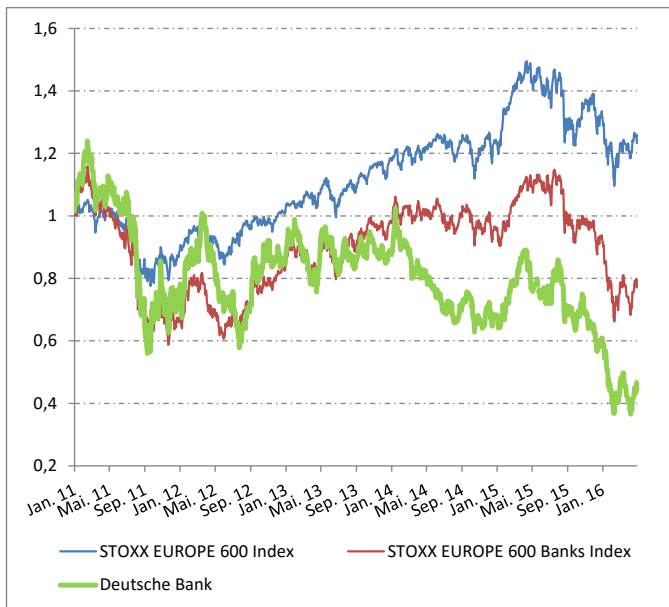
Die Deutsche Bank befindet sich in einer tief greifenden Restrukturierung mit erheblichen Auswirkungen auf den Konzern: Wechsel nahezu des gesamten Vorstandes, eine neue Aufbauorganisation ab dem ersten Quartal 2016, neue Compliance- und Entscheidungsstrukturen, beschleunigte Bilanzsummenreduktion und Postbank-Entkonsolidierung. Vieles, was in den letzten Jahren installiert und proklamiert wurde, steht nunmehr zur Disposition.

Statt zu wachsen und verlorene Marktanteile zurückzugewinnen, schwört der neue CEO John Cryan die Stakeholder auf einen Schrumpfungskurs ein. Sein Credo lautet Optimierung. Dafür nimmt er auch in Kauf, vorerst global an Bedeutung zu verlieren. Hier stellt sich jedoch die Frage, wie der Engländer das sinkende Schiff wieder auf Kurs bringen will. Eine schlüssige Strategie, womit die Bank in Zukunft Geld verdienen will, ist Cryan bislang schuldig geblieben. Auch im Aufsichtsrat herrschte bisher tiefe Uneinigkeit, wie der abrupte Abgang von Georg Thoma aus diesem Gremium vor wenigen Tagen zeigt. Er war Vorsitzender des Integritätsausschusses und unter anderem für die Aufarbeitung von Skandalen zuständig. Hierbei ist er auf starken internen Widerstand gestoßen.

Vergleichbar mit vielen anderen europäischen Instituten hat auch die Deutsche Bank vor allem in Investmentbanking Marktanteile verloren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage



Trotz der Sparrunden soll die Bank Zeitungsberichten⁴ zufolge Neueinstellungen im Aktienhandel planen. Die kommenden Ergebnisse werden zeigen, ob die Ertragsschwäche der Investmentbank strukturell oder temporär ist. Vor dem Hintergrund der Umbrüche im Investmentbanking und der unsicheren Lage an den Finanzmärkten dürfte es der Deutschen Bank schwerfallen, auskömmliche Gewinne in diesem Geschäftszweig zu verdienen. Fakt ist, dass die Deutsche Bank ohnehin nur noch in Europa bzw. Deutschland eine führende Rolle im Investmentbanking hat, währenddessen die US-Großbanken sowohl auf ihrem Heimat-

markt als auch zum Teil in Asien die vordersten Plätze in den League Tables einnehmen.⁵ Immerhin treibt Cryan auch in dieser Sparte den Umbau mit dem Verkauf von Alex Brown in den USA voran. Als Konsequenz daraus sollte die Deutsche Bank ihre globalen Kapitalmarktaktivitäten zurückfahren und die Ressourcen in den Ausbau des Europageschäfts stecken.

Lichtblick Asset Management

Dem allgemeinen Verdruss scheint sich die Asset Management-Sparte zu widersetzen. Gemäß einer Investorenpräsentation⁶ sammelte die Fondssparte DWS sowie die Wealth Management-Division im vergangenen Jahr 29 Mrd. Euro frisches Geld ein, davon allein 20 Mrd. Euro in Europa. Zudem wurde der Vorsteuergewinn im Vergleich zum Vorjahr um 23% verbessert und der Nachsteuer-RoTE auf 35,6% gesteigert. Offensichtlich haben die schlechten Nachrichten aus der Zentrale das Fondsgeschäft kaum gebremst.

Gemäß einem in 2015 vorgelegten Strategiepapier⁷ beabsichtigt die Deutsche Bank bis 2018 rund 9.000 Vollzeitstellen abzubauen, wobei die Hälfte davon auf das Privatkundengeschäft entfallen soll. Daneben ist geplant, sich von rund 6.000 externen IT-Mitarbeitern zu trennen. Insgesamt soll die Kostenbasis bis 2018 unterhalb von 22 Mrd. Euro sinken, um die Aufwandsquote (CIR) auf etwa 70% zu drücken. Per Ende 2015 wies die Bank in ihrer Strategie-Präsentation noch Kosten von 25 Mrd. Euro aus. Inklusiv der Postbank-Dekonsolidierung rechnet der Vorstand mit einer Reduzierung der Nettokosten im Zeitraum 2015-2018 von 4,4 Mrd. Euro. Die Kostenziele des Instituts könnten durch-

Deutsche Bank: Segmentergebnisse (nach neuer Struktur)		
2015 vs 2014, in Mio. Euro		
	VSt-Gewinn 2015	VSt-Gewinn 2014
Global Markets	-1.984	1.750
Corporate & Investment Banking	1.442	2.307
Private, Wealth & Commercial Clients	-778	1.066
Dt. Asset Management	854	770
Postbank	-2.596	-123
Non-Core Operations Unit	-2.265	-2.419
Consolidation & Adjustments	-770	-235
VSt-Gewinn adj	-6.097	3.116
Steuern	-675	-1.425
Nettoverlust	-6.672	1.691

Quelle: Deutsche Bank Financial Data Supplement

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

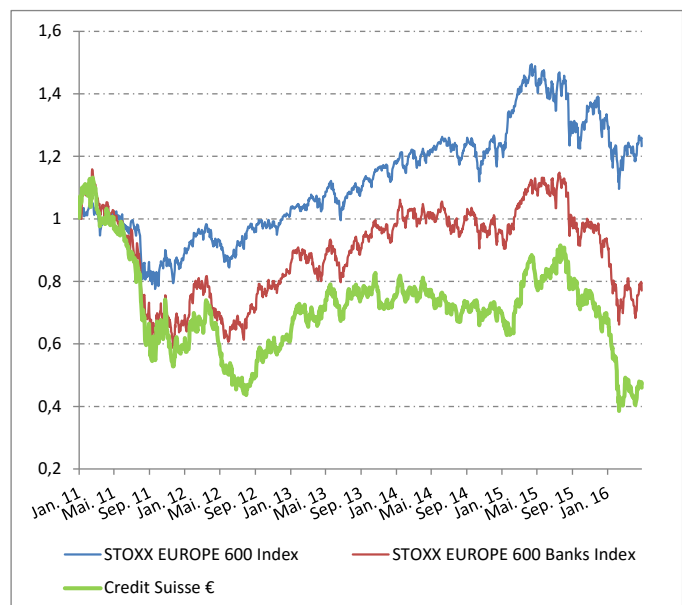
aus ambitionierter sein. Die Restrukturierungskosten werden mit 3,0-3,5 Mrd. Euro veranschlagt.⁷

Neue Reportingstruktur erhöht die Transparenz

Die Deutsche Bank hat ihre Quartals- und Jahresergebnisse 2015 in einer neuen Segmentstruktur veröffentlicht. Die neue Struktur gliedert sich im Einklang mit der Strategie 2020 in die Bereiche Global Markets, Corporate & Investmentbanking, Private Wealth & Commercial Clients, Asset Management und Postbank. Die neue Struktur ist zu begrüßen, da Investoren sich erstmals einen Überblick über die Rentabilität der einzelnen Segmente verschaffen. Dies erhöht ebenfalls die Vergleichbarkeit mit anderen Instituten.

Credit Suisse

Im März 2016 hat die Credit Suisse angekündigt, ihre Umstrukturierung beschleunigen zu wollen. Dabei soll insbesondere die Fixkostenbasis zu verringert und der Umfang der Division Global Markets in Nord- und Südamerika sowie in Europa reduziert werden. In der Division Global Markets hatte die Kombination aus einer hohen und unflexiblen Kostenbasis, Engagements in illiquiden Beständen im Fixed Income Bereich, niedriger Kundenaktivität und schwierigen Marktbedingungen zu einem enttäuschenden Finanzergebnis im vierten Quartal 2015 geführt.⁸ Auch für das erste Quartal 2016 erwartet die Bank ein negatives Ergebnis in Global Markets. Gleichzeitig hat Credit Suisse ihr Kostenreduktionsziel für 2018 (bezogen auf die Bruttoeinsparungen) von 3,5 Mrd. CHF auf mindestens 4,3 Mrd. CHF erhöht. Damit soll die absolute operative Kostenbasis bis 2018 auf unter 18 Mrd. CHF von 19,8 Mrd. CHF 2015 sinken.⁸ Zudem sollen die Risikoaktiva des Bereichs 2016 von 85 Mrd. USD auf 60 Mrd. USD und das Leverage Exposure von 380 Mrd. USD auf 290 Mrd. USD reduziert werden.⁸ Darüber hinaus sollen im laufenden Jahr Vermögenswerte und Geschäftsbereiche im Umfang von mehr als 1,0 Mrd. CHF veräußert werden um die Quote des harten Kernkapitals (CET1) im Bereich 11 % bis 12 % zu hieven.⁸



Durch den Abbau will Credit Suisse die Volatilität der Ergebnisse dieses Bereichs verringern und die risikoadjustierte Rentabilität verbessern. Den Reduzierungen in der Division Global Markets steht weiteres geplantes Wachstum in den operativen Bereichen Swiss Universal Bank, Asia Pacific und International Wealth Management gegenüber. Das beabsichtigte teilweise IPO der Swiss Universal Bank wird weiterhin für 2017 geplant.⁸

Bereits zum dritten Quartal 2015 hat die Bank ein Maßnahmenpaket zur strategischen, strukturellen und organisatorischen Neuausrichtung bekannt gegeben. Dabei werden drei neue, regional ausge-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

richtete Divisionen geschaffen: Schweiz, APAC (Asien-Pazifik) und International Wealth Management (IWM) - und zwei globale Divisionen – Global Markets und Investment Banking & Capital Markets – geschaffen.⁹

Gute Position in der Region Asia-Pacific

Im vergangenen Jahr verbuchte die Bank einen Verlust von 2,9 Mrd. Euro. Neben der Investmentbank waren dafür auch die Aufwendungen der strategischen Abwicklungseinheit (Strategic Resolution Unit), die für die effektive Abwicklung der Segmente zuständig ist verantwortlich.

Operativ scheint die Credit Suisse im Wealth Management und der Swiss Universal Bank gut unterwegs zu sein, was auch die Ergebnisse des Gesamtjahres belegen. Ein großes Wachstumsmomentum erhofft sich die CS auch in der Region Asia-Pazifik wo die Bank - gemessen an den verwalteten Vermögen - den dritten Platz hinter UBS und Citi einnimmt. Ähnlich wie bei der UBS steuern diese Segmente den Großteil zu der Profitabilität der Bank bei.

Grundsätzlich sollte sich das Risikoprofil bei erfolgreicher Umsetzung der neuen Strategie verbessern.

Davon wird auch abhängen, ob die Schweizer ihre durchaus ambitionierten Ertragsziele der operativen Einheiten (Vorsteuerergebnis: Schweiz 2,3 Mrd. CHF, Wealth Management 2,1 Mrd. CHF und Asia/Pacific 2,1 Mrd. CHF) erreichen werden. Bis Ende 2015 war bei der Credit Suisse lediglich von einem Abbau von 4.000 Stellen die Rede gewesen. Dem Unternehmen zufolge sollen weitere 2.000 Jobs gestrichen werden, die vor allem das Handelsgeschäft betreffen. Von den rund 6.000 Stellen seien bereits 2.800 abgebaut worden. Bislang wurde das Restrukturierungsprogramm vom Markt sehr kritisch beäugt. In diesem Kontext bleibt abzuwarten ob die Großaktionäre (unter anderem die Qatar Holding und die Olayan Group mit jeweils 5%) aus den Nahen Osten weiterhin hinter dem Management rund um Chef Tidjane Thiam stehen werden. Für die am 29.4. stattgefundene Hauptversammlung empfahlen Stimmrechtsberater wie Ethos den Aktionären, Vorstand und Verwaltungsrat die Entlastung wegen überzogener Vergütungsansprüche zu verweigern.¹⁰ Dennoch kam es zur Entlastung, stimmten nur 18 % der Aktionäre gegen die kurzfristigen Boni für 2015, knapp 15 % gegen die Fixgehälter.

Credit Suisse: Segmentergebnisse (nach neuer Struktur)		
2015 vs 2014, in Mio. CHF		
	VSt-Gewinn 2015	Vst-Gewinn 2014
Swiss Universal Bank	1.659	1.976
International Wealth Management	709	1.212
Asia Pacific	377	900
Global Markets	-1.944	2.657
Investm. Bkg & Capital Markets	-353	508
Strategic Resolut. Unit	-2.510	-3.573
Anpassungen	-876	-719
Nettoverlust	-2.938	2.961

Quelle: CS Geschäftsbericht 2015

Barclays PLC

Auch die Ergebnisse der britischen Barclays PLC werden seit geraumer Zeit von Sonderfaktoren beeinträchtigt. Auf das schwierige Marktumfeld und erhöhten regulatorischen Anforderungen reagierte die Bank bereits im Jahr 2015 mit einer umfassenden Neuausrichtung. Im Oktober 2015 übernahm James E. Staley den Job von Anthony Jenkins, der infolge des Liborskandals zurückgetreten ist. Als Folge des Wechsels an der Konzernspitze wurde der Sparkurs vor allem in der Investmentbank wei-

Mit ruhiger Hand

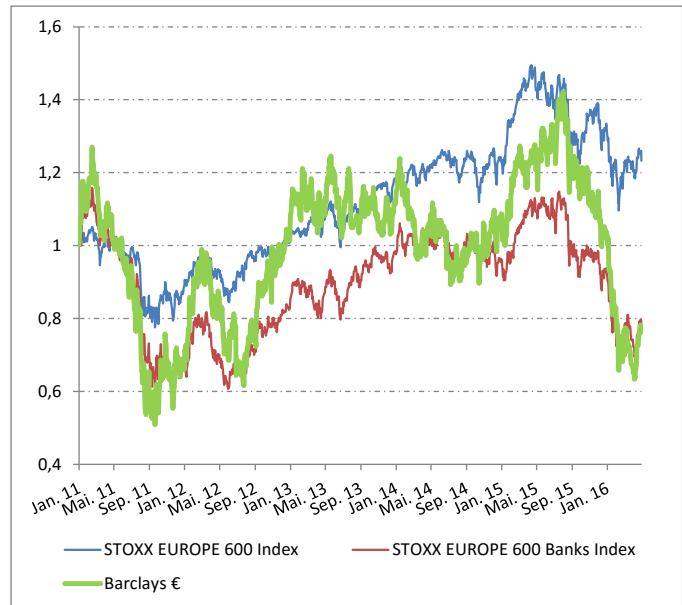
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ter verschärft. Jenkins musste auch deshalb gehen, weil dem Verwaltungsrat der Konzernumbau zu langsam ging. Nachdem bereits im Jahr 2014 14.000 Jobs gestrichen wurden, soll die Beschäftigtenanzahl bis Ende 2016 auch aufgrund von Assetverkäufen um weitere 5.000 gesenkt werden. Die Kosten will die Bank von 15,8 Mrd. GBP per Ende 2015 auf 12,8 Mrd. GBP reduzieren, um die Aufwandsquote (CIR) unterhalb von 60% zu bringen.¹¹

Unterdessen hat Barclays die Risikoaktiva des Non-Core von ursprünglich 115 Mrd. GBP per Ende 2015 auf 28,7 Mrd. GBP reduzieren können. Damit stellen sie noch rund 13% der gesamten Konzernrisikoaktiva (RWA). Insbesondere in der IB wurde wurden rund 30% der konzernweiten RWA reduziert. Mit Wirkung vom 1. Januar 2016 transferierte Barclays zusätzliche Aktivitäten (Risikoaktiva: rund 8 Mrd. GBP) auf Non-Core, zum Beispiel die Vermögensverwaltung in den USA und in Asien sowie das südeuropäische Kreditkartengeschäft. Ziel ist es dennoch, diese bis Ende 2017 auf 20

Mrd. GBP zu verringern. Auch in der Kernbank wurden Risikoaktiva im Zeitraum 2013-2015 von 442 Mrd. auf 358 Mrd. Pfund reduziert, wodurch sich das CET 1 Ratio auf 11,4% (2013: 9,1%) erhöhte.¹¹

Die vergleichsweise schwache Kapitalposition soll durch die geplante Dekonsolidierung der Barclays Africa Group von derzeit 62% auf unter 20% sowie einer verringerten Ausschüttung ausgeglichen werden. Letztlich soll durch den Teilverkauf auch die Konzernstruktur vereinfacht werden. Unter der Holding Barclays PLC werden in der zukünftig gesondert abgeschirmten (ring-fenced) Barclays UK (Personal Banking, Barclaycard UK, Business Banking und Wealth/ca. 70 Mrd. GBP RWA) die britischen Retailaktivitäten zusammengefasst. Daneben wird es Barclays Corporate & International geben, in der die sonstigen Aktivitäten in Großbritannien und in den USA (Corporate and Investment Bank, Payments and Merchant Acquiring, Barclaycard und Wealth International/ca. 195 Mrd. GBP



Barclays: Segmentergebnisse		
2015 vs 2014, in Mio. GBP		
	Vst-Gewinn 2015	Vst-Gewinn 2014
Barclaycard	1.634	1.339
Investmentbank	1.611	1.377
Personal & Corp. Banking	3.040	2.885
Africa Banking	979	984
Head Office	-402	97
Kernbank	6.862	6.682
Non-Core	-1.459	-1.180
Vst-Gewinn, adjusted	5.403	5.502
Sonderaufwendungen		
& Steuern	-5.797	-5.676
Netto-Verlust	-394	-174

Quelle: Barclays Präsentation GJ 2015

RWA) geführt werden. Und schließlich werden unter der Holding noch BAGL und Non-Core geführt.¹¹

In der Investmentbankingsparte, die seit vielen Quartalen unter rückläufigen Erträgen leidet, fiel im vierten Quartal ein Vorsteuerverlust von 146 Mio. GBP an. Im Gesamtjahr 2015 konnte die Sparte dennoch einen Gewinn von 1,6 Mrd. GPB ausweisen, nach 1,4 Mrd. GBP im Vorjahr.¹¹

Künftig sollen in der Kapitalmarktsparte kundengetriebene Aktivitäten, die eine angemessene

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ne Rendite auf das eingesetzte Eigenkapital erwirtschaften, dominieren.

Das Management der Bank hatte in der Vergangenheit regelmäßig davor gewarnt, dass die Restrukturierung des Kapitalmarktgeschäfts dazu führe, dass erst die Erträge und mit zeitlicher Verzögerung auch die Aufwendungen sinken werden. Unter der Berücksichtigung der Vorsteuerverluste, die zum großen Teil aus der Non-Core-Unit resultieren, konnte die Bank im Jahr 2015 noch einen Vorsteuerertrag von rund 2,1 Mrd. (adjusted)¹¹ verbuchen. Ausblickend sollten Investoren berücksichtigen, dass Barclays noch in diverse Rechtsstreitigkeiten verwickelt ist, die zu weiteren Rückstellungsbildungen führen können.

Fazit

Die bereits ungünstigen Marktbedingungen im vierten Quartal 2015 und das spürbar verschlechterte Umfeld im ersten Quartal 2016 zwingen Europas Banken, ihr Geschäftsmodell weiter anzupassen und die Kapitalmarktaktivitäten weiter zurückzuführen. Vor allem die Credit Suisse und Deutsche Bank werden weitere Einschnitte in ihrem Kapitalmarktgeschäft vornehmen müssen, um die Aufwandsquoten den aktuellen Marktverhältnissen anzupassen. UBS hatte diesen Prozess schon vor zwei Jahren begonnen und steht jetzt weniger unter Druck. Grundsätzlich sind die zum Teil bereits eingeleiteten Maßnahmen der Banken zu begrüßen, da sie das Risikoprofil verbessern und die Rentabilität mittelfristig weiter erhöhen. Als nachteilig könnte sich die geringe Kostenflexibilität von Europas Banken insbesondere im Fall weiterer Ertragseinbußen erweisen. Zunächst stehen jedoch Belastungen infolge der Maßnahmen in der Form von Restrukturierungsaufwand und Verlusten aus dem Abbau der illiquiden Positionen an.

Aufgrund des hohen Restrukturierungspotenzials scheinen Deutsche Bank und Credit Suisse für langfristig orientierte Investoren Opportunitäten darzustellen, sind aber weiterhin äußerst riskant. Denn die Aktien werden sich von ihrer derzeit sehr niedrigen Bewertung nur dann lösen können, wenn die Managements beider Banken die Zielvorgaben insbesondere bei den Kostensenkungsmaßnahmen erfüllen oder sogar übertreffen können. Dies ist aber wegen der hohen Rechts- und Umsetzungsrisiken sowie der Tatsache, dass bei beiden Instituten die Kontrollfunktionen des Aufsichtsrats bzw. Verwaltungsrats nur unzureichend greifen, noch sehr zweifelhaft.

Die Barclays-Aktie ist derzeit vom BREXIT-Risiko belastet. Langfristig eröffnet das Papier aufgrund der konsequenter angegangenen Kostensenkungsmaßnahmen sowie des profitablen Privatkundengeschäfts ein hohes Kurspotenzial. Die Fortschritte werden im ersten Quartal 2016 deutlich, als Barclays operativ gut abgeschnitten hat. Die Ertragseinbrüche im Investmentbanking sind weitaus geringer ausgefallen, als vielfach erwartet wurde. Grundsätzlich erscheint die Aktie auf diesem Niveau attraktiv. Aber auch bei Barclays lassen sich die Rechtsrisiken aus dem vergangenen Geschäftsgebaren sowie die Folgekosten nicht abschließend bewerten. Deshalb ist die Aktie auch auf dem derzeitigen Niveau nur für sehr risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht) geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Anhang

Quellen:

Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle bei Unternehmensanalysen sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden sofern nicht anders angegeben 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:

Quellen zu „Klartext: Der vorhersehbare Fall eines Börsenlieblings“:

- 1 Citron Research (2015): **“Valeant: Could this be the Pharmaceutical Enron?”** 21.10.2015
<http://www.citronresearch.com/wp-content/uploads/2015/10/Valeant-Philador-and-RandO-final-a.pdf> (zuletzt abgerufen 26.04.2016)
- 2 Vgl. Crow, David (2015): **“Light cast on specialty pharmacies’ murky side”**; Financial Times, 23.10.2015; S. 15
- 3 Vgl. Buhayar, Noah & Stein, Charles (2015): **“Charlie Munger Isn’t Done Bashing Valeant”**, Bloomberg vom 02.11.2015 <http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-11-01/munger-isn-t-done-bashing-valeant-after-months-of-holding-nose> (zuletzt abgerufen 06.04.2016)
- 4 Vgl. Crow, David & Johnson, Mike (2016): **“Upbeat view of strive-hit Valeant raises new questions on Wall St research bias”** Financial Times 18.03.2016 Seite 1
- 5 Vgl. Sorkin, Andrew Ross (2016): **“ValueAct Pays a Price for Its Valeant Supporting Role”**; New York Times vom 29.03.2016 http://www.nytimes.com/2016/03/29/business/dealbook/valueact-pays-a-price-for-its-supporting-role-at-valeant.html?_r=0 (zuletzt abgerufen 06.04.2016)
- 6 Gapper, John (2016): **“McKinsey’s fingerprints are all over Valeant”**; Financial Times, 24.3.2016; S. 9
- 7 La Roche, Julia (2015): **“Here’s Bill Ackman’s full presentation defending his big Valeant bet”**; businessinsider.com vom 30.10.2015 <http://www.businessinsider.com/bill-ackman-valeant-slide-deck-2015-10?IR=T> (zuletzt abgerufen 26.04.2016)
- 8 MILSTEAD, DAVID (2015): **“Valeant’s \$3-billion man: CEO’s big bet pays off”**; The Globe and Mail; Jul. 30, 2015; updated Sunday, Aug. 02, 2015 <http://www.theglobeandmail.com/report-on-business/careers/management/executive-compensation/valeants-strong-performance-means-big-rewards-for-ceo/article25788189/> zuletzt abgerufen 7.4.2016)
- 9 Vgl. Crow, David (2016): **“Valeant restates earnings after revenues error”**; Financial Times 24.2.2016 S.16
- 10 Schwed, Jr., Fred (1940): **“Where Are the Customers’ Yachts?: or A Good Hard Look at Wall Street”** hier zitiert nach der Neuausgabe 2006; Wiley Investment Classics, Wiley, Hoboken New Jersey
- 11 Goldstein, Matthew (2015): **“Speaking Up for Valeant, Ackman Emphasizes the Long Term”** nytimes.com 30.10.2015 <http://www.nytimes.com/2015/10/31/business/dealbook/speaking-up-for-valeant-william-ackman-emphasizes-the-long-term.htm> (zuletzt abgerufen 26.04.2016)

Quellen zu „Botox für die Bilanz: Bei Pharmaaktien werden tiefe Ertragsfurchen überspielt“:

- 1 Vgl. Authers, John (2016): **“Momentum matters as earnings estimates go from bad to worse”**; FT.com 26.2.2016
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6e8bd730-dc9e-11e5-827d-4dfbe0213e07.html#axzz46rtbOmbu> (zuletzt abgerufen 30.04.2016)
- 2 Vgl. Buffett, Warren (2016): **“Letter to shareholders”**, Annual Report of Berkshire Hathaway, Page 18.
“... serious investors should understand the disparate nature of intangible assets. Some truly deplete in value over time, while others in no way lose value.”

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

For software, as a big example, amortization charges are very real expenses. Conversely, the concept of recording charges against other intangibles, such as customer relationships, arises from purchase-accounting rules and clearly does not reflect economic reality. GAAP accounting draws no distinction between the two types of charges. Both, that is, are recorded as expenses when earnings are calculated – even though, from an investor’s viewpoint, they could not differ more.”

3 ebenda; S. 18

4 Vgl. Boseley, Sarah (2014): **“Drugs watchdog condemns Roche for high price of breast cancer therapy”**; guardian.com 8.8.2014 <http://www.theguardian.com/society/2014/aug/08/drugs-watchdog-nice-roche-breast-cancer-nhs-limit> (zuletzt abgerufen 30.04.2014)

Quellen zu **“ Europäische Großbanken im Kampf gegen die Zeit”**

1 Morgan Stanley First Quarter 2016 Results

2 Goldman Sachs First Quarter 2016 Results

3 JPM European Banks Top picks and Investment themes for 2016, Januar 2016

4 Handelsblatt-Online, 23. März 2016

5 Thomsen Reuters League Tables 2015

6 Deutsche Bank 2015 Full Year & fourth quarter Presentation

7 Deutsche Bank Strategy 2020

8 Credit Suisse accelerates its restructuring

9 Credit Suisse Press Release, Oktober 2015

10 Finanz & Wirtschaft, Tages Anzeiger

11 Barclays Full Year 2015 Presentation

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/>).

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.

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: siehe Seite 21.
- 2) Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.
- 3) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Abschnitt „Systematik der Anlageempfehlungen“ auf Seite 24.
- 4) 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 2.5.2016. „Klartext: Der vorhersehbare Fall eines Börsenlieblings“ wurde in englischer Sprache bereits am 25.4. 2016 veröffentlicht.
- 5) 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.
- 6) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.
- 7) 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: **Novo Nordisk**
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: **Novo Nordisk, Roche**
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Systematik der Anlageempfehlungen:

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 Geschäftsberichten werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:

Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell), freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

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.