

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 55 / 1. Quartal 2018

Milliarden-Verlierer

Crashwarnungen

Deleveraging

Angst

KRYPTOWÄHRUNGEN

Kapitalismus

Demografischer Wandel

INSZENIERUNGEN

Regulierung

Asien

Winner takes all

Bullshit

Vertrauen

Chains of Finance

Smart Nation

Immaterielles Kapital

Asset Management

Soft Dollar Arrangements

Oligopole

Staatsfonds

Principal Agent Beziehungen

Inhalt dieser Ausgabe:

Seite 2

Klartext: Party like it's 1999? Not yet!

Befinden wir uns in einer Phase überzogener Euphorie an den Finanzmärkten wie 1999, die ähnlich wie damals im Platzen einer Blase enden muss? Extreme Bewertungen bei Technologieaktien, anhaltende Milliardenverluste bei Wachstumsfirmen, Kurskapriolen bei Kryptowährungen, hohe Schulden und zunehmende Firmenpleiten: Viele Marktbeobachter sehen aktuell Parallelen zu den Vorzeichen der Finanzmarktkrise vor 18 Jahren. Allerdings sind spekulative Exzesse noch die Ausnahme, es gibt einige Bläschen, aber keine große Blase. Vorsicht ist geboten, aber man sollte sich durch die widersprüchlichen Marktsignale nicht irritieren und von seinem Weg abbringen lassen.

Seite 8

Die Zukunft des Kapitalismus

... und ihre Konsequenzen für die Kapitalanlage

Der Kapitalismus wird vielfach abgelehnt oder kritisiert. Dabei hat er eine enorme Wohlstandsmehrung mit sich gebracht – und bildet auch die Basis für erfolgreiche Investments. Doch der Kapitalismus bedingt einen permanenten Wandel – Anleger müssen sich hierauf einstellen, um langfristig erfolgreich bestehen zu können. Es gibt absehbare Entwicklungen wie den Trend zu immateriellen Gütern, den demografischen Wandel und zunehmende Marktkonzentration. Vertrauensverlust und steigende Regulierung sind eine sich selbst verstärkende Verbindung eingegangen. Darüber hinaus werden Asien als Wirtschaftszentrum sowie Staatsfonds als Anlegergruppe immer wichtiger.

Seite 23

Chains of Finance

– ein genauer Blick auf die finanzielle Wertschöpfungskette

Die Asset Management Industrie hat in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Sie spielte bei wissenschaftlichen Untersuchungen aber bisher nur eine geringe Rolle, weil Akademiker ihr mit oft Unverständnis entgegen blickten. Im Beitrag wird das Buch „Chains of Finance“ vorgestellt, das versucht, diesem Mangel beizukommen. Zusammenhänge, Prozesse und soziale Beziehungen werden innerhalb der Investment-Wertschöpfungskette analysiert. Dieser Fokus erlaubt es besser als bisher, Ergebnisse und Probleme der Finanzmärkte zu verstehen.

Seite 27

Anhang: Quellen, Impressum, rechtliche Hinweise

Seite 31

Disclaimer

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Party like it's 1999? Not yet!

Liebe Langfristanleger,

1999 war das letzte Jahr, in dem für Anleger die Welt noch in Ordnung schien. Die Bundesanleihe rentierte mit 5% p.a. und die Aktienmärkte befanden sich seit fast zwei Jahrzehnten in einer Hausse. Die Voraussetzungen für eine Fortsetzung des Aufschwungs schienen gegeben: Die fortschreitende Globalisierung und das wirtschaftliche Erwachen großer Schwellenländer versprachen ein enormes Wachstumspotenzial. Zudem beflügelte der Paradigmenwechsel von der Industriegesellschaft hin zur internetbasierten New Economy die Fantasie von Unternehmern und Investoren.



Tausende neue Firmen entstanden und fanden willige Kapitalgeber – selbst für die gewagtesten Geschäftsideen. Das Investorenleben schien wie eine riesige Party: Fast alle hatten Spaß aufgrund unbegrenzt scheinender Anlagegelegenheiten, die Stimmung war bombig. Nur einige Value-Investoren fühlten sich mit Blick auf die hohen Bewertungen nicht gut und warnten vor einem Spekulationsexzess. Sie wurden aber als „ewig gestrige“ nicht mehr ernst genommen, zumal ihre Performance zunehmend hinter diejenige der risikofreudigen Technologieinvestoren zurückfiel.

Ein böses Erwachen kam dann mit dem Platzen der Börsenblase im Frühjahr 2000. Zu weiteren Realitätsschocks für die Finanzmärkte kam es 2001 mit den Terroranschlägen des 11. September sowie dem Aufdecken von gravierenden Bilanzierungsskandalen (Enron, Worldcom etc.). Es folgten Jahre, in denen wir uns von Krise zu Krise schleppten, mit der Lehman-Brothers-Pleite 2008 als vorläufigem Tiefpunkt. Der exzessive Höhepunkt der Börsenparty 1999 resultierte in einem schweren und lang anhaltenden Kater, von dem sich einige Marktteilnehmer immer noch nicht richtig erholt haben.

Im Moment häufen sich wieder Warnungen, dass wir uns in einer ähnlich fatalen Phase ungerechtfertigter Börseneuphorie befinden könnten wie 1999. „Es gibt so viele Warnzeichen, dass man sie gar nicht mehr zählen kann“, schrieb beispielsweise der britische Value-Investor Neil Woodford, dessen langfristiger Performance-Track-Record in Europa herausragend ist. „Die Anleger ignorieren das Risiko; dies führt zu inflationierten Vermögenspreisen und überhöhten Bewertungen.“¹ Viele Ökonomen (z. B. bei der OECD oder der BIZ) warnen verstärkt vor einer ihrer Ansicht nach übertriebenen Verschuldung in der Weltwirtschaft, die nach einer Zinswende fatale Auswirkungen auf hoch verschuldete Staaten und Firmen haben kann.² Droht etwa sogar der Mega-Crash, weil Überbewertungen wie 2000 und übertriebene Schulden wie 2007 sich zu einem unheilvollen Gemisch vereinen?

Der Technologiesektor: einige Bläschen, aber noch keine Blase

Speziell die Kursavancen im Technologiesektor haben bei vielen älteren Investoren unangenehme Erinnerungen an die Zeit um die Jahrtausendwende geweckt. Damals stiegen alle Aktien, die irgendwie mit Technologie, Telekommunikation oder Medien zu tun hatten, in ungeahnte Höhen. Es war kein Problem, Neuemissionen von zweifelhaften Firmen zu platzieren, deren Geschäftsmodelle sich teilweise schon nach einigen Monaten als wenig tragfähig erwiesen. Die Ertragskraft einer Firma spielte bei ihrer Bewertung – zumindest bis Anfang 2000 – keine große Rolle.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

2017 gab es zwar wieder dubiose Neuemissionen wie z. B. Snap, aber sie blieben noch eher die Ausnahme als die Regel. Bei etablierten Technologieunternehmen häufen sich hingegen spektakuläre Kursgewinne gepaart mit hohen Bewertungen. Ein positiver „Newsflow“, also die Veröffentlichung von tatsächlichen oder angeblichen Erfolgsmeldungen, treibt die Kurse. Allerdings zeigt die folgende Tabelle mit einigen ausgewählten Aktien, dass wir noch ein sehr differenziertes Bild haben.

	Kursänderung 2017 (in €)	Marktkapitalisierung 31.12.17 Mrd. €	KGV 17e (bzw. * 17/18e)	Gewinnwachstum 2017e (bzw. * 17/18e) Heimatswährung	Revisionen der Konsensus-Gewinn- schätzungen 2017
Tencent	91%	357	59,0	32%	15%
Alibaba *)	73%	383	33,5	41%	18%
Amazon	36%	396	274,5	-12%	-51%
Netflix	35%	71	154,4	193%	30%
Facebook	34%	417	30,4	58%	12%
Apple *)	28%	668	14,9	27%	14%
Microsoft *)	19%	488	25,4	12%	4%
Alphabet	16%	569	32,7	16%	-22%
SAP	13%	115	22,7	36%	-3%
IBM	-19%	114	11,2	11%	-1%
Celgene	-21%	91	14,2	193%	4%

Es gibt zwar mit Amazon ein sehr hoch bewertetes Unternehmen, dessen Aktien stark gestiegen sind, obwohl weder Gewinnentwicklung noch die Gewinnschätzungsrevisionen von Analysten dies zu rechtfertigen scheinen. Demgegenüber stehen aber auch große Unternehmen wie Celgene, IBM oder Apple, die nach konventionellen Maßstäben günstig bewertet erscheinen. Alphabet und Facebook sind zwar teuer, haben aufgrund ihrer Marktdominanz aber aktuell eine sehr hohe Ertragskraft, von der Technologiefirmen in 2000 nur träumen konnten. Bei Alibaba oder Tencent wird der Kursaufschwung durch starke Gewinnsteigerungen und sehr positive Ertragsrevisionen gestützt.

Insgesamt ist festzustellen: Viele Technologie-Aktien sind derzeit ambitioniert bewertet, eindeutig überteuert erscheinen aber bisher nur wenige. Zudem stehen den sehr teuren auch noch billige Titel gegenüber. Es gibt vielleicht einige Technologie-Bläschen, von einer großen allumfassenden New-Economy-Blase wie 1999 kann man aber noch nicht reden.

Allerdings erklären die extremen KGVs einiger sehr hochkapitalisierter Werte, warum die Durchschnitts-KGVs der Aktienmärkte im historischen Vergleich aktuell sehr hoch erscheinen. Die vielen günstigen Aktien sind aufgrund ihrer geringeren Gewichtung in den Berechnungsformeln für Indizes unterrepräsentiert. Insofern basiert das scheinbare Warnsignal einer hohen Marktbewertung auf einer Verzerrung der Wahrnehmung.

Immer mehr Milliarden-Verlierer: wirklich ein schlechtes Zeichen?

Der Economist hat vor einigen Wochen den Begriff des „Klubs der Milliarden-Verlierer“ in die Welt gesetzt.³ Er besteht aus Unternehmen, die mindestens eine Milliarde US\$ im Jahr an Liquidität verbrennen, indem sie weit mehr Cashflow investieren, als sie operativ einnehmen. Fünf von diesen Firmen (Chesapeake Energy, Netflix, Nextera Energy, Tesla und Uber) haben sogar zusammen innerhalb des vergangenen Jahrzehnts über 100 Mrd. US\$ Netto-Cash-Abflüsse gehabt. Alle diese Unternehmen müssen regelmäßig am Kapitalmarkt hohe Geldsummen zur Finanzierung ihres Geschäftes einsammeln – und ihren Anlegern überzeugende Begründungen hierfür präsentieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die aktuell sehr hohe Anzahl von Unternehmen in diesem Klub kann man als Indiz dafür werten, dass wir wieder in einer 1999 sehr ähnlichen Börsen-Phase sind, in der Unsummen von Anlegergeldern für unrentable Fantasieprojekte versenkt werden. Man kann es aber auch anders sehen: Wenn Unternehmen im globalisierten Kapitalismus von heute frühzeitig eine dominante Marktposition anstreben, sind in den Anfangsjahren sehr hohe Investitionen erforderlich, deren Dimensionen die aus der Vergangenheit gewohnten Größenordnungen sprengen. Die Gelder hierfür können nur von risikofreudigen Anlegern am Kapitalmarkt kommen, die bereit sind Start-up-Verluste vorzufinanzieren, weil sie an eine unternehmerische Vision glauben.

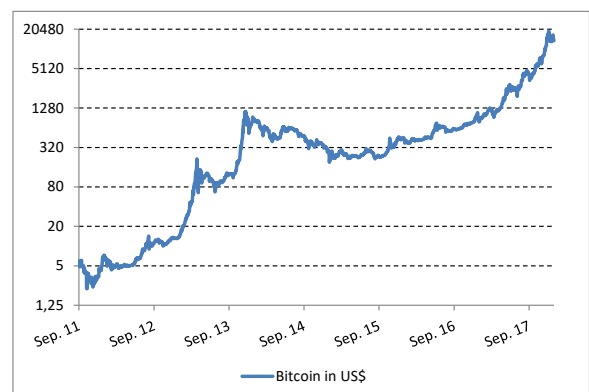
Viele dieser Visionen werden enttäuscht, aber dies gehört in unserem Wirtschaftssystem dazu: Wer viel wagt, kann hoch gewinnen, verliert aber oft auch. Insofern hat sich im Prinzip gegenüber früheren Zeiten nichts geändert, nur die Dimensionen sind größer geworden. Ob eine unternehmerische Vision sich später als Fantasieprojekt herausstellt, weiß man oftmals erst im Nachhinein. Unter den genannten Unternehmen kann nur Chesapeake Energy bisher als wahrscheinlich gescheitert gelten. Netflix, Tesla und Uber haben mit Problemen zu kämpfen, was aber nicht heißt, dass sich keine Lösungen hierfür finden lassen. Bei Nextera Energy hingegen scheinen sich die hohen Anlaufverluste für Investoren auszuzahlen.

Wenn man sich als Anleger darüber im Klaren ist, dass man mit Investitionen in „Milliardenverlierer“ sein Geld vor allem in unternehmerische Visionen steckt und damit ein hohes Risiko eingeht, ist dies kein Zeichen für irrationalen Überschwang, sondern demonstriert im Gegenteil eine gute Funktionsweise unseres Wirtschaftssystems: Hoch-Risikokapital landet bei Hoch-Risikofirmen. Erst wenn Taxifahrer und Krankenschwestern getrieben von Medienberichten auch in „Milliardenverlierer“ investieren wollen, ist die Blase da. Dies gab es 1999, soweit sind wir heute aber lange noch nicht wieder.

Kryptowährungen: eher Fata Morgana als Blase – und weitgehend außerhalb des Finanzsystems

In den vergangenen Monaten gab es einen regelrechten Run auf die sog. Kryptowährungen, allen voran auf die erste und nach wie vor populärste – den Bitcoin. Mit einem Anstieg von fast 1300 % (in US\$) zeigte der Bitcoin 2017 eine traumhafte Wertentwicklung. Reich werden aus dem Nichts – dieses Märchen scheint für viele Menschen wahr zu werden, sofern sie nur genug Bitcoin besitzen.

Inzwischen beträgt die Marktkapitalisierung von Bitcoin ca. 240 Mrd. US\$, alle Kryptowährungen zusammen sind mit ca. 740 Mrd. US\$ bewertet.⁴ Dies ist immer noch wenig, wenn man der Vision glaubt, dass der Bitcoin und seine Verwandten einmal zu weitgehend akzeptierten und regierungsunabhängigen Währungen werden könnten. Denn ihr allgemeiner Gebrauch wäre mit sehr viel größeren Volumina verbunden – die aufgrund der technisch bedingten Limitiertheit nur bei weiteren dramatischen Kurssteigerungen realisiert werden können. Und ein erster Schritt zur allgemeinen Respektabilität wurde am 10.12.17 gemacht, als der Bitcoin als Future erstmals an der CBOE und damit an einer regulierten Börse gehandelt wurde.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Vorstellung von Bitcoin als globaler Währung erscheint dennoch für fast alle Finanzfachleute eine verführerische Täuschung – eine „Fata Morgana“ wie Warren Buffett schon 2014 bemerkte.⁵ Die extreme Volatilität, Anfälligkeit zu Hackerattacken, hohe Kosten durch einen gewaltigen Energieverbrauch sowie Kapazitätsengpässe bei der Durchführung von Transaktionen lassen den Bitcoin als Zahlungsmittel relativ unpraktisch erscheinen. Zudem erleichtert er Geldwäsche, was früher oder später eine Regulierung unvermeidlich macht.

Insofern gibt es inzwischen unzählige Warnungen von Finanzprofis vor einer Blase, die unweigerlich irgendwann platzen muss – mit fürchterlichen Folgen für alle Beteiligten. Dennoch steigt das Interesse am Bitcoin und anderen Kryptowährungen immer weiter, wofür zunehmend Herdentrieb und Gier von Spekulanten verantwortlich gemacht werden, die sich als Trittbrettfahrer an den Boom heranhängen wollen. Dies reicht aber nicht als grundlegende Erklärung für die Kursexplosion. Viele andere Finanzpreise sind auch von Gier getrieben, ohne dass es gleich epidemische Ausmaße annimmt.

Der Financial Times Kolumnist Miles Johnson hat auf der Suche nach Gründen für den Bitcoin-Boom für mich den Nagel auf den Kopf getroffen, als er die Begeisterung für diese und andere Kryptowährungen als Phänomen des aktuell grassierenden Populismus identifizierte.⁶ Denn der Preis von Bitcoins wird nicht von etwas angetrieben, was der konventionellen Finanzlogik ähnelt, sondern von den gleichen Kräften, welche die politischen Schocks der letzten zwei Jahre ausgelöst haben.

Populistische Politik bezieht ihre Anhängerschaft vor allem aus der totalen Ablehnung eines Establishments, das Vertrauen verspielt hat, und nicht aus der Praktikabilität angeblicher Alternativen. Johnson führt den Glauben an Kryptowährungen und den hiermit zusammenhängenden "Trustless Networks" auf einen Zusammenbruch des Vertrauens in traditionelle Formen der Autorität („denn wer vertraut noch Zentralbanken?“) und einer zunehmenden Ablehnung von Experten („... die sowieso immer alles falsch prognostizieren“) zurück. Der Vertrauensverlust in das tradierte Geldsystem wird durch den Glauben an eine einfache Lösung aller Probleme ersetzt.

Johnson schrieb: „Finanzprofis, die nicht verstehen, warum jemand sein Vermögen in Bitcoin investiert, weil es ihnen so offensichtlich als Blase erscheint, können mit den politischen Analysten verglichen werden, die der Meinung waren, dass Großbritannien nicht aus der EU austreten würde.“ Und genauso, wie es britischen Wählern bisher kaum dämmert, dass ein Brexit nicht die beste wirtschaftliche Lösung für ihr Land ist, kann es auch noch lange dauern, bis es der Internet-Community auffällt, dass Bitcoins & Co kein besseres Geld sind.

Das böse Aufwachen kommt sicher irgendwann, wenn sich das Trugbild beim näher kommen in Luft auflöst – wie bei einer Fata Morgana. Dies wird für einige Fans sicher sehr schmerzhaft, dürfte aber für die Gesamtwirtschaft kaum negative Konsequenzen haben. Zum einen ist das Krypto-Volumen von 740 Mrd. US\$ für eine richtige Finanzblase noch zu klein. Zudem sind die Verbindungen zwischen den Kryptowährungen und dem traditionellen Finanzsystem noch sehr gering. Bisher waren sie vor allem Spielgeld von Technologiefreaks. Bis auf wenige Hedgefonds haben sich kaum etablierte Finanzakteure am Bitcoin-Boom beteiligt, größere kreditbasierte Spekulationen mit dem Bitcoin sind noch nicht bekannt. Dies kann sich aber mit der Einführung von Bitcoin-Futures ändern, da sie jetzt eine Basis für breiteren Handel bieten. Wenn sich 2018 und 2019 als Konsequenz hieraus die Bitcoin-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kurse erneut jedes Jahr verzehnfachen und etablierte Finanzinstitutionen beginnen, massiv Pensionsgelder in ihn zu investieren, müssen wir uns wirklich Sorgen machen.

Deleveraging bringt heftigen Stress, aber nicht für alle

Im Herbst 2017 begannen sich wieder Meldungen zu häufen, die man in der zu Ende gehenden Niedrigzinsphase kaum noch gesehen hatte: Bekannte Unternehmen, die gleichwohl Rentabilitätsprobleme hatten und hoch verschuldet waren, meldeten Konkurs an, bzw. stehen kurz davor. Bei der deutsch-südafrikanischen Holding Steinhoff war eine hohe Verschuldung aufgrund des aggressiven Expansionskurses durch Bilanztricks verschleiert worden. Ob die Firma gerettet werden kann, ist derzeit noch nicht klar. Bei Toys 'R' US in den USA, Air Berlin und Beate Uhse in Deutschland oder Monarch Air in Großbritannien hingegen ist der Absturz amtlich: Kernaktionäre weigerten sich, eine aufgebrauchte Eigenkapitaldecke wieder aufzufüllen. Damit war die Finanzierung des Geschäftsbetriebs nicht mehr sichergestellt, der Gang zum Konkursrichter wurde unvermeidlich.

Schlechte Zeiten drohen insbesondere für Firmen, die wie Toys 'R' US oder Monarch Air von Private Equity Fonds übernommen wurden und deren Bilanz zum kurzfristigen Vorteil der Eigentümer mit Schulden überladen wurde, damit das Eigenkapital weitgehend herausgezogen werden konnte. Denn insbesondere die Verschuldung von Portfoliounternehmen der Private-Equity-Gesellschaften ist in den vergangenen Jahren deutlich gestiegen. Im Jahr 2016 betrug der durchschnittliche Leverage (Verschuldung zu EBITDA) bei Private-Equity-Käufen 5,8 – ca. 50% mehr als 1999. Gleichzeitig sind die durchschnittlichen Bewertungen ebenfalls um ca. 50% auf das 9,4 fache des Cashflows gestiegen.⁷ Wenn bei einer Portfoliofirma unerwartet Probleme auftreten, steigt das Risiko, dass die im Wesentlichen ausgeschöpften Finanzierungsspielräume einen Konkurs unvermeidlich werden lassen.

Die vergangenen Jahre waren maßgeblich durch die Niedrigzinspolitik der Notenbanken bestimmt. In den USA hat der Ausstieg hieraus bereits begonnen, in Europa steht er kurz bevor. Ein erneuter Zinsanstieg wird unvermeidlich für diejenigen Unternehmen Probleme bringen, deren Geschäftsmodelle auf hoher Verschuldung basieren. Hiervon gibt es einige, viele sind Private-Equity-Beteiligungen, andere sind aber auch börsennotierte Konzerne, die ihr Wachstum in den vergangenen Jahren im Wesentlichen durch schuldenfinanzierte Akquisitionen finanziert haben. Hierzu gehören so unterschiedliche Firmen wie die chinesische Holding HNA, der Bad Homburger Gesundheitskonzern Fresenius oder der schweizerische Bauzulieferer Geberit. Bei ihnen werden Gewinnwarnungen wahrscheinlicher, nicht zuletzt auch weil die meisten Analysten für diese Firmen bei ihren Ertragsschätzungen ein Goldilocks-Szenario ewig günstiger Finanzierungsbedingungen eingepreist haben.

Schwierigere Zeiten für vorwiegend fremdkapitalfinanzierte Unternehmen ergeben sich auch durch Donald Trumps Pläne für eine Steuerreform in den USA: Denn im Gegenzug zur geplanten Steuerentlastung von Gewinnen soll die Abzugsfähigkeit von Zinsen gesenkt werden. Unternehmen sollen Zinsaufwendungen nur noch bis zu einer Höhe von 30% ihres operativen Gewinns abziehen können (Bemessungsgrundlage hierfür ist bis 1.1.2022 das EBITDA = Gewinn vor Zinsen, Steuern, Abschreibungen und Amortisation; danach das EBIT = Gewinn vor Zinsen und Steuern).⁸ Dies ist grundsätzlich begrüßenswert, weil das US-Steuersystem – ähnlich wie das deutsche – bisher Eigenkapitalgeber steuerlich für ihre Risikobereitschaft eher bestraft hat, verstärkt aber den Druck auf große Schuldner.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Obwohl es absehbar zu größeren Enttäuschungen und Pleiten kommen wird, werden sie jedoch Ausnahmefälle bleiben. Die meisten großen multinationalen Konzerne sind ausreichend mit Eigenkapital ausgestattet und haben gesunde Cashflows. Insbesondere der hoch bewertete Technologiesektor hat nur geringe Nettoschulden. Lediglich für diejenigen Unternehmenslenker, die sich auf der Basis niedriger Zinsen eine oberflächlich gute Zeit gemacht haben, ist die Party demnächst vorbei.

Party like it's 2017: Sich durch Euphorie und Depression nicht ablenken lassen

Als Prince in seinem 1980er-Hit „Party like it's 1999“ sang und fröhliche Musik mit einem düsteren Text kombinierte, ging es ihm nicht um das Ende eines Börsenbooms, sondern um die Angst vor einem Nuklearkrieg. Bevor 2000 alles aus sein wird, sollte man noch mal richtig feiern. Obwohl die Atomkatastrophe ausgeblieben ist, wirkt das Lied mit seiner Stimmung eines Tanzes auf dem Vulkan kurz vor dessen Eruption im Nachhinein fast prophetisch. Denn die Jahrtausendwende war eine Zeitenwende zum Schlechteren: Es gab zwar keinen Overkill, aber geplatzte „New Economy“-Visionen, globaler Terror und Bilanzskandale zerstörten die gute Laune der End-90er gründlich.


Trotz einiger Exzesse sind wir derzeit von einem allgemeinen Börsenrausch wie 1999 noch weit entfernt. Zwar haben sich einige Finanzneulinge und Zocker an wenigen Technologietiteln und synthetischen Drogen wie dem Bitcoin besinnungslos berauscht. Andererseits sind viele Anleger noch stocknüchtern, weitere haben sich verängstigt verkrochen und erwarten seit 2008 den Weltuntergang.

Benjamin Graham hat mit „Mr. Market“ eine Denkfigur geschaffen, um die Sentimentschwankungen an Finanzmärkten mit denjenigen psychisch gestörter Menschen zu vergleichen. Dieser Mr. Market bietet Anlegern ständig an, Aktien zu kaufen oder zu verkaufen. Preise und Qualitäten schwanken aber stark, sein Angebot ist von kurzfristigen Notwendigkeiten oder Emotionen getrieben. Er kommt jeden Tag mit anderen Argumenten, Stimmungen oder auch Zwangshandlungen wieder. Jedes Mal hat er neue Meinungen und Kurse. Gelegentlich hat Mr. Market recht, sehr oft aber nicht. Für den Investor kommt es vor allem darauf an, sich nicht von ihm irritieren zu lassen, sondern sich auf die realen Werte der Anlagen zu konzentrieren und bei der richtigen Gelegenheit zuzuschlagen.

Das verwirrende an den heutigen Finanzmärkten ist, dass sie gleichzeitig vernünftig, paranoid und euphorisch erscheinen. Wir haben es nicht mehr mit einem Mr. Market zu tun, sondern es kommen mehrere zu uns, die gleichzeitig verschiedene Stimmungslagen verkörpern. Das Ergebnis ist eine Kakophonie von widersprüchlichen Marktsignalen zwischen extremer Euphorie und tiefer Depression.

Für Investoren kommt es – wie immer – vor allem darauf an, sich nicht von ihrem Pfad – und dies ist in meinem Sinn eine wertorientierte Anlagestrategie – abbringen zu lassen. Der Weg ist nicht ungefährlich; im Moment gibt es besonders viele verführerische und fatale Ablenkungen. Dies heißt aber nicht, dass man nicht voranschreiten sollte. In der griechischen Mythologie hat Odysseus sich am Mast festbinden lassen und seinen Ruderern die Ohren verstopft, damit sie nicht den tödlichen Lockrufen der Sirenen erliegen und auf dem richtigen Weg bleiben. Ähnlich sollten es Anleger halten: Ignorieren Sie sowohl die Warner wie die Verführer. Nur dann kommen Sie am Ende gut an.

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



Die Zukunft des Kapitalismus ... und ihre Konsequenzen für die Kapitalanlage

Von Karl-Heinz Thielmann

Der Kapitalismus ist äußerst unbeliebt.

Leistungsdruck, Umweltzerstörung und Ungerechtigkeiten machen uns zuschaffen. Regelmäßige Krisen vernichten immer wieder sicher geglaubte Arbeitsplätze und enormen Wohlstand. Von vielen Produkten wie Nahrungsmitteln oder Textilien wird weit mehr hergestellt als konsumiert – und damit ressourcenverschwenderisch direkt für die Mülltonne produziert.

Überall sind wir mit Werbung konfrontiert, die uns entweder aufdringlich mit absurden Versprechungen eines Konsumparadieses bedrängt, oder versucht, unser Unterbewusstsein zu manipulieren. Die kreative Zerstörung durch technologische Innovationen und globalisierten Wettbewerb stellt selbst erfolgreiche Businessmodelle immer schneller radikal infrage. Zukunftsängste über einen drohenden Niedergang verbunden mit allgemeinem Wohlstandsverlust sind weitverbreitet.

„*Edel sei der Mensch, hilfreich und gut!*“ forderte Johann Wolfgang von Goethe als Leitlinie für menschliches Handeln¹ – ein Ideal, dem der egoistische Kapitalismus fundamental zu widersprechen scheint. Zum regelmäßigen Ritual ist es deswegen geworden, dass Kirchenvertreter und andere moralische Autoritäten das mit dem Kapitalismus verbundene Gewinnstreben geißeln und zur Umkehr zu mehr Gemeinsinn aufrufen. Auch bei anderen Weltreligionen ist der Kapitalismus eher unbeliebt, wird aber weniger offen kritisiert, zumal die traditionell kapitalistischen Länder vor allem christlich geprägt sind. Die Kritik bleibt zumeist unwidersprochen, denn das kapitalistische Establishment verteidigt sich nicht öffentlich. Die meisten Vertreter verkriechen sich im Stillen; sofern es zu Stellungnahmen kommt, stimmen die Kapitalisten eher zerknirscht in den Chor ihrer Kritiker mit ein. Jüngstes Beispiel ist Ex-Dresdner Banker und Finanzinvestor Leonard Fischer, der in seinem Buch „Es waren einmal Banker“ die Auswüchse des globalen Finanzmarktkapitalismus anprangert.

Kapitalismus: die verdrängte Erfolgsgeschichte

Die Kritiker des globalen Kapitalismus regen sich gerne über einzelne Missstände auf, verdrängen aber, dass er – zumindest langfristig betrachtet – im Gesamtergebnis trotz aller negativen Seiten eine einmalige Erfolgsgeschichte darstellt. Denn das kapitalistische Gewinnstreben war zumeist mit einem Drang nach immer höherer Effizienz verbunden. Die hieraus resultierenden Produktivitätsgewinne haben zu einer dramatischen Wohlstandsvermehrung geführt ... und nicht nur bei Eliten, sondern insbesondere bei den vorher Unterprivilegierten.

In vorkapitalistischen Zeiten – z. B. 1800 – lebten ca. 1 Mrd. Menschen auf der Erde. Das durchschnittliche Pro-Kopf-BIP lag unter 1000 € in heutiger Kaufkraft; die durchschnittliche Lebenserwartung betrug ca. 30-40 Jahre. Mehr als 90% der Menschen hatten einen Lebensstandard nahe dem Existenzminimum. Nur eine Minderheit konnte rechnen, lesen und schreiben.²

Heute leben fast 7,5 Mrd. Menschen auf der Erde, das Pro-Kopf-BIP liegt bei ca. 12.000 €, die durchschnittliche Lebenserwartung ist 70 Jahre. Die ca. 1 Mrd. Menschen in entwickelten Industrieländern

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

(OECD) haben sogar ein mehr als doppelt so hohes Sozialprodukt und eine Lebenserwartung von um 80 Jahren. Besonders vorangekommen ist insbesondere die Bekämpfung der Armut in der Phase beschleunigter Globalisierung in den vergangenen 35 Jahren. Nach 90% um 1800 lebten 1980 noch 44% der Weltbevölkerung in extremer Armut. Heute sind es weniger als 10%.

Der Sozialismus als Alternative zum Kapitalismus ist in der Praxis kläglich gescheitert. Die Sowjetunion und China hatten angesichts ihres immer größer werdenden Entwicklungsrückstandes vor 30 Jahren einen Transformationsprozess hin zu einer kapitalistischen Wirtschaftsordnung ausgelöst, der nach wir vor anhält. Aktuell beweist der Sozialismus in Ländern wie Nordkorea oder Venezuela immer noch seine praktische Untauglichkeit. Alle Mängel des Kapitalismus waren und sind im Vergleich zu den durch zentralisierte Wirtschaftslenkung verursachten Desastern vernachlässigbar.

Auch die Suche nach einem „dritten Weg“ zwischen Kapitalismus und Sozialismus verlief bisher weitgehend erfolglos. Konzepte wie die deutsche „Soziale Marktwirtschaft“ oder der skandinavische Wohlfahrtsstaat sind in ihrem Kern kapitalistisch geblieben, wenn auch mit ihnen der Versuch unternommen wurde, durch Umverteilungsmechanismen Ungerechtigkeiten abzumildern.

Der Kapitalismus bleibt als Wirtschaftssystem alternativlos ... was im Prinzip eine gute Nachricht für Anleger ist. Denn sie stellen das Kapital für den Kapitalismus; und verdienen bei seinem Erfolg kräftig mit. Aber der Kapitalismus und seine Spielregeln werden sich stark ändern. Das bereits erreichte Wohlstandsniveau und der demografische Wandel machen eine Veränderung des Leistungsangebots notwendig. Globalisierung und Technologiewandel haben in den vergangenen Jahrzehnten eine Dynamik erreicht, die bisher beispiellos ist, und damit die Gewinner sowie Verlierer des Kapitalismus kräftig durcheinandergewirbelt. Unternehmen, die sich hierauf einstellen, bieten Investoren in diesem Umfeld größere Chancen, als sie in vergangenen Jahrzehnten möglich waren. Verlierer werden aber ebenfalls schneller abgestraft als früher. Insofern lohnt es sich, einen Blick auf die absehbare Zukunft des Kapitalismus zu werfen.

€ \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £

1) Die Zukunft des Kapitalismus ... liegt bei immateriellen Gütern

Der Kapitalismus speiste seine Dynamik bisher vorwiegend daraus, dass Unternehmer immer wieder neue Wege finden, bisher unerfüllte menschliche Bedürfnisse zu befriedigen. Allerdings leben heute sehr viele Menschen in den Industrieländern und meisten Schwellenländern in einer Situation, in der zumindest ihre materiellen Grundbedürfnisse weitestgehend gedeckt sind.

Die verbesserte Versorgung hat die Menschheit aber nicht zufriedener gemacht. Je mehr und besser bestimmte Bedürfnisse befriedigt sind, um so mehr rücken andere in den Vordergrund. Dies lässt sich anhand der Bedürfnispyramide des amerikanischen Psychologen Abraham Maslow (1908–1970)³ zeigen, die menschliche Bedürfnisse und Motivationen in einer hierarchischen Struktur beschreibt. Mit ihr lässt sich relativ gut zeigen, welche Bedürfnisse in der heutigen Gesellschaft erfüllt sind ... und welche nicht.

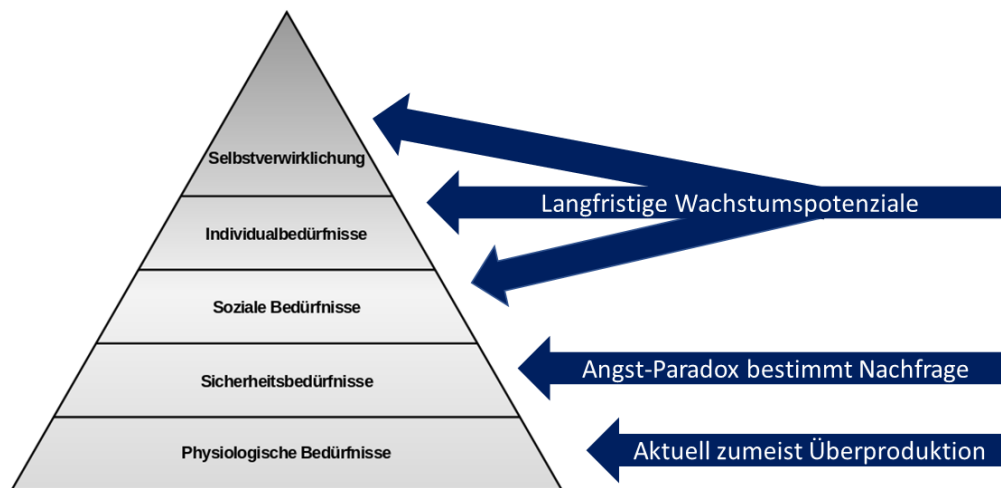
Die rein physiologischen Grundbedürfnisse nach Nahrung, Bekleidung und Unterkunft sind in der modernen Gesellschaft gesättigt. Tatsächlich kann man sogar davon sprechen, dass sie aktuell über-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

erfüllt werden. Derzeit sterben z. B. weltweit mehr Menschen an den Folgen von übermäßigem Nahrungsmittelkonsum wie durch Unterernährung.⁴ Für Absatzsteigerungen bei vielen traditionellen Konsumprodukten ist erforderlich, dass den Kunden immer neue Qualitätsverbesserungen angeboten werden – oder der Kunde durch manipulative Werbung zum Konsum unnötiger Produkte verführt wird. Echtes Wachstum kann sich nur durch Angebote für bisher ungenügend befriedigte Bedürfnisse ergeben – die heutzutage weitgehend immaterieller Natur sind.

Abb. 1: Die Maslowsche Bedürfnispyramide und die hieraus resultierenden Marktchancen



Von sozialen Bedürfnissen zur Selbstverwirklichung: die Märkte der Zukunft

Natürliches Wachstum durch die Befriedigung bisher noch nicht gesättigter Nachfrage ist nur noch bei immateriellen Bedürfnissen wie sozialem Miteinander, Individualbedürfnissen und Selbstverwirklichung möglich. Der Aufstieg der sozialen Netzwerke wie Facebook oder LinkedIn in den vergangenen Jahren war nur möglich, weil sie bisher noch unbefriedigte soziale Bedürfnisse der kontinuierlichen Interaktion mit einem breiten Bekanntenkreis befriedigen. Für die erfolgreichen Wachstumsunternehmen der Zukunft liegen hier große Chancen. Die Anbieter traditioneller Konsumprodukte stehen vor der Herausforderung, ihren Kunden zu zeigen, dass ihre Produkte nicht nur zur Stillung materieller Bedürfnisse gut sind, sondern auch die Befriedigung höherwertiger Ansprüche ermöglichen. Anbieter mit starken Marken sind hier im Vorteil. (Vgl. *Mit ruhiger Hand* Nr 54).

Mit der steigenden Bedeutung immaterieller Güter sinkt gleichzeitig die Notwendigkeit physischen Kapitals zu ihrer Produktion. Stattdessen gewinnt Humankapital an Bedeutung: Kreative Köpfe können selbst mit relativ bescheidenen finanziellen Mitteln große Erfolge und eine sehr hohe Rentabilität erzielen. Konsequenz ist ein Kapitalismus, der sich in drei Segmente spaltet:

- 1) eine nach wie vor kapitalintensive „Old Economy“, die teilweise sehr stark reguliert wird (z. B. Infrastruktur, Banken oder Versorger).
- 2) eine wenig – oder überhaupt kein – physisches Kapital benötigende „New Economy“, in der extrem hohe Renditen möglich sind (z. B. soziale Netzwerke).
- 3) „Old Economy“-Unternehmen, die Produkte – z. B. durch Verbindung mit Marken – zunehmend mit immateriellen Eigenschaften ausstatten und somit profitabler machen (z. B. Luxusanbieter).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Immaterielle Produkte und immaterielles Kapital sind zahlenmäßig schwer zu erfassen.⁵ Unternehmen haben hierdurch Bewertungsspielräume bei der Bilanzierung, die bei physischem Kapital nicht einmal ansatzweise gegeben sind. Unternehmen, die ihr immaterielles Kapital organisch steigern, werden sogar dazu gezwungen, dieses relativ niedrig in der Bilanz anzusetzen. Bei Aktienrückkäufen von Firmen mit hohen stillen Reserven durch unbilanzierte immaterielle Vermögenswerte kann sich bilanziell auch bei einer grundsoliden Firma sogar ein negatives Eigenkapital ergeben. Andererseits können Firmen, die durch Akquisitionen wachsen, überbewertete Unternehmenskäufe jahrzehntelang in ihrer Bilanz verstecken.

Das Angst-Paradox: umso sicherer die Welt wird, umso mehr sorgen wir uns

Sicherheit ist das für uns wichtigste immaterielle Bedürfnis. Die Nachfrage nach ihr hat sich allerdings anders entwickelt als bei allen anderen Bedürfnisarten: Paradoxe Weise wird sie trotz steigender Befriedigung immer stärker nachgefragt.

Objektiv betrachtet ist unsere Welt in den letzten Jahrzehnten sehr viel sicherer geworden. Immer weniger Menschen werden durch Unfälle getötet oder schwer verletzt. Die Behandlungsmöglichkeiten für viele ernste Krankheiten verbessern sich ständig. Bis auf wenige Ausnahmen (wie Russland und die USA) steigt die Lebenserwartung überall auf der Welt kontinuierlich an. Auch Anzahl und Umfang militärischer Konflikte in der Welt haben deutlich abgenommen. Die Kriminalitätsraten sinken weltweit. Einige der wenigen Ausnahmen sind die Wohnungseinbrüche in Deutschland, die aber trotzdem noch auf einem international vergleichsweise niedrigen Niveau liegen.

Abb. 2: Steigende Sicherheit: Beispiel internationale Kriminalitätsentwicklung

	Verbrechensentwicklung je 100.000 Einwohner					
	Wohnungseinbrüche			Überfälle		
	2004 *)	2015**)	Veränderung	2004 *)	2015**)	Veränderung
Kanada	480,04	255,61	-46,8%	154,69	140,25	-9,3%
USA	480,1	351,46	-26,8%	288,69	237,57	-17,7%
Chile	424,38	377,34	-11,1%	128,95	88,96	-31,0%
Japan	134,88	37,95	-71,9%	47,04	21,02	-55,3%
England und Wales	604,88	343,13	-43,3%	965,48	649,26	-32,8%
Deutschland	152,49	207,14	35,8%	582,89	157,88	-72,9%
Österreich	213,03	181,59	-14,8%	43,73	40,51	-7,4%
Niederlande	587,91	507,45	-13,7%	340,24	281,8	-17,2%
Australien	1020,12	453,23	-55,6%	318,29	279,86	-12,1%

*) = Niederlande & Chile 2006; Japan & Österreich 2005; Australien bei Überfällen 2008

**) = England und Wales, Japan 2014

Quelle: UNODC

Obwohl wir so sicher leben wie noch nie in der Menschheitsgeschichte, hat die Verbesserung der Sicherheit in der Öffentlichkeit nicht zu einer Abnahme der Angst geführt. Im Gegenteil: Eine Langzeitstudie der R&V zur Entwicklung des Sicherheitsgefühls in Deutschland beispielsweise zeigt, dass sich die allgemeine Ängstlichkeit im Vergleich mit den 90er Jahren erhöht hat.⁶

Allerdings haben sich die hierfür verantwortlichen Ängste gewandelt: Während vor 25 Jahren Sorgen über schwere Erkrankungen, eventuellen Pflegebedarf im Alter und Straftaten im Vordergrund standen, dominieren aktuell die Ängste vor Terrorismus und Extremismus. Hinzu kommt die Furcht vor

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Giftstoffen in Nahrungsmitteln, die 1992 noch nicht relevant war. Konstant geblieben ist lediglich, dass die Sorgen vor Spannungen durch Zuzug von Ausländern relativ bedeutsam sind. Allerdings hatten 2017 mit 61% der Befragten deutlich mehr Menschen Angst hiervoor als 1992 (46%).

Sorgen über relativ konkrete Gefahren sind geringer geworden, Ängste über über unkonkrete – und eher unwahrscheinliche – Extremrisiken haben hingegen dramatisch zugenommen. Hauptverantwortlich für diese Entwicklung dürfte sein, dass sowohl Presse wie soziale Medien versuchen, im immer schärfer werdenden Wettbewerb um öffentliche Wahrnehmung mit Schreckensmeldungen Aufmerksamkeit zu erzielen. Insbesondere die extensive Berichterstattung bei Terroranschlägen dürfte zur verzerrten Wahrnehmung des Terrorrisikos beigetragen haben.

Fatalerweise ist das Geschäft mit der Angst der Menschen ein gutes Geschäft – und wird es auch bleiben. Denn verunsicherte Menschen erwerben gerne überflüssige Sicherheitstechnik bzw. unnötige Versicherungen. Sie kaufen Bücher bzw. Presserzeugnisse, die sie angeblich neutral über Gefahren informieren, in Wirklichkeit aber Panik verbreiten. Oder sie entscheiden sich für übertriebene, aber angeblich gesündere Lebensmittel.

Im Bereich der Kapitalanlage hat das steigende Bedürfnis nach Sicherheit dazu geführt, dass Finanzprodukte zunehmend mit dem Hauptverkaufsargument „sicher“ vertrieben werden, während Renditeaspekte in den Hintergrund treten. Allerdings ist nichts in jeder Hinsicht sicher: Liquidität oder Bundesanleihen sind in Hinblick auf die Rückzahlung relativ sicher, mit Blick auf Inflation höchst unsicher. Gold war historisch ein guter Inflationsschutz, allerdings nur, wenn man eine Anlageperspektive von mindestens einem halben Jahrhundert hatte, weil es zwischendurch jahrzehntelange Wertschwankungen gab. Volkswirtschaftlich ist der Drang zu „sicheren“ Kapitalanlagen problematisch, da diese wie Gold, Liquidität oder Staatsanleihen i.d.R. unproduktiv sind, während „produktive“ Investments ihrer Natur nach immer unsicher sind. Die weltweit geringen realwirtschaftlichen Investitionen nach der Finanzkrise sind auch Konsequenz des gesteigerten Sicherheitsbedürfnisses.

€ \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £

2) Die Zukunft des Kapitalismus ... wird von den Interessen alter Menschen geleitet

Weltweit gibt es drei demografische Trends, die unsere wirtschaftliche Zukunft maßgeblich beeinflussen werden:

- Durch verringerte Kindersterblichkeit und längere Lebenszeiten steigt fast überall die Lebenserwartung kontinuierlich an.
- In den meisten Industrieländern und einigen großen Schwellenländern wie China sind die Geburtenraten so niedrig, dass die Bevölkerung ohne starke Zuwanderung langfristig schrumpfen wird. Besonders kritisch ist die Situation in Deutschland, Japan und Italien mit Fertilitätsraten von ca. 1,4, die weit unter dem für Bestandserhalt notwendigen Niveau von 2,1 liegen.
- Es gibt eine zunehmende Vermögenskonzentration bei relativ alten Menschen und ihren ebenfalls zumeist schon relativ älteren Erben.⁷

Die Kombination aus steigender Langlebigkeit, sinkender Geburtenraten und ungleicher Verteilung ist langfristig Sprengstoff für unser Wirtschaftssystem. Den einerseits werden die sozialen Siche-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

runssysteme überlastet: Immer mehr Transferempfängern aus den Altersvorsorgesystemen stehen immer weniger Einzahler gegenüber. Zudem steigen die Kosten für die medizinische Versorgung mit zunehmendem Alter stark an: Eine steigende Lebenserwartung bedeutet für Krankenkassen eine nicht zu verhindernde Kostenexplosion.

Andererseits sind junge Menschen überall auf der Welt Triebkraft des Wirtschaftswachstums, insbesondere in Schwellenländern. Ihr Streben nach Bildung und Wohlstand führt direkt zu einer Ausweitung der wirtschaftlichen Aktivität. Zudem sind sie zumeist eher bereit, Innovationen zu adaptieren.

Auch bei Investoren spielt das Alter eine entscheidende Rolle für das Anlageverhalten: Ältere Menschen sind oftmals weniger bereit, Risiken einzugehen und stellen weniger Kapital für langfristige produktive Investitionen zur Verfügung. Insofern birgt die zunehmende Vermögenskonzentration bei ihnen nicht nur die Gefahr steigender sozialer Unzufriedenheit, sondern auch fehlender Investitionsbereitschaft. Aktuell kann man schon erkennen, dass lediglich in den USA aufgrund einer traditionell unternehmerisch ausgerichteten Kultur auch ältere Vermögende bereit sind, in großem Umfang in neue Technologien zu investieren. In Europa hingegen ist die Bereitschaft zur Finanzierung von Innovationen durch vermögende Anleger stark unterentwickelt.

Die Sozialsysteme werden unfinanzierbar

Nach Schätzungen von Bank of America Merrill Lynch hängen bereits jetzt schon 40% aller Staatsausgaben in entwickelten Ländern direkt oder indirekt mit der Altersvorsorge zusammen, in den USA sogar schon 55%.⁸ In Zukunft gibt es aber immer weniger leistungsfähige junge Menschen, die aber immer mehr alte durch Transfers in die Sozialsysteme mit durchfüttern müssen. Und die zunehmende Belastung für die arbeitende Bevölkerung wird dramatisch sein: Z. B. in Deutschland wird nach Projektionen des Statistischen Bundesamtes im Jahr 2060 jeder dritte Bewohner über 65 Jahre alt sein; aktuell ist es nur jeder fünfte.⁹

Die demografische Zeitbombe lässt sich zwar entschärfen, dies würde aber einige sehr unpopuläre Maßnahmen erfordern, vor denen Politiker auf der ganzen Welt zurückschrecken:

- Eine Finanzierung der Defizite durch Steuer- und Beitragserhöhungen, Kürzungen der Altersbezüge oder eine Verlängerung der Lebensarbeitszeit sind politisch sehr schwer durchzusetzen, zumal Rentner bzw. kurz vor der Rente stehende Personen eine wichtige Wählergruppe darstellen, die kein Politiker verärgern will. Bei der letzten Bundestagswahl z. B. waren 36% der Wahlberechtigten älter als 60 Jahre.¹⁰ In den kommenden Jahrzehnten wird der Anteil von Transferempfängern bei den Wählern weiter zunehmen, mit absehbaren Konsequenzen für das Wahlverhalten.
- Maßnahmen zur Erhöhung der Geburtenrate würden erfordern, dass Frauen wieder viel mehr Kinder bekommen. Dies bedeutet, dass entweder emanzipatorische Fortschritte rückgängig gemacht werden und viele Frauen sich wieder mit einer traditionellen Rolle abfinden müssen – womit aber in modernen Gesellschaften nicht zu rechnen ist. Oder Staaten und Unternehmen müssen massiv in Kinderbetreuungsangebote investieren, die für junge Menschen eine Vereinbarkeit von kinderreicher Familie und Beruf ermöglichen. Angesichts der Belastung für öffentliche Haushalte bzw. Kostennachteile für Firmen ist ein ausreichender Aufbau von Kinderbetreuung bisher

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

aber nur in wenigen Regionen (Skandinavien, Frankreich) bzw. auf Unternehmensebene in wenigen Modellprojekten erfolgt.

- Fehlende Arbeitskräfte in Industrieländern könnten durch eine Förderung der Immigration ausgeglichen werden. Die aktuelle politische Stimmung in allen entwickelten Nationen ist aber von einer wachsenden Angst vor Zuwanderung bestimmt, weshalb zu befürchten ist, dass dringend benötigte Immigration eher behindert als gefördert wird.
- Eine radikale Automatisierung von Produktionsprozessen sowie der zunehmende Einsatz von Robotern im Dienstleistungsbereich (incl. Altenpflege) könnte Produktivitätsgewinne ermöglichen, die einerseits die zunehmenden Transferleistungen finanzieren, andererseits Arbeitskräfte freisetzen, die in der Altenbetreuung eingesetzt werden können. Dies erfordert allerdings die breite Verwendung von Technologien, die heutzutage höchstens als Konzept existieren und von einer Praxisreife aber noch weit entfernt sind.

In Deutschland wird der Punkt der Nichtfinanzierbarkeit für das aktuelle Sozialsystem ca. im Jahr 2030 erreicht, wenn die Babyboomergeneration der 1960er in Rente geht. Spätestens dann sind unpopuläre Maßnahmen unvermeidbar ... und werden viel schmerzhafter, als bei rechtzeitigem Handeln notwendig gewesen wäre.

€ \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £

3) Die Zukunft des Kapitalismus ... bringt eine zunehmende Konzentration globaler Märkte mit sich

Mit dem rasanten Aufstieg der Internetkonzerne in den vergangenen 2 Jahrzehnten wurde ein Begriff geprägt, der die strategische Herausforderung für die Unternehmen in der New Economy beschreibt: „Winner takes all“. Entweder, sie schaffen es, von Anfang an eine dominante Position in den wichtigsten internationalen Märkten zu sichern, oder sie scheitern. Nur die „Superstars“ können sich global hohe Marktanteile und überragende Profitabilität sichern, alle anderen bleiben bedeutungslos.

Google und Facebook haben beispielsweise eine sehr starke Stellung bei Suchsystemen bzw. sozialen Netzwerken erreicht. Damit dominieren sie (nach Berechnungen von GroupM) mit einem Marktanteil von 84% den Online-Werbemarkt außerhalb von China und können somit als Paradebeispiele für „Winner takes all“ gelten.¹¹

Aber nicht nur in der New Economy werden marktbeherrschende Positionen eines oder weniger Marktführer immer selbstverständlicher. In der „Old Economy“ wurden in den vergangenen Jahren in vielen Branchen durch Fusionen und Übernahmen Marktführer geschaffen, die außerhalb von China ihre Märkte dominieren. Beispiele sind Air Liquide und Linde/Praxair bei Industriegasen oder HeidelbergCement und Lafarge Holcim bei Zement.

Steigende Regulierung ist ein Faktor, der den Konzentrationsprozess paradoxerweise stark begünstigt. Zwar werden Wettbewerbsaufsichtsbehörden wie bei der EU in Brüssel immer mächtiger. Aber nur global agierende Großkonzerne sind noch in der Lage, umfangreiche Rechts- und Complianceabteilungen zu unterhalten, die sich im Regulierungswirrwarr durchfinden (und durchmogeln) können.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Die Dominanz großer Unternehmen erscheint zwar zunächst für ihre Aktionäre höchst erfreulich, da Größe die Realisierung von Skaleneffekten und damit eine hohe Profitabilität erlaubt. Andererseits hat ein mangelnder Wettbewerb langfristig auch negative Effekte: So hat sich in der Vergangenheit immer wieder gezeigt, dass eine überragende Marktposition Managements selbstgefällig und träge machen. Die Innovationskraft lässt nach, statt dessen richtet sich die Strategie immer mehr darauf aus, Monopolrenten abzuschöpfen bzw. Ertragskraft vorzutauschen. Financial Engineering wird eingesetzt, um Gewinne künstlich nach oben zu manipulieren. Dies führt irgendwann zur Erosion der realen Ertragskraft, die lange Erfolgsgeschichte bricht wie ein Kartenhaus in sich zusammen.

Ein aktuelles Musterbeispiel hierfür liefert General Electric: Der US-Konzern war jahrzehntelang in seinen Märkten führend und wurde allgemein wegen seiner Profitabilität und seiner modernen Managementmethoden bewundert. Durch Akquisitionen wurde das Unternehmen ständig vergrößert. Bis der Konzern 1999 von Microsoft überholt wurde, war er gemessen an der Marktkapitalisierung lange das größte US-Unternehmen. Den Höchstkurs erreichte die Aktie im August 2000 mit US\$ 60,50. Seitdem ging es stetig bergab, der Kurs liegt inzwischen bei US\$ 18,76: Als Erstes platzte die Akquisitionsstrategie, ab 2001 wurden Tochterunternehmen eher wieder verkauft anstatt angehäuft. Mit der Finanzkrise 2008 erwies sich die Diversifikation in Finanzdienstleistungen als Flop. Und aktuell häufen sich Probleme in den bisherigen Kerngeschäftsfeldern, weil die Unternehmensführung auf Veränderungen zu spät bzw. falsch reagiert hatte.

Paradoxe Weise erscheinen derzeit die industriepolitischen Bemühungen Chinas, eigene Konzerne mit allen Mitteln zu fördern, global gesehen als aussichtsreichste Maßnahme gegen eine zu starke Oligopolisierung bzw. Monopolisierung von Märkten. Chinesische Konkurrenz erscheint oftmals unfair, weil sie die Eroberung von Marktanteilen in den Vordergrund stellt und dabei nicht auf Profitabilität Rücksicht nehmen muss (und es gelegentlich auch mit geistigem Eigentum nicht so genau nimmt). Aber vor allem diese Konkurrenz von chinesischen Großkonzernen hält die Wettbewerbsintensität auf vielen Märkten noch hoch und zwingt japanische, europäische und amerikanische Manager dazu, die Innovationskraft ihrer bisher führenden Firmen aufrecht zuhalten.

€ \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £

4) Die Zukunft des Kapitalismus ... sieht die weitere Verdrängung von Vertrauen durch Bullshit

Im Jahr 2005 hat der amerikanische Philosoph Harry G. Frankfurt ein kleines Büchlein veröffentlicht, das seitdem große Wellen geschlagen hat: „On Bullshit“.¹² Hierin beschreibt er eine Tendenz in der modernen Gesellschaft, weder explizit die Wahrheit zu sagen noch zu lügen. Stattdessen wird immer mehr Bullshit produziert – laut Frankfurt eine Kategorie, die zwischen Lüge und Wahrheit liegt.

Wer im Wirtschaftsleben lügt, macht sich als Betrüger strafbar, wenn er einen konkreten Schaden verursacht. Wer hingegen die Wahrheit sagt, muss sehr oft unbequeme Dinge ausdrücken oder eigene Unkenntnis offenbaren. Man setzt sich dadurch in eine nachteilige Position. Doch es gibt noch einen dritten Weg dazwischen: Durch Verwendung von sprachlichen Leerformeln Unkenntnis überspielen bzw. durch selektiven Umgang mit Tatsachen Wahrheiten verzerrt wiedergeben. Dieses irreführende Nicht-Lügen bezeichnete Frankfurt als Bullshit. Der Begriff ist am ehesten ins Deutsche mit

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

„Hohlsprech“ oder „Geschwurbel“ zu übersetzen. Er führt zu einer Falschdarstellung in täuschender Absicht, ohne dass der Verbreiter von Bullshit explizit die Unwahrheit sagen muss.

Bullshit spielt eine große Rolle beim Anstieg des Angstgefühls: Durch extensive Berichterstattung über Einzelbeispiele von seltenen und gefährlichen Erkrankungen kann z. B. trotz allgemein verbesserter Gesundheitsversorgung ein Gefühl der Angst vor Erkrankung verstärkt werden, ohne explizit zu lügen, indem nachweisbar falsche Behauptungen hierüber verbreitet werden. Die hierdurch gesteigerte Nachfrage nach (überflüssigen) Gesundheitsdienstleistungen begünstigt deren Anbieter, ohne wirklichen Nutzen für Patienten zu bringen.

Die Finanzbranche ist und bleibt ein Hotspot bei der Verbreitung von Bullshit

Auch Bullshit, mit dem keine Angst gemacht werden soll, spielt eine immer größere Rolle in der Wirtschaft: Er dient dazu, Produkte oder Dienstleistungen besser erscheinen zu lassen, als sie eigentlich sind. Dies ist z. B. beim „Greenwashing“ besonders deutlich, wenn spezielle PR-Agenturen Unternehmen dahin gehend beraten, wie sie nach außen nachhaltig erscheinen, ohne dass diese tatsächlich viel für mehr Nachhaltigkeit tun zu müssen.

Gerade im Finanzbereich gibt es erschreckender Weise besonders viele Beispiele für Bullshit:

- Präzise Prognosen für Kursentwicklungen sollen die Kompetenz von Börsenexperten demonstrieren. Dabei werden Kurse kurz- bis mittelfristig stark von Überraschungsfaktoren beeinflusst und lassen sich nicht vorhersagen. Dies demonstriert z. B. jedes Jahresende die Misserfolgsstatistik der Jahresendprognosen vom Vorjahr für den Dax aufs Neue – was die Investmentbankstrategen nicht davon abhält, sich jedes Jahresende mit neuen Vorhersagen hervorzuwagen.
- Es gibt eine Unzahl von schönfärberischen Wortschöpfungen wie „Diskontzertifikat“, „Robo-Advisor“, „Risk Parity“, „Mittelstandsanleihe“ etc., die im Wesentlichen zum Verschleiern von Risiken oder Kosten dienen. „Smart Beta“ z. B. suggeriert eine intelligente (smart) und finanzmathematische (Beta) Vorgehensweise beim Investieren. In Wirklichkeit folgt man oft nur prozyklisch simplifizierten Erfolgsformeln – was an der Börse langfristig bisher noch nie gut gegangen ist.
- Es gibt eine epidemisch zunehmende Verwendung von „Adjusted Earnings“ bei der Gewinnberichterstattung börsennotierter Unternehmen. Vorgeblich soll durch Herausrechnung von außerordentlichen Faktoren ein korrekteres Bild der Ertragskraft einer Firma gezeichnet werden als mit der gesetzmäßigen Berichterstattung nach IFRS bzw. GAAP. Tatsächlich rechnen Finanzvorstände in der Praxis zumeist jede Form von Belastungsfaktoren heraus, egal ob außerordentlich oder nicht. So kann man völlig legal Ertragskennzahlen schön färben, ohne das Risiko einzugehen, als Bilanzfälscher bestraft zu werden.
- Die intransparente Darstellung bei den Kosten von Finanzprodukten führt dazu, dass sie effektiv oft höher ausfallen als sie dem Kunden bei Abschluss erscheinen. Investmentfonds sind mit sehr hohen Kosten belastet, welche die Erträge durch aktives Fondsmanagement i.d.R. überkompensieren. Kreditzinsen und -gebühren werden oft nach dubiosen Formeln ermittelt, die bei Schuldner zu einer ungerechtfertigt hohen Belastung führen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bullshit zerstört langfristig das Vertrauen

Die zunehmende Bedeutung der Verwendung von Bullshit in Politik und Wirtschaft hat eine fatale Konsequenz: Menschen bemerken irgendwann, dass sie straflos an der Nase herumgeführt werden können, und verlieren daraufhin ihr Vertrauen. Umfragen – wie z. B. der jährlich durchgeführte globale „Trust Survey“ der Edelman Group¹³ – zeigen, dass die vergangenen Jahre durch einen bisher beispiellosen Vertrauensverlust von Menschen in das Wirtschaftssystem und seine Institutionen gekennzeichnet sind. Besonders groß ist dabei das Misstrauen in die Finanzindustrie – mit global 54% Vertrauen liegt die Branche weit abgeschlagen auf dem letzten Platz hinter Energie (61%), Verbrauchsgüter (63%), Nahrung (66%) und Technologie (76%). Besonders schlecht sind die Werte für die europäische Finanzindustrie: In Deutschland haben nur noch 35% der Befragten Vertrauen in sie; in Großbritannien 45%.

Leider ist eine Umkehrung der Tendenz zu immer mehr Bullshit nicht absehbar. Denn das Vordringen von Bullshit diskreditiert bzw. relativiert auch die Wahrheit. Insofern ist es so gut wie unmöglich, Misstrauen dadurch zu überwinden, indem man die Wahrheit sagt. Stattdessen wird immer ausgefeilterer Bullshit produziert, der zumindest kurzfristig das Misstrauen überlistet, langfristig aber umso mehr Vertrauen zerstört. Ein Teufelskreis entwickelt sich und setzt sich immer weiter fort ... was auch dazu führt, dass immer mehr Menschen den Kapitalismus infrage stellen, obwohl es ihnen wirtschaftlich eigentlich gut geht.

€ \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £

5) Die Zukunft des Kapitalismus ... bringt (zunächst) mehr Regulierung und Bürokratie mit sich

Neben der spürbaren Zunahme von Bullshit gibt es eine weitere Grunderfahrung des modernen Lebens: die permanente Zunahme von Vorschriften und Verordnungen, die uns genau vorschreiben, wie bestimmte Dinge zu machen sind. Im Finanzbereich erleben wir beispielsweise aktuell mit der 20.000 Seiten an Rechtstexten umfassenden Verordnung Mifid II einen gewaltigen Bürokratie-Schub. Jede einzelne dieser Verhaltensregeln ist normalerweise gut begründet, weil sie darauf basieren, dass jeweils konkrete Missstände abgeschafft werden sollen. Ihre schiere Masse allerdings führt dazu, dass wir uns in ihnen gefangen fühlen wie ein Insekt im Spinnennetz: Je mehr wir haben, desto mehr schnüren sie uns ein. Zudem sind die vielen Regeln inzwischen für die meisten Menschen und selbst für Großkonzerne undurchschaubar geworden. Nichtsdestotrotz entstehen ständig neue Missstände – nicht zuletzt auch als Ausweichreaktionen auf neue Vorschriften. Die Bekämpfung der neuen Missstände erzeugt wiederum neue Vorschriften, die zu weiteren Ausweichreaktionen führen. Ein unendlicher Teufelskreis zunehmender Regulierung ist die Folge.

Die Zunahme von Bullshit und von Regulierung steht deswegen in einem engen Zusammenhang: Denn Bullshit ist oftmals nichts anderes als regulierungskonformes Lügen – auch als Ausweichreaktion auf mehr Regulierung. Sobald dieses Lügen entlarvt wird, ist der natürliche Impuls von Technokraten, dieses mit noch mehr Regulierung einzudämmen. Dieses wiederum führt zu neuen Umgehungsreaktionen; u.A. neuer Bullshit. Irgendwann kommt dann als Reaktion mehr Regulierung usw. usw. Insofern führt mehr Regulierung wie bei Mifid II im Endeffekt nicht wie beabsichtigt zu mehr

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Verbraucherschutz, sondern vor allem zu neuen Marktzutrittsschranken und der Verbreitung von neuem Bullshit. Die Wettbewerbsintensität sinkt, was letztlich zum Schaden des Konsumenten ist. Auch die Kosten der Regulierung können weitgehend auf den Endverbraucher überwältzt werden. Er ist er Dumme, was ihm besonders dann bewusst wird, wenn ihm auffällt, dass er sich durch Bullshit hinter das Licht hat führen lassen. Es ist daher auch kein Zufall, dass gerade in Europa das Vertrauen in die Finanzindustrie besonders gering ist, während die Regulierungsintensität sehr hoch ist.

Einziger Hoffnungsträger im Kampf gegen die immer ausuferndere Bürokratie ist ausgerechnet die Administration des in Europa weitgehend abgelehnten US-Präsidenten Trump. Während Trump in der Öffentlichkeit vor allem durch die Verbreitung von Bullshit und missglückten nationalistischen politischen Initiativen von sich reden macht, haben in seinem Rücken Wirtschaftsfachleute wie der Ex-Goldman Sachs Manager und jetzige Finanzminister Mnuchin eine effektive Politikwende zur Stärkung der Wettbewerbsfähigkeit eingeleitet. Hierzu zählen neben einer Steuerreform, die eine Bildung von Produktivkapital fördert, auch Deregulierungsmaßnahmen.

In Europa setzt die EU hingegen nach wie vor auf immer weiter greifende Regulierungen. Allerdings häufen sich die Rohrkrepiere: Die Bemühungen zur Umsetzung von Mifid II beispielsweise haben in der Finanzbranche vor allem Chaos ausgelöst, wichtige Schritte wie z. B. Kontrolle von Dark Pools wurden verschoben. Die Blockade der Übernahme von Niki durch die Lufthansa hat als Konsequenz nicht zu mehr, sondern zunächst zu weniger Wettbewerb im Luftverkehr geführt.

€ \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £

6) Die Zukunft des Kapitalismus ... liegt in einem wenig demokratischen Asien

Es mag für Europäer überraschend sein, aber es gibt laut der Edelman-Studie zum globalen Vertrauen noch einige Länder, in denen die Bevölkerung ihren Institutionen vertraut: z. B. Indien, Indonesien, China, Singapur und die Vereinigten Arabischen Emirate. Obwohl dort Demokratie Mangelware ist und in einigen Nationen signifikante Armut und Korruption herrschen, ist das Vertrauen deutlich größer als in Europa oder Nordamerika. Denn trotz aller Mängel geht es in den Ländern wirtschaftlich aufwärts, die Bevölkerung spürt dies in einer kontinuierlichen Steigerung des Lebensstandards.

Abb. 3: Wachstum, Vertrauen und Korruption im internationalen Vergleich

	aktuelles BIP- Wachstum ggü. Vorjahr	Edelman Trust Score 2017 *)	TI Corruption Perception Score 2016 **)
Indien	6,3%	72	40
Indonesien	5,2%	69	37
China	6,8%	67	40
Singapur	4,6%	60	84
zum Vergleich: Deutschland	2,8%	41	81

Quellen: Tradingeconomics; Edelman; Transparency International

*) Skala 1-100; Werte > 60 drücken generelles Vertrauen aus; Werte < 50 generelles Misstrauen

**) Skala 0-100; von 0 = "sehr korrupt" bis 100 = "sehr sauber"

Während in den alten Industriestaaten wirtschaftliche Abschottung als Rezept für wirtschaftliche Probleme ernsthaft diskutiert wird, haben vor allem aufstrebende asiatische Länder durch ihre Hin-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

wendung zum globalen Kapitalismus eine Wachstumsdynamik in Gang gesetzt, die nicht mehr zu stoppen ist. Eine Schlüsselrolle spielt, dass die führenden Nationen zunehmend Innovationskraft entwickeln. Dies lässt sich am Beispiel der Patente illustrieren, die chinesische Forscher in den USA angemeldet haben: Ihre Zahl stieg von 100 im Jahr 2000 auf 8.000 im Jahr 2015. Und damit nicht genug – die unlängst beschlossene Regierungsinitiative „Made in China 2025“ soll gezielt innovatives Unternehmertum bei neuen Basistechnologien wie Biotechnologie oder Robotik fördern.¹⁴

Eine Vorbildfunktion für die Region spielt Singapur: Die Politik des Stadtstaates wird seit der Unabhängigkeit von der Partei People's Action Party (PAP) dominiert. Dies hat der Wirtschaftsentwicklung nicht geschadet: Das kaufkraftadjustierte Bruttoinlandsprodukt pro Kopf betrug 2016 US\$ 87.800 und lag damit um 47% höher als in der Schweiz und um 83% höher als in Deutschland.

In Singapur ist ein Schlüsselfaktor für die hohe Akzeptanz fehlender Demokratie, dass die in Autokratien sonst so verbreitete Korruption scharf bekämpft wird. Das Sozialsystem ist günstig, weil auf Umverteilungsmaßnahmen weitgehend verzichtet wird. Stattdessen werden alleine Pflichtbeiträge für einen staatlichen Fonds erhoben, der alle Absicherungsfunktionen übernimmt. Weiterhin wird gezielt der Einsatz neuer Technologien gefördert: So war Singapur das erste Land, das systematisch Pilotprojekte mit neuen Basistechnologien wie autonomes Fahren oder weitgehende mobile Vernetzung der Bürger vorantreibt, um in der Zukunft als „Smart Nation“ eine Führungsrolle im Innovationswettbewerb einzunehmen.¹⁵

Natürlich ist auch Singapur nicht problemfrei. Schwierigkeiten drohen auch gerade dadurch, dass das Land aufgrund der geringen Geburtenrate stark vom demografischen Wandel betroffen sein wird: Laut offiziellen Schätzungen soll das Median-Alter von aktuell 37,5 bis 2050 auf 53,7 ansteigen. Allerdings hat man das Pensionssystem schon jetzt durch Einführung einer verpflichtenden „Langlebigekeitsversicherung“ auf die steigende Belastung in der Zukunft ausgerichtet ... und wartet nicht wie in Deutschland, bis irgendwann das Geld knapp wird.¹⁶

Beunruhigend aus europäischer Sicht ist, dass sich der Kapitalismus derzeit vor allem in relativ undemokratischen Ländern immer mehr zum Erfolgsmodell entwickelt. Ökonomische und persönliche Freiheit gehören nicht mehr zusammen. Im Gegenteil: Die Verknüpfung von wirtschaftlichen und politischen Interessen verschafft Internetkonzernen wie Alibaba oder Tencent im globalen Wettbewerb einen nicht zu unterschätzenden Wettbewerbsvorteil gegenüber Amazon, Facebook oder Google: Solange sie sich regierungskonform verhalten, werden sie geschützt. Zudem müssen sie sich nicht um lästige Dinge wie Datenschutz kümmern. Wenn sich Demokratie aber im globalen Wettbewerb vom Vorteil in einen Nachteil verwandelt, wird das Gesellschaftssystem der aktuell entwickelten Länder noch viel radikaler infrage gestellt, als man es sich heute vorstellen kann.

€ \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £ € \$ 元 ₪ ¥ £

7) Die Zukunft des Kapitalismus ... wird von staatlichen institutionellen Anlegern bestimmt

Als Norwegen Mitte der 1990er Jahre beschloss, die Devisenüberschüsse durch die Ölexporten in einem nationalen Pensionsfonds anzulegen, der als professioneller institutioneller Investor an den internationalen Kapitalmärkten agiert, wurde Startschuss zu einer Entwicklung gegeben, die seitdem

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

die Besitzverhältnisse am globalen Produktivvermögen gründlich verschoben hat. Seitdem haben auch staatliche Fonds und Notenbanken anderer Länder Skandinaviens und der Schweiz, arabischer Ölproduzenten sowie asiatischer Exportnationen angefangen, massiv Aktien und Anleihen zu kaufen. Mit einem Volumen von 866 Mrd. € (Ende 2017) ist der norwegische Staatsfonds inzwischen der größte institutionelle Investor weltweit. Er kontrolliert global ca. 1% aller Aktien; in Europa über 2%. Der Gesamtanteil von Staatsfonds und Notenbanken am weltweiten Aktienbesitz dürfte inzwischen über 10% liegen. Eine genaue Zahl ist schwierig zu ermitteln, da z. B. China mit verschiedenen Vehikeln sehr intransparent agiert und der tatsächliche Besitz nur schwer abzuschätzen ist.

Auch wenn sich die Anlagekonzepte der einzelnen Pensionskassen und Notenbanken im Detail stark unterscheiden, so ist doch eine gemeinsame Leitlinie erkennbar: Man will sich langfristig einen Anteil am globalen Produktivvermögen sichern; damit soll die Rendite für künftige Generationen in der eigenen Nation optimiert werden. Kurzfristige Gewinnziele oder politische Einflussnahme hingegen spielen zumeist noch keine Rolle. Lediglich der norwegische Staatsfonds versucht inzwischen, sich mit seiner Aktionärsmacht für mehr Nachhaltigkeit bei den Beteiligungen einzusetzen.

In Ländern wie Deutschland hingegen wird immer wieder beklagt, dass die Vermögen trotz hoher Wirtschaftsleistung nur wenig wachsen und immer ungleicher verteilt sind. Dies hängt nicht zuletzt damit zusammen, dass viele erfolgreiche deutsche Unternehmen vorwiegend ausländische Aktionäre haben, während deutsche Anleger ihr Geld zumeist sparen und wenig rentierlich anlegen. Dieses Problem wird sich weiter verschärfen, wenn deutsches Produktivvermögen zunehmend von Institutionen ausländischer Staaten kontrolliert wird. Die Wertschöpfung kommt in der Zukunft dann vor allem Pensionären in Norwegen, Singapur und Katar zugute, während das eigene Sozialsystem die heimischen Rentner immer weniger finanzieren kann.

Die wachsende Bedeutung der Staatsfonds (und Aktien besitzenden Notenbanken) kann langfristig zu einer 2-Klassen-Gesellschaft bei Nationen führen: diejenigen, die das globale Produktivvermögen kontrollieren; sowie diejenigen, die ihre erzielte Wertschöpfung zu einem großen Teil bei den Besitzern abliefern. In Hinblick auf diese Entwicklung befindet man sich derzeit in Deutschland auf der falschen Seite, in Singapur, der Schweiz und in Norwegen auf der richtigen.

€ \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £ € \$ 元 ₩ ¥ £

8) Die Zukunft des Kapitalismus ... bleibt die eines Sündenbockes

Der Kapitalismus fördert soziale Ungleichheit, weil es ein System ist, in dem wenige Gewinner überproportional von ihrem Erfolg profitieren. Nur bei starkem und gleichmäßigem Wirtschaftswachstum geht es auch den meisten relativen Verlierern absolut besser. Bei geringem und ungleichmäßigem Wirtschaftswachstum hingegen – und dies ist in den entwickelten Industriestaaten inzwischen der Regelfall – bleiben immer größere Bevölkerungsgruppen als Verlierer zurück. Dieser Trend wird sich nicht abmindern; im Gegenteil, er wird sich noch weiter verstärken. Denn die Sozialsysteme der Industrieländer sind aufgrund des demografischen Wandels in ihrer heutigen Form langfristig nicht mehr finanzierbar. Und die führenden Politiker werden die dann erforderlichen Sanierungsmaßnahmen garantiert nicht auf eigene Kurzsichtigkeit zurückführen, sondern lieber den Kapitalismus als Sündenbock präsentieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Natürlich gibt es Versuche, den Kapitalismus netter zu machen, indem man einen „verantwortlichen“ oder „sozialen“ Kapitalismus anstrebt, der durch Umverteilungs- und Absicherungsmechanismen ergänzt wird. Auch wenn dies hilft, einige Ungerechtigkeiten abzumildern, darf man sich aber keine Illusionen machen: Der Kapitalismus ist grundsätzlich nicht nett. Disruptive Innovationen, die einerseits sowohl ihre Initiatoren reicher wie auch unsere Welt besser machen, vernichten andererseits Aktionärsvermögen und Arbeitsplätze bei Firmen, die verdrängt werden.

Neue Wettbewerber agieren dabei oftmals auch skrupellos und am Rande der Legalität; nicht zuletzt auch deshalb, weil Regulierung oftmals etablierte Firmen schützt. Unternehmer wie Thomas Alva Edison, Bill Gates oder Steve Jobs haben ihre Firmen nicht dadurch vorangebracht, dass sie sich immer mit fairen Mitteln durchgesetzt haben. Dies wird bei den disruptiven Unternehmern von morgen auch nicht anders sein, egal ob sie aus China oder aus dem Silicon Valley kommen.

Mit einem wirtschaftlichen Bedeutungsgewinn von an sozialer Gerechtigkeit wenig interessierten asiatischen Nationen, Staatsfonds und global agierenden Großkonzernen wird der Kapitalismus in den nächsten Jahren eher noch rücksichtloser, als er sowieso schon ist. Dies wird einerseits seinem schlechten Ruf weiter steigern. Allerdings wird auch seine Alternativlosigkeit weiter zunehmen: Denn wer – wie links- bzw. rechtspopulistische Politiker weltweit fordern – sein Heil in der Abschottung sucht, verliert nur umso schneller. Für Kapitalismushasser wird ihre Verliererstellung in der Gesellschaft zu einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung.

€ \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £ € \$ 元 ¥ £

9) Die Zukunft der Kapitalanlage ... wird Anleger weiterhin belohnen, die auf Kapitalismus setzen

Der Kapitalismus unterliegt einem permanenten Wandlungsprozess, auf den sich Anleger immer wieder neu einstellen müssen. Im 19. Jahrhundert waren beispielsweise Eisenbahnaktien die großen Renner an der Börse. Zur Jahrhundertwende machten sie z. B. 63% der Marktkapitalisierung der USA aus.¹⁷ Danach kam eine anhaltende Periode des Bedeutungsverlustes im 20. Jahrhundert. Aktuell hat dieser Sektor einen Anteil von ca. 1%; die wenigen verbliebenen Firmen haben sich als profitables Nischensegment neu etabliert.

Aus den im vorangegangenen Text angesprochenen Entwicklungen ergeben sich folgende Konsequenzen für Anleger:

1) Die Bedeutung von traditionellen Finanzkennzahlen bei der Auswahl von Investments verändert sich. Sie können nur noch im Kontext einer genauen Analyse ihrer Ermittlungsmethodik sinnvoll interpretiert werden, was ihre Vergleichbarkeit einschränkt. Speziell einfache Screening-Modelle zur Aktienauswahl dürften in Zukunft kaum noch aussagekräftige Ergebnisse liefern.

Dies hat vor allem zwei Ursachen: Zum einen lässt sich die Bedeutung von immateriellem Kapital grundsätzlich nur sehr schwer genau mit Zahlen erfassen. Des Weiteren eröffnet diese Ungenauigkeit legale Manipulationsmöglichkeiten durch Einsatz von Bullshit: einerseits durch übertriebene Wertansätze für immaterielle Vermögenswerte bzw. den Goodwill in der Bilanz, andererseits durch Verwendung adjustierter Gewinnzahlen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 2) Für die qualitative Auswahl interessanter Aktien wird weniger entscheidend, welche Firmen eine führende Position erreichen, weil dies in der New Economy sehr schnell geht bzw. in der Old Economy an einer schwer zu prognostizierenden Marktkonsolidierung hängt. Entscheidend wird vielmehr sein zu bestimmen, wie lange und wie stark dominante Unternehmen ihre Marktstellung aufrechterhalten können. Hierbei müssen Investoren aber beachten, dass die Wettbewerbsvorteile durch Netzwerkeffekte, starke Marken etc. tatsächlich dauerhaft sind und nicht durch schöngefärbte „Equity Stories“ oder politische Bevorzugung vorgetäuscht werden.
- 3) Es wird mehr Unternehmen geben, die sich auf Bullshit und Regulierung verlassen, um hohe Gewinne zu erzielen bzw. vorzutäuschen. Dies wird ihren Managements ermöglichen, kurzfristige ungerechtfertigte Kursgewinne zu erzielen und selbst hohe Erfolgshonorare zu kassieren. Langfristig ruinieren sie damit aber nur ihre Geschäftsbasis. Insofern sollte sich auch die Anzahl spekulativer Unternehmenskrisen häufen. Nur Anleger, die sich hingehend möglicher Warnzeichen sensibilisieren, werden in der Lage sein, die potenziellen Verlierer rechtzeitig zu erkennen.
- 4) Für Investoren, denen es gelingt, diejenigen Unternehmen herauszufiltern, die aufgrund ihrer Wettbewerbsstärke erfolgreich sind, bieten sich hingegen bisher ungeahnte Ertragsmöglichkeiten. Denn Gewinner in „Winner takes all“-Märkten können sehr hohe Kapitalrentabilitäten erzielen und für lange Perioden aufrechterhalten. Hiervon konnten Unternehmer früher nur träumen. Allerdings verstärkt sich hierdurch auch die Gefahr, dass sich bei Managements Selbstgefälligkeit breitmacht und Ineffizienzen einschleichen. Die Kunst für langfristig erfolgreiche Unternehmenslenker wird sein, trotz Dominanz weiterhin hungrig und innovativ zu bleiben.
- 5) Erfolg in Asien wird zum Schlüsselfaktor für fast alle global agierenden Unternehmen: Denn hier sind sowohl die Märkte der Zukunft wie auch die Produktionsstätten; die Wettbewerber genauso wie die künftigen Aktionäre. Nichtasiatische Firmen können nur dann langfristig bestehen, wenn sie diese Herausforderung proaktiv angehen.

Dies heißt für europäische Anleger nicht unbedingt, dass sie schwerpunktmäßig direkt in Asien anlegen müssen, zumal dort die Corporate Governance noch relativ schlecht ist und Minderheitsaktionäre kaum geschützt werden. Wer allerdings Aktien von nordamerikanischen oder europäischen Firmen kauft, sollte genau prüfen, welche Antworten die jeweiligen Managements auf die asiatische Herausforderung präsentieren.
- 6) Renditen für als „sicher“ geltende Anlagen wie Anleihen oder Liquidität werden auf Dauer gedrückt bleiben, da sowohl die allgemeine Verängstigung der Gesellschaft wie auch die steigende Bedeutung grundsätzlich risikoscheuer älterer Anleger für eine anhaltende Überschussnachfrage sorgen wird.
- 7) Für Kleinanleger wird die Bedeutung des Altersvorsorgesparens in produktive Investments (Aktien, Immobilien) von existenzieller Bedeutung, da die staatlichen Pensionskassen deutlich an Leistungsfähigkeit verlieren. Wahrscheinlich wird aber nur eine Minderheit dies erkennen. Und bei der Mehrheit, die sich auf eine ungenügende staatliche Altersvorsorge verlässt, werden sicher wieder viele Menschen dem Kapitalismus die Schuld dafür geben, dass sie im Alter so arm sind.

Chains of Finance – ein genauer Blick auf die finanzielle Wertschöpfungskette

Von Ekaterina Svetlova

Wir treten gerade in „das Zeitalter des Asset Managements“ ein, behauptete Andrew Haldane, damaliger Direktor für Finanzstabilität (und heute Chefökonom) der Bank of England, in einer Rede im April 2014. Zu diesem Zeitpunkt kontrollierten Asset Management-Unternehmen bereits 40% aller Finanzwerte. Die damals ca. 100 Billionen Dollar an verwaltetem Vermögen entsprachen einem Gegenwert von rund einem Jahr des globalen Sozialprodukts. Angesichts dieser Dimensionen ist es erstaunlich, dass ihre Arbeitsweise bisher nur selten zum Gegenstand ausdrücklicher wissenschaftlicher Untersuchungen und öffentlicher Diskussionen wurde. Die Aufmerksamkeit von Wissenschaftlern und der Medien konzentrierte sich bis jetzt eher auf Banken oder verschiedene Arten von Händlern und Spekulanten als auf die Investment-Management-Branche als solche - trotz der großen Auswirkungen der Letzteren auf die Wirtschaft und die Gesellschaft.

Das Buch „[Chains of Finance - How Investment Management is Shaped](#)“ (2017, Oxford University Press)¹ fasst die Ergebnisse eines Forschungsprojektes zusammen, das genau darauf abzielte, diese Lücke zu schließen. Das Buch strebt einerseits an, das ganzheitliche Bild der Investmentindustrie zu präsentieren. Andererseits soll ihr Innenleben detailliert untersucht werden.

Ausgangspunkt der Forschungsarbeit war der Kay-Bericht von 2012.² Hierbei handelte es sich um eine Untersuchung des englischen Ökonomen John Kay für das britische Wirtschaftsministerium über die Ursachen der Finanzkrise. Kay sollte die Funktionsweise des Aktienmarktes analysieren und kam zu dem Ergebnis, dass sie grundlegend gestört ist. Als Hauptursache identifizierte er kurzfristiges Denken bei Investoren und Unternehmern. Er führte dies auf einen Vertrauensverlust in der Finanzbranche sowie falsche Leistungsanreize zurück. Kay entwickelte den Begriff der „Investmentketten“ („Chains of Finance“) und argumentierte, dass man Zusammenhänge und Prozesse in der Wertschöpfungskette analysieren muss, wenn man die Probleme der Aktienmärkte verstehen möchte.

Allerdings fokussierte sich Kay vorwiegend auf die Anreize innerhalb der Kette, während das Buch tiefer geht und die weiteren sozialen und kulturellen Aspekte der Finanzintermediäre und ihrer Verbindungen zueinander sowie zu Kunden unter die Lupe nimmt. Das Buch verabschiedet sich von der in der Wissenschaft bisher üblichen Vorgehensweise, nur einzelne professionelle Gruppen zu untersuchen (wie Fondsmanager, Wertpapieranalysten und Anlageberater) und verlegt den Fokus auf die Beziehungen zwischen den Intermediären.

Um Finanzmärkte zu verstehen, muss man Beziehungen zwischen einzelnen Akteuren analysieren

Die Kernbotschaft des Buches ist einfach: Die Investmentbranche heute hat nur noch wenig mit einzelnen Anlegern zu tun, die sich entscheiden, welche Aktien oder Anleihen sie direkt auf dem Markt kaufen. Vielmehr fließt der größte Teil ihrer Gelder durch die Kette institutioneller Vermittler, die die Sparer mit den Unternehmen und Regierungen verbindet, die die Finanzinstrumente emittieren. Ein Verständnis der Finanzmärkte ist nicht möglich, wenn man die Beziehungen der einzelnen Teilnehmer untereinander nicht genau kennt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Beispielsweise werden Investmententscheidungen häufig von Finanzberatern und Vermögensverwaltern gesteuert. Außerdem können Anleger bei der Auswahl von Investmentfonds durch spezialisierte Unternehmen wie Morningstar und Standard & Poor's beeinflusst werden, die Fondsratings veröffentlichen. Darüber hinaus besteht ein Großteil der Anlagegelder aus Beiträgen zu betrieblichen Pensionsfonds, Stiftungen und anderen institutionellen Sondervermögen.

Diese Fonds haben in der Regel treuhänderische Verwalter, die zwar für die Anlage des Vermögens verantwortlich sind, diese Tätigkeit im Allgemeinen weiter an Portfoliomanager delegieren. Die Entscheidungen der Treuhänder, welche Investment-Management-Firmen sie mit der Geldverwaltung beauftragen, werden oft von Investment Consultants unterstützt und gesteuert. Außerdem müssen Fondsmanager entscheiden, wo sie ihre Aufträge zum Kauf oder Verkauf von Aktien oder Anleihen ausführen. Diese Entscheidungen werden stark von den Beziehungen der Fondsmanager zu Brokern oder Händlern beeinflusst.

Die Investmentkette folgt sozialen Beziehungen

Der Vorgehensweise der „Social Studies of Finance“ folgend betrachtet das Buch die Investmentkette als eine Reihe von sozialen Beziehungen, welche Handlungen von Einzelnen sowohl einschränken als auch ermöglichen. Es zeigt sich zum Beispiel, dass die Entscheidungen sowie Erfolge und Misserfolge von Fondsmanagern nicht richtig verstanden werden können, indem man lediglich ihre Prognosefähigkeit bzw. Überzeugungen über bestimmte Wertpapiere oder Märkte analysiert. Die Handlungen der Portfoliomanager werden von Kunden, Brokern, Anlageberatern, Wertpapieranalysten und sogar Gewerkschaften und Politikern entscheidend mitgestaltet.

Die im Buch vorgestellten Argumente und Fallstudien basieren auf ethnografischen und autoethnografischen Arbeiten in der Investmentindustrie an mehreren wichtigen Standorten (Paris, Zürich, Frankfurt, Edinburgh, New York und London). 451 Tiefeninterviews mit Mitarbeitern der Assetmanagement-Industrie wurden durchgeführt. Die ethnografische Feldforschung ermöglicht eine gründliche Analyse aus einer sozialwissenschaftlichen Perspektive und liefert Erkenntnisse, die mit einer rein theoretischen Arbeit nicht gewonnen werden könnten.

Beispiel Principal-Agent-Beziehung: Die Praxis ist komplizierter als die bisherige Theorie

Zum Beispiel hinterfragt das Buch das theoretische Konzept der Principal-Agent-Beziehung: Investoren werden als Auftraggeber (Principal) gesehen, die Fondsmanager (Agenten) als Experten beauftragen, ihr Geld zu verwalten. Dies führt zu verschiedenen Interessenkonflikten: Fondsmanager arbeiten vielleicht nicht hart genug, um die Ziele der Anleger zu erreichen; sie können „Frontrunning“ machen (z. B. Aktien vorkaufen, bevor die gleiche Transaktion im Fonds durchgeführt wird), oder sie könnten sich nicht ausreichend bemühen, die Kosten der Anlage zu minimieren³. Einige Portfoliomanager verlangen hohe Gebühren als Entlohnung für aktive und scheinbar anspruchsvolle Anlageprozesse, obwohl sie gleichzeitig kaum vom Index abweichen („closet benchmarking“)⁴.

Daher erwartet die Principal-Agent-Theorie, dass sich Anleger vor allem auf die Kontrolle der Leistungen von Fondsmanagern konzentrieren: Die Performance wird in kurzen und langen Zeitabständen gemessen, um die Manager mit schlechten Resultaten zu identifizieren und zu bestrafen (d. h. ihnen das Mandat entzogen).

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Das Buch zeigt, dass diese Darstellung der Beziehungen zwischen Portfoliomanagern und ihren Kunden eine starke analytische Vereinfachung impliziert. Was man eher zwischen Kunden und Fondsmanagern beobachtet ist kein primitives Principal-Agent-Problem, sondern ein facettenreiches und kontextabhängiges Verhältnis. Das Buch zeigt, dass die Beziehungen zwischen Fondsmanagern und Kunden oft durch Gegenseitigkeit, Vertrauen, Loyalität und sogar Freundschaftlichkeit gekennzeichnet sind, weniger durch Kontrolle und Bestrafung. Die „Menschlichkeit“ dieser Beziehungen führt dazu, dass sowohl private als auch institutionelle Kunden oft erstaunlich loyal zu ihren Geldverwaltern sind, sogar in den Zeiten schlechter Performance.

Gute persönliche Beziehungen sind oft wichtiger als niedrige Kosten

Ähnliche Phänomene werden beobachtet, wenn man sich entlang der Kette in die Richtung der „sell-side“ bewegt. Fondsmanager müssen entscheiden, wer, wo und wie ihre Kauf- und Verkaufsaufträge ausführt. Das Buch zeigt, dass diese Entscheidungen stark von den persönlichen Beziehungen der Fondsmanager zu Brokern oder Händlern beeinflusst werden. Bis jetzt haben Kompensationen in diesen Beziehungen oftmals die Form von so genannten „Soft Dollar Arrangements“ angenommen: Broker bekamen die Kauf- und Verkaufsaufträge zum Ausführen und „zahlten“ dafür mit kostenlosem Research der Finanzanalysten, aber auch mit Theatertickets, Wein, Büchern und Reisen. Aus diesen „Soft Dollar Arrangements“ entstanden manchmal lebenslange Freundschaften, die die Entscheidungen über die Orderausführungen viel stärker beeinflussten als rationale Überlegungen. Aktuell versucht die EU mit ihrer Finanzmarktdirektive Mifid II, Soft Dollar Arrangements zu unterbinden, damit Leistungen und Gegenleistungen transparent und eindeutig zuordenbar werden. Inwieweit sie damit im Endeffekt mehr Schaden anrichtet, weil sie für ein Marktfunktionieren wichtige soziale Beziehungen zerstört, ist im Moment dahingestellt.

Wie wichtig diese Beziehungen sind, zeigt das Beispiel der "Dark Pools" der ersten Generation: Diese neuen anonymen, computerisierten Handelsplattformen boten an, billig zu handeln („to trade for a cent per share“). Sie hatten aber am Anfang große Schwierigkeiten, sich zu behaupten: Viele Fondsmanager waren bereit, schlechtere und teurere Ausführungen von Aufträgen in Kauf zu nehmen, weil sie auf die „Soft Dollar Arrangements“ und menschlichen Umgang (assoziiert mit Vertrauen) nicht verzichten wollten. Das bestätigt noch einmal eindeutig, dass die wichtigsten Entscheidungen in der Investmentbranche nicht nur durch materielle Überlegungen, sondern auch durch soziale Beziehungen beeinflusst werden. „Chains of Finance“ untersucht, wie die Intermediäre der Investmentkette wechselseitig die Praktiken der jeweils anderen Marktteilnehmer prägen.

Der Zwang zur Inszenierung: Kontrolleure in der Investmentkette bedingen „Theaterspiel“

Ein weiterer neuer Aspekt des Buches ist, dass die Konsequenzen gezeigt werden, die sich ergeben, wenn einige Intermediäre in der Kette als kritische Beobachter von anderen, mit denen sie verbunden sind, agieren. Treuhänder und Investment-Consultants, die zum Beispiel Fondsmanager kritisch beobachten und ihre Performance ständig messen, zwingen die Fondsmanager dazu, sich ständig als kompetent und erfolgreich zu präsentieren. Dieser Aspekt der Inszenierung ist zentral für unser Verständnis des Funktionierens der Investmentkette. Die Marktteilnehmer erfüllen nicht nur ihre unmittelbaren (Gewinn maximierenden) Aufgaben, sondern „spielen auch Theater“⁵.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In „Chains of Finance“ wird gezeigt, zum Beispiel, wie die Assetmanagement-Abteilung einer Frankfurter Bank ein neues "Quant"-Team etabliert hat. Mit dieser Entscheidung reagierte die Bank auf die externen Erwartungen von Kunden, Investment-Consultants und Konkurrenten. Die Manager der Abteilung wollten zeigen, dass sie einen neuen quantitativen, "rigorosen", "wissenschaftlichen" Ansatz neben ihrer bestehenden "fundamentalen" Methode einführen. Mit anderen Worten, die Einrichtung des quantitativen Teams wurde durch Marketing vorangetrieben, weil es helfen konnte, die Arbeit der Fondsmanager als rigoros und wissenschaftlich zu präsentieren. Kunden und Investment-Consultants möchten von strengen und konsequenten Investmentprozessen hören. Der Absatz-Erfolg der Portfoliomanager hängt weniger von tatsächlichen Anlageergebnissen ab, als davon, wie es ihnen gelingt, diese Strenge, Wissenschaftlichkeit und Rigorosität zu inszenieren. Zum Teil geht es bei dem Erfolg eines Asset Managers tatsächlich um seine Fähigkeit zur theatralischen Inszenierung.

Entgegenwirkende Zwänge in der Investmentkette können zur Blockade führen

Das Buch beschreibt, dass die Investmentkette Entscheidungen und Geldfluss nicht nur ermöglicht, sondern auch beschränkt. Beispielsweise zeigt eine Fallstudie die Bemühungen verschiedener Akteure, die amerikanische Tochtergesellschaft eines französischen Automobilherstellers dazu zu drängen, die Gewerkschaften in ihren Werken anzuerkennen und die Arbeitsbedingungen dort zu verbessern.

Bei verschiedenen Treffen kamen Fondsmanager, Pensionsfonds-Treuhänder, Vertreter verschiedener französischer Gewerkschaften, französischer Politiker und US-amerikanischer Arbeitnehmer zusammen. Sie versuchten einen Weg zu finden, die Beteiligung an der Autofirma zu nutzen, um notwendige Veränderungen herbeizuführen. Was folgte war jedoch vor allem eine Demonstration der Zwänge, welche die Investmentkette ihren Bestandteilen auferlegt. Fondsmanager wollten nur auf Anweisung ihrer Kunden handeln. Pensionskassentreuhänder wollten nichts tun, was ihren gesetzlichen Pflichten widersprechen könnte. Die Politiker waren unsicher, ob sie Druck auf eine amerikanische Tochtergesellschaft ausüben durften. Die Gewerkschaften konzentrierten sich darauf, das beste Angebot für französische Arbeiter zu bekommen. Mit anderen Worten haben sich die Intermediäre in der Kette gegenseitig blockiert, sodass letztendlich eine wichtige Entscheidung mit nachhaltigen gesellschaftlichen Folgen nicht herbeigeführt werden konnte.

Das Verständnis der Investmentkette ist zentral für eine Erklärung der Finanzmärkte

Die Analyse der Investmentkette in „Chains of Finance“ kommt zu einer Zeit, in der eine Sichtweise der Finanzmärkte als Netzwerke an Einfluss gewinnt. Sie wird nicht als eine konkurrierende Theorie zu bisherigen Ansätzen betrachtet, soll aber bei einem genaueren Verständnis vieler Phänomene helfen. Die Kette ist eine Art, über Finanzmärkte nachzudenken, die dazu beiträgt, den Charakter verschiedener Interaktionen und Gründe für ihre Erfolge und Misserfolge deutlicher zu machen.

Das Konzept der Investmentkette ermöglicht einen komplementären Ansatz für die Frage, wo sich Macht, Einfluss und Risiken innerhalb der Finanzwelt „verstecken“. Wenn eine schlecht funktionierende Investitionskette unbefriedigende Anlageergebnisse begünstigt sowie zu weniger Wachstum, Diskriminierung und Umweltproblemen beiträgt, sollte ihre bestmögliche Funktionsweise zu einer dringenden akademischen und politischen Frage werden. Das Buch „Chains of Finance“ möchte sowohl einen Beitrag hierzu leisten als auch weitere Forschungen anregen.

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: Party like it's 1999? Not yet!**“:

1. Vgl. Inman, Phillip (2017), »**Financial markets could be over-heating, warns central bank body**«, Guardian.com 3.12.2017; <https://www.theguardian.com/business/2017/dec/03/financial-markets-overheating-financial-crisis-bis> (zuletzt abgerufen 4.12.2017). Die Zitate von Neil Woodford lauten im Original: "There are so many lights flashing red that I am losing count." "Investors have forgotten about risk and this is playing out in inflated asset prices and inflated valuations."
2. Vgl. Ebenda
3. Vgl. Schumpeter (2017): »**Firms that burn up \$1bn a year are sexy but statistically doomed**« The Economist 21.10.2017 <https://www.economist.com/news/business/21730446-five-outliers-chesapeake-energy-netflix-nextera-energy-tesla-and-uber-have-collectively> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
4. Vgl. Coinmarketcap.com (2018) »**CryptoCurrency Market Capitalizations**« <https://coinmarketcap.com/> Daten vom 12.01.2018 (zuletzt abgerufen 12.01.2018)
5. Vgl. Kim, Tae (2017): »**Bitcoin up sevenfold since Warren Buffett warned digital currency was a 'mirage'**«; cnbc.com vom 7.9.2017; <https://www.cnn.com/2017/09/07/bitcoin-up-sevenfold-since-warren-buffett-warned-digital-currency-was-a-mirage.html> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
6. Vgl. Johnson, Miles (2017): »**Bitcoin is a faith based asset**« Financial Times (Europe) 4.12.2017, S. FTfm 10 Die Originalzitate lauten: "Bitcoin's price is not being driven by anything resembling conventional financial logic, but in part by the same forces that have delivered the political shocks of the past two years. Like populist politics, belief in cryptocurrencies and "trustless networks" have chimed with a collapse in confidence in traditional forms of authority and a disdain for experts. Unwavering belief in bitcoin's story is powered by the crowd-fuelled authority of the internet." Sowie: "Financial professionals who fail to comprehend why someone would risk their wealth investing in bitcoin when it appears to them so obviously to be a bubble can be compared with the political analysts who believed it was impossible the UK would vote to leave the EU."
7. Vgl. Flood, Chris (2016) »**Fierce competition roils private equity**« Financial Times (Europe), 19.12.2016 S. FTfm10
8. Vgl. O'Brien, Conor (2017), »**US Tax Reform – agreement reached on Tax Reform bill**“, kpmg.com 19.12.2017 <https://home.kpmg.com/ie/en/home/insights/2017/12/us-tax-reform-agreement-reached-bill.html> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)

Quellen zu „**Die Zukunft des Kapitalismus ... und ihre Konsequenzen für die Kapitalanlage**“:

1. Goethe, Johann Wolfgang von (1783) »**Das Göttliche**«; hier zitiert nach www.literaturwelt.com/werke/goethe/goettliche.html (zuletzt abgerufen 09.01.2018)
2. Vgl. Max Roser (2017) »**Our World in Data**«; OurWorldInData.org <https://ourworldindata.org/> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
3. Vgl. C. George Boeree (1988) »**Persönlichkeitstheorien: Abraham Maslow**« http://www.social-psychology.de/do/PT_maslow.pdf (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
4. Vgl. Harari, Yuval Noah (2017) »**Homo Deus: A Brief History of Tomorrow**« Harper Collins New York NY, Kindle Ausgabe Pos. 250

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

5. Vgl. Haskel, Jonathan & Westlake, Stian (2017) »**Capitalism without Capital: Rise of Intangible Economy**« Princeton University Press, Princeton New Jersey
6. Vgl. R&V (2017) » **„Die Ängste der Deutschen“ im Langzeitvergleich**« RuV.de <https://www.ruv.de/presse/aengste-der-deutschen/aengste-der-deutschen-langzeitvergleich> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
7. Vgl. The Economist (2017): »**The rich get richer, and millennials miss out**« The Economist 18.11.2017 S.68
8. Vgl. Richards Anne (2017): »**Demographic trends require a rethink of our economic model**« Financial Times (Europe), 07.02.2017; S. 20
9. Vgl. Statistisches Bundesamt (2015) »**Die Generation 65 + in Deutschland**« Juli 2015
10. Vgl. Der Bundeswahlleiter (2017) »**Bundestagswahl 2017: 61,5 Millionen Wahlberechtigte**« Pressemitteilung Nr. 01/17 vom 3. Februar 2017 https://www.bundeswahlleiter.de/info/presse/mitteilungen/bundestagswahl-2017/01_17_wahlberechtigte.html (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
11. Vgl. Garrahan, Matthew (2017) »**Facebook and Google tighten digital ads grip**« Financial Times (Europe), 04.12.2017 S. 16
12. Frankfurt, Harry G. (2005): »**On Bullshit**« Princeton University Press, Princeton, NJ
13. Vgl. Edelman Group (2017) »**2017 Edelman TRUST BAROMETER**« edelman.com <https://www.edelman.com/trust2017/> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
14. Vgl. Zhu, Min (2018): »**Asian-style innovation is a boon for society and investors alike**« Financial Times (Europe) 3.01.2018 S. 18
15. Vgl. Vaswani, Karishma (2017) »**Tomorrow's Cities: Singapore's plans for a smart nation**« BBC.com 21 April 2017 <http://www.bbc.com/news/technology-39641262> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
16. Vgl. Wilmington plc (2015) »**Country Profiles Singapore**« pensionfundsonline.co.uk 25.11.2015 <http://www.pensionfundsonline.co.uk/content/country-profiles/singapore/101> (zuletzt abgerufen 11.01.2018)
17. Vgl. Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (2015) »**Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2015**« S.6

Quellen zu „Chains of Finance“:

1. Arjaliès, Diane-Laure; Grant, Philip; Hardie, Iain; MacKenzie, Donald; & Svetlova, Ekaterina (2017), »**Chains of Finance: How Investment Management is Shaped**«, Oxford: Oxford University Press <https://global.oup.com/academic/product/chains-of-finance-9780198802945?cc=gb&lang=en&>
2. Vgl. Kay, John (2012): »**The Kay Review of UK Equity Markets and Long-Term Decision Making**«, London, HM Government of the United Kingdom
3. Vgl. Shah, A. und K. Fernandes (2000). »**The Relevance of Index Funds for Pension Investment in Equities**«. Policy Research Working Paper 2494. Washington, DC: World Bank. Sowie: Woolley, P. and D. Vayanos (2012). »**Taming the Finance Monster**« Central Banking Journal (December): 57–62.
4. Vgl. Authers, J. (2014). »**How Active is Your Fund Manager, and What Chance Do They Really Have of Beating the Market?**« Financial Times, 12 March.
5. Vgl. Goffman, E. (1969). »**Wir alle spielen Theater. Die Selbstdarstellung im Alltag**«, München: Piper.

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 27.
- 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 30.
- 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 15.01.2018.
- 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: **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

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

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

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

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

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

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

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

b) Empfehlungssystem:

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

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.