

# *Standpunkt*

Januar 2001

Warum aus dem Jahr 2000 noch ein  
gutes Aktienjahr werden könnte -

Oder: Die Vorteile der Risikodiversifikation

©2001. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Grüneburgweg 102, 60323 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Warum aus dem Jahr 2000 noch ein gutes Aktienjahr werden könnte -

## Oder: Die Vorteile der Risikodiversifikation

- ◆ Das Jahr 2000 bleibt als das Jahr des Platzens der TMT-Blase in Erinnerung.
- ◆ Emissionsspannen, Bilanzierungsprobleme und Führungsschwächen haben das Vertrauen in die Neuen Märkte erschüttert.
- ◆ Presse und Fernsehen, Banken und KAGs, Journalisten und Analysten haben Grund zur Selbstkritik. Die Anleger brauchen mehr nüchterne und objektive Informationen.
- ◆ Das Jahr 2000 hat deutlich gemacht, dass die Grundlagen der Portfolio-Theorie noch immer gelten.
- ◆ Diversifikation ist wichtig; Risiko und Erträge hängen zusammen; Fundamentaldaten zählen.

# Warum aus dem Jahr 2000 noch ein gutes Aktienjahr werden könnte -

## Oder: Die Vorteile der Risiko-diversifikation

Viele Anleger werden das Jahr 2000 in schlechter Erinnerung behalten - Crashes, Pleiten und Pannen an den Aktienmärkten. Der NASDAQ erlebte mit einem Minus von 39,3% das schlechteste Jahr seit seiner Gründung 1971, der S&P 500 verlor 10,1%, der Nikkei 225 fiel um 27,2%. Nur der DJ Euro Stoxx 50 hielt sich mit einem Verlust von 2,7% noch sehr ordentlich. In diesem Umfeld war Deutschland keine Insel der Seligen. Der Dax ging um 7,5% in die Knie, und der vorher zwei Jahre boomende Neue Markt mußte rekordverdächtige 43,7% (Nemax 50 Index) abgeben. Vergleicht man die Jahresschlußstände mit den Jahreshochs, die in den meisten Indizes im März erreicht wurden, sieht die Bilanz noch viel ernüchternder aus. Wenn eine Blase platzt, dann platzt sie vollständig (sie kann nicht halb platzen). Mehr als 50 Werte im Nemax All Share Index lagen Ende 2000 mehr als 90% unter ihrem Jahreshoch (vgl. Tabelle 1).

Auf der Sollseite für die Aktienanlage - speziell und gerade in Deutschland - ist aber noch Negativeres zu verbuchen als die reinen Kursverluste. Bedingt durch Emissionspannen, Bilanzierungsprobleme und Führungsschwächen gerade bei Werten des Neuen Marktes haben die Anleger an Vertrauen verloren. Viele der ehemaligen Ikonen des Neuen Marktes, auf die man blind setzen zu können glaubte, sind abgestürzt wie Ikarus. Die die Emissionen begleitenden Banken stehen unter starker Kritik. Die Deutsche Börse AG hat inzwischen Regeländerungen angekündigt, weil offensichtlich viele Neuemissionen noch keine Marktreife hatten, aber das Kind ist erst einmal in den Brunnen gefallen. Für Risikokapitalgeber und Venture Capital Fonds könnte sich dadurch ein großes Problem aufbauen, denn der Börsengang als Exit-Strategie für Wagnisfinanzierung ist viel schwieriger geworden.

**Tabelle 1: Die 20 größten Verlierer am Neuen Markt im Jahr 2000**

Unternehmen	Datum des Jahreshochs	Jahreshoch	Jahresschluß	Abs. Verlust	%-Verlust
GIGABELL AG	08/03/2000	131,56	1,30	130,26	99,0%
INFOMATEC INTEGRATED INFO SY	18/02/2000	53,00	1,30	51,70	97,5%
TEAMWORK INF MAN AG	09/03/2000	59,50	1,55	57,95	97,4%
RICARDO.DE AG	09/02/2000	222,00	6,10	215,90	97,3%
EMPRISE MANAG CONSULT AG	01/03/2000	245,00	7,60	237,40	96,9%
SOFTMATIC AG	22/02/2000	35,10	1,21	33,89	96,6%
FANTASTIC CORP-CTFS	25/02/2000	55,00	1,92	53,08	96,5%
UPDATE.COM SOFTWARE	12/05/2000	40,79	1,51	39,28	96,3%
ABIT AG	21/02/2000	225,50	8,90	216,60	96,1%
POPNET INTERNET AG	04/02/2000	97,99	3,95	94,04	96,0%
INTERENTAINMENT AG	13/01/2000	121,94	5,10	116,84	95,8%
INTERNETMEDIAHOUSE.COM AG	24/02/2000	94,20	4,30	89,90	95,4%
BINTEC COMMUNICATIONS	16/02/2000	44,10	2,10	42,00	95,2%
CPU SOFTWAREHOUSE AG	24/02/2000	49,30	2,38	46,92	95,2%
EM.TV & MERCHANDISING AG	14/02/2000	120,00	5,90	114,10	95,1%
DINO ENTERTAINMENT	15/02/2000	92,00	4,60	87,40	95,0%
POET HOLDINGS INC	08/03/2000	215,00	11,50	203,50	94,7%
PLASMASELECT AG	03/03/2000	179,00	9,60	169,40	94,6%
IXOS SOFTWARE AG	09/03/2000	104,20	5,60	98,60	94,6%
EBOOKERS.COM PLC-SPONS ADR	10/03/2000	46,30	2,65	43,65	94,3%

Quelle: Bloomberg

Es ist zwar unwahrscheinlich, dass das gerade erst mühsam aufgebaute Aktieninteresse einer großen Masse von Anlegern in Deutschland durch die Affären des Neuen Marktes um Gigabell, EM-TV und Infomatec oder auch die ernüchternden Entwicklungen von Daimler/Chrysler und Deutsche Telekom nachhaltig zerstört wird. Aber eine gewisse Ernüchterung macht sich doch breit. Alle, die sich dazu berufen fühlen, am Aufbau einer Aktienkultur in Deutschland mitwirken zu wollen oder zu müssen, sollten sich bei Kritik zunächst an die eigene Nase fassen. Presse und Fernsehen haben kritiklos Bullenstimmung gemacht. Die Analysten müssen sich fragen lassen, warum sie dem Druck nachgegeben haben, immer neue Bewertungsmaßstäbe zu finden, um absurd hohe Bewertungen zu rechtfertigen; das Zauberwort hieß dabei immer: New Economy. Die Götter der Analyse haben sich damit im Jahr 2000 als ganz normale Menschen geoutet, deren Stimmung am bullischsten ist, wenn der Markt kurz vor seinem Hoch steht. Aber auch viele KAGs und Banken müssen sich fragen, ob sie nicht selbst als Kontraindikator (für ein Platzen der Blase) gelten müssen, weil sie gerade dann mit neuen Fondskreationen, Branchenfonds und strukturierten Produkten an den Markt kamen, als die Euphorie schon kurz vor dem Kippen war.

Notwendig ist es, sich mehr um objektive, nüchterne Information der Anleger zu bemühen, als es in den letzten Jahren der Fall war. Den Anlegern muß klarer werden, dass langfristiger Anlageerfolg einen strategisch sinnvollen Aufbau des Vermögens erfordert. Die Suche nach Schnäppchen und das Umsetzen von heißen Tips ist keine Grundlage und erst recht kein Ersatz für systematisches Vorgehen. Meist gibt es für Sonderangebote gute Gründe und heiße Tips enden für den Investor oft im Fiasko. Der klügste Rat hinsichtlich einer Geldanlage hat nur zum Teil mit dem morgigen Stand der Börsenkurse zu tun. Genauso wichtig ist, wie eine Anlage zu der persönlichen Lage des Investors und seinen Zielen paßt. Sorgfältige Analyse, das Einbetten in

ein Gesamtkonzept und eine gute Vorbereitung der Anlageentscheidung sind daher bedeutende Voraussetzungen für ein sinnvolles Engagement.

Relativ deutlich ist auch geworden, dass man als Anleger die Motivation von Analysten, Banken und Beratern bei der Erstellung ihrer Empfehlungen mit einbeziehen muß. Zudem schwimmen auch Analysten im Strom und lassen sich von Euphorie anstecken. Ein Aktien- oder Rentenanalyst, der bei einer Bank beschäftigt ist, kann nur schwer wirklich unabhängige Empfehlungen entwickeln. Dazu ist seine Einbindung in die Interessenlage der Bank viel zu stark. In der Regel wird er sich mit seiner Meinung, speziell mit Verkaufsempfehlungen, auch nicht zu weit von der Konsensus-Meinung entfernen, denn gerade bei Verkaufsempfehlungen gerät er unter Druck, wenn er irrt. Daher sind Verkaufsempfehlungen generell selten (vgl. Tabelle 2).

**Tabelle 2: Analystenempfehlungen von DAX-Werten, Januar 2001**

Dax-Wert	Kaufempfehlungen	Halteempfehlungen	Verkaufsempfehlungen
ADS GY	13	17	4
ALV GY	19	20	6
BAS GY	26	14	4
BAY GY	31	12	1
BMW GY	20	19	7
CBK GY	11	26	9
DBK GY	32	21	3
DCX GY	19	33	17
DHA GY	15	25	5
DRB GY	14	25	11
DTE GY	28	21	9
EOA GY	24	16	3
EPC GY	17	8	2
FME GY	14	15	1
HEN3 GY	22	13	1
HVM GY	20	21	6
IFX GY	18	19	5
KAR GY	7	19	11
LHA GY	38	3	1
LIN GY	16	15	2
MAN GY	14	17	2
MEO GY	18	24	9
MUV2 GY	16	18	5
PRS GY	18	10	7
RWE GY	17	20	4
SAP3 GY	27	29	2
SCH GY	23	19	5
SIE GY	43	11	3
TKA GY	14	23	4
VOW GY	23	25	6
<b>Summe</b>	<b>617</b>	<b>558</b>	<b>155</b>

Quelle: Bloomberg

Es macht für den Anleger keinen Sinn, irgendwelchen Empfehlungen ungeprüft hinterher zu rennen. Selbst denken ist notwendig. Der Anleger kommt nicht umhin, seine Investments mit einer grundlegenden Analyse seiner Situation, seiner Erwartungen und Ziele zu starten. Sollten diese Erkenntnisse einem breiten Anlegerpublikum durch die Enttäuschungen des Jahres 2000 deutlicher werden, ist dem Finanzplatz und dem Standort Deutschland langfristig am besten gedient. Dann kann sich das Jahr 2000 durchaus noch als positives Jahr für die Zukunft der Aktie in Deutschland erweisen.

Im vergangenen Jahr haben viele Anleger ihre Lektionen auf die harte Tour gelernt, nämlich mit massiven Vermögensverlusten. Selbst dem besten Analysten fällt es manchmal schwer, sich nicht von der allgemeinen Euphorie anstecken zu lassen und kühlen Kopf zu bewahren, so dass auch er vor Verlusten nicht gefeit ist. Diese Verluste können langfristig gut angelegt sein, wenn sie dazu beitragen, ein nüchterneres Verhältnis zur Aktienanlage zu entwickeln. Die Erkenntnis, dass auf lange Sicht doch rationale Grundregeln der Vermögensanlage gelten, sollte in den kommenden Jahren eine positive Wirkung auf die Aktienkultur haben. Der Begriff Aktienkultur bedeutet nicht nur, dass mehr Menschen Aktien kaufen, sondern dass auch immer mehr Menschen wissen, was sie tun, wenn sie Aktien kaufen. Hier könnte das schlechte Aktienjahr 2000 durchaus ein Schritt nach vorne sein.

Uns scheinen im Besonderen drei klassische, eigentlich wohlbekanntere, Erkenntnisse, die man als Anleger aus dem Investmentdebakel des Jahres 2000 ziehen kann, wichtig zu sein, um zukünftig besser gewappnet zu sein für solche Bärenjahre, die immer wieder kommen werden. Diese wollen wir - auch auf die Gefahr hin, oberlehrerhaft zu wirken - im folgenden noch detaillierter diskutieren.

- ◆ Diversifikation ist wichtig
- ◆ Risiko und Ertrag hängen zusammen; auch in Zeiten der New Economy
- ◆ Fundamentaldaten zählen

Die Hauptbotschaft, die der Crash der TMT-Werte aussendet, ist die: Kein Weg führt an der Notwendigkeit der Diversifizierung vorbei. Dies ist das berühmte "Nicht alle Eier in einen Korb legen". In Zeiten wie 1999, in denen sich der NASDAQ fast verdoppelt hat, schien man als Anleger alles falsch zu machen, wenn man die Hauptlehre der Portfoliotheorie umsetzte und seine Anlagen breit diversifizierte, um Risiken zu vermeiden, die der Markt nicht honoriert. Das Jahr 2000 zeigt: Diversifizierung trägt noch immer Früchte. Und zwar Diversifizierung in die Breite, in Produkte, die wirklich eine geringe Korrelation aufweisen. Es genügt nicht, innerhalb einer Asset Klasse seine Anlagen in Einzelaktien zu diversifizieren. Wer im Jahr 2000 Diversifizierung umgesetzt hat, indem er keine Einzelwerte im Neuen Markt gekauft hat, sondern auf breit gestreute Neue Markt Fonds gesetzt hat, hat einen ersten Schritt vollzogen. Er ist aber dem Crash des Neuen Marktes nicht entkommen, denn die Korrelation der Einzelwerte im Neuen Markt ist hoch. Die Problematik der Spezialisierung auf bestimmte Marktsegmente wird auch bei den Branchenfonds sichtbar. Leben und Sterben der Internet- und TMT-Fonds machen deutlich, welche Risiken in der mangelnden Diversifizierung von Aktieninvestments liegen. Als Basisinvestments für den Privatanleger (etwa als Vorsorge für die Rente) kommen Branchenfonds kaum in Frage, sondern viel eher breit gestreute europäische oder globale Aktienfonds, die von einer Grunddiversifizierung profitieren, und daher einen höheren Durchschnittsertrag für das gleiche Risiko versprechen.

Erst die Diversifikation aus den reinen New Economy Werten in die Old Economy Werte des MDax beispielsweise hat im Jahr 2000 Verluste begrenzt. Der MDax hat im Jahr 2000 aus einer Sektorrotation in Old Economy Werte profitiert und ist um satte 13,9% gestiegen. Das Mischen von Old Economy Werten und New Economy Titeln hätte genügt, um ein Desaster zu verhindern. Die starke Performance des MDax zeigt, dass gerade auch eine Mischung von Blue Chips,

Mid und Small Caps ratsam ist. Nachdem als Folge der Globalisierung und der Portfolioumschichtungen zum Start der EWU Blue Chips über Jahre Small und Mid Caps in Europa outperformed haben, gab es im Jahre 2000 zum ersten Male wieder einen Run in die kleineren Werte. Diversifikation heißt also auch, Blue Chips und Small Caps zu mischen. Der Charme von Small Caps resultiert gerade aus Diversifikationsüberlegungen, denn Small Caps weisen international eine relativ geringe Korrelation zu den Blue Chips aber auch zu Small Caps anderer Länder auf (vgl. Tabelle 3).

Historische Untersuchungen zeigen, dass beispielsweise der Anleger langfristig eine sehr stabile und hohe (risikoadjustierte) Performance erzielt, der die vier Asset Klassen Aktien, Renten, Immobilien und Rohstoffe ganz simpel gleich gewichtet und jedes Jahr rebalanciert.

Aber auch die reine Diversifikation in Aktien und Renten senkt das Risiko eines Portfolios, obwohl die Korrelation zwischen beiden Anlageformen (langfristig) recht hoch ist.

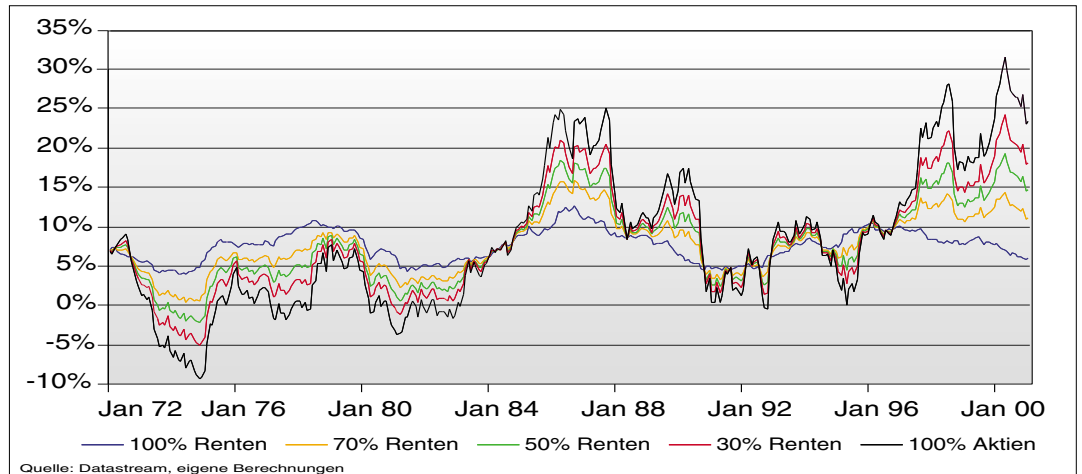
**Tabelle 3: Korrelation verschiedener Märkte**

<b>Korrelation zwischen Small Caps Märkten seit 1996</b>						
	<b>Frankreich</b>	<b>Deutschland</b>	<b>Italien</b>	<b>Holland</b>	<b>Spanien</b>	<b>Schweiz</b>
Frankreich						
Deutschland	0,56					
Italien	0,64	0,72				
Holland	0,69	0,34	0,13			
Spanien	0,67	0,7	0,71	0,57		
Schweiz	0,64	0,65	0,65	0,31	0,7	
<b>Korrelation zwischen Big Caps Märkten seit 1996</b>						
	<b>Frankreich</b>	<b>Deutschland</b>	<b>Italien</b>	<b>Holland</b>	<b>Spanien</b>	
Frankreich						
Deutschland	0,82					
Italien	0,78	0,79				
Holland	0,68	0,87	0,55			
Spanien	0,78	0,91	0,81	0,85		
Schweiz	0,56	0,84	0,69	0,8	0,84	
Quelle Credit Lyonnais						

Gut diversifizierte Portfolios liefern auf lange Sicht höhere Erträge bei gleichem Risiko; diese Grunderkenntnis dürfte das Jahr 2000 wieder näher bringen. Dabei sollte sich das Diversifizieren aber nicht auf die Asset Klasse Aktien beschränken. Die Mischung von Aktien, Renten, Währungen, Immobilien und Rohstoffen sollte die Grundlage jeder Asset Allocation sein. Das Jahr 2000 war nicht nur ein desaströses Jahr für New Economy Aktien, sondern auch ein Bullenjahr für Renten. Deutsche Staatsanleihen mit Laufzeit 7-10 Jahren (Effas-Index) erwirtschafteten eine Performance von 8,42%, das Laufzeitsegment 10+ sogar 13,79%, was in einem Jahr fallender Aktienkurse Aufmerksamkeit für die Rentenmärkte zurückholen sollte. Der Goldman Sachs-Rohstoffpreisindex stieg sogar um 27,1%.

Graphik 1 zeigt die rollierende Fünfjahres-Performance von verschiedenen Portfolios, die sich aus Dax und Rex Investments zusammen setzen. Die Graphik zeigt, dass es bei reinen Aktieninvestments ein durchaus nicht geringes Risiko gibt, selbst über einen langen Zeitraum von 5 Jahren im 5-Jahresdurchschnitt eine negative Jahresperformance zu erzielen. Ein gemischtes Portfolio von 50% Aktien und 50% Renten hat nur in den 70er Jahren in einer Phase über so lange Zeiträume negative Erträge erzielt, Portfolios von 30% Aktien und 70% Renten haben über einen Anlagehorizont von 5 Jahren nie eine negative Performance erzielt.

**Graphik 1: Jahresperformance, 5J Durchschnitt**

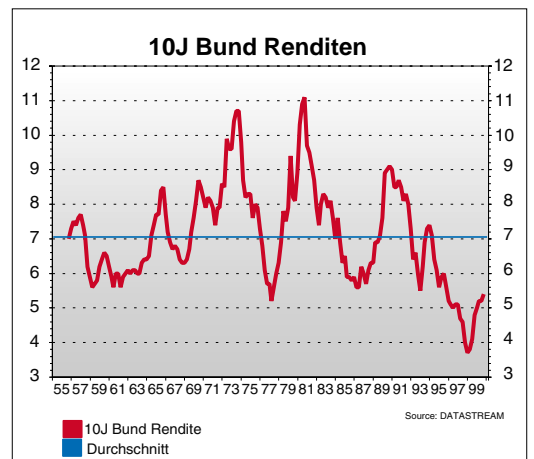


Damit sind wir bei der zweiten grundlegenden Erkenntnis, die so selbstverständlich ist, dass man sie kaum noch nennen mag - aber dennoch ist sie in den letzten Jahren etwas in Vergessenheit geraten. Risiko und Ertrag sind untrennbar miteinander verbunden. Wer auf lange Sicht höhere Erträge will, muß höhere Risiken auf sich nehmen. Auch wenn der Neue Markt zwei Jahre lang fast nur gestiegen ist, ist es ein Markt für riskantere Anlagen als der Blue Chip Bereich. Die höheren Erträge sind die Entschädigung für die höheren Risiken, gerade auch die höheren spezifischen Risiken der Einzeltitelauswahl im Neuen Markt. "No risk-no fun". Aber auch: "No fun without risk". Die (historisch in Deutschland einmaligen) 30% durchschnittlicher Jahresertrag, den der Dax von März 1995 bis März 2000 erzielt hat (vgl. Graphik 1), sind mit Renten undenkbar, dafür werden mit Renten stabilere und weniger volatile Erträge erzielt, und das Verlustrisiko ist generell wesentlich niedriger.

Auf der anderen Seite müssen die meisten Anleger auch in Zukunft höhere Risiken eingehen, als mit reinen Portfolios von Staatsanleihen verbunden sind, denn die Erträge, die Staatsanleihen langfristig liefern können, werden den meisten Investoren nicht ausreichen. Aufgrund des disinflationären Umfelds der 90er Jahre ist die Nominalverzinsung von Staatsanleihen so stark gesunken, dass beispielsweise Lebensversicherungen große Mühe haben dürften, in

den kommenden Jahren ihre den Käufern der Versicherungen gegebenen Ertragsversprechungen von 6,5-7,5% jährlicher Rendite einzuhalten. Diese Versprechungen orientieren sich nämlich am langfristigen Durchschnitt der Verzinsung von 10jährigen Bundesanleihen (vgl. Graphik 2), während die Nominalzinsen seit fünf Jahren deutlich darunter liegen. Der Anstieg der Zinsen 1999/2000 hat mit einer Höchstrendite für 10jährige Bundesanleihen von 5,75% Im Frühjahr 2000 lange nicht den Level früherer Bärmärkte erreicht, und der Trend hat sich im zweiten Halbjahr 2000 schon wieder umgedreht (zuletzt 4,75% Rendite für 10jährige Bunds). An der ungewöhnlich niedrigen Nominalverzinsung von Staatsanleihen dürfte sich angesichts der sich aufbauenden Rezessionsgefahren und sinkender Defizite des Staates allzubald nichts ändern.

**Graphik 2: Renditen von Bundesanleihen**



Daher sind viele Anlegergruppen gezwungen, gemischte Portfolios von Aktien und Renten aufzubauen, um eine Chance zu haben, ihre Ertragserwartungen (-versprechen) zu erfüllen. Für Anlagen, die die Rentenvorsorge betreffen, sind im Prinzip Investitionen in gemischte Portfolios von Aktien und Renten unausweichlich. Denn der Druck der Überalterung der Bevölkerung auf die Alterssicherungssysteme wird in den kommenden Jahren so groß werden, dass man auf die Zusatzerträge von Aktien in den Systemen nicht verzichten kann. Andererseits sind mit der Altersvorsorge so viele Emotionen verbunden, dass man die Risiken im System nicht zu hoch schrauben darf. Es bieten sich Mischportfolios von Aktien und Renten an, die eine gewisse Ertragsstabilisierung und Risikobegrenzung ermöglichen und gleichzeitig im langfristigen Durchschnitt doch Erträge erwarten lassen, die deutlich über dem erreichbaren Ertrag der Einzahler in das jetzige staatliche System liegen. Diese Überlegungen haben jetzt erstmals die allgemeine staatliche Akzeptanz erreicht, nachdem die Rot/Grüne Koalition erstmals in Deutschland eine ergänzende Säule der privaten Eigenvorsorge der Zahler in die staatliche Rentenversicherung einführen will, die wirklich auf dem Investmentgedanken aufbaut. Wir werden in Deutschland also wahrscheinlich eine staatliche Förderung von Kapitalanlage und Aktienkultur bekommen, die zukünftig viel mehr Menschen an den Entwicklungen der Märkte teilhaben lassen.

Um das Thema Diversifikation abzuschließen, bleibt zu erwähnen, dass sich immer mehr alternative Assets als Diversifikationsmöglichkeit etablieren, weil sie eine geringe Korrelation zu klassischen Anlageprodukten haben. So erzielten die meisten Hedge Fonds im Jahre 2000 einen positiven Ertrag. Manche Hedge Fonds Klassen erlebten sogar das beste Jahr seit 1988 (vgl. Tabelle 4).

Insbesondere Long/Short-Strategien haben wegen der Möglichkeit, Short zu gehen, eine fulminante Bedeutung als Diversifikationsinstrument erreicht. Wegen der geringen Korrelation zu traditionellen Anlagen sind auch High Yield Produkte als Beimischung attraktiv, selbst wenn diese Alternative im Jahre 2000 ein schlechtes Jahr erlebte.

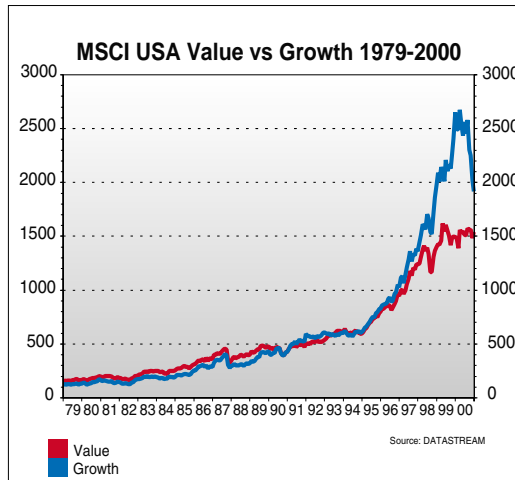
Das Jahr 2000 hat auch einen anderen Aspekt der Diversifikation in den Vordergrund gerückt, nämlich die Diversifikation der Investmentstile. Dies betrifft besonders die Sponsoren von Spezialfondsmandaten. Das Jahr 2000 war das Jahr der Value Investoren. Nach langen Jahren der Unterperformance haben in den USA die Value Fonds erstmals wieder die Growth Fonds geschlagen, und dies in beeindruckender Manier (vgl. Graphik 3). Auch in Europa haben die Wertansätze die Wachstumsansätze deutlich an Ertrag überboten, nachdem 1999 und in den ersten Monaten des Jahres 2000 Wachstum alles war (vgl. Graphik 4). Faßt man die Erfahrungen von 1999 und 2000 zusammen, zeigt sich deutlich, dass auch die Diversifikation von Investmentstilen Risiken und Volatilität in Grenzen halten kann.

**Tabelle 4: Global Hedge Fonds, Netto-Performance**

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	Jan-Nov 2000
Dedicated Short Seller	15,5%	23,7%	38,4%	-19,8%	7,8%	-6,8%	14,1%	-13,8%	-9,0%	7,7%	-14,8%	-19,4%	21,4%
Distressed Securities	83,0%	25,3%	6,6%	37,5%	25,7%	30,9%	3,5%	17,3%	18,8%	13,0%	-0,2%	13,6%	3,3%
Emerging Markets	40,6%	59,0%	-4,9%	29,3%	22,7%	84,4%	-4,1%	-0,7%	25,4%	-5,9%	-28,4%	71,0%	-10,0%
Marktneutrale Strategien	31,8%	14,0%	9,1%	17,7%	14,8%	18,6%	2,5%	13,8%	17,9%	18,9%	5,3%	20,0%	10,6%
Market Timing	23,9%	25,8%	15,7%	45,6%	12,1%	20,4%	-1,9%	13,7%	14,6%	18,2%	36,4%	39,8%	8,1%
Event Driven	40,7%	17,5%	11,5%	28,8%	17,4%	29,0%	3,2%	22,5%	23,5%	23,0%	9,1%	36,3%	10,9%
Global Macro	34,9%	36,9%	7,1%	40,8%	17,0%	47,5%	-13,8%	13,0%	14,6%	19,9%	5,8%	46,2%	1,2%
Long/Short Strategien	19,2%	17,7%	19,9%	23,0%	15,4%	22,5%	4,3%	15,3%	24,1%	18,3%	8,3%	26,4%	20,5%
Funds of Fund	17,0%	20,6%	12,4%	12,5%	11,3%	24,3%	-3,3%	14,8%	15,9%	14,9%	3,0%	33,7%	1,4%
Van Global Hedge Fund Index	25,0%	24,9%	7,2%	29,4%	17,0%	29,0%	0,4%	18,1%	18,6%	15,6%	6,0%	36,5%	6,1%
MSCI World Equity	23,3%	16,7%	-18,7%	16,0%	-7,1%	20,4%	3,4%	18,7%	11,8%	14,1%	22,8%	23,6%	-15,3%
S&P 500	16,6%	31,7%	-3,0%	30,4%	7,6%	10,1%	1,3%	37,6%	23,0%	33,4%	28,6%	21,1%	-9,5%
Morningstar Average Equity Mutual Fund	14,9%	25,5%	-7,1%	31,9%	6,5%	19,3%	-2,3%	25,0%	17,5%	17,0%	10,1%	29,5%	
Lehman Aggregate Bond	7,9%	14,5%	10,3%	14,6%	7,4%	9,8%	-2,9%	18,5%	3,6%	9,7%	8,7%	-0,8%	

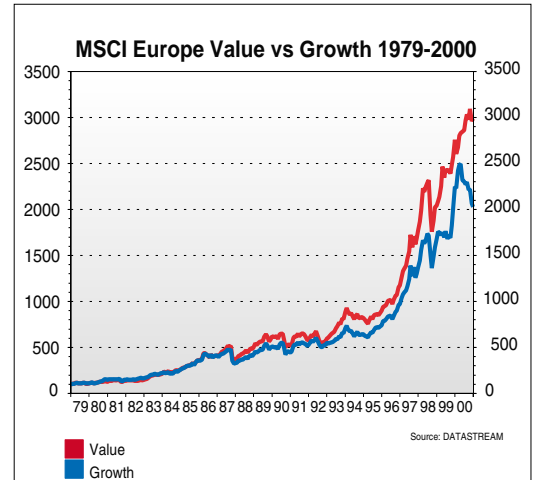
© 2000 Van Money Manager Research, Inc., Nashville, TN USA.

Graphik 3



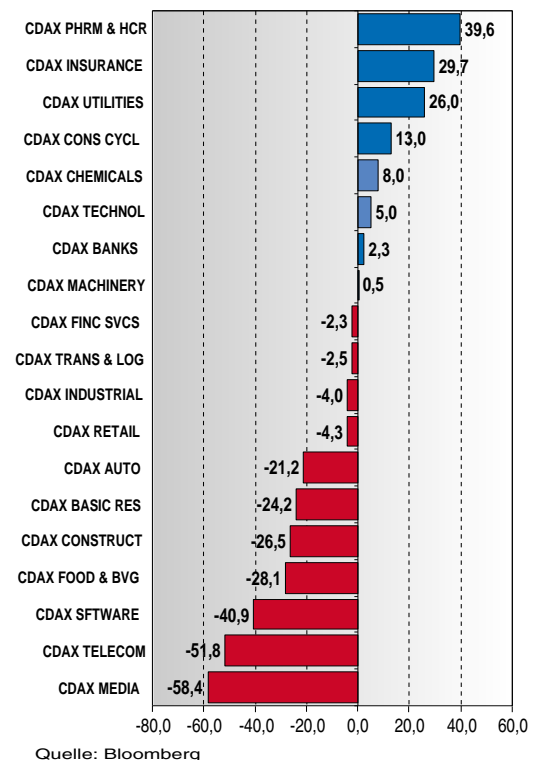
Hintergrund für diese Entwicklung ist eine weitere wichtige Erkenntnis des Jahres 2000: Fundamentaldaten zählen wieder, die Bewertungen sind ein wichtiger Aspekt im Rahmen der Gesamtanalyse. 1999 und vor allem die ersten drei Monate des Jahres 2000 haben das Gefühl erzeugt, dass Bewertungsregeln und Fundamentalanalyse in den Märkten Themen von gestern sind. Oft wurde in dieser Phase folgende Meinung geäußert: "Hat sich der Verlust eines New Economy Wertes verdoppelt, ist das ein positives Signal, denn höhere Verluste bedeuten hohe Investitionen, damit mehr Wachstumschancen und daher Phantasie." Das Platzen der TMT-Blase hat diese Denkweise zum Einsturz gebracht. Das Jahr 2000 markiert die Rückkehr zur Normalität, zu Bewertungsmodellen und Fundamentaldaten. Gewinne oder zumindest realistische Gewinnerwartungen und Geschäftsmodelle sind wieder gefragt. Die Frage "Braucht man in der New Economy noch traditionelle Bewertungsmaßstäbe" wie EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortisation), KGV oder Discounted Cash Flows ist inzwischen eindeutig mit ja beantwortet - wenn auch mit dem Hinweis, dass zur Bewertung von New Economy Werten zusätzliche Maßstäbe und weiche Faktoren an Bedeutung gewonnen haben und die Qualität des Managements eine ganz entscheidende Frage ist. Aber die Frage, wie das Gewinnpotenzial in akzeptablen Zeiträumen aussieht, rückt wieder in das Zentrum der Analyse.

Graphik 4



Sogar der toteste aller totgeglaubten Bewertungsmaßstäbe ist wieder im Kommen: die Dividende und die Dividendenrendite. Das Jahr 2000 hat ein Gefühl dafür vermittelt, dass die Konsequenzen von Marktcrashes sich zumindest etwas abfedern lassen, wenn Dividenden und andere ordentliche Erträge einen gewissen Sicherheitspuffer liefern. Dies war in den wilden 90ern in Vergessenheit geraten. Starke Dividendenwerte wie Pharmawerte, Versicherungen und Versorger feierten im Jahr 2000 ein Comeback.

Graphik 5: Branchenperformance im CDAX im Jahr 2000



Mit dem Hinweis, dass Fundamentalfaktoren wieder wichtig sind, wollen wir aber nicht unterstellen, dass die Märkte vollständig zu Rationalität und Effizienz zurückkehren. Das vergangene Jahr hat den Eindruck verstärkt, dass der leichtere, billigere und schnellere Zugang zu Informationen für eine immer größere Zahl von Marktteilnehmern die Märkte nicht - wie man eigentlich erwarten sollte - effizienter macht, sondern eher im Gegenteil volatiler, nervöser und unberechenbarer. Die Schwankungsbreiten um fundamental begründete Preise werden größer, Unternehmen werden fast mit Vernichtung für leichte Abweichungen von Erwartungen bestraft, Marktbewegungen werden hektischer. Offensichtlich ist der Marktanteil von Langfristinvestoren gesunken, und die Märkte werden immer mehr von Day-Tradern, Momentum Playern und technisch orientierten Investoren beeinflusst. Fundamentaldaten auf der Mikro- wie der Makroebene (Zinsen!) sind wieder ein ganz wichtiger Faktor der Marktanalyse, aber weitere Faktoren gewinnen in diesem Umfeld an Bedeutung. Eine wachsende Marktdynamik, Marktstrukturierungen im Zuge der Globalisierung und immer internationaler agierende Investoren haben zur Folge, dass Fundamentalansätze notwendig, aber nicht mehr ausreichend sind. Hier sind als zusätzliche Einflußfaktoren insbesondere die Marktstimmung, Marktpsychologie, die Positionierungen von großen Gruppen von Marktteilnehmern und die globalen Geldströme zu nennen.

Die Rückkehr der Fundamentaldaten hatte heftige Konsequenzen für den IPO-Markt im Jahr 2000, insbesondere im Bereich der Neuen Märkte. Während die Anleger noch 1999 blind jede Neuemission zeichnen konnten, und immer mit deutlichen Zeichnungsgewinnen rechnen konnten, hat sich im Jahr 2000 die Spreu vom Weizen getrennt. Ob die Qualität der Neuemissionen im Jahr 2000 einfach schlechter war, oder ob letztlich lediglich die schlechte Stimmung an den Finanzmärkten ursächlich war für die gänzlich andere Situation für IPOs, darüber kann man trefflich streiten.

Der größte Teil der Neuemissionen fiel schnell unter den Emissionskurs und nur wenige Qualitätstitel konnten deutlich zulegen. Eine vernünftige Bewertung, ein glaubwürdiges Geschäftsmodell und eine überzeugende Führungsmannschaft; das waren im Jahr 2000 Grundvoraussetzungen für erfolgreiche Neuemissionen. Dies sollte man als Rückkehr zur Normalität begrüßen. Es kann kein Zeichen einer Aktienkultur sein, wenn man - ohne zu prüfen, ja zum Teil ohne zu wissen, um welche Unternehmen es sich handelt - einfach nur alle Neuemissionen zeichnet und dann dreistellige Prozentgewinne erwartet. Wenn man Geld verdienen kann, ohne nachzudenken, macht das Nachdenken keinen Sinn mehr. Dies kann für die Märkte aber nur schlecht sein. Auch hier hat das Jahr 2000 die Rückkehr in die Normalität eingeleitet.

## Zusammenfassung

Das Jahr 2000 war ein Desaster für viele Anleger. Dennoch muß dies langfristig kein Desaster für den europäischen Aktienmarkt an sich und für die Etablierung einer Aktienkultur in Kontinentaleuropa sein. Im Gegenteil: Werden die Lehren des Jahres 2000 gezogen, wird der Finanzplatz Europa für die Zukunft gestärkt. Die Korrektur der (Neuen) Märkte ist eine Rückkehr zur Normalität. Die Grundprinzipien der Portfolio-Theorie gelten auch in der New Economy. Dies muß der Anleger verstehen und akzeptieren.

- ◆ Diversifikation reduziert Risiken bzw. generiert höhere und stabilere (risikoadjustierte) Erträge als das Setzen auf die neueste Investmentmode.
- ◆ Risiko und Erträge hängen unmittelbar miteinander zusammen. "No risk-no fun" - "No fun without risk".
- ◆ Auch in Zeiten der New Economy sind Fundamentaldaten notwendig, aber nicht ausreichend. Die Bedeutung von weichen Faktoren (wie der Managementqualität) wächst.

- ◆ Die stärkere Medienpräsenz, der leichtere und billigere Zugang zu Informationen für alle, und die Teilnahme von mehr Investoren in den Märkten haben die Märkte liquider gemacht, aber überraschenderweise Weise nicht effizienter. Die Volatilität wächst und die Schwankungen um die fundamentalen Bewertungen werden unberechenbarer.

Bei der Durchsetzung dieser Erkenntnisse kommt Presse und Fernsehen, Analysten und Portfoliomanagern, Banken und KAGs eine große Rolle zu. Diese sollten sie zukünftig besser ausfüllen, als es im Jahr 2000 der Fall war. Man könnte ketzerisch sagen, dass für viele Portfoliomanager und Analysten, die in der schnell wachsenden Boombranche "Investmentindustrie" in großer Zahl im Laufe der 90er Jahre erst eingestellt wurden, das Jahr 2000 vielleicht auch eine heilsame Grenzerfahrung war - denn Erfahrungen mit Börmärkten konnten man in den letzten 10 Jahren kaum sammeln und zur Ausbildung in dieser Branche gehören solche Bärmarkterfahrungen dazu. Zusammenfassend könnte man auch einem anderen Beobachter zustimmen, der kürzlich gesagt hat: "Börmärkte sind nicht 100% schlecht. In Wirklichkeit wird die Welt besser, wenn jeder, der mit Finanzrisiken zu kämpfen hat, zukünftig ein besseres Bild davon hat, wie der Gegner aussieht".

Nach den ersten Zeichen, die das Jahr 2001 aussendet, könnte dies auch der richtige Ansatz für die Anlage in diesem Jahr sein. Die überraschende Zinssenkung von Fed Präsident Alan Greenspan Anfang Januar deutet darauf hin, dass es ihm allmählich mulmig wird, weil die von ihm in den letzten 1 1/2 Jahren vorgenommenen Zinserhöhungen trotz New Economy vielleicht doch stärker wirken als von ihm gedacht. Angesichts der steigenden Rezessionsgefahren in den USA in den kommenden Monaten wird sich zeigen, ob die von ihm zu erwartenden Zinssenkungen auf die Märkte stärker wirken als die fallenden Unternehmensgewinne aufgrund der rapiden Abschwächung der Konjunktur. Wohl dem, der in die anstehende Quartalsberichtssaison der US-Unternehmen mit einem wohl diversifizierten Portfolio geht, denn eines scheint schon jetzt sicher: Es ist nicht zu erwarten, dass sich die Anleger im ersten Quartal 2001 über sinkende Volatilitäten zu beschweren haben werden.

---

**Verfasser:**

Werner Krämer, Research

Tel.: 069 - 50 60 6 - 141