



Michael Jacob

Asset Management

Anlageinstrumente, Marktteilnehmer
und Prozesse

Asset Management

Michael Jacob

Asset Management

Anlageinstrumente, Marktteilnehmer
und Prozesse

Prof. Dr. Michael Jacob
Fachhochschule Kaiserslautern
Deutschland

ISBN 978-3-8349-4070-4
DOI 10.1007/978-3-8349-4071-1

ISBN 978-3-8349-4071-1 (eBook)

Die Deutsche Nationalbibliothek verzeichnetet diese Publikation in der Deutschen Nationalbibliografie; detaillierte bibliografische Daten sind im Internet über <http://dnb.d-nb.de> abrufbar.

Springer Gabler
© Gabler Verlag | Springer Fachmedien Wiesbaden 2012
Das Werk einschließlich aller seiner Teile ist urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung, die nicht ausdrücklich vom Urheberrechtsgesetz zugelassen ist, bedarf der vorherigen Zustimmung des Verlags. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Bearbeitungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Ein-speicherung und Verarbeitung in elektronischen Systemen.

Die Wiedergabe von Gebrauchsnamen, Handelsnamen, Warenbezeichnungen usw. in diesem Werk berechtigt auch ohne besondere Kennzeichnung nicht zu der Annahme, dass solche Namen im Sinne der Warenzeichen- und Markenschutz-Gesetzgebung als frei zu betrachten wären und daher von jedermann benutzt werden dürften.

Einbandentwurf: KünkelLopka GmbH, Heidelberg

Gedruckt auf säurefrei und chlorfrei gebleichtem Papier

Springer Gabler ist eine Marke von Springer DE. Springer DE ist Teil der Fachverlagsgruppe Springer Science+Business Media.
www.springer-gabler.de

Vorwort

Viele stellen sich die Frage, ob es überhaupt lohnend ist, sich mit Fragen der Geldanlage zu beschäftigen. Aufgrund der Vielfalt der bei Anlageentscheidungen zu berücksichtigenden Informationen könnten Entscheider zu dem Schluss kommen, dass die Kosten der Informationsbeschaffung und Weiterverarbeitung höher sind als der damit zu erzielende Nutzen in Form einer höheren Rentabilität oder eines geringeren Risikos. Entsprechende Versuche haben zudem gezeigt, dass die zufällige Auswahl von Anlageinstrumenten (Affen wählen Kugeln aus, die Geldanlagen symbolisieren) zu besseren Ergebnissen führen kann, als die gezielte Auswahl durch renommierte Manager. Allgemeingültige Schlüsse lassen sich hieraus jedoch nicht ziehen. Wie in vielen anderen Bereichen ist daher ein angemessenes Verhältnis von Aufwand und Nutzen anzustreben.

Das Buch vermittelt dem Leser nach einer Einleitung (Kapitel 1) zunächst einen systematischen Überblick zu den aktuell existierenden Anlageklassen (Kapitel 2). Im Gegensatz zu ähnlichen Büchern, die sich häufig nur auf Finanzanlagen beziehen, werden auch Immobilien, Rohstoffe und Kunst als Anlageinstrumente behandelt. Neben einer systematischen und vergleichbaren Darstellung der einzelnen Anlagen analysiert das Kapitel ausgewählte Merkmale von Anlageinstrumenten detaillierter.

Darauf aufbauend geht das Buch auf die Marktteilnehmer ein (Kapitel 3). Diese kaufen oder verkaufen die zuvor beschriebenen Kapitalanlagen. Die diesbezüglichen Entscheidungen sind nicht immer rational, sondern häufig emotional. Marktteilnehmer treten jedoch nicht nur als Anbieter oder Nachfrager auf. Als Intermediäre erfüllen Banken, Versicherungen oder Informationsanbieter eine wichtige Rolle auf den entsprechenden Märkten. Hierbei können vielfältige Interessenkonflikte auftreten. Marktteilnehmer sind nicht isoliert zu betrachten, da sie in einer Umwelt leben, die sich ständig verändert. Für den Wert eines Anlageinstrumentes sind neben subjektbezogenen Komponenten folglich viele Umweltfaktoren zu berücksichtigen, wie zum Beispiel die Zinsentwicklung oder politische Ereignisse.

Die Zusammenführung von Anlageinstrumenten und Marktteilnehmern führt zum Preis bzw. Wert eines Anlageinstrumentes (Kapitel 4). Da sich Preise im Laufe der Zeit verändern, entsteht eine Rendite, die jedoch risikobehaftet ist und je nach Anlageklasse eine andere Ausprägung besitzt. Eine prozessorientierte Betrachtung der Bewertung von Anlageinstrumenten umfasst die Phasen Zielanalyse, Marktanalyse, Anlageentscheidung und Kontrolle, auf die das Kapitel näher eingeht. Einen Schwerpunkt bilden hier die Fundamentalanalyse, die technische Analyse und die Portfolioanalyse.

Zielgruppe des vorliegenden Buchs sind zunächst Studierende der Betriebswirtschaftslehre oder anderer Disziplinen, die sich mit Fragen der Kapitalanlage beschäftigen. Aber auch Anlageberater und andere Praktiker kommen als Leser infrage, wenn für sie folgende Kriterien von Bedeutung sind:

- Struktur und Systematik
- Wissenschaftliche und verständliche Sprache
- Vernetzte Darstellung statt Detailwissen
- Praxisnahe Erörterung und kurze Theorie

Der Entwicklungsprozess eines Buches durchläuft immer verschiedene Phasen, in der viele Personen einen Beitrag zur Entstehung leisten. Gedankt sei an dieser Stelle meinen Studierenden und einigen Kollegen. Namentlich hervorheben möchte ich insbesondere Prof. Dr. Christian Armbruster und meinen Assistenten René Becker.

Zweibrücken, im März 2012

Michael Jacob

Inhalt

Vorwort	5
Abbildungen	9
Abkürzungen	11
1 Einleitung.....	13
1.1 Begriffe	13
1.2 Differenzierungskriterien.....	14
1.3 Elemente.....	15
1.4 Geschichtliche Entwicklung.....	17
2 Anlageinstrumente	21
2.1 Finanzanlagen	21
2.1.1 Aktien	22
2.1.2 Unverbriefte Beteiligungen	27
2.1.3 Forderungen	34
2.1.4 Bausteine von Finanzanlagen	41
2.2 Sachanlagen.....	47
2.2.1 Immobilien.....	47
2.2.2 Rohstoffe	52
2.2.3 Kunst.....	54
2.3 Fonds	57
2.3.1 Grundideen.....	58
2.3.2 Offene Fonds	62
2.3.3 Geschlossene Fonds.....	66
2.3.4 Hedgefonds	69
2.4 Derivate.....	72
2.4.1 Gemeinsame Merkmale	73
2.4.2 Bedingte Termingeschäfte	75
2.4.3 Unbedingte Termingeschäfte und Swaps	78
2.4.4 Zertifikate.....	81
3 Marktteilnehmer	83
3.1 Allgemeine Systematik	83
3.1.1 Funktionen.....	84
3.1.2 Volkswirtschaftliche Stellung und Region.....	86
3.1.3 Bezug zu Anlageinstrumenten	91
3.2 Intermediäre	95

3.2.1	Funktionen.....	96
3.2.2	Banken und Versicherungen.....	99
3.2.3	Fondsorganisationen	102
3.2.4	Spezielle Informationsintermediäre.....	109
3.2.5	Spezielle Abwicklungsintermediäre.....	110
3.2.6	Aufsichts- und Sicherungsintermediäre	113
3.3	Entscheidungen.....	114
3.3.1	Theoretisches Grundgerüst.....	115
3.3.2	Reales Individualverhalten	119
3.3.3	Reales Kapitalmarktverhalten	123
3.4	Umwelteinflüsse	126
3.4.1	Wirtschaftliche Einflüsse	126
3.4.2	Nicht-wirtschaftliche Einflüsse.....	129
4	Prozesse.....	133
4.1	Grundlagen.....	133
4.1.1	Gesamtprozess	133
4.1.2	Wertbegriffe.....	135
4.2	Zielanalyse	139
4.2.1	Rendite	140
4.2.2	Risiko	142
4.2.3	Sonstige Ziele	143
4.3	Marktanalyse	145
4.3.1	Markteffizienz	145
4.3.2	Fundamentalanalyse	146
4.3.3	Technische Analyse	153
4.3.4	Portfolioanalyse	158
4.4	Anlageentscheidungen und Kontrolle	165
4.4.1	Basisentscheidungen	165
4.4.2	Wertsicherungsstrategien.....	169
4.4.3	Kontrolle	173
Literatur	181	
Index	189	

Abbildungen

Abbildung 1.1 [Differenzierungskriterien im Asset Management]	14
Abbildung 1.2 [Elemente im Asset Management].....	16
Abbildung 2.1 [Aktienarten].....	24
Abbildung 2.2 [Merkmale und Varianten von Anleihen]	36
Abbildung 2.3 [Merkmale von Darlehen].....	40
Abbildung 2.4 [Systematisierung von Kapitalgütern]	43
Abbildung 2.5 [Systematisierung von Zahlungsströmen]	45
Abbildung 2.6 [Makro- und Mikrolage von Immobilien]	49
Abbildung 2.7 [Immobilienarten]	51
Abbildung 2.8 [Direkte und indirekte Immobilienanlagen]	52
Abbildung 2.9 [Überblick zu den Kunstepochen]	56
Abbildung 2.10 [Arten von Hedgefonds]	72
Abbildung 2.11 [Systematisierung von Derivaten]	73
Abbildung 2.12 [Erfolgsprofile für Käufer und Verkäufer einer Kaufoption]	77
Abbildung 2.13 [Erfolgsprofile für Käufer und Verkäufer einer Verkaufsoption].....	78
Abbildung 2.14 [Erfolgsprofile für Käufer unbedingter Termingeschäfte]	80
Abbildung 2.15 [Erfolgsprofile für Verkäufer unbedingter Termingeschäfte]	80
Abbildung 3.1 [Funktionale Gliederung von Marktteilnehmern]	84
Abbildung 3.2 [Akteure am Kunstmarkt].....	94
Abbildung 3.3 [Funktionen von Intermediären].....	96
Abbildung 3.4 [Principle Agent Problem]	99
Abbildung 3.5 [Bankensystem in Deutschland]	101
Abbildung 3.6 [Beteiligte bei Investmentfonds]	106
Abbildung 3.7 [Beteiligte bei geschlossenen Fonds]	109
Abbildung 3.8 [Entscheidungssituationen]	116
Abbildung 3.9 [Entscheidungsmatrix]	117

Abbildung 3.10 [Umwelteinflüsse bei Anlageentscheidungen]	126
Abbildung 4.1 [Investmentprozess]	134
Abbildung 4.2 [Ermittlung von Ertragswerten]	138
Abbildung 4.3 [Liquidität von Anlageinstrumenten und Marktteilnehmern]	144
Abbildung 4.4 [Liniencharts]	155
Abbildung 4.5 [Balkencharts]	155
Abbildung 4.6 [Kerzencharts]	156
Abbildung 4.7 [Aufwärts- und Abwärtstrends]	157
Abbildung 4.8 [Kopf-und-Schulter-Formation]	158
Abbildung 4.9 [Portfoliorendite und Portfoliorisiko]	160
Abbildung 4.10 [Effizienzlinie und Korrelationen]	161
Abbildung 4.11 [Indifferenzkurven und optimale Portfolios]	162
Abbildung 4.12 [Kapitalmarktlinie]	163
Abbildung 4.13 [Wertpapierlinie]	164
Abbildung 4.14 [Überblick zur Asset Allocation]	168
Abbildung 4.15 [Kontrollarten]	175
Abbildung 4.16 [Kennzahlen zur Performancemessung]	177
Abbildung 4.17 [Jensen-Alpha]	178

Abkürzungen

AG	Aktiengesellschaft
AktG	Aktiengesetz
BaFin	Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
BGB	Bürgerliches Gesetzbuch
BVR	Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CPPI	Constant-Proportion Portfolio Insurance
EdB	Entschädigungseinrichtung deutscher Banken
ETC	Exchange Traded Commodities
ETF	Exchange Traded Fund
Eusipa	European Structured Investment Products Association
GbR	Gesellschaft des bürgerlichen Rechts
GDV	Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft
GenG	Genossenschaftsgesetz
GmbH	Gesellschaft mit beschränkter Haftung
GmbHG	Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung
HGB	Handelsgesetzbuch
InvG	Investmentgesetz

KG	Kommanditgesellschaft
KGaA	Kommanditgesellschaft auf Aktien
KGV	Kurs-Gewinn-Verhältnis
MACD	Moving Average Convergence Divergence-Indikator
OHG	Offene Handelsgesellschaft
OPEC	Organisation erdölexportierender Länder
OTC	Over the counter
REIT	Real Estate Investment Trust
REITG	Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilienaktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen
VAG	Versicherungsaufsichtsgesetz
VÖB	Bundesverband öffentlicher Banken
VVG	Versicherungsvertragsgesetz
WKBG	Gesetz zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen
WPHG	Wertpapierhandelsgesetz

1 Einleitung

Das einleitende Kapitel beginnt mit Begriffserläuterungen zum Themenbereich Asset Management, um darauf aufbauend Differenzierungskriterien und Elemente zu erörtern. Es schließen sich Hinweise zur historischen Entwicklung an.

1.1 Begriffe

Die heutige Zeit ist geprägt von englischsprachigen Bezeichnungen. Als Sammelbegriff für alle Aktivitäten der Kapitalanlage hat sich deshalb auch der Begriff Asset Management durchgesetzt, der im Folgenden neben verwandten Begriffen zu erläutern ist.

Asset Management

Der Begriff „Asset Management“ besteht aus den beiden Bestandteilen „Asset“ und „Management“. Mögliche Übersetzungen sind Vermögenssteuerung oder Vermögensverwaltung. Der Wortbestandteil „Asset“ bzw. „Vermögen“ findet in der heutigen Zeit hauptsächlich als Begriff für Reichtum bzw. Eigentum und Besitz materieller Güter Verwendung. Ergänzend gebräuchlich ist die Bedeutung als Fähigkeit (zum Beispiel Fassungsvermögen, Denkvermögen). In der Umgangssprache ist der Begriff überwiegend mit seiner materiellen Bedeutungsseite vertreten. Meist wird von Besitz, Eigentum oder schlicht Geld gesprochen.¹ ² Gegenteilige Begriffe von Vermögen können Vermögenslosigkeit oder Schulden sein. Das Antonym zur Investition, mit dem der Prozess der Vermögensbildung beschrieben wird, ist der Konsum. Eine funktionale Annäherung an den Begriff „Management“ erfordert die Beschreibung der zum Asset Management notwendigen Schritte. Dazu gehören Planung (Analyse von Zielen und Märkten), Realisation (Anlageentscheidungen, Käufe und Verkäufe) und Kontrolle.

Verwandte Begriffe

Neben dem Begriff Asset Management existieren verwandte Begriffe, die Autoren oder Organisationen in der Praxis synonym oder für Teilbereiche verwenden. So bezieht sich der Begriff Portfoliomanagement auf die Verwaltung eines Portfolios. Ein Portfolio ist ein Bestand an Vermögensgegenständen und umfasst damit die Gesamtheit aller Assets bzw. Investitionen. In anderen Zusammenhängen gibt es die Begriffe Produktpportfolio oder Projektpportfolio, die eine Gesamtheit von Produkten oder Projekten eines Unternehmens bezeichnen. Der Begriff Vermögensallokation (Asset Allocation) bezeichnet die Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Anlageklassen wie Aktien, Anleihen oder Immobilien. Bei enger Begriffsdefinition wäre dies nur ein Teilbereich des Asset Managements. Letztlich

¹ Vgl. Druyen 2010, S. 54.

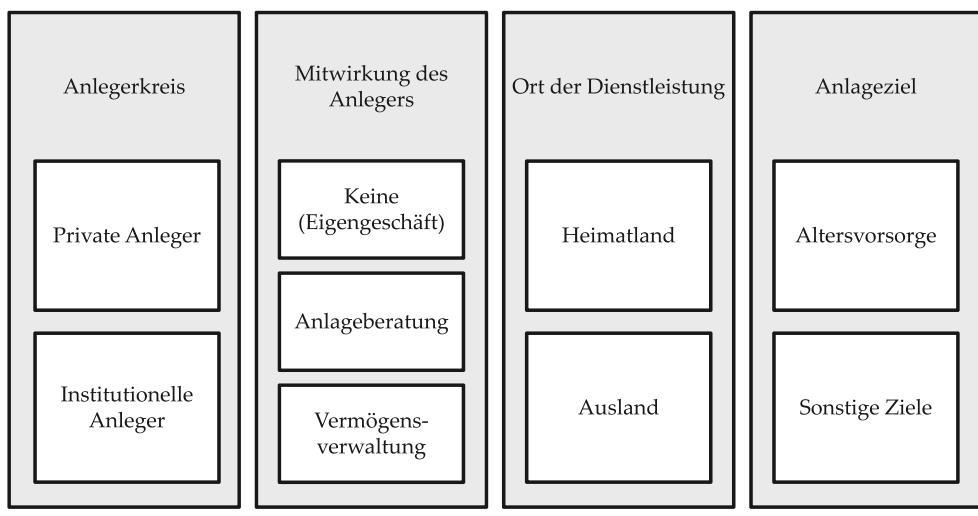
² Vgl. Obst et al. 2000, S. 872 (ergänzend).

sind dazu jedoch alle anderen beschriebenen Tätigkeiten des Asset Managements notwendig, sodass auch die synonyme Begriffsverwendung zu rechtfertigen ist. Ebenfalls synonym oder mit Zuschnitt auf eine bestimmte Zielgruppe werden in der Literatur die Begriffe Investment Management, Anlagemanagement oder Wealth Management verwendet. Der Begriff Asset Liability Management, der insbesondere bei Versicherungen Verwendung findet, bezieht in Ergänzung zur Kapitalanlage die damit zu erfüllenden Verpflichtungen mit ein. Private Banking betont insbesondere die Beratungsaktivitäten und bezieht sich primär auf Privatpersonen als Kundengruppe.³

1.2 Differenzierungskriterien

Asset Management lässt sich nach verschiedenen Kriterien systematisieren, die sich aus der Abbildung 1.1 ergeben und kurz zu erläutern sind.

Abbildung 1.1 [Differenzierungskriterien im Asset Management]



Anlegerkreis

Nach dem Anlegerkreis kann zunächst zwischen privaten und institutionellen Anlegern differenziert werden. Insbesondere die Gruppe der Privatanleger lässt sich weiter in Retailkunden und gehobene Privatkunden unterscheiden. Zum Retailsegment gehören Kunden, die in Bezug auf ihre Einkommensverhältnisse oder Vermögensverhältnisse als nicht vermögend gelten. Die entsprechenden Grenzen schwanken jedoch stark in Abhän-

³ Vgl. Nigsch 2010, S. 120 (ergänzend).

gigkeit von dem klassifizierenden Unternehmen. Hierzu grenzen Asset Manager das gehobene Geschäft ab, wobei teilweise eine Aufteilung in weitere Untersegmente erfolgt.

Mitwirkung des Anlegers

In Bezug auf die Mitwirkung des Anlegers kann Asset Management für das eigene Vermögen oder für ein fremdes Vermögen betrieben werden. Beim Fremdgeschäft unterscheidet sich die Anlageberatung von der Vermögensverwaltung. Eine Beratung über die Form der Kapitalanlage wird als Anlageberatung bezeichnet, wobei sich in der Regel die technische Abwicklung anschließt. Im Gegensatz zur reinen technischen Abwicklung bzw. der Anlagevermittlung muss hier eine fachgerechte Bewertung der Anlage unter Berücksichtigung der individuellen Kundensituation erfolgen. Als Vermögensverwaltung bezeichnet die Literatur die Betreuung von Anlageinstrumenten des Kunden durch einen Dritten, wobei das Vermögen in technischer (Depotverwaltung) und wirtschaftlicher Hinsicht verwaltet wird. Im Gegensatz zu der Vermögensverwaltung entscheidet der Kunde folglich bei der Anlageberatung selbst, wobei er je nach seinem Kenntnisstand den Vorschlag der Bank unkritisch übernehmen kann, was eine Annäherung an die Vermögensverwaltung darstellt. Die Anlage in Investmentfonds stellt eine standardisierte Form der Vermögensverwaltung dar, der sie sich folglich zurechnen lässt.⁴

Ort der Dienstleistung und Anlageziel

Weitere Differenzierungskriterien sind der Ort der Dienstleistung und das Anlageziel. Beim Ort der Dienstleistung stellt sich insbesondere die Frage, ob die Dienstleistung im In- oder Ausland erbracht wird. Danach lassen sich auch die Dienstleister in Bezug auf ihren rechtlichen Sitz differenzieren. Dienstleister können sich auch nach den Zielsetzungen der Anleger spezialisieren und damit bestimmte Anlagesegmente bzw. Teilbereiche des Asset Managements schaffen. Hervorzuheben sind zum Beispiel Lebensversicherungen oder Rentenversicherungen für die Altersvorsorge und Bausparkassen für die Ansparung von Eigenkapital zum Bau bzw. Erwerb von Immobilien.

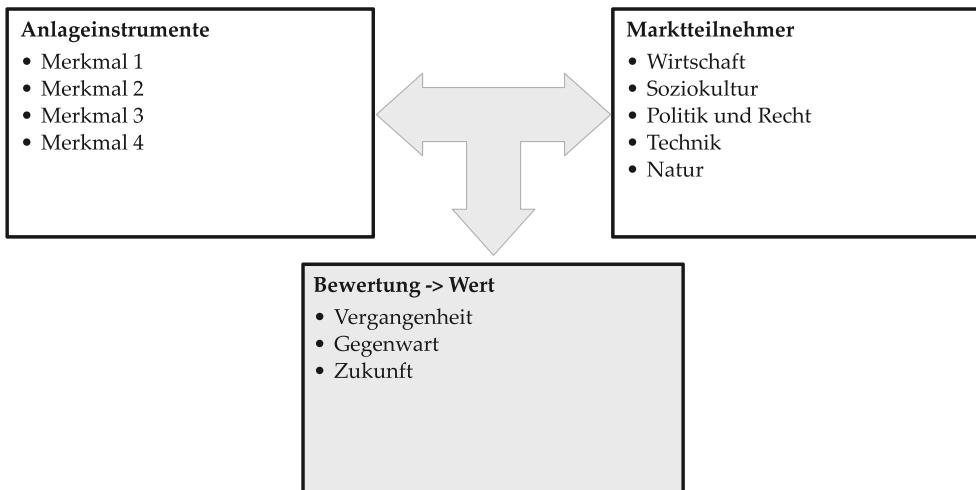
1.3 Elemente

Jeder auf der Welt existierende Gegenstand ist physikalisch betrachtet eine Konstruktion aus Sternenstaub, die sich zu einer bestimmten Zeit in einem Raum befindet. Diese sehr abstrakte Aussage führt oft zu interessanten Erkenntnissen. Zum besseren Verständnis der vielen Themengebiete innerhalb des Asset Managements ist eine abstrakte Sichtweise ebenso notwendig wie die Fähigkeit, bei Bedarf Details zu analysieren. Die oben angesprochene physikalische Sichtweise wird daher als Ausgangsbasis verwendet und modifiziert. Demnach existieren die in der Abbildung 1.2 dargestellten Anlageinstrumente (zum Beispiel Aktien) und Marktteilnehmer (zum Beispiel Kapitalanleger). Die Marktteilnehmer und

⁴ Vgl. Lüscher-Marty 2010, S. 130 (ergänzend).

damit auch die Anlageinstrumente befinden sich in einer Umwelt, deren Einflüsse die Bewertung der Marktteilnehmer und damit den Wert der Anlageinstrumente beeinflussen.

Abbildung 1.2 [Elemente im Asset Management]



Anlageinstrumente

Nach dieser Einleitung geht das Kapitel zunächst ausführlich auf die Anlageinstrumente ein. Hierzu gehören zum Beispiel Aktien, festverzinsliche Wertpapiere oder Festgeldanlagen. Alle Anlageinstrumente besitzen bestimmte Merkmale. Dazu gehören unter anderem die Laufzeit, eine mögliche Gewinnbeteiligung oder Verzinsung, deren Besicherung oder Kapitalverwendungsbestimmungen. Die Gesamtheit dieser Merkmale bildet die Basis für den Wert eines Anlageinstrumentes.⁵

Marktteilnehmer

Marktteilnehmer, zum Beispiel Privatpersonen oder Unternehmen, kaufen oder verkaufen Anlageinstrumente und beeinflussen damit deren Angebot und Nachfrage. Diese Betrachtung darf jedoch nicht isoliert erfolgen, da sich alle Marktteilnehmer in einer Umwelt befinden. Diese lässt sich gedanklich in folgende Bereiche gliedern:

- Wirtschaft
- Soziokultur
- Politik und Recht

⁵ Vgl. Seiler 2008, S. 18 (ergänzend).

- Technik
- Natur

Prozesse

Durch die gemeinsame Betrachtung von Anlageinstrumenten und Marktteilnehmern ergibt sich der Wert eines Anlageinstrumentes. Dieser ist folglich immer subjektbezogen, da sich auch ein sogenannter objektiver Wert bzw. Preis aus der Bewertung aller am Markt auftretenden Marktteilnehmer ergibt. Erfolgt eine Bewertung eines Anlageinstrumentes durch ein Subjekt versucht dieses insbesondere einen zukünftigen Preis zu ermitteln, der in Bezug zum aktuellen Preis gesetzt wird. Daraus ergibt sich die Rendite eines Anlageinstrumentes. Ergänzend sind insbesondere Risiko- und Liquiditätsbetrachtungen vorzunehmen. Nach einem Vergleich mit seinen individuellen Zielvorstellungen muss der Anleger seine Analysen umsetzen und sich insbesondere für ein Anlageinstrument bzw. ein Portfolio von Anlageinstrumenten entscheiden und in regelmäßigen Zeitabständen diese Entscheidungen kontrollieren. Prozessorientiert betrachtet umfasst die Bewertung im weiteren Sinne die Phasen Vorbereitung, Realisierung und Kontrolle. In der Vorbereitungsphase finden zum Beispiel Analyse und Planung statt. Die Realisationsphase beginnt mit der Entscheidung zur Durchführung am Ende der Vorbereitungsphase und umfasst insbesondere Vertragsabschlüsse, Kapitaltransfer und Austausch von Anlageinstrumenten (Handel). Kontrollen bestehen überwiegend aus Analysetätigkeiten, die im Gegensatz zu der Analyse der Vorbereitungsphase aus Ex-Post-Sicht durchgeführt werden.⁶

Beispiel

Das folgende Beispiel konkretisiert die vorangegangenen Überlegungen. Eine Bank, die einen Kredit (Anlageinstrument) vergibt, tätigt eine Anlage. In der Vorbereitungsphase analysiert sie die Kreditwürdigkeit und die Kreditfähigkeit des Kreditsuchenden bevor sie in der Realisationsphase den Kreditvertrag sowie die Sicherungsverträge abschließt und den Kredit auszahlt. Die Kontrollphase umfasst die Kreditüberwachung, die feststellen soll, ob der Kreditnehmer die Voraussetzungen für die Aufrechterhaltung des Vertragsverhältnisses erfüllt oder ob Sicherungsmaßnahmen einzuleiten sind. Analog lassen sich auch beim Erwerb von Aktien und Schuldverschreibungen Prozesse feststellen, die jedoch aufgrund der Spezifika dieser Anlageinstrumente im Detail anders ausgestaltet sind.

1.4 Geschichtliche Entwicklung

Das folgende Kapitel verdeutlicht zunächst mit Hilfe von ausgewählten Beispielen aus der Evolution die Bedeutung von Zeiträumen. Anschließend werden ausgewählte Aspekte der Kapitalanlage für die Epochen der Vorgeschichte, der Antike, des Mittelalters und der Neuzeit erörtert, bevor die Darstellung speziell auf die Entwicklung des Geldes eingeht.

⁶ Vgl. Peters 2005, S. 23–30 (ergänzend).

Zeiträume

Vermögen und Schulden sind in Bezug auf Zeitpunkte bzw. Zeiträume zu betrachten. Betrachtet ein potenzieller Anleger die nachfolgend beschriebenen Zeiträume, relativiert sich die Frage nach der optimalen Anlageform. Schätzungen gehen davon aus, dass das Weltall ungefähr 9 Milliarden Jahre und unser Sonnensystem mit der Erde circa 4,5 Milliarden Jahre alt ist. Ein Dinosaurier, der im Erdmittelalter vor 100 Millionen Jahren gelebt hat, scheint in Relation dazu noch nicht lange ausgestorben zu sein. Hätte er damals umgerechnet einen Euro zu 3 % Zinsen angelegt, wären daraus heute 1,03 Euro mit dem Exponenten 100 Millionen geworden. Die Menschwerdung begann nach heutigen Annahmen vor 5-8 Millionen Jahren in Afrika. Der vor ungefähr 2 Millionen Jahren in Ostafrika lebende Homo rudolfensis war vermutlich der erste Urmensch, der Werkzeug benutzte. Hätte er damals einen Gegenwert von einem Euro zu 3 % angelegt, wäre daraus heute ein Betrag von 1,03 Euro mit dem Exponenten 2 Millionen geworden. Im Vergleich zu diesen langen Zeiträumen umfassen die nachfolgend zu erörternden Epochen der Geschichtsschreibung relativ kurze Zeiträume.⁷

Vorgeschichte

Die Vorgeschichte, welche die schriftlose Periode der Menschheitsgeschichte umfasst, wird in Stein-, Bronze- und Eisenzeit untergliedert. Typisch für die Steinzeit ist die Nutzung von Steinwerkzeugen, die als die ersten Vermögensgegenstände der Menschheit angesehen werden können. Des Weiteren wäre eine Interpretation der steinzeitlichen Höhlenmalereien als Vermögen, zumindest aus heutiger Sicht, denkbar. Mit der Erfindung der Bronze im 3. Jahrtausend vor Christus ist es erstmals möglich Vermögen anzuhäufen, welches sich leicht transportieren lässt. Eisen (Eisenzeit) wurde vor allem für schwere Werkzeuge, landwirtschaftliche Geräte und Waffen verwendet. Neben Bronze dienten in der Eisenzeit auch Gold und Silber zur Schmuckherstellung.⁸

Antike

Vielfältige Beschreibungen über die Ansammlung, die Struktur oder den Verlust von Vermögen sammelten Historiker zu den einzelnen Weltreichen der Antike. So wird zum Beispiel Babylon als wohlhabendste Stadt des Altertums beschrieben. Nach Aussagen von Thukydides stellten Silbermünzen einen bedeutenden Teil des Tempelschatzes auf der Akropolis in Athen dar. Der enorme Reichtum im antiken Rom wird aber auch als Ursache für den Niedergang der römischen Gesellschaft und den darauf folgenden Bürgerkrieg gesehen.⁹

⁷ Vgl. Campbell 2010, S. 333 (ergänzend).

⁸ Vgl. Buchmann 2002, S. 75-76 (ergänzend).

⁹ Vgl. Sehlmeyer 2009, S. 9-14 (ergänzend).

Mittelalter

Das Mittelalter beschreibt eine Epoche innerhalb Europas, welche sich von ca. 500 bis 1500 nach Christus zwischen der Antike und der Neuzeit erstreckte. Im Mittelalter wurde der Güterbesitz lange Zeit weder in Geld geschätzt noch hatte er Geldform. Erst mit der Durchsetzung der Geldwirtschaft im Laufe des Hochmittelalters wurden Vermögenswerte in zunehmendem Maße in Geld berechnet. In der städtischen Gesellschaft des Spätmittelalters bildete das Vermögen eines der wichtigsten sozialen Merkmale: Nur wer über genügend Vermögen verfügte, hatte Zugang zu materiellen und ideellen Ressourcen, zu Wohlstand, politischen Ämtern und anderen Würden. Möglichkeiten der Kapital- und Vermögensakkumulation boten sich speziell in kaufmännischen Berufen bzw. im Fern- und Großhandel, während die Gewinnspanne in den ausschließlich handwerklich ausgerichteten Berufen kaum zur Bildung größerer Reichtümer verhalf. Beteiligungen an den aufkommenden Handelsgesellschaften waren besonders profitabel. Auch die Kreditgeschäfte gewannen für die Vermögensbildung trotz kirchlicher Widerstände stetig an Bedeutung.¹⁰

Neuzeit

Die Neuzeit begann unter anderem mit der Entdeckung der sogenannten neuen Welt. Die Reise von Christoph Kolumbus und anderen Seefahrern kann durchaus als ein Investment angesehen werden. Zur Zeit der Industrialisierung wurden Investitionen meist innerhalb des Maschinen-, Immobilien- und Transportsektors getätigt. Ziel war es, durch Einsatz „moderner“ Maschinen und Transportmittel das eigene Kapital möglichst schnell zu erhöhen. Zudem wurde erkannt, dass Investitionen in den Abbau von Rohstoffen notwendig sind, um die Industrialisierung weiter voranzutreiben.¹¹

Entwicklung des Geldes

Die Entwicklung des Geldes dauerte bis zur Neuzeit an. Dessen Ursprünge lassen sich vermutlich auf den Tauschverkehr zurückführen. Die Entstehung des Geldes wird teilweise aber noch vor dem Entstehen des Tauschverkehrs angesetzt. Geld bzw. das Horten von Geld hatte demnach die Funktion, den sozialen Rang zu dokumentieren. Verbindet man beide Ansätze, lassen sich nach der zeitlichen Reihenfolge Naturaleigenwirtschaft, Naturaltauschwirtschaft und Geldwirtschaft unterscheiden.

Naturaleigenwirtschaft und Naturaltauschwirtschaft

In der Naturaleigenwirtschaft wurden bestimmte Güter gehortet (zum Beispiel Felle). Das Ziel bestand darin, soziales Ansehen zu gewinnen. Ein Austausch von Gütern fand nicht statt. Da allmählich die Vorteile der Arbeitsteilung erkannt wurden, entwickelte sich die Naturaleigenwirtschaft zu einer Naturaltauschwirtschaft. Der Austausch von Gütern erfolgte aufgrund des beiderseitigen Nutzenzuwachses der Tauschpartner. In dieser Phase dienten bestimmte Hortgüter gleichzeitig als Wertmaßstab bzw. Recheneinheiten beim

¹⁰ Vgl. Lubich 2008, 9-27 (ergänzend).

¹¹ Vgl. Braun 2006, S. 75-76 (ergänzend).

Austausch von Ware gegen Ware, ohne dass sie Gegenstand des Tausches waren. Nachteilig wirkte sich jedoch aus, dass es notwendig war, sich jeweils Tauschpartner zu suchen, die das gewünschte Gut tauschen wollten. Daher entwickelte sich ein Warengeld, das allgemein anerkannt wurde. Dieses Warengeld hatte zunächst Waren- und Geldcharakter, das heißt, es diente neben seiner ursprünglichen Funktion als allgemeines Tauschmittel. So ist es zum Beispiel denkbar, dass Kamele oder Rinder als Warengeld Verwendung finden. Möchte jemand Getreide gegen Felle eintauschen, muss dieser nun keinen Tauschpartner finden, der Felle anzubieten hat. Es genügt, wenn dieser bereit ist, das Getreide gegen Zahlung von Kamelen abzunehmen. Unter der Voraussetzung, dass Kamele allgemein als Warengeld anerkannt sind, können diese mit einem anderen Tauschpartner gegen die ursprünglich benötigten Felle eingetauscht werden.¹²

Geldwirtschaft

Mit der Zeit entwickelten sich Geldformen, bei denen der ursprüngliche Warencharakter immer mehr zurücktrat. Damit war die Phase der Geldwirtschaft erreicht. Im Laufe der Zeit verwendeten die Menschen unterschiedliche Erscheinungsformen des Geldes, die sich regional unterschieden und auch heute noch unterscheiden. Zu den Frühformen des Geldes zählten zum Beispiel Reis (China), Hundezähne (Papua-Neuguinea), Quarzkristalle (Ghana), Kaurimuscheln (Indien), Metallscheiben (Tibet) und Kalksteinscheiben (Yap-Inseln, Westpazifik). Später entwickelten sich Münzen und Noten in sehr vielen Varianten. Das vorläufige Ende der Entwicklung stellen unterschiedliche Formen von elektronischem Geld dar. Geld wurde jedoch nicht nur – wie beim Tausch – als Zahlungsmittel genutzt. Aus dem ursprünglichen Horten des Geldes haben sich verschiedene Formen von Finanzinstrumenten zur Geldanlage bzw. Geldaufnahme entwickelt (zum Beispiel Schuldverschreibungen). Zur Durchführung dieser Geschäfte entstanden Institutionen (zum Beispiel Banken) mit einer entsprechenden Organisation, die Prozesse zur Abwicklung der Geschäfte (zum Beispiel Prozess der Kreditvergabe) entwickelt hat. Die Institution Staat hat diesen Entwicklungen schließlich einen Ordnungsrahmen im Form der Gesetzgebung und Rechtsprechung gegeben.¹³

¹² Vgl. Bontrup 2004, S. 435–436 (ergänzend).

¹³ Vgl. Bontrup 2004, S. 437–438 (ergänzend).

2 Anlageinstrumente

Anlageinstrumente lassen sich ganzheitlich mit einem Namen oder durch eine Aufzählung von Merkmalen (Bausteinen) beschreiben. Da die Anzahl der zur Kapitalanlage dienenden Anlageinstrumente stetig zunimmt, stellt sich insbesondere die Frage, ob eine Reduktion der Anzahl notwendig ist. Anlageinstrumente lassen sich, wie auch in den anschließenden Ausführungen, in folgende Anlageklassen einteilen:

- Finanzanlagen
- Sachanlagen
- Fonds
- Derivate

Diese können direkt oder indirekt erworben werden. Während bei einer direkten Anlage der Anleger grundsätzlich den sofortigen und unmittelbaren Besitz des Anlageinstruments erlangt, ist dies bei der indirekten Anlage nicht gegeben. Teilweise existieren längere Besitzketten, wenn zum Beispiel Dachfonds einen Einzelfonds erwerben, der dann in Aktien investiert. Weitere Differenzierungen ergeben sich im folgenden Kapitel.¹⁴

Literatur und Praxis verwenden teilweise alternative Systematiken. Daraus resultiert auch den Begriff „alternative Investments“. Hierunter werden häufig Hedgefonds, Rohstoffe und Private Equity zusammengefasst. Insbesondere Aktien, Zinsanlagen und Immobilien dürften dann als klassische Kapitalanlagen gelten. Die Abgrenzung ist jedoch dem jeweiligen Zeitgeist unterworfen und nicht eindeutig.¹⁵

Das Kapitel behandelt unter anderem folgende Fragen:

- Wie lassen sich Anlageinstrumente systematisieren?
- Welche Anlageinstrumente existieren?
- Welche Merkmale besitzen die einzelnen Anlageinstrumente?
- Welche Varianten einer Anlageklasse lassen sich unterscheiden?

2.1 Finanzanlagen

Unter dem Begriff Finanzanlagen werden im Folgenden Beteiligungen und Forderungen behandelt. Durch die Beteiligung an einem Unternehmen ist es möglich, Einfluss auf Unternehmensentscheidungen zu erlangen und am Unternehmenserfolg anteilig zu partizipieren.

¹⁴ Vgl. Schmidt 2011, S. 182–183 (ergänzend).

¹⁵ Vgl. Kollmann 2008, S. 46 (ergänzend).

pieren. Bei Forderungen bestehen diese Möglichkeiten grundsätzlich nicht. Stattdessen erhält der Erwerber von Forderungen im Normalfall regelmäßige Zinszahlungen. Auch sind Forderungen im Gegensatz zu Beteiligungen im Regelfall befristet und besichert. Teilweise sprechen Autoren bei Beteiligungen von Sachanlagen, da hinter der Finanzbeteiligung ein Sachwert steckt. Diese Sicht wird hier nicht vertreten.

Das folgende Kapitel geht zunächst auf Aktien (verbrieft Beteiligungen) ein und erörtert anschließend unverbriefte Beteiligungsformen. Bei den Forderungen werden die Anleihen herausgestellt und vor den anderen Forderungen behandelt. Am Ende betrachtet das Kapitel die gemeinsamen Bausteine von Finanzanlagen.

2.1.1 Aktien

Das folgende Kapitel geht auf den Aktiengesellschaftsbegriff, die Merkmale von Aktien, die Aktienarten, die Aktiengesellschaft und die Kommanditgesellschaft auf Aktien sowie den Erwerb von Aktien näher ein.

Begriff und Entwicklung

Aktien verbrieften das Mitgliedschaftsrecht an einer Aktiengesellschaft bzw. einer vergleichbaren ausländischen Gesellschaft. Der Aktionär wird dadurch Teilhaber am Gesellschaftsvermögen. Unternehmen emittieren Aktien, um sich damit Eigenkapital zu beschaffen. Andere Marktteilnehmer (private Haushalte, Unternehmen) erwerben Aktien dagegen als Kapitalanlagemöglichkeit.¹⁶

Die ersten Aktien bzw. Aktiengesellschaften entstanden in Holland und England. Die Vereinigte Ostindische Compagnie gilt als die erste Aktiengesellschaft, weil sie alle wesentlichen Merkmale einer heutigen Aktiengesellschaft beinhaltet. Dazu gehören die Miteigentümerschaft und der Anspruch auf Gewinnbeteiligung, die beschränkte Haftung und die Möglichkeit der Weiterveräußerung. Im Gegensatz zur heutigen Aktie war die Beteiligung jedoch auf zehn Jahre beschränkt.¹⁷

Merkmale

Die wesentlichen Merkmale von Aktien lassen sich aus den mit deren Eigentum verbundenen Pflichten und Rechten ableiten. Der Eigentümer einer Aktie hat insbesondere die Pflicht zur Leistung der Einlage. Nebenpflichten sind möglich und müssen in der Aktientrukturenkunde im Einzelnen genannt werden. Die Aktionärsrechte ergeben sich aus dem Aktiengesetz sowie der Satzung und werden im Folgenden erläutert.

- Alle Aktionäre besitzen grundsätzlich das Recht auf Auszahlung einer Dividende. Die Dividende bezeichnet die jährliche Gewinnausschüttung für eine Aktie. Sie ist vom Bi-

¹⁶ Vgl. Götte 2001, S. 59.

¹⁷ Vgl. Athanassakis 2008, S. 117.

lanzgewinn, den das Unternehmen im Geschäftsjahr ausweisen kann, abhängig. Die Hauptversammlung entscheidet unter Beachtung der Rechtsgrundlagen über die Gewinnverwendung. Die Dividende richtet sich grundsätzlich nach dem Anteil am Gesellschaftskapital und muss vom Empfänger versteuert werden. Neben der Dividende erzielt der Aktionär noch Erträge aus Kurssteigerungen der Aktien.

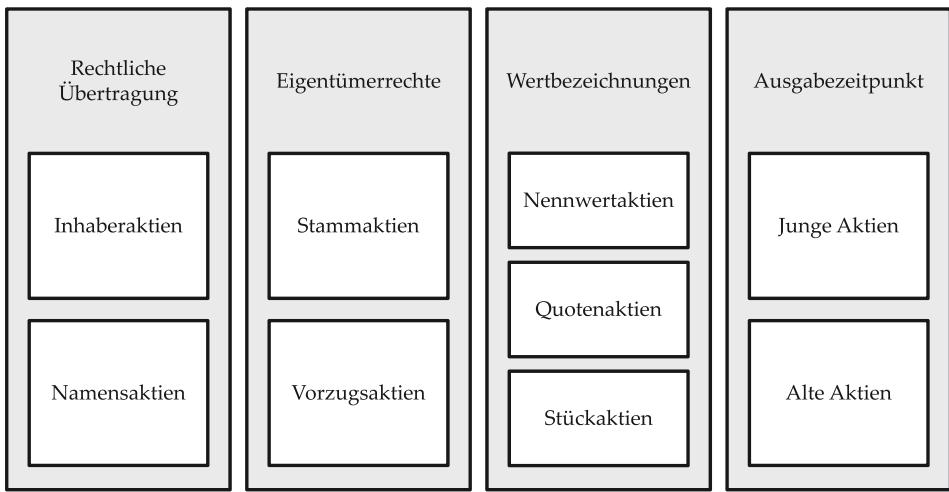
- In der grundsätzlich jährlich stattfindenden Hauptversammlung treffen sich alle Aktionäre, um über die wichtigsten Belange ihres Unternehmens zu entscheiden. Dazu zählen zum Beispiel die Verwendung des Bilanzgewinns, Satzungsänderungen sowie die Entlastung des Vorstands und des Aufsichtsrats. Zum Besuch der Hauptversammlung ist eine Eintrittskarte erforderlich, die man von der depotführenden Bank erhält.
- Ein Aktionär hat in der Hauptversammlung das Recht auf Auskunft über bestimmte Angelegenheiten der Gesellschaft. Der Vorstand der Aktiengesellschaft kann in bestimmten Fällen, zum Beispiel bei Betriebsgeheimnissen, allerdings die Auskunft verweigern.
- Mit dem Stimmrecht kann sich der Aktionär an den Beschlussfassungen der Hauptversammlung beteiligen. Grundsätzlich hat jeder Aktionär pro Aktie eine Stimme. Gibt es neben stimmberechtigten Stammaktionären auch Vorzugsaktionäre, so ist deren Stimmrecht auf Ausnahmefälle beschränkt. Für diesen Nachteil erhalten sie grundsätzlich einen Vorteil bei der Dividendenausschüttung. Das Stimmrecht kann auch auf andere, zum Beispiel eine Bank, übertragen werden. Wenn der Aktionär es nicht persönlich ausüben will, geht dadurch das Stimmrecht nicht verloren. Große Banken gewinnen in diesem Fall einen sehr großen Einfluss auf bestimmte Unternehmen, weshalb dieses sogenannte Depotstimmrecht mangels anderer Alternativen kritisiert wird, aber nach wie vor Bestand hat.
- Aktionäre haben auch ein Recht auf Bezug junger Aktien bei einer Kapitalerhöhung der Aktiengesellschaft. Damit erhält der Anteilseigner der Unternehmung die Möglichkeit, seinen bestehenden Stimmrechtsanteil auch nach der Kapitalerhöhung aufrechterhalten zu können. Möchte er sich nicht an der Kapitalerhöhung beteiligen, kann er die Bezugsrechte verkaufen und damit den rechnerisch bedingten Kursverfall nach der Kapitalerhöhung ausgleichen. Die Käufer von Bezugsrechten können durch den Erwerb der Bezugsrechte einen Anteil an der AG begründen bzw. ihren bestehenden Anteil erhöhen. Der Bezugsrechtshandel findet bei börsennotierten Aktien ebenfalls an der Börse statt.
- Kommt es in seltenen Fällen zu einer Auflösung der Aktiengesellschaft, billigt das Aktienrecht dem Aktionär einen seinem Anteil entsprechenden Wert am Liquidationserlös der Gesellschaft zu. Die Bewertung des Unternehmens muss dabei unter dem Gesichtspunkt der Auflösung erfolgen, was zu anderen Wertansätzen im Vergleich zu dem bisher laufenden Geschäftsbetrieb führen kann.¹⁸

¹⁸ Vgl. Pölert 2007, S. 45 (ergänzend zu Merkmale).

Aktienarten

Neben den zuvor erläuterten allgemeinen Merkmalen von Aktien gibt es spezielle Merkmale, die je nach Ausgestaltung zu den aus der **Abbildung 2.1** ersichtlichen Aktienarten führen. Dieser Systematisierungsansatz für Aktien ist im Folgenden näher zu erläutern.

Abbildung 2.1 [Aktienarten]



Bezüglich der rechtlichen Übertragung werden Inhaberaktien und Namensaktien unterschieden. Während Erstere durch Einigung und Übergabe übertragen werden, werden die Namensaktien als Orderpapiere durch Indossament und Übergabe der Urkunde übertragen. Bei vinkulierten Namensaktien ist gemäß § 68 Absatz 2 AktG die Übertragung zusätzlich an die Zustimmung der Gesellschaft geknüpft.

§ 11 AktG sieht vor, dass Aktien in Bezug auf Eigentümerrechte unterschiedlich ausgestaltet sein können und unterscheidet demnach Stamm- von Vorzugsaktien. Vorzugsaktien haben in Bezug auf die Bemessung und/oder die Realisation der Kapitalentgeltung einen Vorteil gegenüber Stammaktien. Dafür müssen die Vorzugsaktionäre in der Regel auf das Stimmrecht verzichten. Für viele Anleger ist das Stimmrecht allerdings unbedeutend.

Neben den beiden genannten Differenzierungen können Aktien noch nach Wertbezeichnungen unterteilt werden. Nennwertaktien verbrieften einen bestimmten Nennbetrag (zum Beispiel 1 Euro), der keinen direkten Bezug zum Kurswert einer Aktie hat. Die Summe der Nennbeträge ergibt das Grundkapital einer AG. Der Anteil einer Aktie an der Aktiengesellschaft bestimmt sich folglich indirekt als Quotient des Grundkapitals und des Aktiennennbetrages. Bei einer Quotenaktie ergibt sich der Anteil an der AG direkt aus der Aktienurkunde (zum Beispiel 1/100000). Die Stückaktie hat keinen Nennwert und keine Quote. Jeder Aktionär besitzt einen gleichen Anteil am Grundkapital.

In Bezug auf den Ausgabezeitpunkt unterscheiden Unternehmen zwischen jungen und alten Aktien. Junge Aktien werden bei einer Kapitalerhöhung ausgegeben. Die zu diesem Zeitpunkt bereits existierenden Aktien erhalten die Bezeichnung alte Aktien.

Aktiengesellschaft

Die Aktiengesellschaft (AG) ist in einem besonderen Gesetz, dem Aktiengesetz (AktG), geregelt. Als juristische Person besitzt sie eine eigene Rechtspersönlichkeit. Die Besonderheit der AG liegt darin, dass ihr Grundkapital, an welchem die Gesellschafter (Aktionäre) mit ihren Einlagen beteiligt sind, in Aktien zerlegt ist. Neben dem Aktiengesetz sind weitere Einzelheiten in der Satzung der jeweiligen Aktiengesellschaft geregelt.

- Zur Gründung einer AG bedarf es mindestens einer Person, wobei die Gründer der AG nicht automatisch auch Gesellschafter der AG sind, wie es bei anderen Gesellschaften die Regel ist. Eine Aufgabe der Gründer liegt darin, den Gesellschaftsvertrag (Satzung) abzuschließen und notariell beglaubigen zu lassen. Dabei muss die Satzung mindestens Sitz und Namen der Gesellschaft, den Gegenstand des Unternehmens, die Höhe des Grundkapitals, Anzahl und Nennbeträge der Aktien sowie die Zusammensetzung des Vorstands beinhalten. Des Weiteren sind in der Satzung die Gründer sowie Nennbetrag, Ausgabebetrag und Gattung der Aktien anzugeben. Eine weitere Aufgabe der Gründer besteht darin, das Kapital für die Gesellschaft zu beschaffen. Dies kann in Form einer Bargründung oder einer qualifizierten Gründung geschehen. Von einer Bargründung wird gesprochen, wenn die Gründer alle Aktien des Grundkapitals gegen Barzahlung übernehmen. Eine qualifizierte Gründung liegt vor, wenn nicht alle Aktien bar gezahlt werden, sondern wenn stattdessen Sachwerte auf den Nennwert der Aktien angerechnet werden oder wenn die Gesellschaft sonstige Vermögenswerte gegen Entgelt übernimmt. Schließlich haben die Gründer noch folgende Aufgaben zu erledigen: Anmeldung der AG im Handelsregister, Bestellung des ersten Aufsichtsrats und der Abschlussprüfer sowie Erstellung eines Gründungsberichts.
- Für die Geschäftsführung und Vertretung der Gesellschaft ist der Vorstand als ausführendes Organ zuständig. Dieser setzt sich aus einer oder mehreren Personen zusammen und wird durch den Aufsichtsrat für höchstens fünf Jahre bestellt. Der Vorstand vertritt die Gesellschaft gerichtlich und außergerichtlich. Sofern die Satzung nichts anderes bestimmt besteht Gesamtvertretung. Der Vorstand muss dem Aufsichtsrat insbesondere über folgende Themen berichten: die Geschäftspolitik und andere grundsätzliche Fragen der Unternehmensplanung (Finanz-, Investitions- und Personalplanung) sowie den Gang der Geschäfte.
- Entscheidungen der Aktionäre werden durch Beschlüsse in der Hauptversammlung getroffen. Jeder Aktionär ist berechtigt, an der Hauptversammlung teilzunehmen und seine Stimmrechte auszuüben. Die Stimmrechte ergeben sich aus der Anzahl und Art der Aktien. Jede Aktie gewährt ein Stimmrecht, wohingegen bei Vorzugsaktien das Stimmrecht ausgeschlossen werden kann. Die Hauptversammlung wird durch den Vorstand und in besonderen Fällen durch den Aufsichtsrat einberufen. Folgende Aufgaben stehen der Hauptversammlung gemäß Gesetz oder Satzung zu: Wahl und Abbe-

rufung der Aufsichtsratsmitglieder, Verwendung des festgestellten Gewinns, Entlastung des Aufsichtsrats und Vorstands, Wahl des Abschlussprüfers und des Prüfers für Sonderprüfungen sowie Beschlüsse über Satzungsänderungen und Grundsatzfragen der AG.

- Der Aufsichtsrat stellt, anders als bei der GmbH, ein Pflichtorgan der AG dar. Gewählt wird der Aufsichtsrat von der Hauptversammlung. Er verfügt über Kontroll- und Beratungsfunktionen. Im Rahmen der Kontrollfunktionen überwacht er die Geschäftsführung und ist für deren Bestellung und Abberufung verantwortlich. Darüber hinaus prüft er den Jahresabschluss, den Vorschlag für die Gewinnverwendung sowie den Lagebericht. Weitere Aufgaben des Aufsichtsrats bestehen in der Einberufung der Hauptversammlung unter besonderen Umständen, der Bestellung des Abschlussprüfers und der Vertretung der Gesellschaft gegenüber den Vorstandsmitgliedern.
- Bei der AG wird zwischen dem Gesellschaftsvermögen und dem Grundkapital unterschieden. Das Gesellschaftsvermögen setzt sich aus allen Vermögensgegenständen der AG zusammen. Das Grundkapital oder gezeichnete Kapital bezeichnet die Summe der Nennbeträge aller Aktien. Während der Wert des Gesellschaftsvermögens schwanken kann, bleibt das Grundkapital wertmäßig grundsätzlich gleich hoch. Das Grundkapital muss mindestens 50.000 Euro betragen und ist in eine bestimmte Anzahl von Aktien zerlegt. Der Nennbetrag einer Aktie muss mindestens einen Euro betragen.¹⁹

Kommanditgesellschaft auf Aktien

Die ebenfalls im Aktiengesetz geregelte Kommanditgesellschaft auf Aktien ist eine Gesellschaft, bei der mindestens ein Gesellschafter persönlich haftet. Die restlichen Gesellschafter sind wie bei der AG mit ihren Einlagen am Grundkapital beteiligt, ohne dabei für die Verbindlichkeiten der Gesellschaft persönlich zu haften. Die Kommanditgesellschaft auf Aktien (KGaA) ist eine juristische Person mit eigener Rechtspersönlichkeit und stellt eine Kombination zwischen AG und KG dar. Das gesamte Grundkapital der KGaA ist, wie bei der AG, in Aktien aufgeteilt. Der Hauptunterschied zur AG liegt in den zwei verschiedenen Gesellschaftergruppen: den persönlich haftenden Komplementären und den nur mit ihrer Einlage haftenden Kommanditisten. Kommanditisten sind in diesem Fall alle Aktionäre (Kommanditaktionäre). Die persönlich haftenden Gesellschafter (Komplementäre) führen die Geschäfte und vertreten die Gesellschaft nach außen. Sie entsprechen dem Vorstand bei der AG, können aber weder vom Aufsichtsrat gewählt, noch abberufen werden. Ihre Befugnis, Geschäfte führen zu dürfen und die Gesellschaft zu vertreten, kommt der Befugnis der Komplementäre einer KG näher. Der von der Hauptversammlung gewählte Aufsichtsrat übernimmt wie bei der AG die Kontrolle über die Geschäftsführung. Seine Zusammensetzung und seine Aufgaben entsprechen weitestgehend denen des Aufsichtsrats bei der AG. Die Hauptversammlung ist das Willensorgan der Kommanditaktionäre. Zum Aufgabengebiet der Versammlung gehören die Wahl und Abberufung des Aufsichtsrats, die Entlastung der persönlich haftenden Gesellschafter und die Wahl des Abschlussprüfers.

¹⁹ Vgl. Junge 2010, S. 32–33 (ergänzend zu Aktiengesellschaft).

Darüber hinaus stellt die Hauptversammlung den Jahresabschluss fest und beschließt die Gewinnverteilung. Hierzu bedarf es allerdings der Zustimmung der Kommanditisten.²⁰

Erwerb

Neben den genannten Aktienarten lassen sich Aktien auch nach den Erwerbsmöglichkeiten bzw. der Form des Handels differenzieren. Da Aktien Wertpapiere sind, besteht grundsätzlich jederzeit die Möglichkeit Aktien zu kaufen und zu verkaufen. Aktien sind jedoch nicht zwingend an einer Börse notiert. Ihr Handel findet auch außerbörslich statt. Der Bestand an Aktien, der an Börsen handelbar ist, wird als Streubesitz bezeichnet. Je größer dieser Streubesitz, umso breiter ist der Markt für die jeweilige Aktie.²¹

Je nach Börse findet der Handel in unterschiedlichen Segmenten statt, die mehr oder weniger reguliert sind. Auch hiernach lassen sich Aktien differenzieren. Alternativ lassen sich Aktien nach Indizes gruppieren, in denen sie enthalten sind. Neben dem Direkterwerb von Aktien ist auch der indirekte Erwerb über Fonds oder andere Kapitalsammelstellen möglich.

2.1.2 Unverbriefte Beteiligungen

Neben Aktien, die von Aktiengesellschaften oder Kommanditgesellschaften auf Aktien ausgegeben werden (Public Equity), existieren vielfältige Beteiligungsmöglichkeiten an Unternehmen anderer Rechtsformen, auf die im Folgenden näher einzugehen ist. Als Sammelbezeichnung für diese Art von Beteiligungen soll der Begriff „unverbriefte Beteiligungen“ Verwendung finden. Die Praxis verwendet stattdessen überwiegend den Begriff Private Equity, der aufgrund unterschiedlicher Definitionen jedoch nicht trennscharf ist.

Überblick und Merkmale

Beteiligungen beziehen sich in diesem Zusammenhang immer auf Unternehmen und hängen in ihrer Ausgestaltung von der Rechtsform des Unternehmens ab. Die Rechtsform ist der rechtliche Rahmen eines Unternehmens, nach der sie auch untergliedert werden können. Bei Einzelunternehmen wird das Geschäft unter dem Namen des Eigentümers geführt. Bei Gesellschaften schließen sich mindestens zwei Personen vertraglich zusammen und betreiben den Betrieb gemeinsam. Gesellschaften werden nochmals in Personengesellschaften und Kapitalgesellschaften aufgeteilt. Mögliche Rechtsformen einer Kapitalgesellschaft sind die bereits erläuterte Aktiengesellschaft einschließlich der Kommanditgesellschaft auf Aktien sowie die Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Eng verwandt mit Kapitalgesellschaften sind Genossenschaften. Personengesellschaften sind insbesondere die offene Handelsgesellschaft und die Kommanditgesellschaft. Darüber hinaus sind weitere Personengesellschaften wie die Gesellschaft des bürgerlichen Rechts und die Partnerschaftsgesellschaften möglich. Auch stille Gesellschaften sind denkbar.

²⁰ Vgl. Hannes et al. 2007, S. 32 (ergänzend).

²¹ Vgl. Scheufele und Haas 2008, S. 15.

Die Rechtsform muss spätestens bei der Betriebsgründung festgelegt werden. Hierfür gibt es insbesondere die folgenden Entscheidungskriterien, die auch bei reinen Kapitalanlageentscheidungen eine Rolle spielen:

- Haftung
- Leitung
- Finanzierungsmöglichkeiten
- Gewinn- und Verlustverteilung
- Steuerbelastung
- Publizitäts- und Prüfungszwang
- Aufwendungen der Rechtsform
- Unternehmenskontinuität

Nähtere Einzelheiten in Bezug auf ausgewählte Rechtsformen enthalten die nachfolgenden Bemerkungen.

Gesellschaft des bürgerlichen Rechts

Die Gesellschaft des bürgerlichen Rechts bildet die Grundform der Personengesellschaften. Sie ist gesetzlich im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB) geregelt. Typisch ist die Gesellschaft des bürgerlichen Rechts (GbR) für Freiberufler (Wirtschaftsprüfer, Ärzte oder Architekten), Kleingewerbetreibende oder Arbeitsgemeinschaften im Baugewerbe. Die Gründung erfolgt durch mindestens zwei Gesellschafter, die sich vertraglich oder einfach durch konkutes (schlüssiges) Verhalten zu einer Gesellschaft zusammenschließen. Ziel darf jedoch nicht das Betreiben eines Handelsgewerbes sein, sonst entsteht eine offene Handelsgesellschaft. Eine Haftung besteht bei allen Gesellschaftern persönlich und uneingeschränkt sowohl mit dem Gesellschaftsvermögen als auch mit dem Privatvermögen. Pflichten der Gesellschafter sind die Beitragspflicht, die Geschäftsführungspflicht und die Treuepflicht. Zur Geschäftsführung der GbR sind die Gesellschafter nur gemeinschaftlich befugt, es sei denn, es wäre eine gegenteilige Vereinbarung getroffen worden. Dieser Regelung schließt sich auch der Grundsatz der Vertretung an. Aus Gründen der Praktikabilität ist jedoch die vertragliche Vereinbarung einer Einzelgeschäftsführung bzw. Einzelvertretung sinnvoll. Die Gewinnbeteiligung erfolgt im Zweifel zu gleichen Teilen. Die Auflösung der GbR geschieht entweder aufgrund des Erreichens des gemeinsamen Zweckes (zum Beispiel bei einer Arbeitsgemeinschaft im Baugewerbe durch Fertigstellung des Bauvorhabens), durch Kündigung, Tod oder Insolvenz eines Gesellschafters, durch Insolvenz der Gesellschaft oder mittels einer Vereinbarung der Gesellschafter.²²

²² Vgl. Schwab 2010, S. 47-48 (ergänzend).

Für Kapitalanleger ist diese Rechtsform zum Beispiel bei gemeinsamen Immobilienanlagen oder bei der Beteiligung an geschlossenen Fonds von Bedeutung. Zu beachten ist in diesem Fall insbesondere die persönliche und unbeschränkte Haftung.

Offene Handelsgesellschaft

Die im Handelsgesetzbuch (HGB) geregelte offene Handelsgesellschaft ist gemäß § 105 HGB eine Gesellschaft, deren Zweck auf den Betrieb eines Handelsgewerbes unter gemeinschaftlicher Firma gerichtet ist, wenn bei keinem der Gesellschafter die Haftung gegenüber den Gesellschaftsgläubigern beschränkt ist. Die offene Handelsgesellschaft (OHG) ist im Gegensatz zur Gesellschaft bürgerlichen Rechts auf den Betrieb eines Handelsgewerbes unter gemeinschaftlicher Firma ausgerichtet. Die OHG kann von mindestens zwei Gesellschaftern gegründet werden. Diese Gesellschafter können sowohl natürliche als auch juristische Personen sein. Die Rechte und Pflichten der Gesellschafter ergeben sich aus dem Gesetz bzw. dem Gesellschaftsvertrag. Ebenso wie bei der Gesellschaft des bürgerlichen Rechts wird davon ausgegangen, dass alle Gesellschafter der OHG gleichgestellt sind. Sofern vertraglich nichts anderes vereinbart wurde, haben alle Gesellschafter gleiche Beiträge zu leisten.

Jeder Gesellschafter erhält grundsätzlich eine Verzinsung seines Kapitalanteils in Höhe von 4 %. Der Rest des Gewinns bzw. der gesamte Verlust wird dann nach Köpfen auf die Gesellschafter aufgeteilt. Diese Regelungen sind jedoch nicht zwingend. Die Geschäftsführung der OHG liegt in der Hand aller Gesellschafter. Diese sind zur Geschäftsführung berechtigt und verpflichtet. Allerdings gilt hier der Grundsatz der Einzelgeschäftsführung und nicht wie bei der GbR der Grundsatz der Gesamtgeschäftsführung. Das Handelsgesetzbuch legt fest, dass jeder Gesellschafter zur Vertretung berechtigt ist, sofern er nicht durch den Gesellschaftsvertrag von der Vertretung ausgeschlossen ist. Ein solcher Ausschluss muss im Handelsregister eingetragen werden damit dies Dritten gegenüber auch wirksam wird. Die OHG kann unter ihrer Firma Rechte und Pflichten erwerben und vor Gericht klagen und verklagt werden. Ihr kommt also eine teilweise Rechtsfähigkeit zu. Trotzdem haften die Gesellschafter für die Verbindlichkeiten der OHG persönlich und unbeschränkt.

Beteiligungen an einer offenen Handelsgesellschaft erfordern eine unternehmerische Mitarbeit, sodass diese Form einer Finanzanlage für reine Kapitalanleger grundsätzlich nicht infrage kommt. Wenn dagegen eine unternehmerische Mitarbeit möglich ist, stellt eine OHG-Beteiligung eine interessante Alternative zu anderen Anlageinstrumenten dar, da die unternehmerische Mitarbeit entscheidend die Rendite des zur Verfügung gestellten Kapitals beeinflusst.²³

²³ Vgl. Schwab 2010, S. 49 (ergänzend zu offene Handelsgesellschaft).

Kommanditgesellschaft

Eine Sonderform der OHG stellt die ebenfalls im Handelsgesetzbuch geregelte Kommanditgesellschaft dar. Die Kommanditgesellschaft (KG) ist eine Gesellschaft, deren Zweck auf den Betrieb eines Handelsgewerbes unter einer gemeinschaftlichen Firma gerichtet ist. Man unterscheidet bei dieser Gesellschaftsform unbeschränkt haftende Gesellschafter (Komplementäre) und beschränkt haftende Gesellschafter (Kommanditisten). Sofern das Handelsgesetzbuch keine anderen Regelungen vorschreibt, werden die für die OHG geltenden Vorschriften angewendet. Zur Gründung der KG sind mindestens zwei Gesellschafter notwendig: ein Komplementär und ein Kommanditist. Hierbei kann es sich sowohl um natürliche als auch juristische Personen handeln. Im Verlustfall haften Kommanditisten nur für einen Betrag in Höhe ihrer Einlage, während Komplementäre unbeschränkt und persönlich haften. Die Gewinnverteilung soll in einem angemessenen Verhältnis erfolgen. Eine Gewinnverteilung nach Köpfen ist nicht angebracht, da ein Kommanditist einerseits von der Mitarbeit befreit ist und andererseits nur beschränkt haftet. Die Kommanditisten sind von der Geschäftsführung ausgeschlossen. Sie besitzen lediglich bei über den gewöhnlichen Betrieb des Handelsgewerbes hinausgehenden Handlungen ein Widerspruchsrecht sowie umfangreiche Kontrollrechte. Vertreten wird die KG ausschließlich durch ihre Komplementäre. Es besteht allerdings die Möglichkeit, einem Kommanditisten Prokura zu erteilen oder ihn zum Handlungsbevollmächtigten zu bestellen.²⁴

Für reine Kapitalanlagezwecke ist grundsätzlich die Kommanditeinlage besser geeignet als eine Beteiligung als Komplementär, da die Komplementärstellung eine unternehmerische Mitarbeit voraussetzt und die Haftung neben dem Betriebsvermögen auch das Privatvermögen umfasst. Die Kommanditgesellschaft findet auch bei geschlossenen Fonds häufig Verwendung.

Stille Gesellschaft

Ähnlich wie die zuvor erläuterte Kommanditeinlage ist auch eine Beteiligung als stiller Gesellschafter eine Möglichkeit zur Kapitalanlage, die keine ergänzende unternehmerische Betätigung erfordert. Die ebenfalls im Handelsgesetzbuch geregelte stille Gesellschaft stellt eine Beteiligung an einem Unternehmen dar, das ein Handelsgewerbe betreibt. Eine Eingrenzung auf bestimmte Rechtsformen wird also nicht vorgenommen. Der stille Gesellschafter tritt nach außen hin nicht in Erscheinung, weshalb diese Rechtsform eine reine Innengesellschaft darstellt. Wirtschaftlich gesehen liegt dieses primär mit Eigenkapitalcharakter gebildete Konstrukt somit zwischen einem partiarischen Darlehen und einer Kommanditbeteiligung. Sind neben diesen zwingenden gesetzlichen Erfordernissen auch die dispositiven Merkmale, die das HGB für die Gestaltung einer stillen Gesellschaft vorschlägt, vorhanden, handelt es sich um eine typische stille Gesellschaft. Bestehen dagegen gesellschaftsvertragliche Abweichungen gegenüber dem gesetzlichen Vorschlag, wie zum Beispiel die Beteiligung an den stillen Reserven, handelt es sich um eine atypische stille Gesellschaft.

²⁴ Vgl. Hannes et al. 2007, S. 31 (ergänzend).

Die Rechte und Pflichten der Gesellschafter ergeben sich, wie auch bei den vorher angeprochenen Rechtsformen, aus dem bei der Gründung zu errichtenden Gesellschaftsvertrag. Die Höhe der Gewinnbeteiligung ergibt sich aus dem Gesellschaftsvertrag. Enthält dieser keine Regelungen für die Gewinnbeteiligung, so erhält der stille Gesellschafter den Anteil des Gewinns, der für ihn angemessen ist. An der Verlustbeteiligung nimmt der stille Gesellschafter nur bis zum Betrag seiner eingezahlten oder rückständigen Einlage teil. Anders als die Gewinnbeteiligung kann die Verlustbeteiligung durch den Gesellschaftsvertrag ausgeschlossen werden. Die Geschäftsführung sowie die Vertretung der Gesellschaft obliegen ausschließlich dem Inhaber der Gesellschaft. Wenn nichts anderes im Gesellschaftsvertrag vereinbart ist, steht dem stillen Gesellschafter nicht einmal ein Widerspruchsrecht zu. Er besitzt lediglich das Recht auf Einsicht in die Papiere und Bücher der Gesellschaft sowie auf eine schriftliche Mitteilung des Jahresabschlusses. Der stille Gesellschafter haftet nur bis zur Höhe seiner geleisteten Einlage. Durch den Tod des stillen Gesellschafters wird die Gesellschaft nicht aufgelöst.²⁵

GmbH

Bei der Gesellschaft mit beschränkter Haftung (GmbH) handelt es sich um eine Kapitalgesellschaft, die in einem besonderen Gesetz, dem Gesetz betreffend die Gesellschaften mit beschränkter Haftung (GmbHG), geregelt ist. Sie ist eine Handelsgesellschaft mit eigener Rechtspersönlichkeit. § 1 des Gesetzes bestimmt, dass „Gesellschaften mit beschränkter Haftung [...] zu jedem gesetzlich zulässigen Zweck durch eine oder mehrere Personen errichtet werden“ können. Die Haftung bei dieser juristischen Person erstreckt sich unbeschränkt auf das gesamte Gesellschaftsvermögen. Die Gesellschafter haften dagegen grundsätzlich nicht mit ihrem Privatvermögen, sondern nur mit ihrer Einlage. Dadurch ergibt sich, dass auch ein GmbH-Anteil zur reinen Kapitalanlage ohne unternehmerische Mitarbeit geeignet ist. Letzteres muss jedoch nicht zwingend ausgeschlossen sein. Die wichtigsten Merkmale, die bei einer Beteiligung an einer GmbH zu beachten sind, ergeben sich aus den folgenden Ausführungen.

- Die Gründung einer GmbH ist komplexer als die Gründung einer Personalgesellschaft. Die GmbH entsteht als eigene Rechtspersönlichkeit erst mit dem Eintrag in das Handelsregister. Bis zur Eintragung durchläuft sie zwei Stadien. Das erste Stadium wird auch als Vorgründungsgesellschaft bezeichnet. Diese entsteht bereits mit dem Entschluss der zukünftigen GmbH-Gesellschafter, eine GmbH zu gründen. Die Vorgründungsgesellschaft stellt von ihrer Rechtsform eine GbR dar. Daher haften ihre Mitglieder für die Gesellschaftsverbindlichkeiten persönlich und unbeschränkt. Mit dem Abschluss des Gesellschaftsvertrags entsteht dann die sogenannte Vorgesellschaft. Sie unterliegt den Regelungen der OHG. Hierbei ist zu beachten, dass die Geschäftsführer persönlich haften, wenn sie im Namen der zukünftigen Gesellschaft handeln. Um eine GmbH gründen zu können, muss ein notarieller Gesellschaftsvertrag geschlossen werden. Dieser muss folgende Mindestangaben enthalten: Firma und Sitz der Gesellschaft, den Unternehmensgegenstand, den Betrag des Stammkapitals sowie die Stammeinlage

²⁵ Vgl. Schwab 2010, S. 48 (ergänzend zu stille Gesellschaft).

jedes Gesellschafters. Weitere Angaben unterliegen der Vertragsfreiheit, sodass die Gesellschafter freie Hand in der weiteren Gestaltung des Gesellschaftsvertrags haben. Eine GmbH kann auch von einer einzigen Person gegründet werden. Anstelle des Gesellschaftsvertrags muss hier eine Erklärung des Gründers, eine GmbH gründen zu wollen, vorliegen.

- Die GmbH ist eine juristische Person und benötigt deshalb zur Durchführung ihrer Geschäfte verschiedene Organe wie Geschäftsführer, Gesellschafterversammlung, eventuell auch Beirat, Verwaltungsrat und Aufsichtsrat. Die Vertretung der GmbH liegt in den Händen eines oder auch mehrerer Geschäftsführer. Geschäftsführer kann jede natürliche und geschäftsfähige Person sein. Dabei muss es sich nicht um einen Gesellschafter handeln. Der Geschäftsführer wird entweder im Gesellschaftsvertrag oder durch Beschluss der Gesellschafter bestellt. Die Stellung eines Geschäftsführers, der kein Gesellschafter ist, ist aufgrund der jederzeit möglichen Kündigung von geringer Bedeutung. Ist der Geschäftsführer aber gleichzeitig Gesellschafter der GmbH, so stärkt sich seine Position, da ihm im Falle einer Kündigung immer noch sein Mitbestimmungsrecht zusteht. Die Geschäftsführer haben die GmbH nach außen hin sowohl gerichtlich als auch außergerichtlich zu vertreten. Eine Beschränkung der Vertretungsmacht kann nur im Innenverhältnis wirksam werden. Die Gesellschafterversammlung setzt sich aus der Gesamtheit der Gesellschafter der GmbH zusammen. Sie steht als beschließendes Organ in der Hierarchie über den Geschäftsführern. Ihr Zuständigkeitsbereich umfasst insbesondere die Abänderungen des Gesellschaftsvertrags sowie die Auflösung der Gesellschaft. Die Gesellschafterversammlung muss ordnungsgemäß einberufen werden. Entscheidungen können grundsätzlich nur mit der Mehrheit der abgegebenen Stimmen getroffen werden. Der Aufsichtsrat hat die Aufgabe, die Geschäftsführung zu kontrollieren und zu überwachen. Die weiteren Aufgaben werden entweder im Gesellschaftsvertrag fixiert oder sie werden nach den Vorschriften des Aktiengesetzes bestimmt. Nicht jede GmbH hat einen Aufsichtsrat, da dieser gesetzlich nur unter bestimmten Bedingungen verlangt wird.
- Das Stammkapital stellt das Grundvermögen der GmbH dar. Es setzt sich aus der Summe der Stammeinlagen der einzelnen Gesellschafter zusammen. Diese muss mindestens 25.000 Euro betragen. Es reicht allerdings, wenn bis zur Handelsregistereintragung der GmbH ein Viertel jeder Stammeinlage, insgesamt mindestens aber die Hälfte des Stammkapitals bezahlt wurde. Die Höhe der Stammeinlage der Gesellschafter beträgt mindestens 100 Euro. Alternativ kann auch ein höherer Betrag angesetzt werden. Die Gesellschafter haben keinen Zugriff auf das Stammkapital, welches ausschließlich den Gesellschaftsgläubigern zur Verfügung steht. Diese Tatsache zeigt, dass im Gegensatz zu den Gesellschaftern einer Personengesellschaft die Gesellschafter einer GmbH nicht persönlich haften, sondern dass die GmbH eine eigene Rechtspersönlichkeit ist. Auch die Gewinn- und Verlustbeteiligung richtet sich nach den Stammeinlagen.
- In Bezug auf die Haftung ist zwischen der Haftung der GmbH und der Haftung der Gesellschafter zu unterscheiden. Die GmbH haftet mit ihrem gesamten Vermögen unbeschränkt. Dagegen ist die Haftung der Gesellschafter auf ihren Anteil am Stammkapital beschränkt.

- Bei der GmbH fallen Auflösung und Ende nicht zusammen. Aufgelöst wird die GmbH durch den Eintritt einer Auflösungsursache wie zum Beispiel Ablauf der im Gesellschaftsvertrag bestimmten Zeit, Beschluss der Gesellschafter, gerichtliches Urteil, Eröffnung des Insolvenzverfahrens. Es folgt der Auflösungsprozess (Liquidation). Erst dann kann die Gesellschaft beendet werden. Dies erfolgt mittels der Löschung im Handelsregister.²⁶

Genossenschaft

Während GmbH-Anteile für den normalen Durchschnittsbürger als Kapitalanlage weniger infrage kommen, ist der Erwerb von Genossenschaftsanteilen bei dieser Anlegergruppe verbreiteter. Dies gilt insbesondere für Beteiligungen an Genossenschaftsbanken (Volks- und Raiffeisenbanken).

Eine Genossenschaft ist gemäß § 1 Genossenschaftsgesetz (GenG) eine „Gesellschaft von nicht geschlossener Mitgliederzahl, welche die Förderung des Erwerbs oder der Wirtschaft ihrer Mitglieder mittels gemeinschaftlichen Geschäftsbetriebes bezwecken“. Die Genossenschaft ist eine juristische Person, allerdings keine Kapitalgesellschaft. Sie ist rechtlich im Genossenschaftsgesetz geregelt und ist ein wirtschaftlicher Verein, der in seinem verwaltungsmäßigen Aufbau einer Kapitalgesellschaft ähnelt. Genossenschaften betreiben kein eigenes Handelsgewerbe, sondern möchten als Hilfsgesellschaft die Betriebe ihrer Genossen wirtschaftlich fördern und unterstützen.

- Zur Gründung einer Genossenschaft müssen drei Genossen eine Satzung (Statut) feststellen, die gewissen Anforderungen genügen muss. Die Gründer bestellen Aufsichtsrat und Vorstand, deren Mitglieder ebenfalls Genossen sein müssen.
- Auch die Genossenschaft hat drei Organe. Der Vorstand besteht aus mindestens zwei Mitgliedern, die von der Generalversammlung gewählt werden. Aufgaben des Vorstandes sind die Geschäftsführung und Vertretung der Genossenschaft. Ähnlich wie bei einer AG wird der Aufsichtsrat von der Generalversammlung gewählt. Er ist zur Prüfung von Jahresabschluss und Lagebericht verpflichtet. Des Weiteren schlägt er die Gewinn- bzw. Verlustverteilung vor. Das höchste Willensorgan der Genossenschaft ist die Generalversammlung. Sie beschließt zum Beispiel über Änderungen des Statuts, die Wahl des Vorstands und Aufsichtsrats sowie die Entlastung von Vorstand und Aufsichtsrat. Die Beschlüsse werden mit einfacher Stimmenmehrheit gefasst, sofern das Statut nichts anderes bestimmt. Jeder Genosse hat eine Stimme, die Höhe des Geschäftsguthabens spielt dabei keine Rolle.
- Die weiteren Merkmale der Genossenschaft sind analog den anderen Rechtsformen geregelt. Jeder Genosse hat die Pflicht eine Mindesteinlage auf seinen Geschäftsanteil zu leisten. Er haftet also grundsätzlich mit seinem Geschäftsanteil, es kann allerdings eine Nachschusspflicht bestehen.²⁷

²⁶ Vgl. Hannes et al. 2007, S. 31 (ergänzend zu GmbH).

²⁷ Vgl. Grunewald 2008, S. 419 (ergänzend zu Genossenschaft).

Eignung als Kapitalanlage

Bei einer zusammenfassenden Betrachtung, ob eine Beteiligung an Unternehmen der erörterten Rechtsformen als Kapitalanlage geeignet ist, muss unterschieden werden zwischen Beteiligungsformen, die eine unbeschränkte Haftung der Gesellschafter erfordern, und Gesellschaftsanteilen, welche die Haftung auf einen bestimmten Betrag begrenzen. Eine unbeschränkte Haftung ist bei einer Beteiligung an einer OHG und einer Beteiligung als Komplementär an einer KG gegeben. Hiermit verbunden sind grundsätzlich auch umfangreiche Mitwirkungsrechte bzw. -pflichten innerhalb der Geschäftsführung des jeweiligen Unternehmens, da sich nur dann das Risiko der unbeschränkten Haftung vertreten lässt. Die Funktion der Kapitalhingabe dieser Beteiligungsformen wird damit gegenüber der Funktion der unternehmerischen Betätigung zurückgedrängt, sodass sie zur reinen Kapitalanlage grundsätzlich weniger geeignet sind als Gesellschaftsanteile mit beschränkter Haftung.

Erwerb

Bei nicht börsennotierten Unternehmen ist häufig ein direkter Beteiligungserwerb möglich und üblich. Privatpersonen oder auch Industrie- und Handelsunternehmen treten in diesem Fall ohne Einschaltung von Finanzintermediären am Beteiligungsmarkt auf und erwerben zum Beispiel Kommanditanteile oder Genossenschaftsanteile. Der Anteil der Vermittlung durch Dritte nimmt mit der Größe des die Beteiligung suchenden Unternehmens zu.²⁸

Beim Erwerb von Beteiligungen kommt neben der Direktbeteiligung, die nur für größere Investoren Bedeutung hat, auch der indirekte Erwerb über zwischengeschaltete Unternehmen infrage. Diese sogenannten Private Equity-Gesellschaften entstanden zunächst in den USA und kamen ab ca. 1995 nach Europa. Im Vergleich zur bisher üblichen Praxis vereinbarten diese Gesellschaften häufig besondere Bedingungen in Bezug auf Laufzeit, Beratungskomponente und Gewinnbeteiligung. Die Laufzeit beträgt in der Regel zwischen drei und zehn Jahren. Ergänzend zur Finanzierung umfasst die Beteiligung oft eine Beratungskomponente. Auf eine Gewinnbeteiligung während der Investitionsphase verzichten die Investoren häufig. Die Gewinnrealisierung erfolgt dann erst bei Verkauf der Beteiligung. Da die ergänzende Einflussnahme von Private Equity-Gesellschaften auf die Beteiligungsunternehmen nicht immer positiv gesehen wurde, sind diese Formen von Beteiligungskapital in Verbindung mit dem Stichwort „Heuschreckendebatte“ in die öffentliche Kritik geraten.

2.1.3 Forderungen

Neben den bereits erörterten Aktien und unverbrieften Beteiligungen lassen sich Forderungen unter den Finanzanlagen subsumieren. Forderungen sind das Gegenstück zu einer Verbindlichkeit und damit Bestandteil eines Schuldverhältnisses, zu dem Gläubiger und

²⁸ Vgl. Zantow und Dinauer 2011, S. 117.

Schuldner gehören. Der Gläubiger hat eine Forderung gegenüber dem Schuldner. Wichtige Merkmale von Schuldverhältnissen sind:

- Verzinsung
- Befristung
- Keine Mitwirkungsrechte
- Besicherung

Ebenso wie bei den Beteiligungen lassen sich in Wertpapieren verbrieft Forderungen von unverbrieften Forderungen unterscheiden. Zu der zuerst genannten Gruppe zählen vor allem Anleihen. Anleihen gehören neben Aktien zu den am meisten verbreiteten Geldanlageformen. Neben Anleihen existieren weitere Schuldverhältnisse. Für Kapitalanlagezwecke eignen sich davon insbesondere Geldmarktanlagen, Sparanlagen, Darlehen und Mezzanine, die nach den Anleihen näher zu erörtern sind.

Begriff und Bedeutung von Anleihen

In der national und international dominierenden Grundform ist die Anleihe primär durch die Merkmale Rückzahlungsverpflichtung des aufgenommenen Geldbetrags, Zahlung von Zinsen zu bestimmten Terminen und mittlere bis lange Laufzeit charakterisiert. Synonyme Begriffe sind Schuldverschreibungen, festverzinsliche Wertpapiere, Obligationen und Bonds. Gemäß der Art der Übertragung auf Dritte sind Inhaber-, Order- und Namenschuldverschreibungen zu unterscheiden. Während bei Inhaber- und Orderschuldverschreibungen das Recht an dem Papier gegenüber dem Recht aus dem Papier dominierend ist, ergibt sich bei Namenschuldverschreibungen ein umgekehrter Sachverhalt. Das Recht aus dem Papier dominiert hier gegenüber dem Recht an dem Papier. Bei Inhaber- und Orderschuldverschreibungen steht folglich die Urkunde im Vordergrund und bei Namenschuldverschreibungen die Forderung. Konkret erfolgt bei Inhaberschuldverschreibungen die Übertragung durch Einigung und Übergabe der Urkunde, bei Orderschuldverschreibungen durch Einigung und Übergabe einer indossierten Urkunde und bei Namenschuldverschreibungen durch Zession (Abtretung). Aufgrund dieser Ausgestaltung und aufgrund der Tatsache, dass ein physischer Austausch der Urkunde nicht erfolgen muss, ergibt sich bei Inhaber- und Orderschuldverschreibungen insgesamt eine höhere Verkehrs-fähigkeit im Vergleich zu Namenschuldverschreibungen oder im Vergleich zu Darlehen.

Da die Anleihen der Industrie gegenüber Anleihen von Handelsunternehmen bei Weitem überwiegen, hat sich der Name Industriebond für alle Schuldverschreibungen privater Nichtbank-Unternehmen eingebürgert. Daneben existieren Schuldverschreibungen von Kreditinstituten und der öffentlichen Hand. Die **Abbildung 2.2** zeigt die wichtigsten Merkmale und Varianten von Anleihen, die im Folgenden näher zu behandeln sind.²⁹

²⁹ Vgl. Stiefl 2005, S. 56–58 (ergänzend).

Abbildung 2.2 [Merkmale und Varianten von Anleihen]

Merkmale	Ausgewählte Varianten
<ul style="list-style-type: none"> • Nennbetrag • Rückzahlungsbetrag • Ausgabekurs • Disagio • Agio • Laufzeiten • Zinszahlungen • Besicherung • Tilgung 	<ul style="list-style-type: none"> • Perpetuals • Zinsvariable Anleihen • Null-Kupon-Anleihen • Doppelwährungsanleihen • Zertifikate • Asset Backed Securities

Merkmale von Anleihen

Anleihen haben einen Nennbetrag, der auf der Urkunde aufgedruckt ist. Der Nennbetrag dient einerseits als Bemessungsbasis für den Zinssatz und entspricht grundsätzlich dem Rückzahlungsbetrag. Der Ausgabekurs kann bei pari (100 %), unter sowie über pari liegen. Der Differenzbetrag wird bei dem Ausgabekurs unter pari als Disagio und bei einem Ausgabekurs über pari als Agio bezeichnet. Die durchschnittlichen Laufzeiten von Anleihen liegen zwischen fünf und fünfzehn Jahren. In früheren Jahren wurden auch längerfristige Anleihen bis zu fünfzig Jahren emittiert. Die Zinszahlungen erfolgen grundsätzlich halbjährlich oder jährlich. Für den Anleger ist die halbjährliche Zinszahlung günstiger, da dann die Zinserträge früher wieder verzinslich angelegt werden können und somit die Effektivverzinsung höher liegt. Die Besicherung erfolgt überwiegend durch erstrangige Grundpfandrechte. In Ausnahmefällen dienen auch Bürgschaften der Konzernmutter oder Bürgschaften der öffentlichen Hand als Besicherung. Unternehmen erster Bonität verzichten häufig auf Sicherheitsleistungen und vereinbaren nur die sogenannte „Negativklausel“, die besagt, dass keinem zukünftigen Gläubiger bessere Sicherheiten gewährt werden dürfen, als sie den Obligationären eingeräumt wurden. Die Tilgung erfolgt entweder als Gesamttilgung am Ende der Laufzeit oder jährlich (teilweise nach tilgungsfreien Jahren). Die jährliche Rückzahlung kann in konstanten Tilgungsbeträgen (Raten) oder in Annuitäten (konstanter Betrag aus Zins und Tilgung, wobei im Zeitablauf der Zinsteil abnimmt und die Tilgung zunimmt) erfolgen. Die jeweils zu tilgenden Schuldverschreibungen werden teilweise durch Auslosung ermittelt. Eine spezielle Rückzahlungsmethode besteht in der Bildung eines Tilgungsfonds, aus dem zu geeigneten Zeitpunkten ein freihändiger Rückkauf über die Börse erfolgt. Ein Rückkauf wird immer dann erfolgen, wenn der Börsenkurs unter dem Tilgungskurs liegt. Die emittierende Unternehmung kann sich ferner das Recht

vorbehalten, die Anleihe außerhalb der planmäßigen Tilgung nach einer bestimmten Frist zu kündigen. Dadurch bewahrt sich der Emittent die Möglichkeit einer flexiblen Tilgung, die sich der Entwicklung des Kapitalmarktes (Zinssatzsenkungen) und dem Kapitalbedarf der Unternehmung anpassen kann. Eine Kündigungsmöglichkeit durch Gläubiger ist eher ungewöhnlich.³⁰

Anleihevarianten

Neben der Grundform einer Anleihe existieren verschiedene Varianten.

- So gibt es zum Beispiel Inhaberschuldverschreibungen, die keine Rückzahlung des hingegebenen Kapitalbetrags vorsehen. Für diese Formen wurde die Bezeichnung „Perpetuals“ oder „Ewig laufende Anleihen“ geprägt.
- Auch eine feste Zinszahlung ist keine zwingende Voraussetzung. Zinsvariable Anleihen (Floater, Floating Rate Notes), die in sehr vielen Varianten existieren, werden insbesondere dadurch charakterisiert, dass sich der als Entgelt zu zahlende Zins nach einem veränderlichen Referenzzinssatz richtet.
- Zur Gruppe der Schuldverschreibungen gehören ebenfalls Null-Coupon-Anleihen. Da Null-Coupon-Anleihen (Zero Bonds) keine laufenden Zinszahlungen aufweisen, ihre Zinsen also bis zur Endfälligkeit thesauriert und mit dem ursprünglich eingezahlten Kapitalbetrag an den Anleger zurückgezahlt werden, reagiert ihr Kurs stärker auf Zinsveränderungen am Kapitalmarkt als bei Anleihen mit periodisch zu zahlenden Zinsen.
- Schuldverschreibungen, die für die Kapitalhingabe, die Zinszahlung und die Rückzahlung unterschiedliche Währungen verwenden, bezeichnet man als Doppelwährungs- oder Mehrfachwährungsanleihen.
- Zertifikate stellen eine Sonderform der Schuldverschreibung dar, in die häufig Finanzwetten integriert sind, sodass entsprechend höhere Risiken vorhanden sind.
- Forderungsbesicherte Schuldverschreibungen (Asset Backed Securities) sind Wertpapiere, die durch ein Portfolio von Forderungen gesichert werden. Dazu werden Forderungen und andere Vermögensgegenstände auf eine zu diesem Zweck gegründete Gesellschaft übertragen. Das Instrument ist mit dem Factoring verwandt. Den Wertpapieren, die zur Finanzierung ausgegeben werden, dient als Sicherheit nur der Forderungsbestand. Folglich hängt das Ausfallrisiko insbesondere von der Bonität der Forderungen ab.³¹

Geldmarktanlagen

Besteht ein eher kurzfristiger Anlagebedarf, werden insbesondere von Kreditinstituten vielfältige Anlagealternativen angeboten. Geldmarktanlagen, für die teilweise relativ hohe Mindestanlagesummen erforderlich sind, können insbesondere in Zeiten steigender Zinsen

³⁰ Vgl. Gantenbein und Spremann 2007, S. 18–19 (ergänzend).

³¹ Vgl. Strauß 2009, S. 4–6 (ergänzend).

und bei einer inversen Zinsstruktur aus Renditegesichtspunkten interessant sein. Außerdem ist das Zinsänderungsrisiko, das sich bei langfristigen Forderungspapieren in Phasen von Zinssteigerungen in sinkenden Verkaufserlösen ausdrückt, bei Geldmarktanlagen aufgrund ihrer kurzen Laufzeit relativ gering. Geldmarktanlagen können verbrieft oder unverbrieft sein.

Zu den verbrieften Geldmarktinstrumenten gehören Wertpapiere und Schuldscheindarlehen, die eine kurze Laufzeit (bis ca. 1 Jahr) haben oder deren Verzinsung regelmäßig marktgerecht angepasst wird. Geldmarktinstrumente sind demnach insbesondere Einlagenzertifikate von Kreditinstituten (Certificates of Deposit) und Commercial Papers.

Neben (verbrieften) privaten und öffentlichen Geldmarktinstrumenten umfasst der Geldmarkt auch Guthaben bzw. Verbindlichkeiten in Gestalt von Festgeld oder Kündigungsgeld. Während Festgeld für einen bestimmten Zeitraum (1 Tag, 1 Monat, 3 Monate) angelegt wird, ist die Anlagedauer bei Kündigungsgeldern unbestimmt. Stattdessen wird eine Kündigungsfrist vereinbart. Eine Verbriefung wird nicht vorgenommen. Es erfolgt nur eine Erfassung auf Konten, wobei jedoch grundsätzlich die gleichen Gestaltungsmöglichkeiten wie bei verbrieften Forderungstiteln zur Verfügung stehen.³²

Sparanlagen

Eine weitere Möglichkeit der Geldanlage, die insbesondere Privatkunden mit geringem Anlagevolumen präferieren, sind Sparanlagen. Der Begriff „Spareinlage“, der Guthaben auf Sparkonten bezeichnet, ist seit 1993 nicht mehr gesetzlich geschützt. Konkretere Merkmale enthält jedoch die Kreditinstituts-Rechnungslegungsverordnung in § 21 Absatz 4. Danach sind Spareinlagen unbefristete Gelder mit folgenden Voraussetzungen: Ausfertigung einer Urkunde (Sparbuch), keine Verwendung für den Zahlungsverkehr, keine Unternehmen als Gläubiger, Kündigungsfrist von mindestens 3 Monaten. Mitte der sechziger Jahre des 20. Jahrhunderts haben Banken begonnen, ihren Kunden Sparbriefe anzubieten. Dahinter stand die Befürchtung, Einlagen für das Bankensystem zu verlieren. Sparbriefe, die teilweise auch unter anderen Namen am Markt existieren (zum Beispiel Sparkassenobligation), werden von Banken direkt an die Kunden ausgegeben. Die Anlagedauer beträgt häufig 1-10 Jahre. Im Gegensatz zu Einlagen auf Sparbüchern sind die Zinsen für die gesamte Laufzeit festgelegt. Neben einer laufenden Zinszahlung ist auch eine kumulierte Zinszahlung am Ende der Laufzeit denkbar. Da kein Börsenhandel stattfindet, nehmen einige Anbieter ihre Sparbriefe zu einem an den Kapitalmarktverhältnissen angepassten Kurs zurück oder sind bereit, die Sparbriefe zu beleihen. Im Vergleich zu börsengehandelten Wertpapieren existieren normalerweise keine Transaktionskosten.³³

Neben der Einmalanlage bieten Sparpläne dem Anleger die Möglichkeit, sein Sparziel durch regelmäßige Einzahlungen zu erreichen.

³² Vgl. Gantenbein und Spremann 2007, S. 25–26 (ergänzend zu Geldmarktanlagen).

³³ Vgl. Bitz und Stark 2008, S. 307–311.

Darlehen

Vergleicht man die bisher erörtertenforderungsrechtlichen Finanzinstrumente mit den in der Realität existierenden Formen, lässt sich feststellen, dass insbesondere die unverbrieften Kredite, die Universalbanken an Privatpersonen und Unternehmen gewähren, noch nicht berücksichtigt wurden. Gemeinsames Merkmal dieser aus Sicht des Kapitalgebers bestehenden Anlageform ist eine umfangreiche Kreditwürdigkeitsprüfung der einzelnen Kapitalnehmer, die vor der Kapitalhingabe grundsätzlich erfolgen muss. Die kaufmännische Tätigkeit ist hier also im Vergleich zur reinen Kapitalanlage ergänzend zu berücksichtigen.

Ein Darlehen beschreibt einen mittel- bis langfristigen Kredit. Es dient zur Finanzierung von Investitionen (zum Beispiel Maschinen, Immobilien). Die Rückzahlung ist in einer Summe oder in Raten bzw. Annuitäten möglich. Die Kosten sind insbesondere von Nominalzins, Bearbeitungsgebühr und Disagio abhängig. Der daraus zu berechnende Effektivzins orientiert sich am sogenannten Kapitalmarktzins. Eine Sonderform stellt der Roll-over-Kredit dar, bei dem zwar das Kapital langfristig zur Verfügung gestellt wird, der Zins sich jedoch am kurzfristigen Geldmarktzins orientiert.

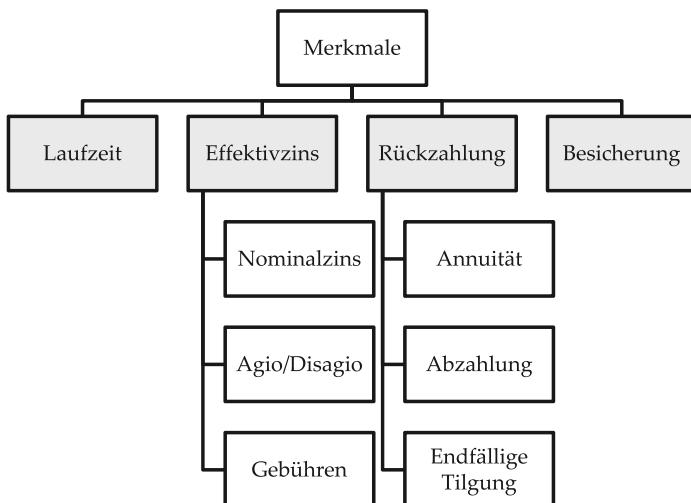
Bei einem Schultscheindarlehen handelt es sich um eine nicht typisierte Kreditgewährung gegen Ausstellung eines Schultscheins. Es liegt somit zwar eine Verbriefung, jedoch nicht in Wertpapieren, vor. Der Schultschein ist nur Beweismittel, das in der Praxis häufig durch den Darlehensvertrag ersetzt wird. Infolge der dadurch weniger flexibel gestaltbaren Übertragungsbedingungen ist die Handelbarkeit der Schultscheindarlehen beschränkt. Als Geldanlagemöglichkeit sind Schultscheindarlehen insbesondere bei Versicherungsunternehmen von Bedeutung.

Unter einem auch als Wertpapierleihe bezeichneten Wertpapier-Darlehen versteht man die Überlassung von Wertpapieren gegen ein Entgelt, bei der der Entleiher verpflichtet ist, nach Beendigung der Leih Wertpapiere gleicher Art, Güte und Menge zurück zu übereignen. Letzteres bedeutet, dass im Falle von festverzinslichen Wertpapieren Emittent, Emissionsdatum, Laufzeit, Nennbetrag und Verzinsung, im Falle von Aktien Emittent, Gattung und Nennbetrag übereinstimmen müssen. Der wesentliche Unterschied zu einem Gelddarlehen besteht also nur in der Tatsache, dass anstelle des Überlassens von Geldbeträgen eine Übertragung von Wertpapieren erfolgt. Hauptmotiv, ein Wertpapier-Darlehen bereitzustellen, ist die Steigerung der Erträge durch das erworbene Entgelt. Ähnlich ausgestaltet wie ein Wertpapier-Darlehen ist ein Wertpapier-Pensionsgeschäft.

Wesentliche Merkmale bei einem Darlehen bzw. Schultscheindarlehen sind, wie aus der **Abbildung 2.3** ersichtlich, die Laufzeit, der Effektivzins, die Rückzahlung (Tilgung) und die Sicherung. Der Effektivzins wird neben dem Nominalzins durch Agio, Disagio und Gebühren beeinflusst. Die Rückzahlung kann als Annuität, Abzahlung oder endfällige Tilgung erfolgen. Bezüglich der Begriffe wird auf die Ausführungen im Kapitel Schuldverschreibungen verwiesen.³⁴

³⁴ Vgl. Rautenberg 1997, S. 43–46 (ergänzend zu Darlehen).

Abbildung 2.3 [Merkmale von Darlehen]



Mezzanine

Da sich die nachfolgend erörterten Finanzinstrumente nicht eindeutig den Beteiligungen oder Schuldverhältnissen zuordnen ließen, werden sie häufig zu einer eigenen Gruppe zusammengefasst, die systematisch zwischen den beiden Hauptgruppen steht.

Wandel- und Optionsanleihen können als Mischform interpretiert werden, da mit den beiden Instrumenten zum Zeitpunkt der Konditionenvereinbarung eine Kombination aus beteiligungstypischen undforderungstypischen Merkmalen verbunden ist. Während bei der Wandelanleihe der Kapitalnehmer zu einem späteren Zeitpunkt bzw. in einem späteren Zeitraum entscheiden muss, ob er die ursprünglich bestehende Forderung (Schuldverschreibung) in eine Beteiligung (in der Regel Aktie) umtauscht, muss er bei der Optionsanleihe darüber befinden, ob ausschließlich das Forderungsrecht weiter bestehen soll oder ob er zusätzlich ein getrenntes Beteiligungsrecht erwerben will. Bei der Wandelanleihe geht das Forderungsrecht demnach unter. Es bleibt nur noch ein Beteiligungsrecht bestehen. Dagegen hält der Kapitalnehmer bei der Optionsanleihe nach Ausübung der Option sowohl ein Forderungs- als auch ein Beteiligungsrecht.

Das Genussrecht taucht heute fast durchgängig als Genussschein und somit als Wertpapier auf. Aufgrund einer fehlenden gesetzlichen Definition sind die Ausgestaltungsmöglichkeiten von Genussscheinen (-rechten) umfangreich. Ihre Variationsbreite reicht von aktienähnlich ausgestatteten Instrumenten bis hin zu Produkten, die überwiegend Merkmale von Schuldverschreibungen aufweisen. Gewinnschuldverschreibungen werden je nach Sichtweise teilweise als Unterfall von Genussrechten betrachtet, teilweise grenzt man sie von

Genussrechten ab. Eine Verwandtschaft besteht auch zur Vorzugsaktie. Während die Vorzugsaktie jedoch Mitglieds- und Vermögensrechte verbrieft, beinhalten Genussrechte lediglich Vermögensrechte.³⁵

Erwerb

Die Erwerbsmöglichkeiten von Forderungen hängen insbesondere davon ab, ob es sich um in Wertpapieren verbrieft Forderungen oder unverbrieft Forderungen handelt. Für in Wertpapieren verbrieft Forderungen bestehen spezielle Handelssegmente an Börsen, so dass eine schnelle und gut organisierte Kauf- und Verkaufsmöglichkeit gegeben ist. Unverbrieft Forderungen können dagegen häufig nur vom Emittenten erworben werden und sind während der Vertragslaufzeit nur schwer veräußerbar.

Neben dem direkten Erwerb von Forderungen ist ebenso wie bei Beteiligungen ein indirekter Erwerb möglich, in dem zum Beispiel der Erwerb über Fonds erfolgt.

2.1.4 Bausteine von Finanzanlagen

Bisher wurden die Finanzanlagen ganzheitlich dargestellt. Im Folgenden werden die einzelnen Bausteine von Finanzanlagen erörtert, das heißt, ihre Komponenten werden beschrieben. Durch Kombination dieser Bausteine lassen sich die zuvor dargestellten Finanzanlagen bilden. Die Bausteine von Sachanlagen, wie zum Beispiel die Gebäudeart bei Immobilien, hängen stärker von dem jeweiligen Objekt ab, sodass eine analoge Betrachtung weniger sinnvoll erscheint.

Kapitalgeber und Kapitalnehmer

Bei jedem Finanzinstrument treffen ein Kapitalgeber und ein Kapitalnehmer aufeinander und vereinbaren Konditionen. Der Kapitalgeber gewährt dem Kapitalnehmer Geld bzw. ein anderes Kapitalgut für eine begrenzte oder unbegrenzte Zeit und tätigt somit eine Anlage. Umgekehrt nimmt der Kapitalnehmer Geld bzw. ein in dieses umwandelbares Surrogat an und schafft dem Kapitalgeber eine Anlagentmöglichkeit.

Für die hier verfolgten Zwecke ist folgende Untergliederung von Kapitalgebern und Kapitalnehmern sinnvoll: volkswirtschaftliche Stellung, geografischer Bereich und sonstige Merkmale.

- Nach der volkswirtschaftlichen Stellung lassen sich die Bereiche öffentliche Haushalte, Unternehmen und private Haushalte unterscheiden. Zu den öffentlichen Haushalten zählen insbesondere der Bund, die Sondervermögen des Bundes, die Bundesländer, Kommunalverbände und Gemeinden sowie vergleichbare ausländische Institutionen. Den Bereich der Unternehmen kann man weiter nach einzelnen Wirtschaftsbereichen systematisieren.

³⁵ Vgl. Werner 2008, S. 186–187 (ergänzend zu Mezzanine).

- Nach dem geografischen Bereich kann man primär zwischen In- und Ausland unterscheiden. Der Sektor Ausland lässt sich weiter nach Ländern bzw. Ländergruppen untergliedern. Der zu diesem Sektor gehörende supranationale Bereich umfasst diejenigen Kapitalgeber und Kapitalnehmer, die nicht einem Staat zugeordnet werden können. Hierzu zählen zum Beispiel Organisationen wie die Weltbank oder die Europäische Investitionsbank.
- Bei den sonstigen Merkmalen kann zum Beispiel die Größenklasse oder die Bonität des Kapitalnehmers von Bedeutung sein.³⁶

Das Kapitel „Marktteilnehmer“ geht näher auf Kapitalgeber und Kapitalnehmer ein. An dieser Stelle soll nur verdeutlicht werden, dass aus Sicht des Anlegers (Kapitalgeber) der Kapitalnehmer Bestandteil des Anlageinstrumentes ist.

Vertragsrahmen

Bei den Konditionenvereinbarungen müssen der Kapitalgeber und der Kapitalnehmer einen Vertragsrahmen festlegen. Dieser bestimmt zunächst den Zeitpunkt der Konditionenvereinbarung. Liegt dieser in zeitlicher Nähe zur Kapitalbereitstellung, handelt es sich um ein sogenanntes Kassageschäft. Bei Termingeschäften werden die Konditionen dagegen in entsprechendem zeitlichem Abstand bereits vor der Kapitalbereitstellung festgelegt. Die Konditionenfestlegung muss jedoch – je nach Bindung der Konditionenvereinbarung – nicht für den gesamten Kapitalbereitstellungszeitraum eindeutig sein. Ebenso wie der Zeitpunkt und die Bindung der Konditionenvereinbarung kann sich das Merkmal Verbriefung der Konditionenvereinbarung grundsätzlich auf alle nachfolgend beschriebenen speziellen Konditionenvereinbarungen beziehen. Hier ist von Bedeutung, ob eine Verbriefung in Wertpapieren vorliegt oder nicht. Der Wertpapierbegriff ist vieldeutig und umstritten. Zu unterscheiden ist insbesondere der Wertpapierbegriff im Wirtschaftsverkehr, der vielfach nur die massenweise emittierten, börsengängigen Wertpapiere des Kapitalmarkts als Wertpapiere ansieht von unterschiedlichen rechtlichen Wertpapierbegriffen.^{37 38}

Kapitalgüter

Als erste spezielle Konditionengruppe ist die Art der Kapitalgüter darzustellen. Hier lassen sich monetäre (Geld) und nicht-monetäre Güter unterscheiden. Beide Formen können Grundlage der Kapitaltransaktionen, also der Kapitalhingabe, der Kapitalrückgabe und der Kapitalentgeltung, sein.

- Monetäre Güter können in inländischer oder in einer ausländischen Währung vorliegen. Die Kapitalhingabe, die Kapitalrückgabe und die Kapitalentgeltung müssen auch nicht notwendigerweise in der gleichen Währung erfolgen. So ist zum Beispiel eine Mehrfachwährungsanleihe dadurch charakterisiert, dass der Kapitalhingabe, der Kapitalrückgabe und der Kapitalentgeltung unterschiedliche Währungen zugrunde liegen.

³⁶ Vgl. Jacob 1996, S. 48–49.

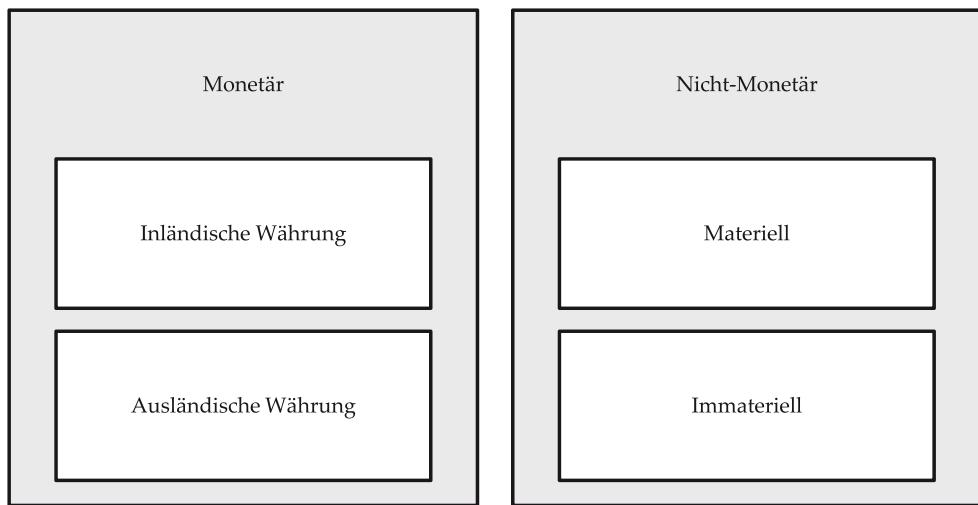
³⁷ Vgl. Jacob 1996, S. 49.

³⁸ Vgl. Gursky 2007, S. 1-2 (ergänzend zum Wertpapierbegriff).

- Die nicht-monetären Güter lassen sich weiter in materielle und immaterielle Güter unterteilen. Zu Letzteren zählen insbesondere Rechte und Indizes. Bei der Wertpapierleihe und bei Wertpapierpensionsgeschäften werden Wertpapiere statt Geld überlassen und zurückgegeben.

Bei einer Überprüfung der Eignung potenzieller Kapitalgüter lässt sich der Schluss ziehen, dass grundsätzlich solche Formen geeignet sind, bei denen sowohl die Kapitalhingabe, die Kapitalrückgabe als auch die Kapitalentgeltung in monetären Gütern erfolgt bzw. die Kapitalgüter leicht in diese umwandelbar sind. So erscheint es zum Beispiel bezüglich der Kapitalentgeltung ab entsprechenden Größenordnungen nicht sinnvoll, eine Entlohnung für die Kapitalhingabe in Form von Naturalien (zum Beispiel Weizen) vorzunehmen, da eine Aufbewahrung und Weitergabe an die Anleger bzw. eine Umwandlung in Geld durch Verkauf organisatorisch schwierig durchzuführen wäre. Die **Abbildung 2.4** fasst die vorangegangenen Überlegungen zusammen.³⁹ ⁴⁰

Abbildung 2.4 [Systematisierung von Kapitalgütern]



Bemessung von Zahlungen

Im Rahmen der Konditionengruppe Höhe der Zahlungen (Bemessung) muss, wie aus der **Abbildung 2.5** ersichtlich, zwischen der Bemessung der Kapitalhingabe und Kapitalrückgabe sowie der Bemessung der Kapitalentgeltung unterschieden werden. Die Varianten bei der Bemessung der Kapitalhingabe und Kapitalrückgabe sind relativ gering. Hier wird die

³⁹ Vgl. Jacob 1996, S. 49–50 (zu Kapitalgüter).

⁴⁰ Vgl. Funk und Rossmanith 2008, S. 155 (ergänzend zu Kapitalgüter).

Höhe der Kapitalbeträge festgelegt, die transferiert werden. Diese können absolut bestimmt sein oder sich an einem Referenzwert (zum Beispiel Index) orientieren.

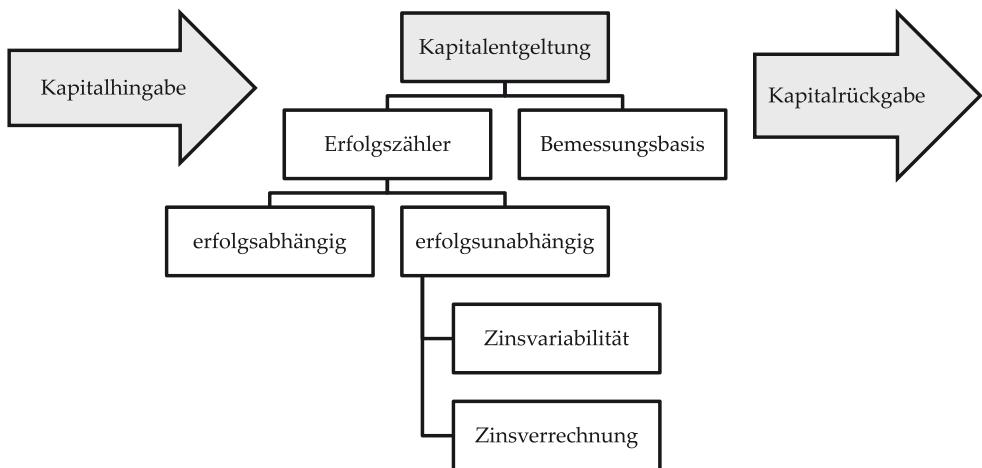
Die möglichen Vereinbarungen zur Bemessung der Kapitalentgeltung sind dagegen umfangreicher. Grundsätzlich zahlt nur der Kapitalnehmer an den Kapitalgeber ein Entgelt für die Überlassung des Kapitals. Daneben kann jedoch auch der Kapitalgeber ein Entgelt an den Kapitalnehmer zahlen, wenn Letzterer in Verbindung mit der Kapitalinanspruchnahme für ihn eine sonstige Leistung erbringt. Ein solcher Sachverhalt besteht auch bei Investmentfonds, bei denen einerseits die Anteilinhaber ein Entgelt für ihre Kapitalhingabe erhalten, andererseits aber auch ein Entgelt für die Verwaltung ihres Vermögens zahlen. Bei der vertraglichen Ausgestaltung der beiden Entgeltbeziehungen lassen sich häufig ein sogenannter Erfolgszähler und eine Bemessungsbasis unterscheiden. Hierbei wird der Erfolgszähler in Relation zur Bemessungsbasis gesetzt.

Der Erfolgszähler hängt von der Art der Erfolgsabhängigkeit der Entgeltung ab. Danach lässt sich die erfolgsabhängige von der erfolgsunabhängigen Entgeltung unterscheiden. Bei der erfolgsabhängigen Form wird bei der Kapitalentgeltung häufig eine Beteiligung am Erfolg der Handelsbilanz vorliegen. Die Dividende bei Aktien ist ein Beispiel für eine solche Entgeltungsform. Denkbar sind aber auch Beteiligungen an anderen Erfolgsmaßstäben wie zum Beispiel dem Steuerbilanzerfolg. Die erfolgsabhängige Entgeltung von im Zusammenhang mit der Kapitalvergabe erbrachten Leistungen des Kapitalnehmers wird sich in der Regel an einem diese Leistung wiedergebenden Indikator orientieren. Unabhängig von der Entgeltbeziehung wird die erfolgsabhängige Entgeltung grundsätzlich nur gewährt, wenn in der Periode, die der Erfolgsbemessung zugrunde liegt, der Erfolg positiv ist. Eine erfolgsunabhängige Entgeltung bezeichnet man generell auch als Zins und systematisiert sie weiter nach den Kriterien Zinsvariabilität und Zinsverrechnung. Nach der Zinsvariabilität lässt sich der feste Zins von dem variablen Zins unterscheiden. Ein fester Zinssatz gilt im Regelfall während der gesamten Laufzeit. Dem gegenüber passt sich ein variabler Zinssatz laufend den Marktbedingungen an, die sich aus Referenzzinssätzen ergeben. Die Zinsverrechnung kann überjährlich, jährlich oder unterjährlich und bei jeder dieser Varianten dann vor- oder nachschüssig erfolgen. Standard ist eine jährlich nachschüssige Zinsverrechnung. Hierbei werden die Zinsen auf Basis des zu Beginn des Jahres angelegten Kapitelbetrages berechnet und am Ende des Jahres ausgezahlt oder dem Kapital hinzugefügt. Wäre die Zinsverrechnung stattdessen monatlich (unterjährig) und nachschüssig, würde jeweils am Monatsende eine Zinsgutschrift erfolgen. Im Falle von vorschüssigen Zahlungen bekäme der Anleger in den zuvor erläuterten Fällen die Zinsen schon zum jeweiligen Periodenanfang.

Als Bemessungsbasis für einen erfolgsabhängigen und erfolgsunabhängigen Zähler der Kapitalentgeltung wird häufig das zur Verfügung gestellte Kapital dienen. Die Bemessungsbasis wäre somit identisch mit dem hingegebenen Kapitalbetrag. Denkbar sind aber auch Maßstäbe, die sich an anderen Größen, zum Beispiel an einem Index, orientieren.⁴¹

⁴¹ Vgl. Jacob 1996, S. 50-52 (zu Bemessung von Zahlungen).

Abbildung 2.5 [Systematisierung von Zahlungsströmen]



Realisation von Zahlungen

Die Konditionengruppe „Realisation“ umfasst Vereinbarungen, die eng im Zusammenhang mit der Konditionengruppe „Bemessung“ stehen. Zunächst ist in Bezug auf die Kapitalhingabe, die Kapitalrückgabe und die Kapitalentgeltung zu vereinbaren, ob Gesamt- oder Teilbeträge transferiert werden. Letztere können regelmäßig mit gleichbleibenden, abnehmenden oder steigenden Beträgen sowie unregelmäßig geleistet werden.

Außerdem ist der genaue Zeitpunkt des Transfers zu bestimmen. Durch Berechnung des Zeitraums zwischen Kapitalhingabe und Kapitalrückgabe ergibt sich die Laufzeit (Dauer der Kapitalbereitstellung). Nach der Dauer der Kapitalbereitstellung kann man die begrenzte sowie die unbegrenzte Kapitalbereitstellung unterscheiden. Differenzierungen in kurzfristiges, mittelfristiges und langfristiges Kapital lassen sich bei der zuerst genannten Form bilden. Ebenso wäre eine Gruppeneinteilung mit konkreten Laufzeiten denkbar.

Die Realisation der Kapitaltransaktionen kann fiktiv oder tatsächlich erfolgen, wozu das der Bemessung zugrundeliegende Kapitalgut oder ein anderes Kapitalgut verwendet wird.⁴²

⁴² Vgl. Jacob 1996, S. 52 (zu Realisation von Zahlungen).

Übertragung

Bezüglich der Konditionengruppe „Übertragung“ lassen sich die Ausgabe, die Rücknahme und Sekundärübertragungen unterscheiden. Bei allen 3 Bereichen sind insbesondere die Organisation des Handels und der Übertragungsort von Bedeutung.

Je nachdem, in welchem Maße feste Handelstechniken vorgegeben und für alle Marktteilnehmer transparent und verbindlich sind (Organisationsgrad), differenziert man zwischen organisierten und nicht organisierten (= freien) Finanzmärkten. Organisierte Märkte können neben den amtlichen Märkten an den Börsen entstandene Zweitmärkte und außerbörsliche Märkte sein. Auf den nicht organisierten Märkten sind die Beziehungen zwischen Anbietern und Nachfragern für gewöhnlich weniger an formelle Voraussetzungen gebunden. Dadurch können die Vertragsbedingungen flexibler an den individuellen Erfordernissen der Partner ausgerichtet werden.

Nach dem Übertragungsort lassen sich vor allem Finanzmärkte im In- und Ausland unterscheiden. Wegen ihrer besonderen Bedeutung sind die EU-Länder gegenüber sonstigen ausländischen Staaten (Drittländer) hervorzuheben. Finanzinstrumente können gleichzeitig an mehreren Orten gehandelt werden.^{43 44}

Weitere Vereinbarungen

Neben den bereits erörterten Bausteinen von Finanzanlagen sind insbesondere noch folgende Vereinbarungsmöglichkeiten in der Praxis von Relevanz:

- Eine unter Umständen vorhandene Verwendungsbestimmung kann sich zum Beispiel auf ethische und ökologische Zwecke beziehen. Neben einer positiven Abgrenzung des Verwendungszwecks ist auch eine negative Abgrenzung möglich. Die nicht gewünschten Verwendungszwecke müssen dann vereinbart werden. Eng verwandt, aber zu unterscheiden von Verwendungsbestimmungen für das hingegebene Kapital sind Verfügbungsbestimmungen über das Eigentum am Kapital bzw. an der daraus fließenden Entgeltung.
- Vereinbarungen zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer sind auch bezüglich der Sicherung der Kapitalüberlassung denkbar. Sicherheiten können zum Beispiel in Bezug auf den Gegenstand und die Form der Sicherung eingeteilt werden. Gegenstand einer Sicherung kann das Kapital, der Erfolg oder ein sonstiger Konditionenbestandteil sein. Nach der Form der Sicherung unterscheidet man zwischen schuldrechtlicher und sachenrechtlicher Sicherung.
- Ergänzend können Bestimmungen über Haftung (zum Beispiel keine Gläubigerhaftung bei Fremdfinanzierung), Liquidationserfolgsbeteiligung und Mitwirkung Gegenstand einer Konditionenvereinbarung für ein Anlageinstrument sein.⁴⁵

⁴³ Vgl. Jacob 1996, S. 53-54 (zu Übertragung).

⁴⁴ Vgl. Hagemann 2005, S. 68 (ergänzend zu Übertragung).

⁴⁵ Vgl. Jacob 1996, S. 54-55.

Fazit

Da die Varianten der zuvor erläuterten Bausteine ständig zunehmen, steigt auch die Produktkomplexität. Eine weitere diesbezügliche Erweiterung sollte von Verantwortlichen deshalb kritisch analysiert werden. Erfolgt eine Betrachtung des Bausteinsystems unter dem Gesichtspunkt der Produktinnovation, so lassen sich dagegen neue individuelle Produkte kreieren.

Als Ergebnis lässt sich trotzdem feststellen, dass zu viele Produkte existieren und diese für den Anleger zu komplex sind. Diesen Sachverhalt stellen Konsumenten jedoch auch außerhalb der Finanzwelt (zum Beispiel beim Küchenkauf) fest. Eine entsprechende Normung wäre kein Verstoß gegen die soziale Marktwirtschaft und schließt nicht aus, dass in Ergänzung dazu ein individueller Bereich existiert.

2.2 Sachanlagen

Sachanlagen sind im Gegensatz zu Finanzanlagen physisch greifbar. Hiermit verbunden ist die Möglichkeit eines Verlusts oder der Zerstörung. Dafür bieten Sachanlagen im Allgemeinen einen guten Inflationsschutz. Als Kapitalanlage sind insbesondere folgende Arten von Objekten geeignet:

- Immobilien
- Rohstoffe
- Kunst

Darüber hinaus kann fast jeder Gegenstand für Zwecke der Geldanlage genutzt werden. Sachanlagen, wie zum Beispiel Maschinen, können auch betrieblichen Zwecken dienen. Diesbezüglich ist eine Unterscheidung von abnutzbaren und nicht abnutzbaren Sachanlagen sinnvoll. Der Gesamtwert der betrieblichen Sachanlagen ergibt sich aus der Bilanz von Unternehmen. Sie bilden zusammen mit den Finanzanlagen und den immateriellen Vermögensgegenständen das Anlagevermögen. Im Gegensatz zum Umlaufvermögen verbleiben Sachanlagen längerfristig im Unternehmen.

2.2.1 Immobilien

Mit einer Gesamtwohnfläche von ca. 3,5 Mrd. m² und ca. 1,5 Mrd. m² wirtschaftlicher Nutzfläche (Büro-, Einzelhandels- und industrielle Nutzfläche) stellen die Immobilien in Deutschland einen großen Teil des Anlagevermögens dar. Das Investieren in deutsche Immobilien genießt international einen guten Ruf, da sie ein geringes Risiko aufweisen und sich damit sehr gut als Altersvorsorge sowie als Schutz vor Inflation eignen.⁴⁶

⁴⁶ Vgl. Just 2009, S. 2.

Begriff

Der Immobilienbegriff ist rechtlich nicht definiert. Stattdessen findet sich in verschiedenen Rechtsvorschriften der Begriff „Grundstück“, der sowohl unbebaute als auch bebaute Grundstücke umfasst. Physisch betrachtet stellt ein Grundstück einen örtlich zusammenhängenden, abgegrenzten Teil der Erdoberfläche dar. In Deutschland erfassen die Katasterämter Grundstücke in Flurkarten. Die Grundbuchämter führen dagegen die Grundbücher, die insbesondere die Eigentumsverhältnisse, die Größe und mögliche Belastungen aufzeigen.⁴⁷ Immobilien zeichnen sich insbesondere durch folgende Merkmale aus: Standortgebundenheit, Heterogenität und Komplexität, eine lange Lebens-, Planungs- und Erstellungszeitdauer, einen hohen Kapitaleinsatz sowie eine starke Abhängigkeit von Umweltfaktoren (Lage). Die auf Immobilien bezogenen Märkte gliedern sich in eine Vielzahl unterschiedlicher Teilmärkte.⁴⁸

Bedeutung als Kapitalanlage

Immobilien gelten als eine sehr alte bzw. die älteste Form der Kapitalanlage. Schon im antiken Rom wurden speziell für die kommerzielle Verwendung gedachte Miethäuser errichtet. Diese waren teilweise sechs bis zehn Stockwerke hoch und stellten schon damals den verhältnismäßig größten Teil der Wohnfläche für das „einfache Volk“ dar. Infolge dessen bildete sich die Baubranche (Bauunternehmer, Architekten, Bauherren, Eigentümer) bzw. erlebte eine entsprechende Entwicklung. Immobilien können somit auf eine weitreichende Vergangenheit als eine der wichtigsten Anlageformen zurückblicken.⁴⁹

Für die ökonomische Bedeutung der Immobilie als Anlageform ist nicht ausschließlich die Größe des Immobiliensektors ausschlaggebend. Im Rahmen der Globalisierung und der fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte veränderten sich die Immobilienmärkte signifikant. Die Immobilie wandelte sich vom Wohnraum für Privatpersonen bzw. als Inputfaktor für Produktionsprozesse zu einem leistungsfähigen Kapitalmarktobjekt, welches global handelbar ist. Dieser Wandel vollzog sich zunächst in den angelsächsischen Ländern, da dort bereits sehr früh eine innovationsfreudige Kapitalmarktkultur herrschte.⁵⁰

Als Folge veränderte sich das Verhalten von Investoren. Wohnfläche sowie wirtschaftlicher Nutzraum wird nicht mehr vorrangig als Immobilienbesitz gewertet, sondern als aktives Investment im Rahmen des Asset Managements. Dieses zeichnet sich dadurch aus, dass stets versucht wird, die bestmögliche Strategie zu finden und zu verfolgen, mit der sich die Immobilie optimal weiterentwickeln kann. Die Umsetzung einer solchen Strategie geht jedoch in der Regel über die reine Verwaltung der Immobilie hinaus. Dies führt beispielsweise dazu, dass Unternehmensbesitz in den Kapitalmarkt einfließen kann, um Liquiditätsengpässe zu vermeiden oder Bilanzen zu bereinigen.⁵¹

⁴⁷ Vgl. Kampe 2006, S. 17.

⁴⁸ Vgl. Kampe 2006, S. 43–44.

⁴⁹ Vgl. Zajonz 2010, S. 24.

⁵⁰ Vgl. Zajonz 2010, S. 13.

⁵¹ Vgl. Zajonz 2010, S. 15–16.

Lage

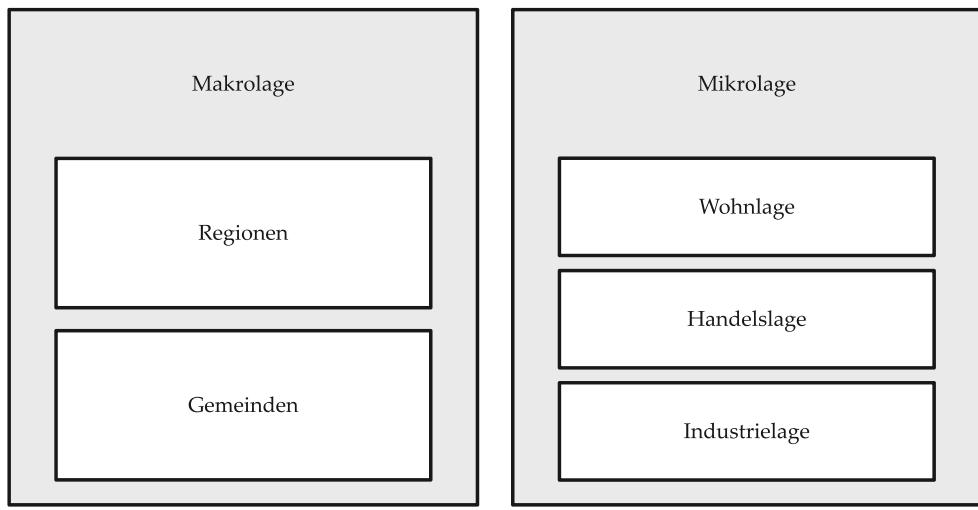
Die Lage einer Immobilie ist für ihren Wert von wesentlicher Bedeutung. Objektive Kriterien einer Lage sind zum Beispiel:

- Bebauungsdichte
- Baurecht
- Verkehrsanbindung
- Nutzungsarten in der Nachbarschaft
- Umwelteinflüsse (Lärm, Geruch)

Ergänzend können subjektive Kriterien den Wert einer Lage beeinflussen. Beispielhaft zu nennen sind der Erlebniswert (einkaufen, kulturelle Möglichkeiten), das soziale und ethnische Umfeld sowie die Schönheit des natürlichen Umfelds.

Immobilienexperten differenzieren des Weiteren, wie aus der **Abbildung 2.6** ersichtlich, zwischen der Makrolage (Region, Gemeinde) und der Mikrolage (Lage innerhalb der Gemeinde). Makrolagen lassen sich nach geografischen bzw. wirtschaftsgeografischen Aspekten differenzieren. Hilfreich für eine Bewertung sind auch die von Forschungsinstituten zur Verfügung gestellten Berichte über das zukünftige Potenzial von Regionen oder Indizes wie der E-REGI (European Regional Economic Growth Index).

Abbildung 2.6 [Makro- und Mikrolage von Immobilien]



Entwicklungszustände

Neben der Lage ist auch der Entwicklungszustand einer Immobilie entscheidend für deren Wert. Nach dem Entwicklungszustand erfolgt eine Differenzierung von Immobilien in bebautes und unbebautes Land. Letzteres kann weiter in Ödland, Agrarland, begünstigtes Agrarland, Bauerwartungsland, Rohbau land und baureifes Land differenziert werden. Im Immobilienbereich gewinnt der Erwerb von landwirtschaftlicher Nutzfläche wieder an Bedeutung, da für den Nahrungsmittelbedarf der global wachsenden Bevölkerung Vorsorge zu treffen ist.⁵²

Nutzung

Die Nutzungsart von Immobilien besitzt ebenfalls einen bedeutenden Einfluss auf deren Wert. Grundsätzlich lassen sich, wie aus der **Abbildung 2.7** ersichtlich, Wohnimmobilien, Gewerbeimmobilien und Sonderimmobilien unterscheiden.

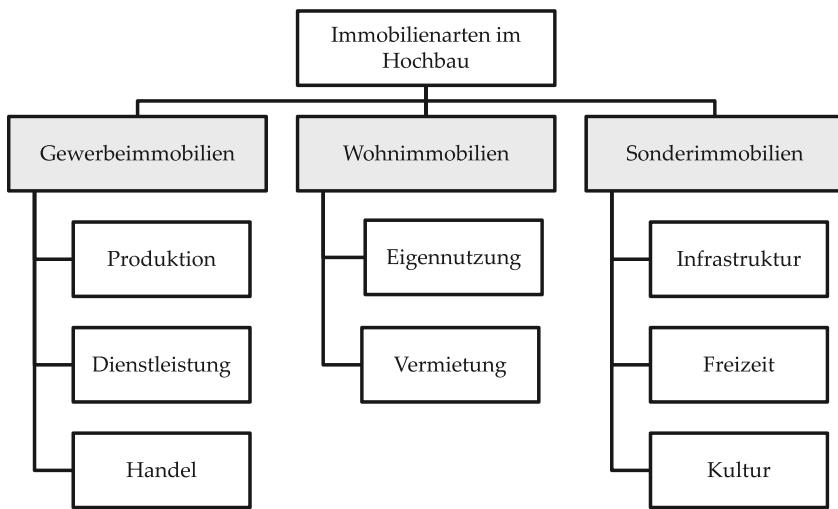
Eine Wohnimmobilie dient ausschließlich oder überwiegend Wohnzwecken. Die Nutzung kann durch den Eigentümer oder durch einen Mieter erfolgen. Während die eigengenutzte Immobilie grundsätzlich als Konsumgut erworben wird, spielen bei fremdgenutzten Immobilien die Mieträge, Steuervorteile und Wertzuwächse eine Rolle. Die Praxis differenziert Wohnimmobilien zunächst nach der Anzahl der Wohneinheiten in Einfamilienhäuser, Zweifamilienhäuser und Mehrfamilienhäuser. Aufgrund der besonderen rechtlichen Bedingungen bilden Eigentumswohnungen häufig eine eigene Kategorie.

Gewerbeimmobilien müssen entsprechend ihrer Nutzungsart in weitere Unterkategorien differenziert werden. Bei Handelsimmobilien besitzt die Einkaufslage eine besondere Bedeutung. In Abhängigkeit von der Art des Handelsunternehmens eignen sich zum Beispiel eher Innenstadtlagen oder Stadtrandlagen. In der Industrie sind vor allem Produktionshallen notwendig. Sowohl Handelsunternehmen wie auch Industrie- und Dienstleistungsunternehmen benötigen Büro- und Lagerflächen. Ob diese zukünftig durch häusliche Büros oder die Just-in-Time-Produktion substituiert werden, bedarf einer näheren Analyse.

Neben Wohnimmobilien und Gewerbeimmobilien sind Grundstücke und Gebäude für spezielle Nutzungsarten notwendig (Sonderimmobilien). Dazu zählen neben Infrastrukturimmobilien (Häfen, Flughäfen, Bahnhöfe) zum Beispiel Freizeitimmobilien (Schwimmbäder, Sporthallen) oder Kulturimmobilien (Kinos, Theater).⁵³

⁵² Vgl. Metzger 2010, S. 51–52 (ergänzend).

⁵³ Vgl. Alda und Hirschner 2007, S. 5 (ergänzend zu Nutzung).

Abbildung 2.7 [Immobilienarten]

Erwerb

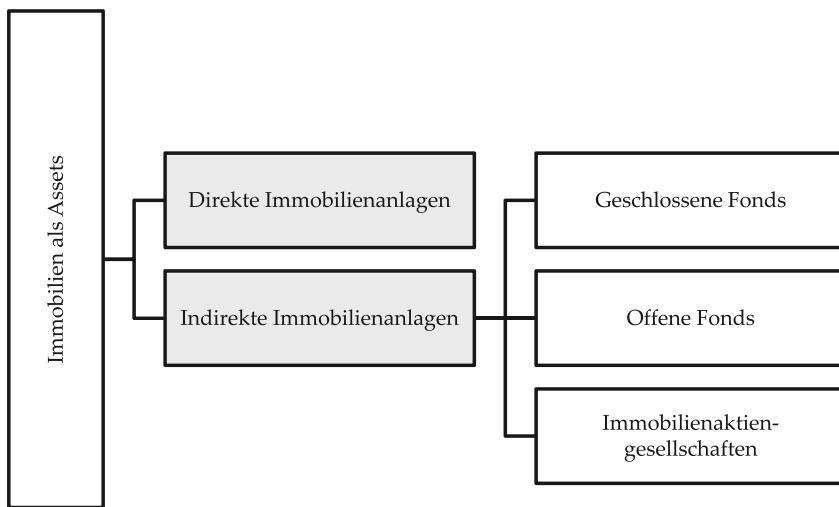
Anleger können, wie aus der **Abbildung 2.8** ersichtlich, Immobilien direkt oder indirekt erwerben.

Bei der direkten Immobilienanlage erwirbt eine Einzelperson oder eine Gemeinschaft das Eigentum an einer Immobilie. Häufig sind direkte Immobilienanlagen in Portfolios wohlhabender Einzelpersonen zu finden aber vermehrt auch in denen größerer Institutionen zum Zweck der Diversifikation der Vermögensanlagen oder als Inflationsschutz. Der überwiegende Vorteil des Direkterwerbs ist die direkte Kontrolle über die Immobilie.

Die indirekte Immobilienanlage erfolgt durch die Beteiligung an einem Immobilienbestand, den ein Intermediär verwaltet. Dabei handelt es sich in der Regel um eine Gesellschaft, die speziell für den Handel, die Entwicklung und den Betrieb von Immobilien geschaffen wurde. Der Anleger investiert bei einer indirekten Immobilienanlage meist in ein Immobilien-Portfolio, das heißt, er erwirbt Anteile von mehreren Immobilien und profitiert anteilig aus deren Zahlungsströmen. Ein wesentlicher Vorteil des indirekten Erwerbs liegt darin, dass sich der Anleger die Kosten für den Erwerb, den Betrieb oder auch den Verkauf einer Immobilie mit anderen Anlegern teilen kann. Konkrete Instrumente für die indirekte Anlage in Immobilien sind offene und geschlossene Immobilienfonds sowie Beteiligungen an Immobilienaktiengesellschaften, auf die jeweils an anderer Stelle einzugehen ist.⁵⁴

⁵⁴ Vgl. Zajonz 2010, S. 25–26 (zu Erwerb).

Abbildung 2.8 [Direkte und indirekte Immobilienanlagen]



2.2.2 Rohstoffe

Relativ wenig Beachtung hat über lange Jahre die Anlageklasse Rohstoffe gefunden. Dies hat sich geändert. Rohstoffinvestments sind aus vielfältigen Gründen in den Blickpunkt der Öffentlichkeit gerückt. Ursache ist insbesondere die Dynamik der Rohstoffpreise. So ist nach einer relativ schwachen Entwicklung der Rohstoffpreise in den achtziger und neunziger Jahren des letzten Jahrhunderts seit Beginn des neuen Jahrtausends eine Preissteigerung in nahezu allen Rohstoffklassen festzustellen. Verantwortlich hierfür ist vor allem eine Angebotsknappheit in Verbindung mit einer steigenden Nachfrage nach Rohstoffen in Schwellenländern. Auch immer mehr institutionelle und private Investoren greifen zur Portfoliodiversifikation auf die Anlageklasse Rohstoffe zurück. Das in direkter und indirekter Form in Rohstoffen investierte Kapital hat sich dadurch stark vermehrt.⁵⁵

Begriff und Überblick

Rohstoffe umfassen als Sammelbegriff insbesondere Energieträger, Industrie- und Edelmetalle sowie Agrargüter. Diese Güter sind im unteren Teil der Wertschöpfungskette einer Volkswirtschaft angeordnet. Neben dem direkten Handel zwischen Produzenten und Abnehmern findet ein Börsenhandel im Kassa- und Terminmarkt statt. Der englische Begriff „Commodities“ beinhaltet im erweiterten Sinne neben Rohstoffen auch Währungen.⁵⁶

⁵⁵ Vgl. Frey 2007, S. 2.

⁵⁶ Vgl. Dennin 2009, S. 5.

Rohstoffe lassen sich nach verschiedenen Kriterien einteilen. Grundlegend ist eine Differenzierung in nachwachsende (regenerative) und endliche Rohstoffe. Andere Systematisierungen verwenden die Herkunft, die Gewinnung oder die Verwendung als Unterscheidungsmerkmale für eine Gruppenbildung. Im Börsenhandel hat sich für Rohstoffe folgende Klassifizierung herausgebildet:

- Energieträger
- Edelmetalle
- Industriemetalle
- Agrargüter

Diese Einteilung findet auch für die nachfolgende Darstellung Anwendung.⁵⁷

Energieträger

Zu den Energierohstoffen gehören die fossilen Energieträger Erdöl, Erdgas, Kohle und der Kernbrennstoff Uran sowie die erneuerbaren Energien. Letztere umfassen Sonnenenergie, Wasserkraft und Windenergie sowie Biomasse, Erdwärme und Gezeitenkraft. Erdöl ist derzeit der weltweit größte Energieträger. Schon in den siebziger Jahren wurde aufgrund von Knappheitsüberlegungen nach Alternativen zu Erdöl gesucht. Das Interesse richtet sich vermehrt auf Erdgas. Jedoch lassen die bekannten und leicht zugänglichen Gasvorkommen ebenso wie die Ölfelder in ihrer Ergiebigkeit nach und sind zum größten Teil bereits ausbeutet. Dadurch gewinnen erneuerbare Energien zunehmend an Bedeutung.⁵⁸

Edelmetalle

Edelmetalle sind unter anderem Gold, Silber und Platin. Sie nehmen unter den Rohstoffen eine Sonderrolle ein, da sie im Unterschied zu allen anderen Rohstoffen zu akzeptablen Kosten lagerfähig sind. Vor allem Gold gilt traditionell als krisensicher. Ebenso gilt es seit jeher als Schutz vor Geldentwertung und ist deshalb ein Gradmesser für die erwartete Inflation. Seit die USA im Jahr 1975 die Goldbindung des US-Dollars aufhob, richtet sich der Goldpreis nach dem Verhältnis von Angebot und Nachfrage.⁵⁹

Industriemetalle

Zu den Industriemetallen gehören insbesondere Aluminium, Zink, Zinn, Nickel, Kupfer und Blei. Sie werden im Wesentlichen in der industriellen Produktion und im Baugewerbe eingesetzt, weshalb die Nachfrage sehr stark von der weltwirtschaftlichen Entwicklung abhängig ist.⁶⁰

⁵⁷ Vgl. Dennin 2009, S. 5–6.

⁵⁸ Vgl. Frey 2007, S. 6.

⁵⁹ Vgl. Frey 2007, S. 6–7.

⁶⁰ Vgl. Frey 2007, S. 7.

Agrargüter

Agrarrohstoffe („Soft Commodities“) sind verderbliche, konsumierbare und stark wetterabhängige Rohstoffe aus dem landwirtschaftlichen Bereich. Dazu gehört Getreide wie Weizen, Hafer, Mais und Sojabohnen, Fleisch von Rindern, Schweinen und Geflügel aber auch Lebensmittel wie Orangensaft, Kaffee, Kakao, Zucker, Kartoffeln und Eier. Aufgrund einer Vielzahl von Einflussfaktoren sind die Preise für Agrarrohstoffe sehr volatil. Von großer Bedeutung sind das Klima und die Saisonalität. Die (jährliche) Angebotsbildung kann nur während der Erntezeit erfolgen. Infolge der klimatischen Veränderungen sind die Produktionsrisiken für die Angebotsseite in jüngster Zeit stark gestiegen. Die Nachfrage nach diesen Produkten wiederum kann nur aus der letzten Ernte und eventuellen Lagerbeständen befriedigt werden. Weitere Einflussfaktoren sind zum Beispiel politische Unruhen, Subventionen oder Importzölle.⁶¹

Erwerb

Wie die bisher behandelten Anlageinstrumente können Rohstoffe direkt und indirekt erworben werden. Der Handel findet teilweise an speziellen Rohstoffbörsen statt. Indirekt besteht insbesondere die Möglichkeit Rohstofffonds zu erwerben. Aber auch über den Kauf von Rohstoffaktien und den Erwerb von Exchange Traded Commodities (ETC) können Anleger an der Preisentwicklung von Rohstoffen partizipieren. Bei Exchange Traded Commodities handelt es sich um an Börsen gehandelte Wertpapiere, bei denen die Wertentwicklung an zuvor definierte Rohstoffpreise gebunden ist. Sie bilden eine Sonderform von Zertifikaten, bei denen es sich rechtlich um Anleihen handelt.

2.2.3 Kunst

Das Kapitel Kunst beschreibt zunächst den Kunstbegriff, die historische Entwicklung und die Teilbereiche der Kunst ein. Es folgen kurze Erläuterungen zur Kunstgeschichte und zu den Kunstepochen. Diese sind notwendig, um die anschließenden Bemerkungen zur Ökonomik der Kunst besser zu verstehen. Abschließend geht das Kapitel auf die Erwerbsmöglichkeiten von Kunst ein.

Begriff, Anfänge und Teilbereiche

Kunst bildet einen Teilbereich der Kultur. Der Begriff „Kunst“ fand zunächst als Synonym für die Begriffe „Fertigkeit“ oder „Handwerk“ Verwendung. Seit dem 18. Jahrhundert bezeichnet das Wort eine schöpferisch gestaltende Tätigkeit bzw. deren Produkt.⁶²

Allmählich entwickelte sich eine klare Abgrenzung des Kunstbegriffs zum Handwerk und zur Wissenschaft. Über den Zeitpunkt der Anfänge menschlicher Kunsttätigkeit herrscht Unklarheit; sicher ist lediglich, dass sie in die vorgeschichtliche Zeit zurückreicht und dort

⁶¹ Vgl. Frey 2007, S. 7–8.

⁶² Vgl. Kunze 2002, S. 14.

offenbar mit kultischem Bezug vorkam. Eine Konkretisierung des Begriffs ergibt sich durch eine Untergliederung in die folgenden Teilbereiche:

- Literatur (Epik, Drama und Lyrik)
- Musik (Vokalmusik und Instrumentalmusik)
- Darstellende Kunst (Theater, Tanz und Filmkunst)
- Bildende Kunst (Malerei, Zeichnung und Grafik, Bildhauerei, Baukunst, Kunstgewerbe)

Diese Teilbereiche werden teilweise ergänzt (zum Beispiel um Fotografie, Video und neue elektronische Medien) und sind nicht eindeutig voneinander abzugrenzen.⁶³

Im Folgenden wird primär auf die Bildende Kunst und hier insbesondere auf die Malerei eingegangen.

Kunstgeschichte

Wissenschaftlich beschäftigt sich das Fach Kunstgeschichte mit der Bildenden Kunst. Dabei existieren Überschneidungen mit anderen Fächern. Fragen der Kunstartheorie gehen beispielsweise in die der Philosophie/Ästhetik über. Die Entwicklung eines Ansatzes, der Kunstgeschichte als Wissenschaft vom Bild versteht, zeigt Verbindungen mit der Wahrnehmungspsychologie und Anthropologie. In den letzten Jahren wurden auch Ansätze entwickelt, die Kunstgeschichte in ein Konzept sogenannter Kulturwissenschaften integrierten. Außerdem gehört die eigene Geschichte des Fachs zu seinem Forschungsgegenstand.⁶⁴

Eine bedeutende Aufgabe beim Studium der Kunstgeschichte ist es, so viel wie möglich über die Gegenstände der Bildenden Kunst in Erfahrung zu bringen. Zu den Forschungszielen gehört zum Beispiel ein Kunstwerk einem Künstler zuschreiben zu können, es zu datieren, es in einer Kunstslandschaft einzurichten, seinen Stil zu beschreiben, seine Funktionen zu untersuchen und seine Bedeutungen zu entschlüsseln. Das Kunstwerk soll auch als Dokument einer bestimmten Geisteshaltung interpretiert werden und als Zeugnis von Geschichte verstanden werden. Kunsthistoriker beurteilen in Zusammenarbeit mit Restauratoren den Erhaltungszustand, sammeln und pflegen die Werke. Die wichtigste Aufgabe der Kunstgeschichte ist es, die Werke zu verstehen und zu würdigen.⁶⁵

Kunstepochen

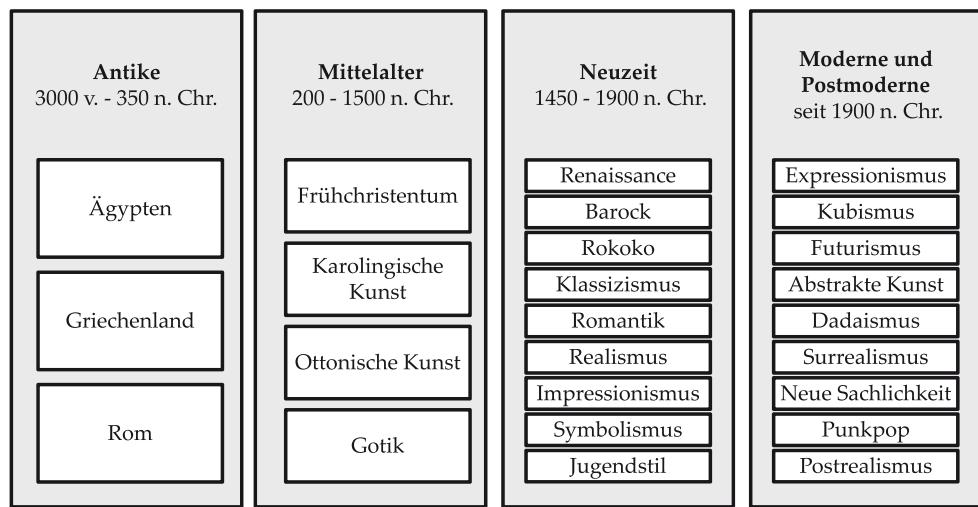
Die Kunstgeschichte lässt sich in Zeitabschnitte einteilen. Diese sind durch einen bestimmten, allgemein verbreiteten Stil definiert, wobei der Wechsel zum nächsten Stil nicht exakt zu datieren ist. Die wichtigsten Kunstepochen ergeben sich aus der Abbildung 2.9. Beispiele zu den genannten Kunstepochen finden sich unter den jeweiligen Stichworten über Suchmaschinen im Internet.

⁶³ Vgl. Bernhard 2005, S. 4–5.

⁶⁴ Vgl. Prochno 2008, S. 13.

⁶⁵ Vgl. Prochno 2008, S. 15.

Abbildung 2.9 [Überblick zu den Kunstepochen]



Ökonomik der Kunst

In den letzten dreißig Jahren fand ein Umdenken hinsichtlich der Ökonomik der Kunst statt. Die Betrachtung von Kunst als Investment kam dadurch in den Fokus der Öffentlichkeit. Hierzu trugen auch einige aufsehenerregende Wertsteigerungen von Kunstobjekten bei. Es sind nicht mehr nur emotionale Aspekte, welche den Käufer antreiben. Kunst wird immer mehr als ergänzende Anlagemöglichkeit zu Bankeinlagen, Wertpapieren und Immobilien gesehen.⁶⁶

Das Angebot an guter Kunst ist begrenzt. Das gilt naturgemäß für bereits verstorbene Künstler. Es gilt jedoch für die Gegenwart und die Zukunft ebenfalls, denn es leben nicht unbeschränkt viele Künstler, die laufend hervorragende neue Werke erschaffen. Die Zahl der Kunstkäufer nimmt andererseits stetig zu. Der wachsende Wohlstand in Schwellenländern sorgt für eine immer größer werdende Zahl Vermögender, die ihr Interesse an Kunst entdecken. Zudem treten auch immer mehr reine Investoren und reine Spekulanten in den Markt ein. Die Kunstpreise tendieren daher eher nach oben. Kunst eignet sich wegen ihrer ausgleichenden Wirkung zusätzlich als Beimischung fürs Portfolio. Untersuchungen haben ergeben, dass Kunst nicht mit anderen Anlageformen wie Immobilien oder Wertpapieren korreliert. Sie eignet sich also, um das Gesamtrisiko eines Portfolios zu senken.⁶⁷

⁶⁶ Vgl. Kunze 2002, S. 11.

⁶⁷ Vgl. Rottwilm 2010, ohne Seitenangabe.

Erwerb

Anleger können direkt und indirekt in Kunst investieren. Die verbreitetste Form ist die Direktanlage in Kunst. Sie hat den Vorteil, dass sich mit ihr ein hoher ideeller Nutzen realisieren lässt. Jedoch erfordert die Direktanlage auch die intensivste Auseinandersetzung mit der Anlage. Um Kunst direkt zu erwerben, sind einige grundsätzliche Überlegungen seitens des Anlegers erforderlich. Zuerst muss sich der Anleger über die Motive seiner geplanten Investition Klarheit verschaffen. Daraus ergibt sich, ob er sich als Sammler, Prestigesammler, Spekulant oder Investor am Kunstmarkt einordnen lässt. Unabhängig von dieser Rolle lassen sich Grundregeln definieren. Zuerst müssen Informationen, insbesondere Insiderinformationen, erhoben werden, um die Informationsasymmetrie auszunutzen. Zweitens sollte der Kauf nicht von Emotionen geleitet erfolgen, sondern erst nach gründlicher Analyse. Drittens sollte die Auswahl der Kunstwerke sehr sorgfältig erfolgen. Außerdem ist zu beachten, dass eine Direktanlage in Kunst hohe Transaktionskosten sowie weitere Kosten für Transport, Versicherung, Aufbewahrung und Erhaltung zur Folge hat. Diese Kosten sind ein erheblicher Faktor und beeinflussen die Nettorendite erheblich. Auch das Risiko einer Fehlinvestition müssen Investoren und Spekulanten berücksichtigen.⁶⁸

Anleger, die nicht die Zeit oder das Wissen besitzen, wie es die Direktanlage erfordert, können geschlossene Kunstfonds erwerben. Dabei unterscheiden sich geschlossene Kunstfonds in zwei Bereichen von klassischen geschlossenen Fonds. Zuerst verlangen geschlossene Kunstfonds deutlich höhere Mindestanlagesummen (ab 100.000 US-Dollar). Zweitens leisten geschlossene Kunstfonds keine jährlichen Ausschüttungen. Des Weiteren verzichtet der Investor auf den ideellen Nutzen, da er nicht in den Besitz der Kunstwerke gelangt.⁶⁹

2.3 Fonds

Bei der bisherigen Darstellung der Anlageinstrumente wurde neben der direkten Erwerbsmöglichkeit auch der indirekte Erwerb kurz erläutert. Eine Möglichkeit, Anlageinstrumente indirekt zu erwerben, bietet die Fondsanlage, die Gegenstand der folgenden Ausführungen ist.

Das folgende Kapitel gliedert sich nach einer Darstellung der Grundideen in offene Fonds, geschlossene Fonds und Hedgefonds.

⁶⁸ Vgl. Quast 2008, S. 12–13.

⁶⁹ Vgl. Quast 2008, S. 13.

2.3.1 Grundideen

Dieses Kapitel geht zunächst auf den Fonds-Begriff und die Erwerbsformen von Fonds ein. Anschließend wird verdeutlicht, dass auch Versicherungen wirtschaftlich betrachtet Fonds darstellen. Weitere Themen sind die Vor- und Nachteile zur Direktanlage, die historische Entwicklung sowie die einzelnen Fondsarten.

Begriff und Erwerbsformen

Die Bezeichnung „Fonds“ beschreibt vielfältige Objekte. Es lässt sich jedoch feststellen, dass der Begriff für eine Vermögensansammlung bzw. für einen Kapitalzusammenschluss mehrerer Personen benutzt wird. Nicht alle der im Folgenden zu erläuternden Fondsarten sind Investmentfonds. Dieser speziellere Begriff findet nur für die Teilmenge der offenen Fonds Verwendung.

Ein Fonds kann ein Anlageinstrument und ein Subjekt sein. Die hier zu erläuternde Objektsicht versteht den Fonds als eine Anlageform. Dagegen steht bei subjektbezogener Betrachtung die Fondsgesellschaft im Vordergrund. Fonds stellen neben anderen Formen eine Möglichkeit dar, Anlageinstrumente indirekt zu erwerben. Aber auch Fonds selbst können über andere Fonds indirekt erworben werden (Dachfonds).

Versicherungen und Fonds

Der Grundgedanke einer Versicherung ist, dass Versicherungsnehmer Beiträge zahlen, um bei Eintritt eines Schadens einen Ausgleich zu erhalten. Damit ergibt sich zunächst keine Gemeinsamkeit mit einem Fonds. Um herauszuarbeiten, dass bestimmte Versicherungen wirtschaftlich betrachtet einen Fonds bilden, erfolgt zunächst deren Systematisierung. Der Begriff Versicherung bezeichnet in diesem Zusammenhang das Anlageinstrument. Alternativ wird der Begriff für die Versicherungsgesellschaft verwendet.

- **Individualversicherungen** unterteilen sich in güterbezogene Versicherungszweige (Haus, Hausrat, Kraftfahrzeuge) oder personenbezogene Versicherungszweige (Leben, Berufsunfähigkeit, Unfall). Güterversicherungen können weiter in Aktivaversicherungen, Passivaversicherungen und Ertragsversicherungen differenziert werden. Aktivaversicherungen betreffen entweder Sachobjekte wie zum Beispiel Maschinen (bzw. deren Transport) oder Finanzinstrumente wie zum Beispiel Kredite. Bei einer Versicherung von Passiven (Aufwandsversicherung) bezieht sich der Versicherungsschutz auf deren Erhöhung. Zu dieser Gruppe gehören Haftpflichtversicherungen. Ein wichtiges Beispiel für Ertragsversicherungen sind Betriebsunterbrechungsversicherungen. Personenversicherungen beziehen sich auf Risiken, die mit einer Person verbunden sind. Hierzu gehören Krankenversicherungen, Lebensversicherungen und Rentenversicherungen. Andere Gliederungen differenzieren zunächst zwischen Versicherungen für Privatpersonen und gewerblichen Versicherungen.

- Die Sozialversicherung gehört zu den wichtigsten Instrumenten staatlicher Sozialpolitik. Im Gegensatz zur Individualversicherung werden durch den Gesetzgeber weite Kreise der Bevölkerung gegen Schäden versichert. Zu unterscheiden sind Rentenversicherung, Krankenversicherung, Unfallversicherung und Pflegeversicherung. Die Problematik der Sozialpolitik hängt mit der Demografie der Menschen in Deutschland und anderen Ländern zusammen. Der Trend zeigt, dass es immer mehr ältere Menschen gibt und die Geburtenraten stagnieren oder sogar im Vergleich zu den Vorjahren zurückgehen. Da ältere Menschen Anspruch auf gesetzliche Rente haben und zudem meistens eine intensive medizinische Betreuung benötigen, kann mit den vorhandenen Mitteln eine Gleichbehandlung für kommende Generationen nicht gewährleistet werden. Daher wird in letzter Zeit im politischen Umfeld über eine Neustrukturierung mit privaten Ansätzen nachgedacht.

Zu Fonds im wirtschaftlichen Sinne zählen insbesondere Kapitallebensversicherungen und Rentenversicherungen, da diese eine Kapitalanlage mit einer Versicherungsleistung im engeren Sinne verbinden und der Anlagecharakter je nach Ausgestaltung im Vordergrund steht. Bei einer fondsgebundenen Lebensversicherung tritt die Fondseigenschaft sogar explizit hervor, da das Anlagekapital ausschließlich in Investmentfonds fließt. Aber auch nicht fondsgebundene Lebensversicherungen sammeln das Kapital vieler Anleger und legen es gemeinsam an, sodass die Fondseigenschaft als erfüllt gilt.

Vor- und Nachteile zur Direktanlage

Der entscheidende Vorteil des Fondssparens besteht darin, dem Investor die direkte Investition seines Kapitals abzunehmen. Dadurch verringert sich die Informations- und Entscheidungsunsicherheit und es ergeben sich Verwaltungsvereinfachungen. Weitere Vorteile der Fondsanlage sind die größere Anzahl von Anlagealternativen, Größenvorteile der Fondsgesellschaft durch die Anlage höherer Kapitalbeträge sowie eine grundsätzlich bessere Risikostreuung.

Den Vorteilen der Fondsanlage sind ihre Nachteile gegenüberzustellen, die dadurch entstehen, dass im Vergleich zur Direktanlage eine Institution zwischen Kapitalgeber und Kapitalnehmer geschaltet wird, deren Ziel die Nutzenmaximierung ist. Als Folge entstehen für den Anleger zusätzliche Kosten (Ausgabeaufschläge, Verwaltungsgebühren, Depotbankgebühren). Aufgrund ihrer Standardisierung sind Investmentfonds außerdem weniger individuell gestaltet als Direktanlagen. Ergänzend erweist sich die geringere Flexibilität großer Fondsvermögen in Verbindung mit engen Märkten als nachteilig. Weiterhin muss bei Großanlegern berücksichtigt werden, dass sie durch die Zwischenschaltung der Fondsgesellschaft direkt keine Einflussmöglichkeiten, insbesondere keine Stimmrechte in der Hauptversammlung einer AG, besitzen.

Bei der Entscheidung für einen Fonds wird der Anleger Nutzen und Kosten der Fondsanlage und der Direktanlage gegenüberstellen. Hierbei muss er neben quantifizierbaren Kosten (Ausgabeaufschläge, Verwaltungsgebühren) auch die weniger quantifizierbaren Kosten der Informationsbeschaffung und Entscheidungsfindung berücksichtigen. Nimmt man für den nichtquantifizierbaren Teil Schätzungen vor und stellt dann die Gesamtkosten und den

Gesamtnutzen der beiden Alternativen Fondsanlage und Direktanlage gegenüber, so lässt sich theoretisch für jeden Anleger die Vorteilhaftigkeit einer der beiden Alternativen feststellen. Eine generelle Aussage ist jedoch nicht möglich.⁷⁰ ⁷¹

Historische Entwicklung

Über die Anfänge der Fondsanlage besteht in der Literatur keine Einigkeit. Historiker sehen die Anfänge bereits im 16. Jahrhundert bei den Bankhäusern der Fugger und Welser, bei denen aufgrund des Zinsverbots eine indirekte Kapitalanlage praktiziert wurde. Als älteste Fondsgesellschaft wurde 1822 die „Société Générale des Pays-Bas“ in Brüssel gegründet. Zu einer größeren Ausbreitung gelangte das Fondswesen in der Folgezeit in England und Schottland. Angesichts der dort herrschenden Kapitalsättigung verbunden mit einem niedrigen Zinsniveau suchte man andere Anlagemöglichkeiten. Als erste Fondsgesellschaft begann dort 1856 die „Scottish-American-Investment-Company“ mit der Ausgabe von Anteilen. In den USA entstanden Vorformen der ersten Fondsgesellschaften in den 80er und 90er Jahren des 19. Jahrhunderts. Der eigentliche Durchbruch kam ab 1920.

In Deutschland wurden als erste Fondsgesellschaften 1923 der „Zickertsche Kapitalverein“ sowie 1926 die „Bayerische Investment-AG“ gegründet. Neben den Misserfolgen der zwei erwähnten Gesellschaften können die damaligen zusätzlichen steuerlichen Belastungen der Fonds gegenüber der Direktanlage sowie die generelle Kapitalknappheit als Gründe dafür angeführt werden, dass eine Ausbreitung der Idee bis nach dem Zweiten Weltkrieg in Deutschland nicht stattfand. Erst 1949 wurde die Allgemeine Deutsche Investmentgesellschaft mbH (ADIG) als erstes Unternehmen dieser Art in Deutschland gegründet. Einen großen Aufschwung erlebte das Fondsgeschäft danach vor allem durch das 1957 verabschiedete Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften. Verschiedene Gesetzesnovellen führten seitdem insbesondere zu einer ständigen Ausweitung der Anlagemöglichkeiten.⁷²

Fondsarten

Das Feld der Fonds, in die Anleger investieren können, ist breit gefächert mit unzähligen Anlagekonzepten (Altersversorgung, Ethik- oder Indexorientierung) und speziellen Chancen und Risiken. Um sich besser orientieren zu können, werden Fonds nach verschiedenen Kriterien klassifiziert. Neben Anlagearten (Aktien-, Renten-, Geldmarkt-, Immobilien- und gemischte Fonds), auf die weiter unten näher eingegangen wird, sind insbesondere die nachfolgenden Differenzierungen von Bedeutung.

- Hinsichtlich der Realisierung der Anlegerentgeltung unterscheidet man zwischen ausschüttenden und thesaurierenden Fonds, wobei zu beachten ist, dass man bei ausschüttenden Fonds oft die Möglichkeit der Wiederanlage der ausgeschütteten Erträge hat, was im Ergebnis ebenfalls zu einer Thesaurierung der Erträge führen kann. Hierbei ist jedoch zu beachten, dass aufgrund der potenziellen Abflüsse der Ausschüttungen aus

⁷⁰ Vgl. Jacob 1996, S. 18–20 (zu Vor- und Nachteile zur Direktanlage).

⁷¹ Vgl. Eilenberger et al. 2008, S. 119 (ergänzend zu Vor- und Nachteile zur Direktanlage).

⁷² Vgl. Jacob 1996, S. 20–21 (zu historische Entwicklung).

dem Fonds temporär eine hohe, die Rentabilität mindernde Liquiditätshaltung erforderlich ist und Verwaltungsaufwendungen für Ausschüttung und Wiederanlage entstehen.

- Rechtlich betrachtet existieren Fonds als Gesellschaftstyp oder Vertragstyp. Beim Gesellschaftstypus sind die Anleger Gesellschafter der Investmentgesellschaft mit grundsätzlich allen rechtsformüblichen Rechten und Pflichten. Eigentümerin der mit den Einlagen erworbenen Vermögenswerte wird die Investmentgesellschaft. Beim Vertragstyp besteht neben der Gesellschaft ein Sondervermögen, das rechtlich von dem Vermögen der Gesellschaft getrennt ist.
- In Abhängigkeit von dem Anlegerkreis unterscheidet man Publikums- und Spezialfonds. Während bei Publikumsfonds der Erwerb allen Anlegerkreisen offensteht, handelt es sich bei Spezialfonds um Konstrukte, die von großen Unternehmen oder sonstigen Institutionen zur Anlage genutzt werden. Im Gegensatz zu Publikumsfonds stellen sie nicht ein standardisiertes, sondern ein maßgeschneidertes Anlageprodukt dar.⁷³

Unterschiede zwischen offenen und geschlossenen Fonds

Auch offene und geschlossene Fonds lassen sich als weitere Gruppierung der Fondsarten differenzieren. Im Gegensatz zu den zuvor behandelten Gruppierungen werden sie jedoch aufgrund ihrer Bedeutung und der Themenbreite in den beiden nachfolgenden Kapiteln ausführlich behandelt. An dieser Stelle sind deshalb vorab nur die grundsätzlichen Unterschiede zu erläutern.

Bezüglich der (Organisation der) Ausgabe von Fondsanteilen differenziert man zwischen Fonds, die laufend und unbeschränkt neue Anteile ausgeben, und Fonds, die nach Ausgabe einer bestimmten Anzahl von Anteilen den Verkauf einstellen und damit die Anzahl der Anleger begrenzen. Zu unterscheiden sind des weiteren Fondsanteile mit Rücknahmepflicht der Investmentgesellschaft von denen ohne diese Pflicht.

Kombiniert man die beiden zuvor beschriebenen Kriterien, lassen sich offene, geschlossene, halboffene und halbgeschlossene Fonds bilden. Während bei offenen Fonds Anteilscheine laufend ausgegeben und zurückgenommen werden, bestehen diese Verpflichtungen bei geschlossenen Fonds nicht. Diese stellen den Verkauf ihrer Anteile nach einer bestimmten Frist ein und schließen gleichzeitig deren Rücknahme aus, sodass sich der Anleger zwischenzeitlich nur durch eine Veräußerung an Dritte, also durch Sekundärübertragungen, von diesen trennen kann, was mit dem Risiko eines von dem Inventarwert abweichenden Preises behaftet ist. Eine Zwischenstellung nehmen halboffene Fonds ein. Hier stellt die Gesellschaft den Anteilverkauf wie bei den geschlossenen Fonds nach Ablauf einer bestimmten Frist ein, garantiert jedoch die jederzeitige Rücknahme durch die Gesellschaft. Führt man die Überlegungen weiter, ist ebenso ein Fondstyp denkbar, der laufend Anteile ausgibt, diese jedoch nicht zurücknimmt. Zur Unterscheidung von der vorangehenden Variante wird hierfür die Bezeichnung halbgeschlossener Fonds geprägt.

⁷³ Vgl. Eilenberger 2011, S. 129 (ergänzend).

In der Literatur werden diese Begriffe jedoch nicht einheitlich verwendet. So sehen manche Autoren als wesentliches Unterscheidungsmerkmal zwischen offenen und geschlossenen Fonds nur die Art des Rückkaufversprechens. Verpflichtet sich demnach die Gesellschaft, die Anteile jederzeit zurückzunehmen, handelt es sich um offene Fonds, besteht diese Verpflichtung dagegen nicht, liegt ein geschlossener Fonds vor. An dieser Begriffsdefinition orientieren sich auch die synonym verwendeten Begriffe „open-end“-Fonds für offene Fonds und „closed-end“-Fonds für geschlossene Fonds.⁷⁴ ⁷⁵

2.3.2 Offene Fonds

Das folgende Kapitel erläutert zunächst die Grundkonstruktion und den Rechtsrahmen von offenen Fonds. Weitere Themen stellen unter anderem Investitionsgüter, Dachfonds sowie Laufzeit und Handel dar.

Grundkonstruktion und Rechtsrahmen

Beim Investmentsparen in einem offenen Fonds wird zunächst das Geld von Anlegern über einen Finanzintermediär (Universalbank) gesammelt. Dieser übergibt es zur Verwaltung spezialisierten Unternehmen, die als Kapitalanlagegesellschaft firmieren. Mit dem zur Verfügung gestellten Geld werden Anlageinstrumente (zum Beispiel Wertpapiere) gekauft und daraus der Fonds gebildet.

Dieser stellt ein Sondervermögen dar. Während der Begriff „Sondervermögen“ allgemein von Wissenschaft und Rechtsprechung für Vermögensmassen verwendet wird, die einer anderen rechtlichen Regelung als das übrige Vermögen der betreffenden Rechtsinhaber unterliegen (zum Beispiel Konkursmasse (§ 10 KO), Nachlass (§ 1922 ff. BGB)), handelt es sich bezogen auf Investmentfonds um einen speziellen Begriff des Investmentgesetzes. Danach bilden das bei der Kapitalanlagegesellschaft gegen Ausgabe von Anteilscheinen eingegangene Geld und die damit angeschafften Vermögensgegenstände ein Sondervermögen, das keine Rechtspersönlichkeit besitzt. Vielmehr handelt es sich um einen rechtlich unselbstständigen Inbegriff von Geldmarktinstrumenten, Wertpapieren, Beteiligungen oder Grundstücken. Der Schutz der Rechte der Anteilinhaber wird insbesondere durch die Freistellung des Sondervermögens von der Haftung für Verbindlichkeiten der Gesellschaft sowie durch Aussonderung im Konkursfall und durch die Möglichkeit der Drittwiderrufsrechtsgeschäfte durch die Depotbank erreicht. Ferner darf die Kapitalanlagegesellschaft grundsätzlich keine Gegenstände des Sondervermögens verpfänden, anderweitig belasten oder zur Sicherung übereignen bzw. zur Sicherung abtreten. Ebenfalls verbietet ihr das Gesetz, für gemeinschaftliche Rechnung der Anteilinhaber Gelddarlehen zu gewähren sowie Bürgschaften oder Garantieverträge einzugehen.

⁷⁴ Vgl. Jacob 1996, S. 177–179 (zu Unterschieden zwischen offenen und geschlossenen Fonds).

⁷⁵ Vgl. Pelikan 2007, S. 15 (ergänzend).

Über die Sondervermögen übt eine von der Investmentgesellschaft bestimmte Depotbank die Kontrolle aus. Die Kontrolle bezieht sich auf die Einhaltung der gesetzlichen und vertraglichen Bestimmungen. Daneben verwahrt die Depotbank auch die Sondervermögen und wickelt die Ausgabe und Rücknahme der Anteilscheine ab.⁷⁶ ⁷⁷

Ausgabe und Rücknahme von Anteilen

Die Anleger erhalten aufgrund ihrer Einlagen verbrieftete Anteile am Fondsvermögen. Anteile an einem Fonds bzw. Sondervermögen werden auch als Anteilscheine, Investmentzertifikate oder Investmentanteile bezeichnet. Diese sind als Wertpapiere ausgestaltet und verbriefen die Ansprüche der Anteilinhaber gegenüber der Kapitalanlagegesellschaft.

Der (Inventar-)Wert eines solchen Anteils ergibt sich aus dem gesamten Vermögen des Fonds dividiert durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile. Werden hierzu die grundsätzlich von der Fondsart abhängigen Ausgabekosten addiert, erhält man den Ausgabepreis. Durch diese Form der Berechnung wird erreicht, dass Angebot und Nachfrage nach Investmentzertifikaten im Gegensatz zu einer heute alternativ möglichen Wertermittlung an einer Börse keinen Einfluss auf den Anteilwert haben.

Den Inhabern der Investmentzertifikate steht gegen Rückgabe der Anteilscheine das Recht zu, deren Auszahlung aus dem Sondervermögen zu verlangen, wobei Einzelheiten in den Vertragsbedingungen zu regeln sind. Diese dürfen die Rücknahmepflicht jedoch nicht so weit einschränken, dass sie praktisch ausgeschlossen ist, sondern sollen nur dazu dienen, auf vermehrte Rücknahmewünsche nicht mit allzu hektischen Verkäufen von Anlageinstrumenten reagieren zu müssen. Sofern besondere Umstände vorliegen, darf die Rücknahme jedoch ganz ausgesetzt werden.⁷⁸

Anlagegrenzen

Die deutschen Investmentgesellschaften sind durch das Investmentgesetz an einen bestimmten Anlagekatalog (qualitative Grenzen) und an bestimmte quantitative Anlagegrenzen gebunden. Die Anlagegrenzen lassen sich in 2 Gruppen einteilen, die sich hinsichtlich der Bezugsgröße unterscheiden. Die erste Gruppe verwendet den Wert des Sondervermögens als Bezugsgröße. Diese Anlagegrenzen sollen ausschließlich die Streuung der Anlagen gewährleisten. Sie stellen also reine Risikoklauseln dar. Bezugsgröße der zweiten Gruppe ist der Gesamtwert bestimmter von einem Aussteller emittierter Anlageinstrumente. Diese Anlagegrenzen wurden primär unter dem Gesichtspunkt eingeführt, einen beherrschenden Einfluss der Kapitalanlagegesellschaften auf die entsprechenden Emittenten zu verhindern. Folglich können sie auch als (Nicht-)Beherrschungsklauseln bezeichnet werden. Daneben dienen sie ebenfalls zur Risikostreuung.

⁷⁶ Vgl. Nolte 2009, S. 21 (ergänzend zu Grundkonstruktion).

⁷⁷ Vgl. Eilenberger 2011, S. 129 (ergänzend zu Grundkonstruktion).

⁷⁸ Vgl. Jacob 1996, S. 17–18 (zu Ausgabe und Rücknahme von Anteilen).

Die vertraglichen Anlagegrenzen der Fonds ergänzen die entsprechenden gesetzlichen Bestimmungen. Neben prozentualen Beschränkungen bestimmter Finanzinstrumente existieren insbesondere auch quantitative geografische Beschränkungen. Im Gegensatz zum Gesetz bestehen zusätzlich zu Höchstgrenzen auch Mindestgrenzen. Während die Höchstgrenzen dazu führen, dass positive Entwicklungen nicht voll wahrgenommen werden können, führen Mindestgrenzen dazu, dass sich der Fonds negativen Wertentwicklungen nicht entziehen kann. Im Gegensatz zum Gesetz, das für alle Fonds einheitliche Anlagegrenzen vorschreibt, sind die Grenzen der Anlagegrundsätze der Fonds durch individuelle Vorgaben charakterisiert. Neben einem intransparenten Erscheinungsbild der Summe der Fonds führt diese Tatsache vor allem dazu, dass Fonds mit gleichem Angebereich nicht vollständig miteinander vergleichbar sind. Folglich wäre in diesem Bereich eine Standardisierung durch rechtliche oder freiwillige Maßnahmen sinnvoll.⁷⁹

Investitionsgüter

Die wichtigsten Anlagegüter bei offenen Fonds sind Aktien, Renten und Immobilien. Aktienfonds bieten dem Anleger ideale Möglichkeiten sich an inländischen und ausländischen Aktienmärkten – und damit Unternehmen – zu beteiligen, ohne sich mit der Analyse einzelner Aktien beschäftigen zu müssen. Sie lassen sich je nach Schwerpunkt untergliedern in Stammaktien-Fonds, die einen langfristigen Kapitalzuwachs anstreben, sowie Wachstums-Fonds und Performance Fonds, die – vor allem Letztere noch stärker – sehr risikoorientiert sind. Bei den Rentenfonds sind als Unterarten alle Arten von festverzinslichen Wertpapieren denkbar. Trotz Unübersichtlichkeit des Marktes sind Risiken bei Rentenanlagen grundsätzlich weniger vorhanden als im Aktienbereich, weshalb sich der Anleger überlegen muss, ob er die Mehrkosten gegenüber der Direktanlage für die Auswahlleistung in Anspruch nehmen will, selbst wenn es der Investmentgesellschaft gelingt, von Zeit zu Zeit bessere Ergebnisse zu realisieren. Immobilienfonds investieren in unbebaute und bebaute Grundstücke. Der Grundgedanke des Investmentwesens kommt hier besonders gut zum Ausdruck, da es Anlegern mit kleinsten Beträgen ermöglicht wird, sich an Immobilien in Millionenhöhe zu beteiligen. Liegt dagegen kein eindeutiger Schwerpunkt vor, handelt es sich um einen gemischten Fonds. Diese investieren gemäß den in den Vertragsbedingungen genannten Anlagezielen, wobei der jeweilige Anteil am Fondsvermögen abhängig von der aktuellen Markteinschätzung durch das Fondsmanagement ist. Neben diesen Hauptanlagebereichen kann man sich zumindest theoretisch jedes beliebige Anlageinstrument zur Fondsanlage vorstellen. Je nach Anlageinstrument gibt es Fonds mit bestimmten Schwerpunktbildungen nach Branchen (zum Beispiel Chemiewerte) oder Regionen (zum Beispiel Frankreich, Asien).⁸⁰

Hauptmangel der beschriebenen Gruppen ist die Heterogenität der zu ihnen gehörenden Elemente. Zwar existieren für Auswahlentscheidungen und Wertentwicklungsvergleiche mehrere Gruppensysteme von verschiedenen Institutionen. Diese scheitern jedoch vor allem an der Nichtvergleichbarkeit der individuell konstruierten Fonds. Solange die Fonds

⁷⁹ Vgl. Jacob 1996: 133–143 (zu Anlagegrenzen).

⁸⁰ Vgl. May 2009, S. 98 (ergänzend).

einer Gruppe nicht einen einheitlichen Rahmen besitzen, innerhalb dessen sich die Auswahlleistung des Fondsmanagements vollziehen muss, sind Fonds nicht vergleichbar, da faktisch jeder einzelne Fonds eine wählbare Gruppe bildet. Eine unterschiedliche Nutzwertentwicklung der Fonds einer Gruppe muss daher nicht ausschließlich durch die Leistungen des Fondsmanagements verursacht sein.

Dachfonds

Von zunehmender Bedeutung sind Fonds, die andere Fondsanteile erwerben. In der Literatur wird dieses Finanzinstrument primär unter dem Stichwort „Dachfonds“ diskutiert. Daneben sind in diesem Zusammenhang die Begriffe Umbrella-Fonds und Parallel-Fonds zu erörtern.

Während Dachfonds im weiteren Sinne Investmentanteile unabhängiger Dritter erwerben, investieren Dachfonds im engeren Sinne ausschließlich in Anteile des gleichen oder eines verbundenen Investmentunternehmens. Des Weiteren kann danach unterschieden werden, ob Dachfonds nur aus Investmentanteilen oder auch aus anderen Anlageformen bestehen. Eine besondere Form von Dachfonds sind Parallelfonds, die ihr gesamtes Fondsvermögen in Anteile eines zu ihrer Gruppe gehörenden Fonds investieren, sodass sie lediglich eine verkleinerte Ausgabe desselben sind.

Streng zu unterscheiden von den Dachfonds sind die Umbrella-Fonds („Schirm“-Fonds), bei denen es sich um einen Zusammenschluss mehrerer Fonds handelt, zwischen denen Tauschmöglichkeiten bestehen. Der Begriff Umbrella-Fonds stellt also nur eine Sammelbezeichnung für mehrere Unterfonds dar. Die Unterfonds können deshalb keine Anteile an dem Umbrella-Fonds erwerben.⁸¹

Laufzeit und Handel

Nach der ursprünglichen geplanten Dauer der Kapitalbereitstellung lassen sich Fonds mit nicht im Voraus bestimmter Laufzeit von Laufzeitfonds unterscheiden. Laufzeitfonds zeichnen sich folglich durch die Eigenschaft einer im Voraus bestimmten Laufzeit aus. Sie legen den Anlagezeitraum also auf eine bestimmte Frist fest, nach deren Ablauf der Fonds aufgelöst und das Fondsvermögen verteilt wird. Eine vorzeitige Rückgabe ist dadurch nicht ausgeschlossen. Mit dem geplanten Rückgabetermin wird teilweise eine Garantie über die Höhe des Rückgabebetrags verbunden. Laufzeitfonds sind somit besonders interessant für Anleger, die ihr Kapital für ein konkretes Ziel nach einer bestimmten Frist zu rückerhalten wollen und während der Laufzeit flexibel bleiben möchten. In der Praxis überwiegen zurzeit die Fonds mit unbegrenzter Laufzeit. Bei den Laufzeitfonds sind keine Standardisierungen von Laufzeiten feststellbar.

Die Organisation des Sekundärhandels erlangt primär bei Anteilen an geschlossenen Fonds Bedeutung. Sekundärübertragungen bei offenen Fonds sind wegen der bestehenden Rücknahmeverpflichtung der Fondsgesellschaft nicht zwingend notwendig. In der Praxis haben

⁸¹ Vgl. Eilenberger et al. 2008, S. 120 (ergänzend zu Dachfonds).

sich in den letzten Jahren jedoch auch börsengehandelte Sondervermögen (Exchange-traded fund (ETF)) herausgebildet, die sich bezüglich der Anlagestrategie primär an Indizes orientieren und damit passiv gemanagt werden.⁸²

Beurteilung

Eine abschließende Beurteilung von offenen Fonds führt zu folgenden Ergebnissen. Eine relative Sicherheit ist in Deutschland durch die Vorschriften des Investmentgesetzes gewährleistet. Dies schließt jedoch nicht Verluste durch Wertveränderungen der im Fonds enthaltenen Vermögensgegenstände aus. Durch die Rücknahmeverpflichtung bei offenen Fonds ist die Kapitalanlagegesellschaft zu einer Liquiditätshaltung gezwungen, die zu dem Rentabilitätsziel konfliktär sein kann. Dadurch sind auch langfristige Konzepte in Marktsegmenten mit geringer Liquidität nur in beschränktem Umfang möglich. Hier bieten die im Anschluss zu erörternden geschlossenen Fonds Vorteile.

2.3.3 Geschlossene Fonds

Im Laufe der letzten Jahre nahm das Interesse für Beteiligungen an Schiffen, Zweitmarktlebensversicherungen, Filmprojekten und anderen Investitionsmöglichkeiten deutlich zu. Sie stellen für Viele eine passende Ergänzung zu klassischen Investments, wie beispielsweise Aktien oder Immobilien, dar. Diese Formen von Beteiligungen werden meist als „geschlossener Fonds“ vermarktet.⁸³

Im Folgenden wird auf die Themen Begriff und Merkmale, Rechtsrahmen, Investitionsgüter, Laufzeit und Zweitmarkt, Mindestanlagen und Nachschüsse sowie die steuerliche Behandlung näher eingegangen.

Begriff und Merkmale

Geschlossene Fonds dienen häufig zur Finanzierung größerer fest definierter Investitionsprojekte (zum Beispiel Immobilienerwerb). Die Investition in einen geschlossenen Fonds ist in der Regel nur innerhalb eines definierten Zeitraumes möglich (Platzierungszeitraum, Emissionszeitraum). Der Fonds wird endgültig geschlossen, sobald das Investitionsvolumen erreicht ist. Ab diesem Zeitpunkt sind keine weiteren Zeichnungen mehr möglich. An einem im Vorfeld bestimmten Zeitpunkt wird das Fondskapital anschließend wieder an die Investoren ausgezahlt. In der Regel handelt es sich bei einem geschlossenen Fonds um ein Beteiligungsgeschäft, bei welchem der Käufer Anteilseigner und Miteigentümer einer Gesellschaft wird. Durch die Investition in geschlossene Fonds trägt der Investor folglich die Risiken „echter“ Beteiligungen.⁸⁴

⁸² Vgl. Lamprecht 2010, S. 5–6 (ergänzend).

⁸³ Vgl. Killinger 2008, S. 124.

⁸⁴ Vgl. Rosa 2009, S. 25.

In der Literatur findet sich keine eindeutige Definition eines geschlossenen Fonds. Ihnen werden jedoch immer wieder die gleichen Merkmale zugeschrieben, durch welche sich ein geschlossener Fonds eindeutig charakterisiert. Folgende Identifikationsmerkmale sind charakteristisch für einen geschlossenen Fonds:

- Anlageinstrumente innerhalb des Fonds sind dem Investor bekannt
- Maximales Investitionsvolumen ist genau definiert
- Verhältnis zwischen Eigenkapital und Fremdkapital ist genau definiert
- Emissionsprospekt, welches von einer Aufsichtsbehörde genehmigt werden muss
- Vorformuliertes Vertragswerk

Da der Finanzmarkt sich stetig weiterentwickelt und Anbieter von Finanzprodukten immer neue innovative Finanzinstrumente auf den Markt bringen, können in bestimmten Fällen Abweichungen zu den oben genannten Merkmalen vorkommen. Beispielsweise existieren auch geschlossene Fonds (sog. Blindpools), bei denen die Fondsobjekte dem Investor zum Emissionszeitpunkt nicht bekannt sind. Diese Blindpools sind häufig in den Bereichen Private Equity und Medien zu finden.⁸⁵

Rechtsrahmen

Auch geschlossene Fonds sind heute strenger reglementiert. Alle diesbezüglichen Beteiligungsangebote müssen vor Beginn des Vertriebs von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) genehmigt werden. Die Behörde prüft jedoch lediglich, ob formale Kriterien eingehalten werden. Eine inhaltliche Prüfung findet nicht statt. Die Initiatoren von geschlossenen Fonds müssen keine speziellen gesetzlichen Anforderungen erfüllen, sodass grundsätzlich jeder einen derartigen Fonds platzieren kann.⁸⁶

Als rechtlicher Rahmen für einen geschlossenen Fonds wird häufig eine GmbH & Co. KG gegründet. Die Anleger beteiligen sich als Kommanditist an der Gesellschaft, sodass ihre Haftung auf den Betrag der Einlage beschränkt ist. Die GmbH dient als Verwaltungsgesellschaft.⁸⁷

Alternativ ist ein Fonds in der Rechtsform einer Gesellschaft des bürgerlichen Rechts (GbR) denkbar. Die Investoren haften bei dieser Variante unbeschränkt mit ihrem Gesellschafts- und Privatvermögen.⁸⁸

Investitionsgüter

Immobilien stellen einen bedeutenden Bereich für geschlossene Fonds dar. Im Gegensatz zu den anderen gängigen Anlageinstrumenten von geschlossenen Fonds besteht alternativ

⁸⁵ Vgl. Pelikan 2007, S. 13.

⁸⁶ Vgl. Killinger 2008, S. 125.

⁸⁷ Vgl. Pilz 2007, S. 43.

⁸⁸ Vgl. Pilz 2007, S. 45.

die Möglichkeit, Immobilien über einen offenen Fonds zu erwerben. Von besonderer Bedeutung bei einem geschlossenen Immobilienfonds ist der Fondsinitiator. Häufig erfolgt die Initiierung noch bevor die eigentliche Anlage baulich fertiggestellt ist, also noch während der Bau- oder gar der Entwicklungsphase. Das Volumen bzw. die Portfoliogröße eines geschlossenen Immobilienfonds kann sehr stark variieren und wird vom Initiator festgelegt. Außerdem bestimmt er im Rahmen der Auflegungsphase die bedeutendsten Fondsparameter, wie beispielsweise die Rechtsform, das Volumen, die Immobiliengruppe bzw. Immobilienart und den Grad der Streuung des Kapitals auf einzelne oder mehrere Objekte. Geschlossene Fonds haben gegenüber offenen Fonds den Vorteil, dass sie transparenter sind und somit einen Informationsvorteil bieten. Es ist für den Investor bzw. dem potentiellen Investor, speziell in Projekten mit niedriger Streuung bzw. mit der Fokussierung auf einzelne Anlagen, erheblich einfacher zu erkennen, in welche Immobilie er investiert sowie mit welchem wirtschaftlichen Nutzen und Risiko diese behaftet ist.⁸⁹

Da auch Schiffe relativ teure Objekte sind, erfordert die Finanzierung oft mehrere Kapitalgeber. Früher beteiligten sich meist nur wenige Kapitalgeber an einem Schiff und übernahmen auch eine persönliche Haftung. In den letzten Jahren hat sich ergänzend die Möglichkeit entwickelt, Schiffe über Publikumsfonds in Form von geschlossenen Fonds zu erwerben. Voraussetzung war die Bildung entsprechender Vertriebsstrukturen von Banken und unabhängigen Beratern.⁹⁰

Weitere Investitionsbereiche von geschlossenen Fonds sind regenerative Energie (Windkraft, Sonne, Biogas), Filme, Aufkauf von Kapitallebensversicherungen, Wagnisfinanzierungen (Venture Capital), Private Equity oder Kunst.⁹¹

Laufzeit und Zweitmarkt

Geschlossene Fonds sind aufgrund der Eigenschaft, dass das darin investierte Kapital für einen festen Zeitraum gebunden ist, nur für langfristige Anlagen geeignet. Die Laufzeit eines geschlossenen Fonds beträgt in der Regel 10-25 Jahre. Die Übertragung von Fondanteilen ist häufig durch die Verschiedenartigkeit der Produkte sowie gesellschaftsrechtliche Restriktionen mit sehr hohem Aufwand verbunden und dadurch ineffizient. Bei einem geschlossenen Fonds ist der Initiator bzw. die Fondsgesellschaft nicht verpflichtet, Anteile vor der vertraglich festgelegten Fondauflösung zurückzunehmen, weshalb sich ein Verkauf oftmals nur realisieren lässt, wenn man persönlich einen Käufer findet.⁹²

In den letzten Jahren bildeten sich sogenannte „Zweitmärkte“ für geschlossenen Fonds heraus. Teilweise haben auch die Initiatoren und das Internet entsprechende Handelsmöglichkeiten geschaffen.⁹³

⁸⁹ Vgl. Zajonz 2010, S. 33–34.

⁹⁰ Vgl. Killinger 2008, S. 126.

⁹¹ Vgl. Pilz 2007, S. 42.

⁹² Vgl. Rosa 2009, S. 25–26.

⁹³ Vgl. Killinger 2008, S. 125.

Mindestanlagen und Nachschusspflichten

Die Mindestanlagesummen bei geschlossenen Fonds bewegen sich häufig zwischen 5.000 Euro und 100.000 Euro, wobei ein Trend nach unten festzustellen ist, um breitere Zielgruppen anzusprechen.⁹⁴

Viele geschlossene Fonds legen in ihren Vertragsbedingungen eine Nachschusspflicht fest. Der Anleger muss dann auf Anforderung entsprechende Beträge nachzahlen. Abhängig vom Haftungsumfang (Kommanditist, Gesellschafter einer Gesellschaft bürgerlichen Rechts) kann dies eine erhebliche finanzielle Belastung für den Anleger bedeuten.⁹⁵

Steuerliche Behandlung

Bei geschlossenen Fonds sind häufig steuerliche Aspekte von besonderer Bedeutung. Die Tonnagesteuer bei Schiffen führt zum Beispiel grundsätzlich zu einer niedrigeren steuerlichen Belastung der Einkünfte. Andere Regelungen, wie die Steuerbefreiung von Veräußerungserlösen, die Nutzung von Abschreibungsregelungen oder Doppelbesteuerungsabkommen führen im Vergleich zu anderen Anlageformen zu einer steuerlichen Begünstigung. Das Steuerrecht unterliegt jedoch schnellen Veränderungen, sodass die entsprechende Vorteilhaftigkeit stets erneut zu prüfen ist.⁹⁶

Beurteilung

Im Vergleich zu offenen Fonds haben geschlossene Fonds den Vorteil, dass geringere Liquiditätsreserven gehalten werden können, weil für eventuelle Anteilrückgaben keine liquiden Mittel vorhanden sein müssen, sodass Anleger mit geringer Liquiditätspräferenz eine höhere Rendite erzielen können. Bei geschlossenen Fonds entfällt des Weiteren das Problem, nicht notierte Anlagegegenstände des Fondsvermögens ständig bewerten zu müssen. Nachteilig ist jedoch die fehlende Rückgabemöglichkeit, wenn die Anlagepolitik der Investmentgesellschaft nicht mehr den Zielen des Anlegers entspricht. Liquiditätsbedürfnisse von Anteilinhabern könnten aber durch die Einbeziehung von geschlossenen Fonds in einen Sekundärmarkt berücksichtigt werden. Hauptnachteil von geschlossenen Fonds sind jedoch die weitaus höheren Risiken als Folge der grundsätzlich geringeren Streuung der Anlageinstrumente und der weniger restriktiven Vorgaben des Gesetzgebers.

2.3.4 Hedgefonds

Seit den neunziger Jahren wird das Thema Hedgefonds mit einem steigenden internationalen Medieninteresse, aber auch akademischen Interesse begleitet. Als Gründe hierfür können die hohe Flexibilität, die geringe Regulierung, Steuervorteile, eindrucksvolle Wachstums- aber auch Verlustraten und finanzpolitische Diskussionen auf internationaler Ebene

⁹⁴ Vgl. Rosa 2009, S. 25.

⁹⁵ Vgl. Rosa 2009, S. 28.

⁹⁶ Vgl. Killinger 2008, S. 125–126.

über eine schärfere Regulierung genannt werden. Außerdem wurde in den letzten Jahren vermehrt über spektakuläre Erfolge sowie auch Misserfolge verschiedener Hedgefonds-Manager berichtet, was wesentlich zu einer Steigerung der Popularität beitrug.⁹⁷

Begriff

Bei Hedgefonds handelt es sich um Fonds mit einer geringen Regulierung sowie der Möglichkeit, eine Vielzahl von Anlageinstrumenten zu nutzen. Im Gegensatz zu traditionellen Fonds orientieren sich Hedgefonds nicht an einer Benchmark, sondern versuchen unabhängig von einem fallenden oder steigenden Markt eine absolute Rendite zu erzielen. In den USA zählen Hedgefonds bereits seit Langem zu den anerkannten Anlageformen. In Deutschland wurden die rechtlichen Rahmenbedingungen für den Handel mit Hedgefonds jedoch erst am 01.01.2004 im Zuge des Investmentmodernisierungsgesetzes geschaffen.⁹⁸

Renditeziele und Flexibilität

Im Vergleich zu traditionellen Fonds unterscheiden sich Hedgefonds deutlich durch ihr Ertragsprofil. Traditionelle Fonds verfolgen immer ein relatives Renditeziel. Das bedeutet, dass sie sich immer an einer Benchmark (Messlatte) orientieren. Dies kann zum Beispiel der Deutsche Aktienindex (DAX) für einen Aktienfonds sein, der überwiegend in deutsche Standardwerte investiert. Hedgefonds hingegen streben immer ein absolutes Renditeziel an. Sie versuchen also unabhängig von der aktuellen Marktsituation und unabhängig von der Benchmark Gewinne zu erwirtschaften. Hedgefonds sind zudem deutlich flexibler als traditionelle Fonds. Hedgefonds können auf allen Märkten in alle Assetklassen investieren und dabei jede beliebige Strategie nutzen. Traditionelle Fonds hingegen legen sich häufig auf bestimmte Märkte sowie bestimmte Assetklassen fest und sind zudem durch viele Restriktionen eingeschränkt. Hedgefonds entziehen sich diversen Regulierungen durch die Wahl ihrer Geschäftsform und den offiziellen Standort der Fondsgesellschaft.⁹⁹

Anlagepolitik

Wie bereits erwähnt sind Hedgefonds sehr heterogen strukturiert und in ihrer Anlagepolitik wenig limitiert. So dürfen sie zum Beispiel grundsätzlich Leerverkäufe tätigen. Bei einem Leerverkauf werden Anlageinstrumente verkauft, ohne sie zu besitzen. Bis zum Erfüllungstermin hofft der zur Lieferung Verpflichtete dann auf fallende Kurse und kann so einen Gewinn erzielen. Sehr charakteristisch für Hedgefonds ist auch die Nutzung des Hebeleffektes (Aufnahme von Fremdkapital, Einsatz von Derivaten), um den Gewinn zu maximieren. Häufig werden Hedgegeschäfte getätigten, um das dadurch entstehende hohe Risiko zu minimieren. Auch wird versucht Preisunterschiede auf verschiedenen Märkten zu nutzen und somit durch Käufe und fast gleichzeitige Verkäufe Arbitragewinne zu generieren. Insgesamt agieren Hedgefonds sehr risikoreich und kurzfristig im Vergleich zu

⁹⁷ Vgl. Nolte 2009, S. 1.

⁹⁸ Vgl. Scharfen 2008, S. 7.

⁹⁹ Vgl. Bloss et al. 2009, S. 234.

traditionellen Fonds. Dies ermöglicht, wie bereits erwähnt, hohe Gewinne, aber auch hohe Verluste. Für nachhaltige Investitionen sind sie daher weniger geeignet.¹⁰⁰

Sonstige Merkmale

Aufgrund des Strebens nach einem absoluten Renditeziel und der Eigenschaft, dass sich Hedgefonds nicht an einer Benchmark orientieren, korrelieren Hedgefonds auch nur sehr gering mit der Weltbörsen. Im besten Fall korrelieren sie auch nur gering mit sonstigen Anlagemarkten (zum Beispiel Rohstoffmarkt). Hedgefonds gelten als intransparent, da die genaue Zusammensetzung des Portfolios nicht veröffentlicht werden muss. Lediglich der Fondsmanager selbst weiß genau darüber Bescheid und ist dazu befähigt, Änderungen vorzunehmen. Durch eine Veröffentlichung der Zusammensetzung der Portfolios bzw. der Strategie eines Hedgefonds könnten Nachahmer den Gewinn signifikant verringern.¹⁰¹

Damit Hedgefonds-Manager ihre Strategien auch umsetzen können, ist ein großes Fondsvermögen notwendig. Die Zielgruppe für Hedgefonds ist daher weniger die breite Masse als vielmehr wohlhabende Privatkunden oder institutionelle Anleger. Diese müssen häufig einen Mindestkapitaleinsatz von 100.000 US-Dollar bei neuen Fondsmanagern und mehreren Millionen US-Dollar bei etablierten Fondsmanagern aufbringen.¹⁰²

Hedgefonds gelten zudem als illiquides Investment. Verkäufe werden durch sog. Lock-Up Perioden eingeschränkt. Dabei handelt es sich um Fristen, in denen der Investor keinen Zugriff auf sein in den Hedgefonds investiertes Kapital hat. In einigen Fällen besteht jedoch die Möglichkeit des Soft Lock-Up, wobei der Investor sein Kapital gegen eine „Strafzahlung“, die bei ca. 3-5 % liegt, dem Hedgefonds entnehmen darf. Damit wollen Hedgefonds-Manager die Häufigkeit und den Umfang der Zu- und Abflüsse reduzieren.¹⁰³

Arten

Es existieren verschiedene Arten von Hedgefonds. Wie aus der Abbildung 2.10 ersichtlich, sind Single-Hedgefonds, Dach-Hedgefonds, investierbare Hedgefonds-Indizes und Hedgefonds-Replikationen zu unterscheiden.

- Traditionell wird direkt in Hedgefonds investiert, was als Single-Hedgefonds bezeichnet wird. Der Investor muss hierbei den Mindestkapitaleinsatz und die Kapitalbindungsfrist der Lock-Up Periode berücksichtigen. Die direkte Investition in Hedgefonds gestaltet sich in Bezug auf das Risikomanagement, die Diversifikationsmöglichkeiten und die Performancekontrolle häufig aufwendig.
- Dachhedgefonds stellen eine weitere Möglichkeit für interessierte Investoren dar. Eine Investition in Dachhedgefonds ist weniger aufwendig als eine Investition in Single-Hedgefonds, da keine eigenen Kapazitäten für Research, Monitoring oder eigenes

¹⁰⁰ Vgl. Zantow und Dinauer 2011, S. 119.

¹⁰¹ Vgl. Scharfen 2008, S. 12.

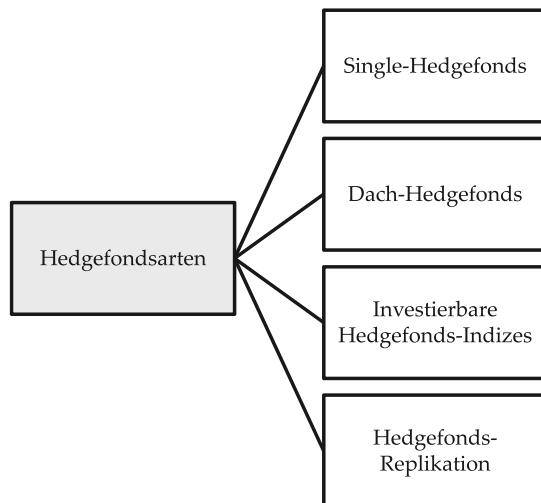
¹⁰² Vgl. Bloss et al. 2009, S. 237.

¹⁰³ Vgl. Nolte 2009, S. 23–24.

Hedgefondsmanagement eingesetzt werden müssen. Speziell für die Diversifikation des Hedgefonds-Portfolios eignen sich Dachhedgefonds sehr gut. Abgeleitet vom Kapitalzufluss zu Dachhedgefonds lässt sich eine zunehmende Popularität dieser Investitionsform feststellen.

- Bei investierbaren Hedgefonds-Indizes handelt es sich um eine Anlageform, die es dem Investor ermöglicht, in einzelne Strategieindizes oder einen Gesamtindex von verschiedenen Anbietern zu investieren. Der Hedgefonds-Index kann dabei beispielsweise über Index-Zertifikate abgebildet werden. Abhängig vom Anbieter können Verlustrisiko und Kosten sehr stark variieren.
- Hedgefonds-Replikationen sind keine Hedgefonds im eigentlichen Sinne, sondern deren Nachbildung mit handelbaren Finanzinstrumenten. Voraussetzung ist, dass entsprechende Informationen vorliegen und die benötigten Finanzinstrumente zur Verfügung stehen.¹⁰⁴

Abbildung 2.10 [Arten von Hedgefonds]



2.4 Derivate

Das Kapitel Derivate geht nach einer Darstellung der gemeinsamen Merkmale von Derivaten auf bedingte Termingeschäfte, unbedingte Termingeschäfte und Swaps sowie Zertifikate ein.

¹⁰⁴ Vgl. Jonas 2009, S. 43–45 (zu Arten).

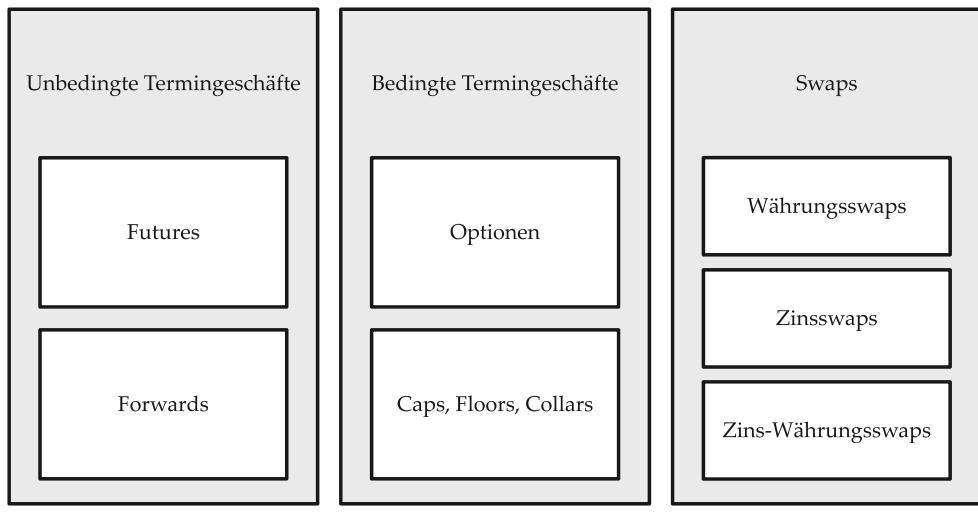
2.4.1 Gemeinsame Merkmale

Gegenstand des folgenden Kapitels sind Begriffserläuterungen, Systematisierungen, die Erläuterung von Motiven für den Handel von Derivaten sowie der hier existierende Hebeleffekt.

Begriff, Arten, Basiswerte

Derivate sind Finanzinstrumente, deren Preise sich abhängig von Marktbezugswerten (Basiswerte) ändern. Basiswerte sind zum Beispiel Wertpapiere oder Rohstoffe. Es werden grundsätzlich unbedingte Termingeschäfte, bedingte Termingeschäfte sowie Swaps unterschieden. Die unbedingten Termingeschäfte unterteilen sich in Futures und Forwards, die bedingten Termingeschäfte in Optionen sowie Caps, Floors und Collars. Bei Swaps existieren drei Grundformen: Währungsswaps, Zinsswaps und Zins-Währungsswaps. Eine detaillierte Klassifizierung der derivativen Produkte findet sich bei der European Structured Investment Products Association (Eusipa). Alternative Kategorisierungen stellt der Deutsche Derivate Verband oder der Schweizerische Verband für strukturierte Produkte zur Verfügung. Die Abbildung 2.11 fasst die Erläuterungen nochmals zusammen.¹⁰⁵

Abbildung 2.11 [Systematisierung von Derivaten]



¹⁰⁵ Vgl. Zantow und Dinauer 2011, S. 363 (ergänzend).

Als Basisobjekte für Derivate sind grundsätzlich alle zuvor erörterten Anlageformen sowie Termingeschäfte selbst denkbar. Wegen deren Vielzahl werden in der Praxis jedoch oft Indizes und synthetische Formen als Basisobjekte ausgewählt. Beide eignen sich insbesondere dann als Basisobjekte, wenn einzelne Märkte in ihrer Gesamtheit ohne gezielte Titelselektion erworben werden sollen. Daneben finden insbesondere Währungen als Basisobjekte Verwendung.

Motive und Handel

Derivate können neben der Spekulation, bei der die durch den Hebeleffekt entstehenden größeren Risiken und Chancen zu berücksichtigen sind, und der Arbitrage zwischen Kassa- und Terminmarkt zur Risikoabsicherung verwendet werden. Anlass für eine Absicherung kann entweder eine bestehende Halteposition oder ein bevorstehendes Engagement auf dem Kassamarkt sein. Mit den genannten Funktionen in Zusammenhang steht die Möglichkeit, Termingeschäfte zu schnellen und kostengünstigen strategischen Umschichtungen von Anlagen zu nutzen, indem der bestehende Bestand durch ein Termingeschäft neutralisiert und eine Neupositionierung mit einem anderen Termininstrument vorgenommen wird. Durch Kombinationen der verschiedenen Termingeschäfte können für Zwecke der Spekulation, der Arbitrage, der Risikoabsicherung und der Umschichtung maßgeschneidernte Strategien konstruiert werden.

Der Handel von Derivaten findet sowohl an Börsen als auch außerbörslich statt. Im außerbörslichen Handel (OTC = over the counter) werden die Verträge individuell ausgestaltet. Der Abschluss kann unabhängig von offiziellen Börsenzeiten stattfinden. Nachteilig ist jedoch das bestehende Bonitätsrisiko in Bezug auf den Kontrahenten und die im Vergleich zum Börsenhandel geringere Liquidität, da durch den individuellen Zuschnitt die Anzahl potenzieller Übernehmer geringer ist.¹⁰⁶

Hebeleffekt

Typisch für Derivate ist ein Hebeleffekt (Leverage Effekt), mit dem sich gegenüber dem Kassageschäfte deutlich höhere Gewinne bei gleicher Kursentwicklung des Basisobjekts realisieren lassen. Aber auch deutlich höhere Verluste sind möglich, da sich das Risiko eines Verlustes proportional zum möglichen Gewinn verhält. Folgendes Beispiel soll den Hebeleffekt verdeutlichen: Geht ein Investor davon aus, dass der Kurs einer Aktie in den nächsten drei Monaten steigen wird, so hat er die Möglichkeit, entweder in die Aktie direkt oder in deren Derivate zu investieren. Angenommen der aktuelle Kurs der Aktie steht bei 10 € und steigt innerhalb der nächsten drei Monate auf 15 €. Bei einem Investitionsvolumen von 5.000 € und der alleinigen Investition in Aktien hätte der Investor 500 Aktien kaufen können und folglich einen Gewinn von 2.500 € erzielt (500×5).

¹⁰⁶ Vgl. Ratz 2008, S. 50.

Das gleiche Investitionsvolumen würde alternativ zum Beispiel den Kauf von 5.000 Kaufoptionen zum Kaufpreis von 1 € pro Stück ermöglichen. Bei einer analogen Gewinnentwicklung des Derivats wäre nun ein Kursgewinn von 25.000 € möglich (5.000 x 5). Abzüglich der Kosten von zum Beispiel 5.000 € würde der Gewinn 20.000 € betragen und wäre damit acht Mal höher als beim direkten Kauf der Aktie.¹⁰⁷

2.4.2 Bedingte Termingeschäfte

Bedingte Termingeschäfte lassen sich primär in unverbriefte Optionen und Optionsscheine unterscheiden. Ergänzend sind Caps, Floors und Collars als Optionen zu betrachten. Das folgende Kapitel erörtert die genannten Instrumente und geht anschließend auf die Grundkonstellationen einer Kauf- und Verkaufsoption ein.

Unverbriefte Optionen

(Unverbriefte) Optionen lassen sich in Kauf und Verkaufsoptionen unterteilen. Bei einer Kaufoption (Call) verpflichtet sich der Verkäufer (Stillhalter) der Option, dem Käufer (Optionsrechtsinhaber) ein vereinbartes Objekt zu einem bei Vertragsabschluss festgelegten Preis innerhalb eines vorbestimmten Zeitraums zu liefern, wenn der Optionsrechtsinhaber dies verlangt. Analog geht der Verkäufer einer Verkaufsoption (Put) die bedingte Pflicht ein, das Vertragsobjekt von dem Optionsrechtsinhaber abzunehmen.¹⁰⁸

Optionsscheine

Eng verwandt mit einer Option ist der Optionsschein. Bei diesem handelt es sich um ein Wertpapier, das ein Bezugs- oder Veräußerungsrecht zu einem festgelegten Basispreis verbrieft. Er unterscheidet sich von der Option nur durch die wertpapiermäßige Verbierung. Wirtschaftlich gesehen besteht somit zwischen Optionsscheinen und Optionen kein Unterschied. Bei vergleichbaren Konditionen existiert deshalb ein Konkurrenzverhältnis.

Optionsscheine wurden ursprünglich nur in Verbindung mit einer Optionsanleihe ausgegeben. Der Optionsschein hatte hierbei die Funktion, die Minderverzinsung der Anleihe auszugleichen. Die „nackten“ Optionsscheine unterscheiden sich durch die Art der Platzierung, die nicht in direktem Zusammenhang mit einer Anleihe steht, von der Grundform. Neben Call-Optionsscheinen existieren auch Put-Optionsscheine und kombinierte Call-Put-Warrants, die entweder während eines bestimmten Zeitraums oder zu bestimmten Zeitpunkten ausgeübt werden können.¹⁰⁹

¹⁰⁷ Vgl. Fleck 2009, S. 7 (zu Hebeleffekt).

¹⁰⁸ Vgl. Liebwein 2009, S. 447 (ergänzend).

¹⁰⁹ Vgl. Schönenfeld 2007, S. 5–6 (ergänzend zu Optionsscheine).

Caps, Floors und Collars

Als eine besondere Form von Optionen können auch Caps, Floors und Collars interpretiert werden, die eine Vereinbarung über Zinsober-, Zinsunter- oder Zinsober- und Zinsuntergrenzen darstellen. Diese Finanzinstrumente können sowohl zur Ergänzung einer variablen Verzinsungsvereinbarung Verwendung finden als auch – durch Trennung von einer Anleihe oder als von vornherein eigenständige Vereinbarung – isoliert gehandelt werden. Der Verkäufer verpflichtet sich dann, die Differenz zwischen Marktzins und vereinbartem Mindest- bzw. Höchstzins für einen bestimmten Betrag und eine festgelegte Periode auszugleichen. Dafür erhält er eine Prämie.

Erfolgsprofile

Der mit den zuvor erläuterten Optionsgeschäften erzielbare Gewinn und Verlust hängt insbesondere davon ab, ob sich der Anleger in der Käuferposition oder Verkäuferposition (Stillhalterposition) befindet. Werden mehrere Optionsgeschäfte als Paket getätigkt, was in der Praxis nicht unüblich ist, kann gleichzeitig eine Käufer- und Verkäuferposition vorliegen.

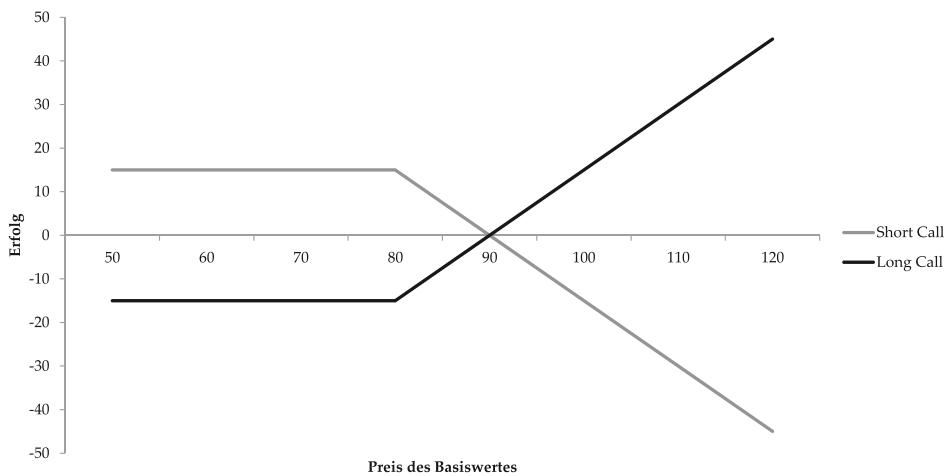
Als Käufer einer Kaufoption erzielt der Anleger einen Gewinn, wenn der aktuelle Marktpreis gestiegen ist, da er dann das Optionsobjekt zum niedrigeren Basispreis beziehen und zum höheren Marktpreis verkaufen kann bzw. die Möglichkeit besitzt, die Option selbst zu einem über dem Einstandspreis liegenden Wert zu veräußern. Während das Gewinnpotential hier unbegrenzt ist, können Verluste maximal bis zur Höhe der gezahlten Optionsprämie auftreten, da kein Ausübungzwang für die Option besteht. Analog kann der Anleger durch den Kauf einer Verkaufsoption bei fallenden Kursen theoretisch unbegrenzte Gewinne erzielen, denen bei einem Kursanstieg höchstens der Verlust der Optionsprämie gegenübersteht. Mit dem Kauf einer Verkaufsoption lässt sich aber auch eine bestehende Aktienposition gegen einen Kursrückgang absichern.

Befindet sich der Anleger dagegen sowohl bei einer Kauf- als auch bei einer Verkaufsoption in der Verkäufer- bzw. Stillhalterposition, steht einem auf die Optionsprämie begrenzten Gewinn die Möglichkeit eines theoretisch unbegrenzten Verlustes gegenüber, dessen Höhe bei Kaufoptionen mit steigenden und bei Verkaufsoptionen mit fallenden Kursen zunimmt. Das Eingehen einer solchen Stillhalterposition kann für den Anleger insbesondere dann sinnvoll sein, wenn er mit einer Kursentwicklung rechnet, die den jeweiligen Kontrahenten davon abhängt, sein Optionsrecht auszuüben. Dies können zum Beispiel auch relativ gleich bleibende Kurse sein. Die erhaltene Optionsprämie erhöht dann das Vermögen, ohne dass eine Leistung gegenüber dem Optionskäufer erbracht werden muss. Das Optionsgeschäft bietet folglich eine zusätzliche Einnahmequelle.

Folgende Abbildungen stellen die asymmetrische Auszahlungsstruktur von Optionen grafisch dar. Alle Einflussgrößen der Optionen sind dabei identisch. Die Position bei einem Kauf wird durch die „Long Position“ und die Position bei einem Verkauf durch die „Short Position“ abgebildet. Im Beispiel beträgt der Wert einer Option 15 und der Ausübungspreis liegt bei 80. Aus **Abbildung 2.12** ist zu erkennen, dass der maximale Verlust des Käufers

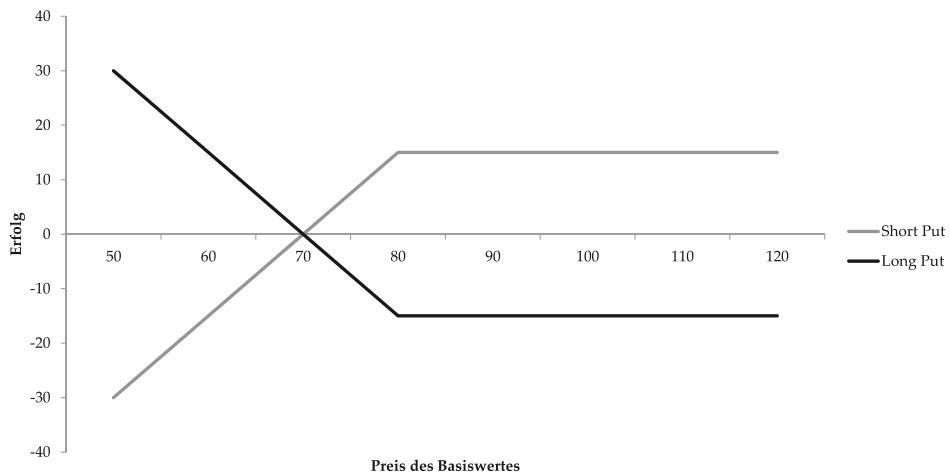
(Long) des Calls bei 15 liegt, wobei er gleichzeitig unbegrenzte Gewinnmöglichkeiten hat. Der Verkäufer hingegen hat einen maximalen Gewinn von 15, aber das Risiko eines unbegrenzten Verlustes bzw. eines entgangenen Gewinns. Aus der **Abbildung 2.13** lässt sich erkennen, dass auch bei einem Put der Käufer einen maximalen Verlust von 15 hat. Der Verkäufer hat einen maximalen Gewinn von 15 und einen vom Basiswert begrenzten möglichen Verlust.¹¹⁰

Abbildung 2.12 [Erfolgsprofile für Käufer und Verkäufer einer Kaufoption]



¹¹⁰ Vgl. Liebwein 2009, S. 448-449 (ergänzend).

Abbildung 2.13 [Erfolgsprofile für Käufer und Verkäufer einer Verkaufsoption]



2.4.3 Unbedingte Termingeschäfte und Swaps

Neben den zuvor erörterten bedingten Termingeschäften existieren unbedingte Termingeschäfte und Swaps, die Gegenstand des folgenden Kapitels sind. Da Swaps, wie weiter unten erörtert, eine Kombination eines Kassageschäftes mit einem unbedingten Termingeschäft bilden, kann ihre Zuordnung zu den unbedingten Termingeschäften erfolgen.

Begriff und Arten unbedingter Termingeschäfte

Unbedingte Termingeschäfte beinhalten für beide Vertragspartner die unbedingte Verpflichtung, zu einem bestimmten Zeitpunkt ein vereinbartes Objekt – zum Beispiel Wertpapiere, Edelmetalle, Devisen oder Waren – zu einem bei Vertragsabschluss festgelegten Preis zu liefern bzw. abzunehmen und zu bezahlen. Zu unterscheiden sind Futures und Forwards. Futures zeichnen sich durch eine Standardisierung und einen dadurch möglichen Börsenhandel aus. Demgegenüber sind Forwards individuelle Vereinbarungen.¹¹¹ Während bei Forwards eine physische Lieferung zum vereinbarten Zeitpunkt nicht unüblich ist, werden Futures im Regelfall nicht physisch erfüllt. Stattdessen erfolgt ein Ausgleich durch ein identisches Gegengeschäft.

¹¹¹ Vgl. Liebwein 2009, S. 446.

Beispielhaft sind im Folgenden Forward Rate Agreements, zu erörtern, bei denen es sich um nicht börsenmäßig übertragene Verträge handelt, welche die Konditionen (insbesondere Zinssätze) einer zu einem späteren Zeitpunkt zu erfolgenden fiktiven Geldaufnahme bzw. Geldanlage festlegen. Während der Anleger als Käufer eines Forward Rate Agreements eine Versicherung gegen steigende Zinsen abschließen würde, indem er eine fiktive Geldaufnahme tätigt, müsste er als Verkäufer einer fiktiven Geldanlage sinkende Zinsen befürchten. Forward Rate Agreements würden sich damit wie Zinsterminkontrakte entweder als Absicherungs- oder als Spekulationsinstrumente einsetzen lassen. Infolge der nicht standardisierten Bedingungen könnten die individuellen Bedürfnisse besser berücksichtigt werden als bei den an einer Börse gehandelten Zinsterminkontrakten.¹¹²

Erfolgsprofile

In der Abbildung 2.14 und der Abbildung 2.15 ist das Gewinn- und Verlustprofil eines unbedingten Termingeschäfts aus Käufer- und Verkäufersicht dargestellt. Die Position bei einem Kauf wird durch die „Long Position“ und die Position bei einem Verkauf durch die „Short Position“ abgebildet. Im Vergleich zu den oben dargestellten Erfolgsprofilen der Optionsgeschäfte ist erkennbar, dass bei keiner der beteiligten Vertragsparteien Gewinne oder Verluste beschränkt sind.¹¹³

Swaps

Bei einem (Finanz-)Swap tauschen die Vertragspartner unterschiedliche Zahlungsströme. Vom Prinzip her ist diese Konstruktion keine Innovation. Sie beruht auf dem Theorem der Ausnutzung komparativer Kostenvorteile, das von David Ricardo im 19. Jahrhundert entwickelt wurde. Ein Swap kann auch – abgesehen von einem eventuellen Kapitaltausch zu Beginn der Laufzeit – als eine Serie von Futures mit zunehmend längeren Laufzeiten interpretiert werden. Aus diesem Grunde werden Swaps teilweise auch den Termingeschäften zugerechnet. Die beiden Grundformen von Swaps sind Zins- und Währungsswaps. Während bei einem Zinsswap nur ein Austausch von sich auf unterschiedliche Berechnungsbasen beziehenden Zinszahlungen stattfindet, bezieht sich der Austausch bei einem Währungsswap auf Zins- bzw. Kapitalzahlungen verschiedener Währungen, wobei die Kombination auch Zins-Währungsswap genannt wird. Durch Verwendung eines Swaps als Basisinstrument für ein bedingtes oder unbedingtes Termingeschäft entstehen Swaptions, bei denen der Anleger eine Option auf einen Swap erwirbt, und Forward Swaps, die ein Swapübereinkommen darstellen, das erst zu einem zukünftigen Termin wirksam wird.¹¹⁴

¹¹² Vgl. Hull 2009, S. 121 (ergänzend).

¹¹³ Vgl. Liebwein 2009, S. 446.

¹¹⁴ Vgl. Gantenbein und Spremann 2007, S. 46–47 (ergänzend).

Abbildung 2.14 [Erfolgsprofile für Käufer unbedingter Termingeschäfte]

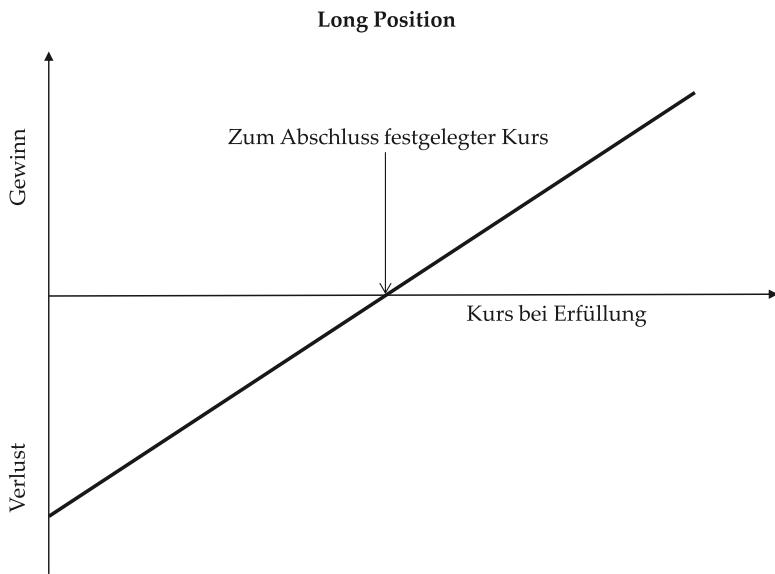
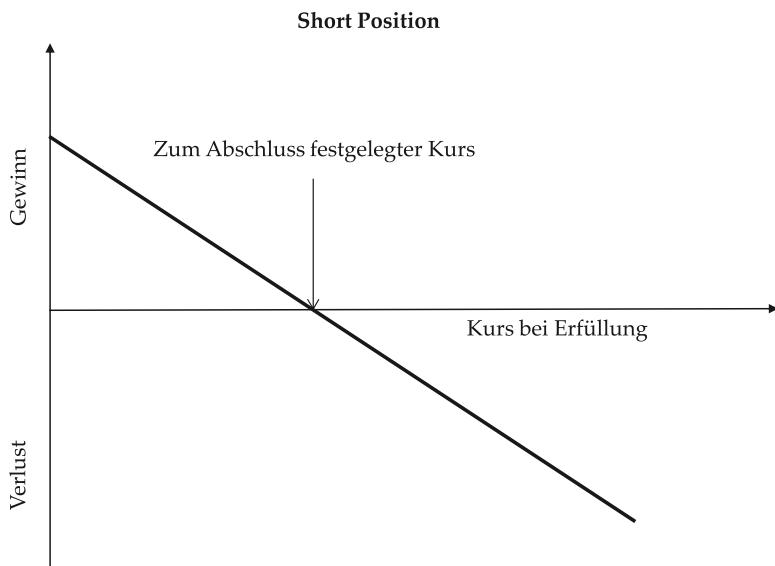


Abbildung 2.15 [Erfolgsprofile für Verkäufer unbedingter Termingeschäfte]



2.4.4 Zertifikate

Zertifikate gehören zu den strukturierten Produkten. Folglich ist dieser Begriff zunächst zu erläutern, bevor näher auf die Zertifikate eingegangen werden kann.

Begriff und Arten von strukturierten Produkten

Der Begriff „strukturiertes Finanzinstrument“ ist nicht eindeutig definiert. Alternative Begriffe sind zum Beispiel hybride Finanzinstrumente, zusammengesetzte Finanzinstrumente oder Compound Instruments.¹¹⁵

Klassische Beispiele für strukturierte Produkte sind zum Beispiel Wandelanleihen, Aktienanleihen oder variabel verzinsliche Anleihen. Als moderne Form eines strukturierten Produkts gelten die unterschiedlichen Arten von Zertifikaten.¹¹⁶

Begriff und Merkmale von Zertifikaten

Zertifikate verbinden meist eine Schuldverschreibung mit einem Derivat. Rechtlich betrachtet handelt es sich um eine Schuldverschreibung, die an der Kursentwicklung bestimmter Basiswerte teilnimmt (Aktien, Indizes, Rohstoffe). Es liegt damit eine indirekte Investition in die jeweiligen Basiswerte vor. Die Laufzeiten der Zertifikate können begrenzt oder unbegrenzt sein. Die Verlustrisiken von Zertifikaten hängen einerseits von der Entwicklung der Basiswerte und andererseits von der Bonität der emittierenden Institution ab, da sie im Gegensatz zu offenen Fonds kein Sondervermögen darstellen.¹¹⁷

Arten von Zertifikaten

Mittlerweile existieren eine große Anzahl unterschiedlicher Arten von Zertifikaten. Wichtige Abgrenzungsmerkmale sind:

- ob eine Garantie gegen Kursverluste existiert,
- ob ein Erwerb mit einem Preisabschlag (Discount) möglich ist,
- wie hoch die Partizipationsrate in Bezug auf den Gewinn und Verlust ist und
- ob die Laufzeit vorzeitig enden kann.

Mithilfe dieser Kriterien können unterschiedliche Gruppen gebildet werden.¹¹⁸

Verbreitet sind die Indexzertifikate. Damit können sich Anleger mit geringen Anlagebeträgen an der Entwicklung von Indizes beteiligen, was alternativ ein sehr großes Portfolio erfordert. Die Indizes können sich zum Beispiel auf Aktien bestimmter Länder oder Regionen beziehen. Bei statischen Zertifikaten ändert sich die Zusammensetzung des Under-

¹¹⁵ Vgl. Henkel et al. 2010, S. 417.

¹¹⁶ Vgl. Molzahn 2007, S. 14.

¹¹⁷ Vgl. May 2009, S. 146–147.

¹¹⁸ Vgl. Doll 2009, S. 15.

lyings nicht. Bei dynamischen Zertifikaten wird dagegen das Basisportfolio regelmäßig oder aufgrund von Ereignissen neu strukturiert. So müssen sogenannte Baskets mit Aktien, die ein bestimmtes Kurs-Gewinn-Verhältnis besitzen sollen, regelmäßig einer Überprüfung unterzogen werden.¹¹⁹

Bei Garantiezertifikaten garantiert das emittierende Institut einen bestimmten Rückzahlungsbetrag, der zum Beispiel 100 % oder 90 % des Emissionsbetrages beträgt. Das Ertragspotenzial der Zertifikate ist durch die Garantie jedoch begrenzt.¹²⁰

¹¹⁹ Vgl. Spremann und Gantenbein 2005, S. 215.

¹²⁰ Vgl. Doll 2009, S. 16.

3 Marktteilnehmer

Marktteilnehmer sind Personen oder Gruppierungen von Personen (Institutionen). Sie kaufen die zuvor erörterten Anlageinstrumente, um damit laufende Erträge oder Wertzuwächse zu erzielen. Das Kapitel stellt zunächst eine allgemeine Systematik auf, die nach verschiedenen Kriterien Marktteilnehmer, die im Bereich der Kapitalanlage tätig sind, differenziert. Herausgestellt und näher erläutert werden anschließend die Intermediäre. Dies sind Dienstleister, die für Anbieter bzw. Nachfrager von Kapitalanlageprodukten bestimmte Aufgaben übernehmen.

Alle Marktteilnehmer besitzen ein bestimmtes Verhalten. Sie entscheiden nicht zwingend rational, sondern teilweise irrational. In diesem Zusammenhang geht das Kapitel insbesondere auf das Themengebiet „Behavioral Finance“ ein. Von besonderer Bedeutung für das Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern ist auch die Umwelt, in der sich die Marktteilnehmer befinden. Deren Einflussfaktoren auf Anlageentscheidungen sind ebenfalls Gegenstand der folgenden Ausführungen.

Das Kapitel behandelt unter anderem folgende Fragen:

- Wie lassen sich Marktteilnehmer im Asset Management systematisieren?
- Welche Interessenkonflikte können bestehen?
- Wie lassen sich Marktteilnehmer in den einzelnen Anlagesegmenten beurteilen?
- Wie verhalten sich Anbieter, Nachfrager und Intermediäre in der Theorie und in der Praxis?
- Welche Umweltfaktoren beeinflussen Marktteilnehmer bei ihren Anlageentscheidungen?

3.1 Allgemeine Systematik

Marktteilnehmer lassen sich insbesondere nach folgenden Kriterien systematisieren:

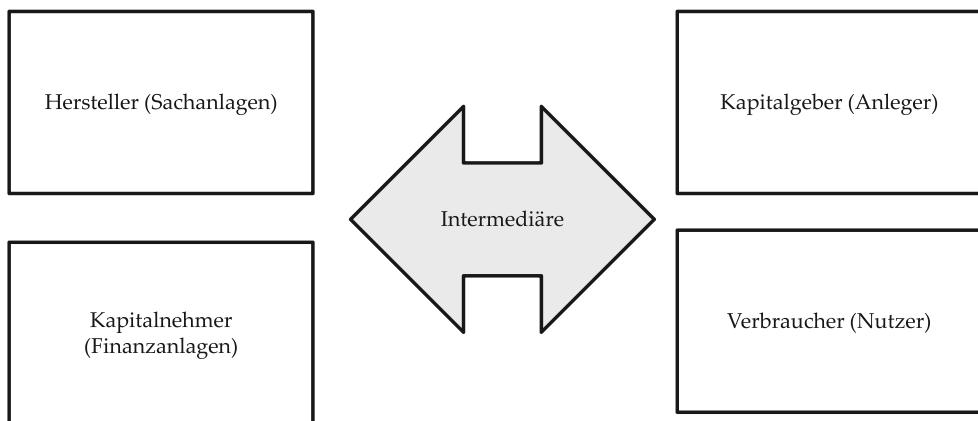
- Funktionen
- Volkswirtschaftliche Stellung
- Regionale Zuordnung
- Bezug zum Anlageinstrument

Diese sind Gegenstand der nachfolgenden Erläuterungen. Weitere mögliche Differenzierungsmerkmale sind zum Beispiel das Anlagevolumen oder der Wohn- bzw. Geschäftssitz.

3.1.1 Funktionen

Marktteilnehmer können, wie aus der Abbildung 3.1 ersichtlich, in Bezug auf ihre Funktion bzw. die von ihnen ausgeübten Aktivitäten in bestimmte Gruppen eingeteilt werden: Auf den Finanzmärkten stehen den Anlegern (Investoren, Kapitalgeber) primär die Kapitalnehmer gegenüber. Während die Anleger Kapital anbieten sind die Kapitalnehmer (zum Beispiel Unternehmen oder Staaten) Nachfrager am Kapitalmarkt bzw. Anbieter von Finanzinstrumenten (Produkte). Auf den Sachgütermärkten sind die Hersteller als Anbieter tätig. Die Anleger konkurrieren hier teilweise mit den Verbrauchern um die knappen Güter (zum Beispiel bei Rohstoffen). Trennen sich Anleger nach einer bestimmten Zeit wieder von dem Anlagegut, entsteht ein ergänzendes Angebot zu den Kapitalnehmern oder Herstellern. Zwischen den genannten Gruppen stehen die Intermediäre. Das folgende Kapitel geht auf die genannten Gruppen näher ein.

Abbildung 3.1 [Funktionale Gliederung von Marktteilnehmern]



Anleger

Anleger treten an den Anlagemärkten sowohl als Nachfrager (Käufer) als auch als Anbieter (Verkäufer) auf. Letzteres ist der Fall, wenn sie sich von dem Anlageinstrument wieder trennen wollen, um eine andere Anlage zu erwerben oder den Erlös zu konsumieren. Ähnlich wie Hersteller bzw. Kapitalnehmer lassen sich auch Anleger nach verschiedenen Kriterien klassifizieren. Diese sind zum Beispiel Rationalität (rational, nicht rational), Professionalität (professionell, Laie) und Risikobereitschaft (risikofreudig, risikoavers).¹²¹

¹²¹ Vgl. Scheufele und Haas 2008, S. 24.

Die zuvor dargestellten Anlageinstrumente kommen nicht für alle Anleger infrage. Neben irrationalen Aversionen gegen bestimmte Anlageinstrumente, die weiter unten näher zu erörtern sind, spielt insbesondere das zur Verfügung stehende Anlagekapital sowie das Wissen und die Erfahrung des Anlegers eine bedeutende Rolle.¹²²

Da jeder Kapitalgeber (Anleger) jedoch die Möglichkeit besitzt, sein Anlagekapital über Kapitalsammelstellen (zum Beispiel Dachfonds, Fonds) anzulegen, steigt das Spektrum der Anlagentmöglichkeiten gegenüber der Direktanlage.¹²³

Dienstleister teilen Anleger häufig nach Kundengruppen (Privatkunden, Firmenkunden, Institutionelle) und dem Anlagevolumen (teilweise ergänzt um Einkommen bzw. Gewinn) ein und bieten ein darauf angepasstes Dienstleistungsspektrum an. Das unterste Segment bei den Privatkunden bilden die sogenannten Retailkunden, denen nur ein standardisiertes Angebot und grundsätzlich kein persönlicher Berater zur Verfügung steht. Als oberstes Segment im Privatkundensegment bieten bestimmte Dienstleister „Family-Offices“ an. Hier steht ein ganzer Mitarbeiterstab häufig exklusiv nur für einen Kunden zur Verfügung. Dazwischen gibt es je nach Institution verschiedene Kundenklassen mit unterschiedlichen Bezeichnungen und Abgrenzungskriterien. Neben dieser Einteilung nach wirtschaftlichen Gesichtspunkten sind rechtliche Klassifizierungen entscheidend, die in Deutschland durch das Wertpapierhandelsgesetz geregelt werden. Die dem Gesetz unterliegenden Wertpapierdienstleistungsunternehmen müssen in Abhängigkeit der zu erfüllenden Wohlverhaltensverpflichtungen zwischen folgenden Kundengruppen unterscheiden: geeignete Gegenparteien, professionelle Kunden, Privatkunden.¹²⁴

Kontrahenten

Sogenannte Kontrahenten des Anlegers sind insbesondere Hersteller, Kapitalnehmer und Verbraucher bzw. Nutzer. Das Angebot und die Nachfrage von Anlageinstrumenten hängen neben den Präferenzen der Anleger entscheidend von den Präferenzen dieser Kontrahenten ab.

Sachobjekte werden von einem Hersteller produziert. Bei Immobilien sind dies im weiteren Sinne insbesondere Bauherren, Architekten und Bauunternehmen, bei Rohstoffen die entsprechenden Förderunternehmen und bei Kunstobjekten die Künstler. Finanzinstrumente stehen in Bezug zu einem Kapitalnehmer. Dieser ist „Hersteller“ des Finanzinstrumentes. Kapitalnehmer bei Beteiligungen sind die eine Beteiligung suchenden Unternehmen. Bei einem Schuldverhältnis besitzt der Gläubiger die Kapitalnehmerfunktion. Kapitalnehmer bei einem Fonds ist die Fondsgesellschaft. Bei Derivaten existiert kein Kapitalnehmer und kein Hersteller im eigentlichen Sinne, da sie sich nur auf andere Vermögensgegenstände (zum Beispiel Aktien) beziehen. Kontrahent des Käufers ist hier der Verkäufer des Derivats.

¹²² Vgl. Schwarzenegger 2010, S. 12.

¹²³ Vgl. Eilenberger et al. 2008, S. 118 (ergänzend).

¹²⁴ Vgl. Schwarzenegger 2010, S. 15 (ergänzend).

Sachobjekte besitzen im Vergleich zu Finanzinstrumenten die Besonderheit, dass sie alternativ zur Geldanlage auch verbraucht bzw. genutzt werden können. Dadurch entsteht ein zusätzlicher Einfluss, der den Preis des Anlageinstrumentes beeinflusst. Bei der Prognose von Rohstoffpreisen müssen Analysten zum Beispiel auch den zukünftigen Verbrauch der Industrie berücksichtigen, bei Immobilien spielen die Präferenzen der derzeitigen und potenziellen Mieter eine Rolle und bei Kunstwerken sind die Meinungen der Kunstinteressierten (Kunstnutzer) von Bedeutung.

Intermediäre

Die Intermediäre, die funktional zwischen Anlegern und deren Kontrahenten stehen, bieten je nach Typ eine oder mehrere Leistungen an. Auch staatliche Aufsichtsinstitutionen oder Einlagensicherungseinrichtungen werden im weiteren Sinne dieser Gruppe zugeordnet.

Intermediäre helfen entweder beim Abschluss von Kontrakten (Vermittler, Vertreter, Makler, Börsen) oder übernehmen eine ergänzende Transformationsfunktion. Diese bezieht sich auf Losgrößen, Fristen, Risiken sowie Informationen. Finanzdienstleister betreiben Losgrößentransformation, indem sie unterschiedlich hohe Kapitalbeträge von Anlegern und Kapitalnehmern ausgleichen. So refinanzieren Finanzdienstleister viele kleine Kredite über eine große Einlage oder umgekehrt. Fristentransformation wird erreicht, indem zum Beispiel kurzfristige Einlagen langfristig als Kredite verliehen werden. Unter Risikotransformation versteht man die Gewährung von sicheren Geldanlagemöglichkeiten, obwohl mit den Geldern riskantere Investitionen finanziert werden.

Intermediäre können sich insbesondere nach Anlageinstrumenten, Kunden oder Funktionen spezialisieren. Eine Spezialisierung ist jedoch nicht zwingend. So bieten Universalbanken allen Kundengruppen eine Vielzahl von Anlageinstrumenten und alle genannten Funktionen eines Intermediärs an.¹²⁵

3.1.2 Volkswirtschaftliche Stellung und Region

Im Folgenden werden die Marktteilnehmer nach ihrer volkswirtschaftlichen Stellung und ihrer regionalen Zugehörigkeit klassifiziert und beschrieben.

Privater Sektor

Der private Sektor tritt insbesondere als Nachfrager am Markt für Geldanlagen auf. Wenn die Kreditvergabe von Banken als deren Geldanlage interpretiert wird, kommt der private Sektor gleichzeitig als Anbieter von Geldanlageleistungen in Betracht. Die Funktion als Intermediär wird dagegen nicht wahrgenommen. Die Deutsche Bundesbank veröffentlicht regelmäßig Statistiken zu den Geldanlagen der privaten Haushalte, die auch im Internet zur Verfügung stehen.

¹²⁵ Vgl. Zantow 2011, S. 118 (ergänzend zu Intermediäre).

Systematik von Unternehmen

Unternehmen sind Wirtschaftssubjekte, die Güter bzw. Dienstleistungen produzieren. Herauszustellen sind an dieser Stelle Unternehmen, die Finanzdienstleistungen im weiteren Sinne anbieten, und die Funktion von Kapitalgebern, Kapitalnehmern und/oder Intermediären ausfüllen. Hierzu zählen insbesondere:

- Banken
- Versicherungen
- Fondsorganisationen
- Informationsanbieter
- Handels- und Abwicklungsorganisationen

Aufgrund ihrer Bedeutung werden diese im folgenden Kapitel ausführlich behandelt. An dieser Stelle sind nur Industrie- und Handelsunternehmen zu betrachten. Sie schaffen einerseits Geldanlagemöglichkeiten, da sie grundsätzlich Kapital benötigen, andererseits besteht auch das Bedürfnis, überschüssige Mittel gewinnbringend anzulegen. Diesbezüglich bestehen grundsätzlich keine Unterschiede zu privaten Haushalten. Eine Funktion als Intermediär im oben beschriebenen Sinne nehmen Industrie- und Handelsunternehmen grundsätzlich nicht wahr.

Unternehmen als Anbieter von Anlagemöglichkeiten

Anleger können sich an Unternehmen beteiligen oder ihnen einen Kredit gewähren, wodurch eine Forderung bzw. ein Schuldverhältnis entsteht. Zur Beurteilung dieser Investitionsmöglichkeiten müssen die Kapitalgeber vielfältige Informationen vor und während der Kapitalhingabe prüfen. Da diese Informationen häufig einen Bezug zu der Branche besitzen, der das Unternehmen angehört, muss neben dem einzelnen Unternehmen insbesondere die Branche beurteilt werden. Allgemeine Faktoren einer Branchenanalyse können Branchenklima, Auftragseingänge, Lagerbestände, Gewinnentwicklung, Rohstoffpreise oder spezielle gesetzliche Rahmenbedingungen sein. Analog der von Unternehmen im Rahmen der strategischen Planung durchzuführenden Branchenstrukturanalyse lassen sich folgende Analysebereiche bilden.

- Lieferanten
- Kunden
- Aktuelle Wettbewerbssituation
- Gefahr von neuen Wettbewerbern
- Substitutionsprodukte

An die Branchenanalyse schließt sich die Einzelsubjektanalyse an. In diesem Zusammenhang spielt die Analyse der Jahresabschlüsse von Unternehmen eine bedeutende Rolle.

Nicht jedes Unternehmen hat die Möglichkeit alle der zuvor beschriebenen Anlageinstrumente anzubieten. Hier spielen insbesondere die Rechtsform, die Unternehmensgröße und die Bonität eine entscheidende Rolle. Insgesamt lassen sich vier Gruppen von Unternehmen identifizieren:

- Mittelgroßes bis großes Unternehmen mit guter Bonität: Diese verfügen über einen vollständigen und uneingeschränkten Zugang zum Finanzmarkt und zu allen Finanzinstrumenten. Dazu gehören insbesondere Unternehmen, die im Börsenindex DAX notiert werden.
- Kleinere bis mittelgroße Unternehmen mit guter Bonität: Diese Unternehmen müssen aufgrund ihrer geringeren Größe Einschränkungen hinnehmen, wenn die Fixkosten eines Finanzinstruments relativ hoch sind. So werden zum Beispiel Anleihen grundsätzlich erst ab Größenordnungen von 100 Millionen Euro aufwärts rentabel. Auch das Rating hängt entscheidend von der Unternehmensgröße ab. Da kleinere Unternehmen folglich kein „Investment Grade“ erhalten, bleibt ihnen der Zugang zu bestimmten Kapitalmarktsegmenten versperrt.
- Unternehmen mit Defiziten in Finanzstruktur und Kapitalmarktfähigkeit: Unternehmen mit schmaler Kapitalbasis und schwachem Kapitalfluss besitzen faktisch keinen Zugang zur Börse und können folglich entsprechende Anlageinstrumente nicht zur Verfügung stellen. Stattdessen können sie als Anbieter von hochverzinslichen (riskanten) Anleihen am Markt auftreten.
- Unternehmen mit mangelnder Bonität oder unzureichendem Image: Besteht bei diesen Unternehmen Optimierungspotenzial kann insbesondere Private Equity eine Alternative sein.

Ergänzend zu den genannten Kategorien muss die Rechtsform berücksichtigt werden. Aktiengesellschaften besitzen diesbezüglich mehr Möglichkeiten als Unternehmen anderer Rechtsformen.¹²⁶

Unternehmen als Kapitalanleger

Obwohl Unternehmen als Gesamtheit eine Verschuldung aufweisen, die dem privaten Sektor eine Kapitalanlage ermöglicht, benötigen einzelne Unternehmen neben Krediten auch Kapitalanlagemöglichkeiten. Von Bedeutung sind insbesondere kurzfristige Anlageformen, um Liquiditätsüberschüsse wirtschaftlich nutzen zu können. Teilweise legen Unternehmen die überschüssige Liquidität auch langfristig an, wenn der Kernbereich ihrer unternehmerischen Tätigkeit keine Alternative für die Kapitalverwendung darstellt.

¹²⁶ Vgl. Grunow und Figgener 2006, S. 36–44.

Die betriebliche Altersvorsorge für Arbeitnehmer stellt einen Spezialbereich innerhalb des Spektrums der Geldanlagemöglichkeiten von Unternehmen dar. Gemeinsames Merkmal der verschiedenen Alternativen ist die, dass Unternehmen für ihre Arbeitnehmer Gelder zur Altersvorsorge ansparen. Diese Gelder bleiben bis zur Auszahlung entweder im Unternehmen, das sie für Finanzierungszwecke einsetzen kann, oder werden über Intermediäre am Kapitalmarkt angelegt.

Staat

Der Staat kann alle drei der zuvor beschriebenen Funktionen ausüben. Als Anleger treten Staaten häufig über sogenannte Staatsfonds auf. Als Kapitalnehmer geben Staaten insbesondere Staatsanleihen aus und als Intermediäre schaffen Staaten einen Rechtsrahmen für die Geldanlage und Aufsichtsinstitutionen, die bestehende Vorschriften und die Aktivitäten der Akteure überwachen sollen.

Seit einigen Jahren sind neben privatwirtschaftlich arbeitenden Investmentfonds sogenannte Staatsfonds an den Finanzmärkten aufgetreten. Vor allem die Öl exportierenden Golfstaaten, aber zum Beispiel auch Norwegen, China und Russland legen über diesen Weg ihre Staatseinnahmen an. Auch Staatsfonds versuchen ein optimales Verhältnis von Rendite, Risiko und Liquidität zu erzielen. Ergänzend können jedoch auch politische Ziele eine Rolle spielen. Dadurch werden sie in der Öffentlichkeit häufig als Gefahr betrachtet. In vielen Staaten bestehen auch entsprechende Rechtsvorschriften, die eine Beteiligung von ausländischen Investoren an Schlüsselindustrien verhindern sollen.¹²⁷

Die Funktion des Staates als Kapitalnehmer findet unter dem Stichwort Staatsverschuldung eine breite Diskussion in der Öffentlichkeit. Als Staatsverschuldung wird die Summe der Mittelbeschaffung der öffentlichen Hand in Form von Krediten bezeichnet. Konkret muss der Gesamtschuldenstand von der Neuverschuldung unterschieden werden. Letzterer ist nur der Zuwachs innerhalb einer Periode und führt zu einem Anstieg der Gesamthöhe. Zu unterscheiden ist auch die Bruttokreditaufnahme von der Nettokreditaufnahme. Die Nettokreditaufnahme ergibt sich aus dem Saldo der Bruttokreditaufnahme und der Schuldentilgung. Ein Rückgang der Nettokreditaufnahme bedeutet keinesfalls einen Rückgang der Staatsverschuldung, sondern nur eine Verlangsamung von deren Erhöhung. Für einen Rückgang des Gesamtschuldenstandes müssten stattdessen Haushaltsmittel eingesetzt werden. Eine Nettotilgung würde umgekehrt bedeuten, dass die Tilgung in der entsprechenden Periode größer als die Kreditaufnahme ist.¹²⁸

Staaten sind auch für den Erlass von Rechtsvorschriften zuständig. Für den Bereich der Kapitalanlage bestehen je nach Land vielfältige Rechtsvorschriften, die häufig dem Schutz der Kapitalanleger dienen. Beispielhaft sind für Deutschland das Investmentgesetz und das Wertpapierhandelsgesetz zu nennen. Ergänzend gründet ein Staat Aufsichtsinstitutionen zur Überwachung der Sicherheit der von den Anlegern hinterlegten Gelder.

¹²⁷ Vgl. Lang 2009, S. 117.

¹²⁸ Vgl. Hoff 2007, S. 19–21.

Regionale Zugehörigkeit

Die zuvor nach ihrer volkswirtschaftlichen Stellung gegliederten Marktteilnehmer lassen sich einer konkreten Region zuordnen. Eine Region kann mehrere Länder umfassen (zum Beispiel Europa) oder innerhalb eines Landes einen Teilbereich bilden. Die Region bzw. ein Land besitzt in Verbindung mit Finanzmärkten eine bedeutende Rolle.

So ist zum Beispiel der Wohnort eines Privatanlegers oder der Sitz eines Unternehmens für die Anwendung von Rechtsvorschriften relevant. Dies wird im Folgenden exemplarisch für das Steuerrecht erörtert. Hat ein Anleger seinen Wohnsitz oder seinen gewöhnlichen Aufenthalt in Deutschland, ist er mit seinem gesamten Welteinkommen, also auch mit seinen Einkünften aus Kapitalvermögen, in Deutschland steuerpflichtig. Die Geldanlage in einem anderen Land ist damit nicht verboten, jedoch sind die Erträge daraus in Deutschland zu versteuern.

Regionen bzw. Länder sind außerdem bei der Beurteilung der Vorteilhaftigkeit von Kapitalanlagen von Bedeutung. Bei Immobilien stellt die sogenannte „Lage“ einen entscheidenden Faktor für deren Wert da. Auch die Beurteilung einer Anleihe oder einer Aktie ist von regionalen Faktoren abhängig.

Bei der zuvor angesprochenen Beurteilung von Kapitalanlagen muss zunächst eine Systematik aufgestellt werden, die für diesen speziellen Zweck geeignet ist. Diese darf sich nicht ausschließlich an geografischen Aspekten orientieren, sondern muss auch wirtschaftliche Kriterien, wie die bestehenden Risiken, und die Anzahl der Anlagemöglichkeiten berücksichtigen. Aus Sicht eines deutschen Anlegers kann die folgende in Ansätzen dargestellte Systematik sinnvoll sein:

- Deutschland
- Euro-Länder
- Sonstige Länder Europas
- Japan
- China
- Asiatische Schwellenländer
- Nordamerika
- Südamerika
- Sonstige Länder

Alternative und ähnliche Einteilungen lassen sich zum Beispiel aus der Angebotspalette von Investmentgesellschaften ableiten. Im Zusammenhang mit der zuvor dargestellten Systematik stehen auch die Länderrisiken. Ein Länderrisiko stellt allgemein betrachtet Verlustgefahren dar, die einem Wirtschaftssubjekt aufgrund der Aktivitäten in Bezug auf ein

anderes Land entstehen. Die Ursache der Verluste ergibt sich aus wirtschaftlichen, politisch-rechtlichen, soziokulturellen, technischen oder natürlichen Umweltfaktoren.¹²⁹

3.1.3 Bezug zu Anlageinstrumenten

Alternativ zur Gliederung nach Funktionen, der Marktstellung und der Region lassen sich Marktteilnehmer auch nach ihrem Bezug zu den Anlageinstrumenten systematisieren.

Beteiligungen

Zum Beteiligungs- bzw. Eigenkapitalmarkt gehören Aktien und sonstige Beteiligungen. Als Kapitalgeber kommen alle der oben erläuterten Wirtschaftssubjekte infrage, also Privatpersonen, Unternehmen sowie Staaten. Da eine Beteiligung definitionsgemäß nur an einem Unternehmen bestehen kann, scheiden die anderen Gruppierungen als Beteiligungsnehmer aus. Intermediäre am Markt können Banken oder Versicherungen sowie spezialisierte Unternehmen wie Private-Equity-Gesellschaften sein.

Speziell bei Beteiligungen lassen sich die Kapitalgeber, also die Anleger, in strategische und taktische Investoren differenzieren. Erstere sind unternehmerisch orientiert und planen für einen längeren Zeithorizont. Häufig sind sachliche Zielsetzungen dominierend. Sie zeigen beispielsweise Interesse am operativen Geschäft oder am Zugang zu Technologien sowie zu Beschaffungs- und Absatzmärkten. Taktische Investoren sehen die Beteiligung dagegen primär finanzanlageorientiert, was grundsätzlich einen kürzeren Zeithorizont und die Absicht auf schnelle Wertsteigerungen zur Folge hat. Zu dieser Investorengruppe zählen insbesondere Hedgefonds und Private Equity-Fonds, wobei Letztere die Beteiligungen in der Regel etwas länger halten und auch auf das operative Geschäft Einfluss nehmen.¹³⁰

Unabhängig davon, ob es sich um strategische oder taktische Investoren handelt, analysieren diese ein Unternehmen quantitativ und qualitativ. Die Basis einer Unternehmensanalyse von börsennotierten Unternehmen stellt die Ermittlung des inneren Wertes dar, der sich zum Beispiel durch Abzinsung zukünftiger Zahlungsströme bestimmt. Ausgehend von der Hypothese, dass der Börsenkurs um den inneren Wert schwankt, lassen sich Entscheidungshilfen für den Kauf, das Halten oder den Verkauf einer Aktie aufstellen.¹³¹

Die Beurteilung von nicht börsennotierten Unternehmen führen die Investoren grundsätzlich wie bei den börsennotierten Unternehmen durch. Problematisch gestaltet sich jedoch die geringere Quantität und Qualität der öffentlich verfügbaren Informationen dar. Dies hat zur Folge, dass vor dem Eingang einer Beteiligung aufwendige Analysen selbst zu erstellen sind.

¹²⁹ Vgl. Bucher 2010, S. 92.

¹³⁰ Vgl. Zantow und Dinauer 2011, S. 120.

¹³¹ Vgl. Obst et al. 2000, S. 863.

Forderungen

Beteiligte auf Forderungs- bzw. Fremdkapitalmärkten sind primär der Schuldner und der Gläubiger. Der zuletzt genannte ist Kapitalgeber und hat eine Forderung gegenüber dem Schuldner. In Abhängigkeit von der Art der Forderung bzw. des Schuldverhältnisses treten Intermediäre an den Märkten auf. Bei einem Sparbrief ist die Bank gleichzeitig Kapitalnehmer und Intermediär, da sie eine Fristen-, eine Losgrößen- und eine Risikotransformation übernimmt. Verkauft die Bank dagegen eine Bundesanleihe ist sie nur ein Intermediär, der in diesem Falle den Vertrieb übernimmt. Kapitalnehmer und damit Schuldner wäre die Bundesrepublik Deutschland.

Im Folgenden wird exemplarisch nur auf die Schuldner bzw. Emittenten von Anleihen näher eingegangen. Bei Anleihen treten im Wesentlichen folgende Gruppierungen als Emittenten am Markt auf:

- Öffentliche Hand
- Banken
- Industrieunternehmen
- Ausländische Schuldner

Zur öffentlichen Hand zählen in Deutschland der Bund, die Bundesländer und die Kommunen. Der Bund gibt verschiedene Finanzinstrumente heraus, die sich in einzelnen Merkmalen wie zum Beispiel der Laufzeit oder der Handelbarkeit an einer Börse unterscheiden, und unter anderem die Bezeichnung Bundesanleihe, Bundesobligation oder Bundeschatzbrief tragen. Analog gibt es Anleihen von Bundesländern, größeren Kommunen und anderen Staaten. Neben dem Staat emittieren Banken vielfältige Formen von börsengehandelten und nicht börsengehandelten Schuldverschreibungen. Als Sonderform gelten gedeckte Schuldverschreibungen. Dies sind beispielsweise Pfandbriefe, die nach den Vorschriften des Hypothekenbankgesetzes eine Deckung durch Grundpfandrechte aufweisen. Industrianleihen und Anleihen ausländischer Schuldner besitzen wie Bankanleihen vielfältige Ausstattungsvarianten. Die Bezeichnung Industrianleihe findet sowohl für Emissionen von Industrie- als auch von Handelsunternehmen Verwendung.¹³²

Bei Anleihen liefern insbesondere Emittentenratings Informationen zu den Schuldern. Emittentenratings geben die aktuelle Meinung der Ratinggesellschaft zur allgemeinen Finanzkraft und der Kreditwürdigkeit eines Schuldners wieder (Bonität). Beurteilt werden insbesondere die Fähigkeit und der Wille eines Schuldners fristgerecht seine Verbindlichkeiten zu begleichen. Beim Emittentenrating besteht kein Bezug zu einer speziellen finanziellen Verpflichtung, da nur die grundsätzliche Bonität des Schuldners den Gegenstand der Analyse bildet.¹³³

¹³² Vgl. Götte 2001, S. 30–33.

¹³³ Vgl. Buschmeier 2011, S. 157.

Immobilien

Anbieter und Nachfrager am Immobilienmarkt lassen sich in private Teilnehmer, institutionelle Teilnehmer und Makler einteilen. Private Teilnehmer erwerben häufig nur eine oder wenige Immobilien und verfügen grundsätzlich über eine geringere Marktkenntnis. Dem gegenüber interessieren sich institutionelle Anbieter und Nachfrager für mehrere und größere bzw. teurere Immobilien. Zu dieser Teilnehmergruppe gehören insbesondere Immobilienfonds, Wohnungsunternehmen, Bauträger, Immobilienaktiengesellschaften, Immobilienleasinggesellschaften sowie Banken und Versicherungen. Sie verfügen meist über eine große Markterfahrung. Makler übernehmen die Funktion von Intermediären und sind zwischengeschaltetes Such- bzw. Vermittlungsorgan. Ergänzend müssen auch die Mieter bei Anlageentscheidungen als Gruppierung berücksichtigt werden, da die Rendite von Immobilien entscheidend von deren Vermietbarkeit abhängt.¹³⁴

Anbieter am Immobilienmarkt können reine Vermittler oder Produzenten von Wohnraum sein. Da manche Unternehmen in der Praxis beide Funktionen in sich vereinen, lässt sich eine exakte Abgrenzung nur in der Theorie vornehmen. In Abhängigkeit vom Lebenszyklus der Immobilie existieren ebenfalls bestimmte Anbietergruppen. Zu unterscheiden sind insbesondere die Geschäftsfelder Projektentwicklung, Bau, Finanzierung, Vermarktung und Nutzung.¹³⁵

Den größten Immobilienbestand an Wohnungen in Deutschland besitzt die Gruppe der privaten Anbieter. Da deren Hauptmotiv häufig die Selbstversorgung darstellt, führt dies dazu, dass die entsprechenden Immobilien nur selten am Markt angeboten werden. Der restliche Wohnungsbestand, bei dem das Motiv der Kapitalanlage gegenüber der Selbstversorgung dominiert, gehört ebenfalls dieser Anbietergruppe. Die zweitgrößte Anbietergruppe stellen Wohnungsunternehmen dar. Diese differenzieren sich in gemeinnützige bzw. ehemals gemeinnützige und freie Wohnungsunternehmen. Erstere wurden ursprünglich zur Deckung des Wohnbedarfs für die einkommensschwache Bevölkerung gegründet und treten bzw. traten als Genossenschaften, Vereine, Heimstätten oder Landesentwicklungsgegesellschaften auf.¹³⁶

Rohstoffe

Wie bei allen Sachgütern orientieren sich das Angebot und die Nachfrage bei Rohstoffen an den Präferenzen der Produzenten und Verbraucher einerseits sowie den Präferenzen der Investoren andererseits.

Während Rohstoffmärkte ursprünglich primär Treffpunkte für Produzenten und Rohstoffverarbeiter (Verbraucher) waren, dominieren in der heutigen Zeit die Investoren, insbesondere Spekulanten, diese Märkte.¹³⁷

¹³⁴ Vgl. Kampe 2006, S. 22.

¹³⁵ Vgl. Krause 2007, S. 32–33.

¹³⁶ Vgl. Krause 2007, S. 33.

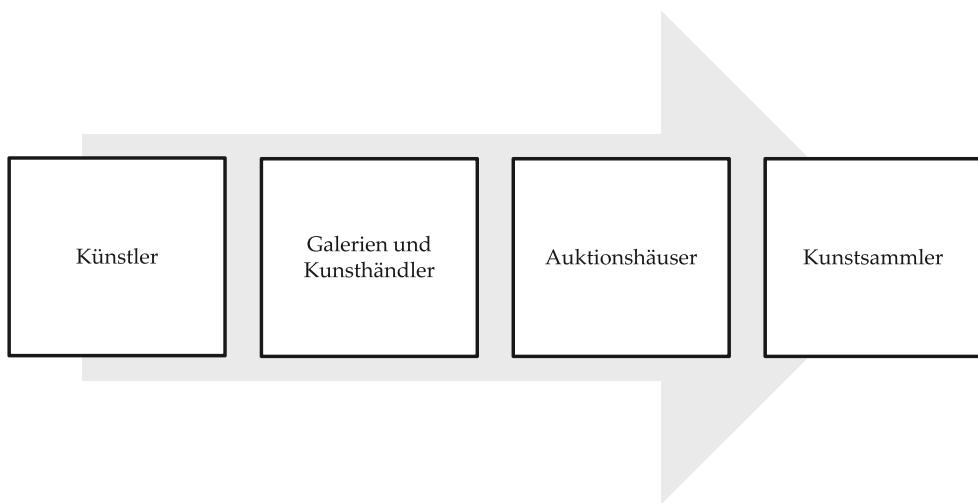
¹³⁷ Vgl. Huszar 2008, S. 14.

Als Intermediäre fungieren vor allem Rohstoffbörsen. Diese bringen die Beteiligten zusammen und erfüllen damit eine sinnvolle Funktion.¹³⁸

Kunst

Beteiligte am Kunstmarkt sind, wie aus der **Abbildung 3.2** ersichtlich, insbesondere die Künstler und die Kunstsammler (Kunstinteressenten) sowie die Intermediäre, die als Galerist, Händler, Kunstberater oder Auktionshaus auftreten. Letztere werden in einem späteren Kapitel ausführlich behandelt.

Abbildung 3.2 [Akteure am Kunstmarkt]



Von den Akteuren des Kunstmarktes ist die Gruppe der Künstler die am wenigsten in der ökonomischen Literatur diskutierte. Die meisten Veröffentlichungen widmen sich dem Sponsoring und betrachten den Künstler aus der Sicht des Unternehmens, welches ihn im Rahmen der Öffentlichkeitsarbeit unterstützt.¹³⁹

Der Kunsthandel würde ohne die Kunstsammler bzw. Kunstinteressenten nicht existieren. Es lässt sich personenmäßig keine klare Trennlinie zwischen dem Kreis der Käufer und dem der Verkäufer ziehen. Die Personen, die Kunst in Auktionen versteigern lassen oder auf anderem Wege verkaufen, haben zum Großteil bereits einmal einen Kauf getätigkt und umgekehrt. Die Kunstinteressenten lassen sich in vier Hauptgruppen aufteilen. Dazu gehören Privatpersonen, Händler und Galeristen, Museen und große Wirtschaftsunternehmen. Die Anstöße zum Kunstkauf sind vielfältig. Untersuchungen ergaben, dass es folgende

¹³⁸ Vgl. Ullmann und Heim 2006, S. 344.

¹³⁹ Vgl. Bernhard 2005, S. 23.

Hauptgründe für den Kunsterwerb gibt: das Prestigemotiv, das Motiv, ein ästhetisches Bedürfnis zu befriedigen und das Investitionsmotiv. Es ist nicht davon auszugehen, dass diese Gründe getrennt voneinander den Beweggrund für den Kauf eines Kunstwerkes darstellen. Häufig spielen alle drei Faktoren eine Rolle beim Erwerb.¹⁴⁰

Corporate Collecting bezeichnet die Form von Sammeln, die heutzutage von großen Unternehmen betrieben wird. Begründet wurde diese Sammlungstradition 1937 durch IBM. Zum Aushängeschild eines jeden Großunternehmens sind Kunstsammlungen aber erst in den achtziger Jahren des letzten Jahrhunderts weltweit geworden.¹⁴¹

Fonds und Derivate

Neben den originären Anlageinstrumenten existieren, wie im vorangegangenen Kapitel beschrieben, Fonds und Derivate. An den diesbezüglichen Märkten treten teilweise spezialisierte Marktteilnehmer auf.

Beteiligte am Fondsmarkt sind neben dem Anleger insbesondere die Fondsgesellschaft und gegebenenfalls Kontrollinstitutionen wie eine Depotbank, die gemäß dem deutschen Investmentgesetz genau definierte Aufgaben wahrnehmen muss. In Abhängigkeit von der Fondsart und den nationalen Rechtsvorschriften eines Landes sind auch andere Beteiligte denkbar.

Am Derivatemarkt kommen Käufer und Verkäufer zusammen. Der Handel findet häufig an speziellen Derivatebörsen statt. Diese übernehmen neben dem eigentlichen Handel auch eine Garantiefunktion, indem sie Sicherheitsleistungen von den jeweiligen Kontrahenten einfordern, die in Abhängigkeit von der Kursentwicklung des Derivats laufend erhöht oder gesenkt werden.

3.2 Intermediäre

Intermediäre vermitteln zwischen Anbietern und Nachfragern. Je nach Markt erfüllen sie unterschiedliche Funktionen, auf die zunächst allgemein einzugehen ist. Im Anschluss werden ausgewählte Intermediäre erörtert. Diese können, wie viele Banken, als Universalanbieter von Intermediationsleistungen oder als Spezialisten, wie zum Beispiel Immobilienmakler, am Markt auftreten. Ergänzend zu den Intermediationsleistungen können Intermediäre gleichzeitig die Funktion als Kapitalgeber oder Kapitalnehmer erfüllen.

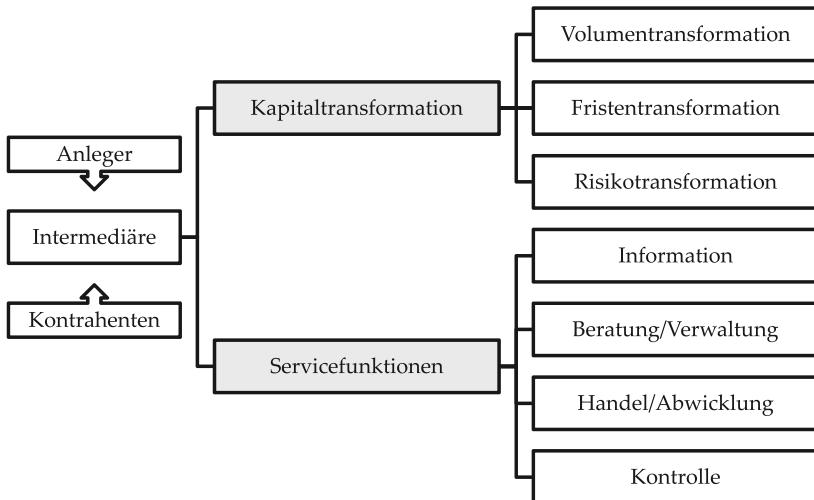
¹⁴⁰ Vgl. Drinkuth 2003, S. 37.

¹⁴¹ Vgl. Drinkuth 2003, S. 44.

3.2.1 Funktionen

Im Folgenden wird zunächst auf die Kapitaltransformationsleistungen und die Serviceleistungen der Intermediäre eingegangen, die auch aus der **Abbildung 3.3** hervorgehen. Daran anschließend sind die sich daraus ergebenden Interessenkonflikte zu betrachten.¹⁴²

Abbildung 3.3 [Funktionen von Intermediären]



Kapitaltransformation

Bei den Kapitaltransformationsleistungen können Volumen- (Losgrößen-), Fristen- und Risikotransformation unterschieden werden. Bei der Volumentransformation bündeln Intermediäre viele kleine Beträge von Kapitalanlegern und fassen diese zu größeren Einheiten zusammen, die dann Kapitalnachfragern zur Verfügung stehen. Die Fristentransformation von Intermediären koordiniert unterschiedliche Vorstellungen von Kapitalanlegern und Kapitalnachfragern in Bezug auf die Anlagedauer bzw. die Dauer, für die das Kapital benötigt wird. Häufig besitzen Anleger einen relativ kurzen Anlagehorizont und Kapitalnachfrager einen relativ langfristigen Kapitalbedarf. Bei der Risikotransformation sorgen Intermediäre dafür, dass Anleger nicht die Risiken, die mit der Ausleihe der angelegten Gelder verbunden sind, tragen müssen.¹⁴³

¹⁴² Vgl. Führer 2010, S. 17 (ergänzend).

¹⁴³ Vgl. Zantow und Dinauer 2011, S. 117 (ergänzend).

Servicefunktionen

Servicefunktionen können isoliert oder als Pakete unter verschiedenen Bezeichnungen angeboten werden. Die Servicefunktionen der Intermediäre auf den Anlagemarkten umfassen insbesondere folgende Bereiche:

- Information
- Beratung und Verwaltung
- Handel und Abwicklung
- Kontrolle

Da Intermediäre Expertenwissen in ihrem jeweiligen Fachgebiet besitzen, stehen ihnen grundsätzlich mehr und qualitativ bessere Informationen als den Anlegern zur Verfügung. Im Regelfall analysieren sie diese Informationen und stellen sie den Anlegern in der von diesen benötigten Form zum richtigen Zeitpunkt zur Verfügung. Die Informationsaufbereitung kann anlegerspezifisch erfolgen oder sich an die Allgemeinheit richten. Letzteres ist zum Beispiel bei Zeitungen, Fachzeitschriften oder Internetdarstellungen der Fall.

Aufgrund des Informationsvorsprungs übernehmen Intermediäre häufig auch die Beratung der Anleger. Diese sogenannte Anlageberatung wird als Beratung über die Form der Geldanlage definiert. Sie wird der technischen Abwicklung vorgeschaltet und beinhaltet eine fachgerechte Beratung mit Berücksichtigung der Anlegerpräferenzen. Der Anleger bzw. der Kunde sieht die Beratung meist als kostenlosen Zusatzdienst. Aus Sicht des Beraters bzw. des Beratungsunternehmens handelt es sich dabei jedoch um eine kostenverursachende Dienstleistung. Beratungsleistungen beziehen sich auf eigene Produkte sowie die Vermittlung von Anlagemöglichkeiten bei Dritten. Oftmals fehlt es dem Anleger an Fachkompetenz, um die Anlagevorschläge des Beraters kritisch zu bewerten, weshalb er sich auf dessen Aussage und Handeln verlassen muss. Die eigentliche Anlegeranalyse erfolgt während des Beratungsgesprächs oft nicht explizit, sondern ist mit der Darstellung möglicher Anlageninstrumente verbunden.

Von der Anlageberatung abzugrenzen ist die Vermögensverwaltung. Bei der Vermögensverwaltung gibt der Anleger nur einen Handlungsspielraum vor, innerhalb dessen der Verwalter die Detailentscheidungen trifft. Neben der individuellen Vermögensverwaltung existieren auch standardisierte Vermögensverwaltungen. Auch die Fondsanlage lässt sich als standardisierte Vermögensverwaltung interpretieren. Die Anlegeranalyse ist insbesondere bei der individuellen Vermögensverwaltung im Vergleich zur Anlageberatung grundsätzlich sehr viel ausführlicher und mehr formalisiert.

Unterstützungsleistungen beim Handel bzw. bei der Abwicklung von Käufen und Verkäufen sowie Kontrollen stellen ebenfalls Servicefunktionen dar. Diese können auch unabhängig von einer Anlageberatung oder Vermögensverwaltung erfolgen. Speziell Direktbanken

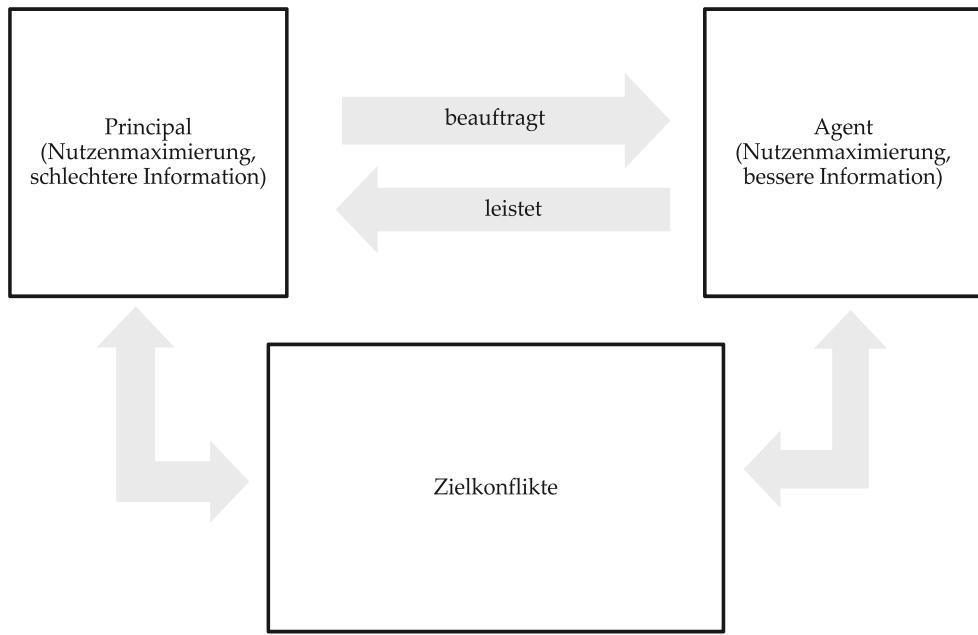
profitieren von dieser Entwicklung. Die Anlegeranalyse, das heißt insbesondere die Festlegung seiner Anlageziele, muss der Anleger hier selbst vornehmen.¹⁴⁴

Zielkonflikte

Da jeder Mensch und somit auch jede von Menschen geführte Institution versucht, den eigenen Nutzen zu maximieren, können bei mehreren Beteiligten Zielkonflikte entstehen. Das in der **Abbildung 3.4** dargestellte „Principle Agent Problem“ besteht hier insbesondere in dem Interessenkonflikt zwischen Anleger und Intermediären. Der Anleger hat kaum Möglichkeiten, die Aktivitäten der Intermediäre zu beobachten, weshalb er sich auf deren Vertragstreue verlassen muss. Dieses Abhängigkeitsverhältnis resultiert aus einer asymmetrischen Informationsverteilung und wird in der Literatur auf verschiedene Bereiche analog übertragen. Der Principle (Anleger) beauftragt den Agent (Intermediär) eine bestimmte Leistung zu tätigen (zum Beispiel Kapitalanlage). Aufgrund der asymmetrischen Informationsverteilung und der unterschiedlichen Zielvorstellungen wird der Agent jedoch nicht ausschließlich versuchen, den Nutzen des Principles zu erhöhen, sondern auch seinen eigenen Nutzen zu maximieren. Im Rahmen der Anlageberatung konkretisiert sich das Problem des Zielkonfliktes wie folgt: Teilweise werden dem Anleger Anlagen empfohlen, die einen hohen Nutzen für den Anlageberater versprechen, obwohl für den Anleger bessere Anlagemöglichkeiten zur Verfügung stehen.¹⁴⁵

¹⁴⁴ Vgl. Böhme 2009, S.17 (ergänzend zu Verringerung der Transaktionskosten).

¹⁴⁵ Vgl. Bernhard 2005, S. 33–34 (ergänzend speziell für den Kunstmarkt).

Abbildung 3.4 [Principle Agent Problem]

3.2.2 Banken und Versicherungen

Banken und Versicherungen spielen am Markt für Kapitalanlagen eine bedeutende Rolle. Neben Kapitaltransformationsleistungen übernehmen sie auch viele der zuvor angesprochenen Serviceaufgaben.

Banken

Die Summe der Banken bildet ein Bankensystem, das je nach Land entweder als Universalbankensystem oder Trennbankensystem ausgestaltet ist. In Deutschland besteht ein Universalbankensystem, das in der **Abbildung 3.5** dargestellt ist. Innerhalb eines Bankensystems existieren eine Zentralbank und mehrere Geschäftsbanken. Letztere unterteilen sich in einem Universalbankensystem in Universalbanken und Spezialbanken. Gruppierungen von Universalbanken in Deutschland sind die privaten Institute sowie der Sparkassen- und Genossenschaftssektor.

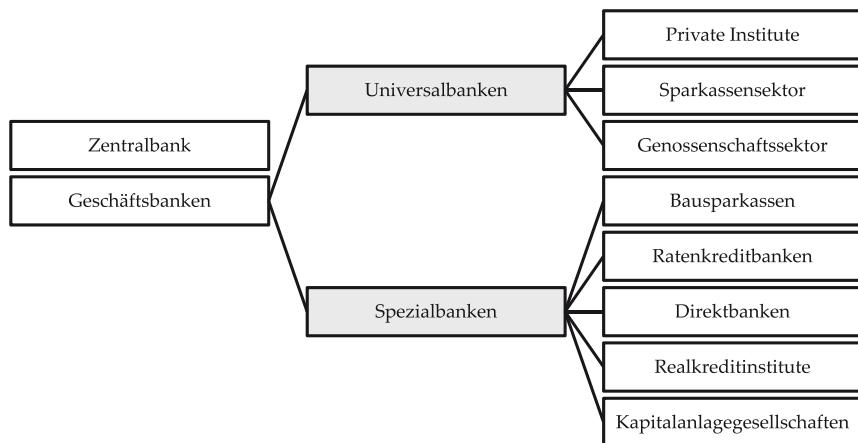
- Zu den privaten Instituten (Kreditbanken) zählen Großbanken, Regionalbanken, Privatbankiers und Zweigstellen ausländischer Institute. Aufgrund der sehr unterschiedlichen Größenordnungen und der damit verbundenen unterschiedlichen Geschäftsfelder lassen sich wenige Gemeinsamkeiten der zu dieser Gruppe gehörenden Institute feststellen.

len. Im Gegensatz zu Sparkassen und Genossenschaftsbanken betreut dieser Sektor grundsätzlich eher Anleger mit größerem Geschäftsvolumen.

- Sparkassen bilden neben den privaten Geschäftsbanken und den Kreditgenossenschaften das Gerüst der Universalbanken in Deutschland. Zur Hauptklientel der Sparkassen gehören neben der Privatkundschaft, mittelständische Unternehmen sowie die öffentliche Hand. Zusammen mit den Landesbanken und einigen Spezialanbietern sind Sparkassen in einem Verbund organisiert, durch den ein umfassendes Produkt- und Dienstleistungsangebot gewährleistet wird. Sparkassen sind gemeinnützige Anstalten des öffentlichen Rechts, die sich grundlegend von den privatwirtschaftlich organisierten Finanzinstituten unterscheiden. Sie besitzen einen öffentlichen Auftrag, der sie dazu verpflichtet, die Versorgung der Bevölkerung mit Finanzdienstleistungen sicherzustellen. Der öffentliche Auftrag gilt als Legitimation für die Sparkasse in ihrem heutigen Bestand, allerdings wird er heute zunehmend angezweifelt. Eine flächendeckende Versorgung wird durch das Regionalprinzip ermöglicht. Die für Sparkassen typische dezentrale Struktur gewährleistet dabei, dass nahezu in jeder Region eine Zweigstelle unterhalten wird. Neben den öffentlich-rechtlichen Instituten gehören die freien Sparkassen dem Verbund an. Sie unterliegen nicht einem kommunalen Gewährträger und werden in der Rechtsform des privaten Rechts geführt.
- Anders als die Sparkassen existieren die Volksbanken und Raiffeisenbanken in der privatrechtlichen Rechtsform der Genossenschaft. Anteilseigner sind hier die Mitglieder. Der genossenschaftliche Finanzsektor, dem neben den Volksbanken die Raiffeisenbanken sowie mehrere Zentral- und Spezialinstitute angehören, stellt ebenfalls einen Verbund dar. Als Parallele zu der Sparkassen-Gruppe können die dezentrale Ausrichtung mit ihrem flächendeckenden Zweigstellennetz sowie die ähnlichen Kundenstrukturen gesehen werden. Obwohl die Genossenschaftsbanken ein breites Netz an Zweigstellen unterhalten, können sie nicht zur flächendeckenden Versorgung analog den Sparkassen verpflichtet werden. Sparkassen sind aufgabenorientiert. Genossenschaftsbanken dagegen sind mitgliederorientiert. Sie richten sich somit bei ihren Geschäften nach den Belangen ihrer Mitglieder. Die Mitgliederförderung stellt das wesentliche Prinzip der Genossenschaften dar. Sie sind im Vergleich zu anderen Bankengruppen formal nicht auf Gewinnmaximierung aus. Nachteile, die den Genossenschaftsbanken aus ihren teilweise sehr kleinen Betriebsgrößen entstehen, gleichen sie durch gemeinschaftliche Organisation aus.
- Der Begriff **Spezialbank** umfasst Banken mit rechtlich geregeltem Auftrag und Banken mit spezialisierten Leistungen. Dabei handelt es sich um Banken bzw. Kreditinstitute, die nur ganz bestimmte Produkte aus dem Bankensektor anbieten. Für den Bereich der Kapitalanlagen sind insbesondere Investmentgesellschaften bzw. Kapitalanlagegesellschaften von Bedeutung, auf die im Kapitel Fondsgesellschaften näher einzugehen ist. Diese verwalteten das Kapital ihrer Anleger (Anteilinhaber) mit dem Ziel einer möglichst hohen Rendite gemäß dem Grundsatz der Risikostreuung.¹⁴⁶

¹⁴⁶ Vgl. Foitzik 2003, S. 1–3 (ergänzend zu Banken).

Abbildung 3.5 [Bankensystem in Deutschland]



Versicherungen

Neben Banken erfüllen Versicherungen eine wichtige Funktion auf Finanz- bzw. Geldanlagenmärkten. Auch sie sind gleichzeitig als Kapitalgeber, Kapitalnehmer und Intermediärtätig. An den Kapitalmärkten sind aufgrund des verwalteten Anlagevolumens insbesondere Lebensversicherungen und Rentenversicherungen von Bedeutung. Neben privaten Versicherungen existieren je nach Land auch staatliche Sozialversicherungsträger.

Mitte des 17. Jahrhunderts entstanden die ersten Versicherungsunternehmen. Zuvor wurden Versicherungen von Einzelpersonen oder von Gilden sowie Zünften gewährt. Versicherungsunternehmen bzw. -gesellschaften werden durch das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) kontrolliert und unterliegen dem Versicherungsvertragsgesetz (VVG). Seit 2002 werden Versicherungsgesellschaften gemeinsam mit Banken durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) überwacht. In der Regel handelt es sich bei Versicherungsunternehmen um Gesellschaften, weshalb auch meist von der Versicherungsgesellschaft gesprochen wird. In Deutschland haben sich die privatwirtschaftlichen Versicherungsgesellschaften zum Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) zusammengeschlossen. Zur Vermarktung ihrer Produkte setzen Versicherer im Vertrieb Versicherungsmakler oder Versicherungsagenten ein. Deren Unterschied besteht darin, dass Versicherungsagenten an eine Versicherung gebunden sind und nur diese beim Kunden vertreten. Versicherungsmakler hingegen sind „unabhängig“ und suchen für den Kunden das optimale Angebot heraus. In den letzten Jahren hat das Internet einen zunehmenden Einfluss auf die Vermarktsstrategien von Versicherungen genommen. Hieraus bildete sich das Modell des Direktversicherers, welcher seine Produkte hauptsächlich online vertreibt.¹⁴⁷

¹⁴⁷ Vgl. Mayerhofer 2009, S.115 (ergänzend).

3.2.3 Fondsorganisationen

Die Gesellschaften, deren Tätigkeit sich auf den Fondsmarkt bezieht, können insbesondere danach unterschieden werden, ob eine spezielle Gesetzgebung existiert, welche Anlageinstrumente Gegenstand ihrer Tätigkeit sind und ob sie aktiv Einfluss auf die Zielgesellschaften nehmen. Außerdem spielt eine Rolle, ob es sich bei den dahinter stehenden Anlegern um Privatanleger oder institutionelle Anleger handelt. Die folgende Darstellung geht insbesondere auf die unterschiedlichen rechtlichen Gestaltungsmöglichkeiten der Fondsgesellschaften ein.

Regulierte Gesellschaften

Da der Fonds begriff nicht exakt bestimmt wird, gilt dies auch analog für eine Fondsgesellschaft. Je nach Land existieren jedoch mehrere gesetzlich standardisierte Modelle für Gesellschaften im Bereich der Kapitalanlage, die mit einer bestimmten Bezeichnung verbunden sind. In Deutschland regelt der Gesetzgeber insbesondere folgende Gesellschaften:

- Unternehmensbeteiligungsgesellschaft
- Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft
- Kapitalanlagegesellschaft
- Investmentaktiengesellschaft
- REITs (Real Estate Investment Trusts)

Die genannten Gesellschaften sind im Folgenden näher zu erläutern. Ergänzend existieren bestimmte Arten von Fondsgesellschaften, für die keine Spezialgesetzgebungen erlassen wurden. Hierzu gehören zum Beispiel Gesellschaften, die geschlossene Fonds anbieten, die ebenfalls nachfolgend zu erläutern sind.

Unternehmensbeteiligungsgesellschaft

Der Begriff der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft ist gesetzlich geschützt. Eine Kapitalbeteiligungsgesellschaft besitzt die Möglichkeit als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft zu firmieren. Die Tätigkeit setzt eine staatliche Anerkennung nach Maßgabe des Gesetzes über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften (UBGG) und die Akzeptanz der entsprechenden gesetzlichen Regulierungen voraus. Steuerliche Anreize entstehen durch eine mögliche Befreiung von der Gewerbesteuerpflicht. Die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft kann als Aktiengesellschaft, Gesellschaft mit beschränkter Haftung, Kommanditgesellschaft und Kommanditgesellschaft auf Aktien betrieben werden. Das Grund- oder Stammkapital beträgt mindestens eine Million Euro.

Als Tätigkeitsbereiche kommen ausschließlich der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Unternehmensbeteiligungen infrage, wobei eine weitestgehende Rechtsformunabhängigkeit im Hinblick auf die Auswahl der Portfoliounternehmen besteht. Ergänzend zu den Einlagen der Kapitalgeber dürfen Kredite zur Finanzierung der

Beteiligungen aufgenommen werden. Ebenso ist die Darlehensgewährung an Portfolio-unternehmen unter Beachtung verschiedener Restriktionen zulässig. Damit die Förderung mittelständischer Unternehmen Priorität besitzt, darf unter anderem das insgesamt in börsennotierte Unternehmen investierte Kapital maximal 30 % der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft betragen. Unabhängig von einer Börsennotierung existiert eine Anlagegrenze von 30 % der Bilanzsumme der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft. Neben den genannten Restriktionen bestehen weitere Regulierungen, zum Beispiel in Bezug auf die Ausübung von Stimmrechten.

Ergänzend stellt das Gesetz über Unternehmensbeteiligungsgesellschaften im Vergleich zu den allgemeinen Rechnungslegungsvorschriften zusätzliche Anforderungen an die Erstellung des Jahresabschlusses und die Abschlussprüfung. Zu erfüllen sind mindestens die handelsrechtlichen Vorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften, was eine Prüfungs-pflicht zur Folge hat. Die Rechte der Kapitalgeber zur Einsichtnahme in den Jahresab-schluss sowie den Lagebericht bleiben davon unberührt.

Da die Unternehmensbeteiligungsgesellschaft nach einer Übergangszeit von fünf Jahren einen größeren Gesellschafterkreis aufweisen soll, darf ein Kapitalgeber nach Ablauf dieser Frist weder mittel- noch unmittelbar über eine maßgebliche Beteiligung von mehr als 40 % des Kapitals oder der Stimmrechte der Unternehmensbeteiligungsgesellschaft verfügen. Bei Verstößen sind sowohl die Gesellschaft als auch die Aufsichtsbehörde zu informieren. Auch darf der Kapitalgeber seine über dem Anteil von 40 % liegenden Kapital- und Stimm-rechtsanteile nicht mehr ausüben.¹⁴⁸

Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft

Die Einführung des Gesetzes zur Förderung von Wagniskapitalbeteiligungen (WKBG) schuf eine eindeutige Differenzierung zwischen der Beteiligung an jungen Unternehmen und den übrigen Beteiligungen. Dies hat zur Folge, dass eine Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft nicht gleichzeitig als Unternehmensbeteiligungsgesellschaft Anerkennung findet. Unternehmensbeteiligungsgesellschaften werden durch die oberste Landesbehörde anerkannt, Wagniskapitalgesellschaften hingegen durch die BaFin (Bundesanstalt für Finanz-dienstleistungsaufsicht). Neben dem Bezeichnungsschutz gewährt der Gesetzgeber einer Wagniskapitalgesellschaft weitere steuerliche Vorteile.

Die Gründung einer Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft erfolgt entweder als Personen- oder Kapitalgesellschaft. Unternehmensgegenstand der Gesellschaft ist der Erwerb, das Halten, die Verwaltung und die Veräußerung von Eigenkapitalbeteiligungen an Portfoliounternehmen. Letztere müssen insbesondere folgende Voraussetzungen erfüllen:

- Rechtsform der Kapitalgesellschaft
- Sitz und Geschäftsleitung innerhalb eines Vertragsstaates des Europäischen Wirt-schaftsraumes

¹⁴⁸ Vgl. Wenzl 2011, S. 112–116 (zu Unternehmensbeteiligungsgesellschaft).

- Eigenkapital kleiner als 20 Millionen Euro
- Eine nicht länger als 10 Jahre zurückliegende Gründung
- Keine an Börsen notierten Wertpapiere

Nach dem Wagniskapitalbeteiligungsgesetz (WKBG) sind die Aufnahme von Krediten, die Ausgabe von Genussrechten sowie von Schuldverschreibungen auf Fondsebene und die Vergabe von Darlehen und Bürgschaften an die Portfoliounternehmen erlaubt. Die Kreditaufnahme und die Kreditvergabe unterliegen keinen gesetzlichen Beschränkungen. Die Anlagebestimmungen sind jedoch konkret definiert:

- Mindestens 70 % des verwalteten Vermögens muss in Wagniskapitalbeteiligungen investiert sein (kurzfristige Unterschreitungen erlaubt)
- Individuelle Beteiligungen dürfen 90 % des Eigenkapitals der Portfoliounternehmen nicht überschreiten
- Nicht mehr als 40 % des insgesamt verwalteten Vermögens darf in ein Portfoliounternehmen investiert werden

Außerdem darf eine Beteiligung nicht länger als 15 Jahre gehalten werden oder die Wertpapiere eines Portfoliounternehmens nicht länger als 3 Jahre an der Börse gehandelt werden, da in diesen Fällen das Portfoliounternehmen seine gesetzliche Qualifikation als Wagniskapitalbeteiligung verliert.

Bei Wagniskapitalgesellschaften sind wie auch bei Unternehmensbeteiligungsgesellschaften die handelsrechtlichen Rechnungslegungsvorschriften für mittelgroße Kapitalgesellschaften zu erfüllen. Außerdem müssen die Vorschriften des WKBG durch einen Abschlussprüfer geprüft werden. Nach einer Übergangszeit von fünf Jahren sollen Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften einen größeren Gesellschafterkreis aufweisen. Ist dies nicht der Fall, so kann die BaFin die Anerkennung als Wagniskapitalgesellschaft aufheben. Die gesetzliche Verankerung weiterer Aspekte für Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften (Prüfung der zukünftigen wirtschaftlichen Tragfähigkeit des Geschäftsmodells, Zuverlässigkeit sowie fachliche Eignung der Geschäftsleiter) verbessert die Transparenz für die Kapitalgeber.¹⁴⁹

Kapitalanlagegesellschaft und Depotbank

Die als Anlageinstrument beschriebenen offenen Fonds sowie die dem Investmentgesetz unterliegenden Hedgefonds werden von Kapitalanlagegesellschaften verwaltet. Kapitalanlagegesellschaften sind gemäß § 6 des Investmentgesetzes Unternehmen, deren Geschäftsbereich darauf gerichtet ist, inländische Investmentvermögen oder EU-Investmentvermögen zu verwalten und Dienstleistungen oder Nebendienstleistungen, die näher spezifiziert werden, zu erbringen. Kapitalanlagegesellschaften dürfen nur in der Rechtsform der Aktiengesellschaft oder der Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben werden.

¹⁴⁹ Vgl. Wenzl 2011, S. 116–117 (zu Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaft).

Sie müssen ihren satzungsmäßigen Sitz und die Hauptverwaltung in Deutschland haben. Ein Aufsichtsrat ist auch dann zu bilden, wenn die Kapitalanlagegesellschaft in der Rechtsform einer Gesellschaft mit beschränkter Haftung betrieben wird.¹⁵⁰

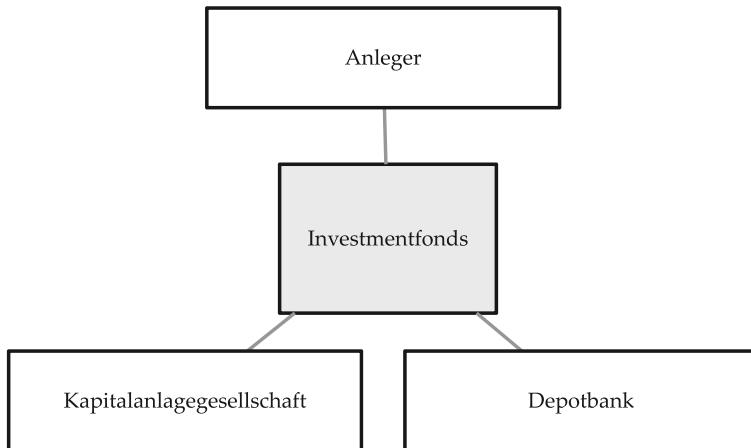
Neben den Kapitalanlagegesellschaften existieren Depotbanken, die Kapitalanlagegesellschaften bzw. die von diesen gebildeten Sondervermögen kontrollieren sollen. Die Depotbank verwahrt die Vermögensgegenstände der Sondervermögen unabhängig von ihrem eigenen Vermögen. Im Falle einer Insolvenz der Depotbank würde eine Aussonderung der Vermögensgegenstände erfolgen, sodass die Anleger ausreichend geschützt wären. Bestimmte operative Tätigkeiten, zum Beispiel die Bewertung der Vermögensgegenstände, und die Überwachung der Einhaltung der gesetzlichen Vorschriften verantworten die Depotbank und die Kapitalanlagegesellschaft gemeinsam, woraus häufig redundante Tätigkeiten entstehen, die einen entsprechenden Abstimmungsaufwand verursachen. Die rechtlich eindeutig geregelte Kontrollfunktion der Depotbank kann in der Praxis eingeschränkt sein, wenn beide Unternehmen zum gleichen Konzern gehören, was nicht unüblich ist. Als ergänzende Kontrollinstitution verbleibt dann jedoch noch der Wirtschaftsprüfer.

Bei Hedgefonds kann unter bestimmten Bedingungen die Verwahrung der Vermögensgegenstände statt von einer Depotbank auch von einem Prime Broker durchgeführt werden, der von der Kapitalanlagegesellschaft oder der Depotbank zu beauftragen ist.

Eine Gesamtliste der zugelassen Kapitalanlagegesellschaften führt die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, die ebenfalls ergänzende Kontrollfunktionen bei Investmentfonds ausübt. Die wichtigsten Marktteilnehmer bei einem Investmentfonds gehen aus der **Abbildung 3.6** hervor.

¹⁵⁰ Vgl. Markert 2010, S. 148 (ergänzend).

Abbildung 3.6 [Beteiligte bei Investmentfonds]



Investmentaktiengesellschaft

Bei einer Investmenthandelsgesellschaft handelt es sich nach dem Investmentgesetz (InvG) um ein Unternehmen, dessen Unternehmensgegenstand sich auf die Anlage und die Verwaltung bestimmter Vermögensgegenstände bezieht und die ihren Kapitalgebern das Recht auf Rückgabe ihrer Aktien einräumt. Auch Investmentaktiengesellschaften werden durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht anerkannt, die auch deren Aufsicht übernimmt. Sie unterliegen grundsätzlich dem Aktiengesetz, soweit dies nicht durch Vorschriften des Investmentgesetzes aufgehoben wird.

Die Gründung einer Investmentaktiengesellschaft setzt ein Mindestanfangskapital voraus, welches aktuell 300.000 Euro beträgt. Grundsätzlich gelten für Investmentaktiengesellschaften in Bezug auf deren Tätigkeit die allgemeinen Vorschriften für Kapitalanlagegesellschaften bzw. deren Sondervermögen. Insbesondere werden die möglichen Anlagestrategien durch die für Sondervermögen geltenden Anlagevorschriften eingegrenzt, wobei einige Ausnahmen bestehen.

Auch die Transparenz von Investmentaktiengesellschaften wird durch die Anwendung der Vorschriften für Kapitalanlagegesellschaften und Sondervermögen gewährleistet. Im Mittelpunkt stehen dabei:

- Ermittlung des Aktienwertes
- Veröffentlichung von Ausgabe- und Rücknahmepreisen
- Rücknahme von Aktien

- Aussetzung der Rücknahme von Aktien
- Vorschriften in Bezug auf Kosten und Kostentransparenz
- Vorschriften zum Vertrieb der Anteile einer Investmentaktiengesellschaft

Um von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht als Investmentaktiengesellschaft anerkannt zu werden, muss ein tragfähiger Geschäftsplan nachgewiesen werden, der die Art der geplanten Geschäfte, den Aufbau und die Kontrollmechanismen der Investmentaktiengesellschaft offen legt. Zudem muss die Zuverlässigkeit und die Sachkunde der aus mindestens zwei Personen bestehenden Geschäftsleitung nachgewiesen werden. Analoge Vorschriften bestehen für den Aufsichtsrat. Wird eine bedeutsame Beteiligung an einer Investmentaktiengesellschaft erworben, so muss dies der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht gemeldet werden.¹⁵¹

Immobilienaktiengesellschaft

Immobilien-AGs können in steuertransparente und steuerintransparente Immobilien-AGs klassifiziert werden. Steuertransparente Unternehmen sind sogenannte REITs (Real Estate Investment Trusts). Steuerintransparente Unternehmen sind sogenannte Non-REITs und gelten als die „normalen“ Immobilien-AGs.¹⁵²

Bei einem Real Estate Investment Trust (REIT) handelt es sich um eine an der Börse notierte Immobilienaktien-AG, welche ausschließlich auf der Anlegerseite besteuert wird und deren Kerngeschäft im Besitz sowie in der Bewirtschaftung von Immobilien liegt. REITs wurden bereits 1960 in den USA und erst 2007 in Deutschland zugelassen. Die Rechtsgrundlage des REITs ist international verschieden. In Deutschland dient hierzu das Gesetz zur Schaffung deutscher Immobilienaktiengesellschaften mit börsennotierten Anteilen (REITG). Werden die besonderen Anforderungen nach dem REITG von einer Immobilien-AG erfüllt, so bringt dies steuerliche Vorteile mit sich. REITs sind vollständig von der Körperschaftssteuer und der Gewerbesteuer befreit. Die Besteuerung wird in diesem Fall auf die Anlegerseite verschoben und die Immobilien AG steht in der Pflicht den Großteil ihres Überschusses an die Anteilseigner auszuschütten. REITs unterliegen jedoch auch einigen Beschränkungen. Beispielsweise dürfen keine Wohnimmobilien, die vor dem 01.01.2007 erbaut wurden, zum Bestand zählen. Außerdem dürfen REITs nur in einem bestimmten Rahmen mit Immobilien handeln und Dienstleistungen anbieten. Der Mindestnennbetrag des Grundkapitals liegt bei 15 Mio. Euro. Zudem müssen zum Zeitpunkt der Börsenzulassung 25 % der Aktien in Streubesitz sein, nach Börsenzulassung sind 15 % ausreichend. REITs können entweder neu gegründet werden oder durch Umwandlung aus einer normalen Immobilien-AG entstehen.¹⁵³

¹⁵¹ Vgl. Wenzl 2011, S. 131–134 (zu Investmentaktiengesellschaft).

¹⁵² Vgl. Zajonz 2010, S. 45.

¹⁵³ Vgl. Hellerforth 2008, S. 140.

Sonstige Kapitalbeteiligungsgesellschaften

Neben den bereits erörterten Unternehmensbeteiligungsgesellschaften und Wagniskapitalbeteiligungsgesellschaften existieren auch Gesellschaften, die ebenfalls Beteiligungen an nicht börsennotierten Unternehmen erwerben, aber nicht durch spezielle Gesetze geregelt sind. Hierfür findet der Begriff Kapitalbeteiligungsgesellschaft bzw. Private Equity Gesellschaft Verwendung.

Kapitalbeteiligungsgesellschaften, die häufig Tochtergesellschaft einer Bank sind, investieren Eigenkapital in andere Unternehmen, ohne – im Gegensatz zur Holding – zentrale Steuerungsfunktionen zu übernehmen. Die rechtliche Form der Beteiligung ist oft eine stille Gesellschaft. Kapitalbeteiligungsgesellschaften können danach unterschieden werden, ob es sich um rein private Organisationen handelt oder ob die öffentliche Hand in irgendeiner Form Einfluss ausübt. Die Venture Capital Gesellschaft zeichnet sich im Vergleich zur Standardform der Kapitalbeteiligungsgesellschaft durch „besonders riskante“ Investitionen aus, die im Regelfall bei relativ jungen Unternehmen vorliegen. Die Lücken für Venture Capital im Bereich kleinerer Vorhaben schließen meist die öffentlich geförderten mittelständischen Beteiligungsgesellschaften.

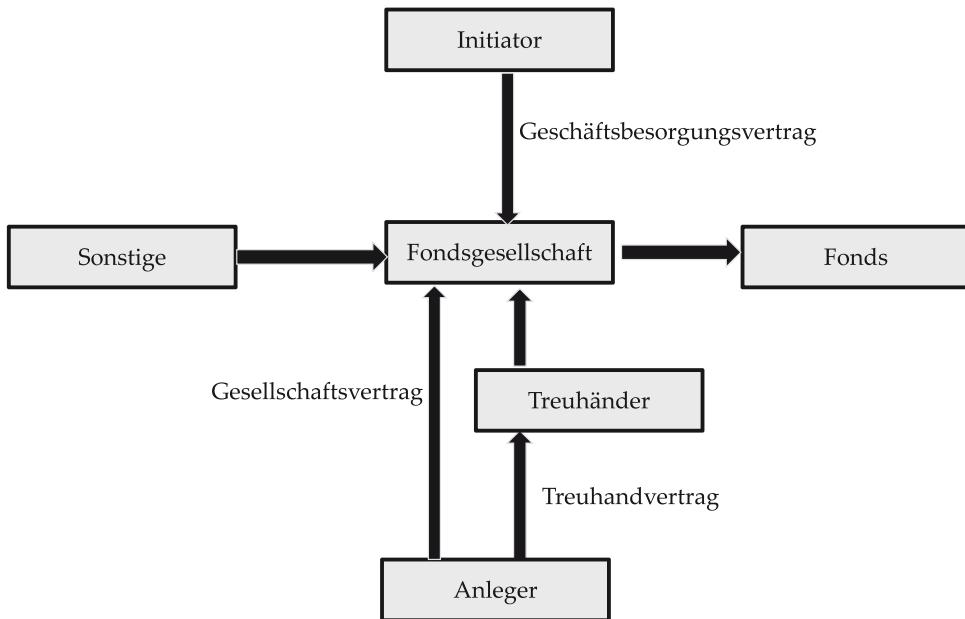
Privatanleger beteiligen sich im Regelfall über Dachfonds an Kapitalbeteiligungsgesellschaften und können dadurch im Segment Private Equity investieren.

Gesellschaften bei geschlossenen Fonds

In dem für Privatanleger grundsätzlich direkt zugänglichen Bereich der geschlossenen Fonds steht meist eine GmbH & Co KG im Zentrum der Aktivitäten. Deren Gründung erfolgt durch einen Initiator, der darüber hinaus die Auswahl der Fondsobjekte, die Kapitalbeschaffung und die laufende Betreuung des Betriebs übernimmt. Initiatoren sind häufig Tochtergesellschaften von Banken oder Versicherungen. Ergänzend existieren unabhängige Initiatoren. Die Gesellschaften können auch an der Börse notiert sein. Die Fondsgesellschaft, die den eigentlichen Fonds darstellt, ist eine Projektgesellschaft, deren Gründung zur Durchführung eines bestimmtes Zweckes erfolgt, wie zum Beispiel zum Kauf und Betrieb eines Schiffes. Bei der Geschäftsführung der Fondsgesellschaft besteht häufig eine Personalunion mit der Geschäftsführung des Initiators. Komplementär der Gesellschaft ist eine GmbH. Zur Verwaltungsvereinfachung existiert in der Regel eine Gesellschaft, die als Treuhänder fungiert. Diese ist als Kommanditist in das Handelsregister eingetragen, sodass nicht für jeden einzelnen Anleger ein Eintrag erfolgen muss, was zu Kosten- und Zeiter sparnissen führt. Treugeber (Anleger) und Treuhänder verbindet ein Treuhandvertrag. Ergänzend übernehmen Banken sowie Vermögens- und Steuerberater Dienstleistungsfunktionen. Das Zusammenspiel der wichtigsten Beteiligten ergibt sich aus der Abbildung 3.7.¹⁵⁴

¹⁵⁴ Vgl. Pelikan 2007, S. 27–29.

Abbildung 3.7 [Beteiligte bei geschlossenen Fonds]



Pensionsfonds und Staatsfonds

Wirtschaftlich betrachtet sind Pensionsfonds mit Versicherungsgesellschaften, insbesondere Lebens- und Rentenversicherungsgesellschaften, vergleichbar. Sie spielen in Deutschland im Vergleich zu anderen Ländern jedoch eine untergeordnete Rolle. Staatsfonds sind spezielle Einrichtungen von Staaten zur Anlage von Staatsvermögen.¹⁵⁵

3.2.4 Spezielle Informationsintermediäre

Informationsintermediäre geben Informationen an Anleger weiter. Gegebenenfalls bereiten Sie die Informationen in eine für die jeweilige Zielgruppe verständliche Form auf. Im Folgenden wird auf Wirtschafts- bzw. Finanzmedien sowie Finanzanalysten und Ratingagenturen eingegangen.

¹⁵⁵ Vgl. Eilenberger et al. 2008, S. 118 (ergänzend).

Wirtschaftsmedien bzw. Finanzmedien

Die Finanz- bzw. Wirtschaftsberichterstattung ist Gegenstand einer Vielzahl von Medien. Deren Zuordnung erfolgt hier zu den Marktteilnehmern, konkret zu den Intermediären, weil die dahinter stehende Institution als wesentlich angesehen wird. Alternativ wäre eine Darstellung als Umweltfaktor denkbar.

Eine große Anzahl von Printmedien widmet sich ausschließlich oder in einem speziellen Wirtschaftsteil der Finanzberichterstattung. Diese wird durch den Rundfunk (Radio, Fernsehen) ergänzt, der in allgemeinen Nachrichten, speziellen Sendungen oder speziellen Kanälen ein stetig wachsendes Angebot präsentiert. Als Folge der allgemein stark steigenden Nutzung des Internets entwickelte sich auch der Online-Bereich für Finanz- und Wirtschaftsnachrichten weiter. Neben den Internetpräsenzen von Printmedien und Rundfunk entwickelten sich spezielle Finanzportale. Der große Vorteil dieser Darstellungsform besteht in der zeitnahen und jederzeitigen Abrufbarkeit von fast jedem Ort. Unabhängig von der Form der Berichterstattung (Printmedien, Rundfunk, online) beeinflussen die Medien den Entscheider umso mehr, je weniger Zugang zu primären Informationsquellen er hat.¹⁵⁶

Finanzanalysten und Ratingagenturen

Ebenfalls zu den Informationsintermediären gehören Finanzanalysten und Ratingagenturen. Im Vergleich zu den Wirtschafts- bzw. Finanzmedien liefern sie Informationen direkt an die Nutzer. Werden die Informationen allgemein veröffentlicht, erhalten die Medien die gleichen Informationen, womit eine indirekte Weitergabe an die Nutzer erfolgt. Erfolgt die Informationsweitergabe gegen Bezahlung, kann nicht gleichzeitig von einer Veröffentlichung ausgegangen werden. Diese erfolgt dann nicht, nur in Teilen oder zu einem späteren Zeitpunkt.

Neben der Art der Information sind deren Qualität und die Art der Darstellung sowie mögliche Interessenkonflikte zu beurteilen. In Abhängigkeit von dem Anlageinstrument und anderer Kriterien bildeten sich im Laufe der Zeit Spezialgebiete für die Analysen.

3.2.5 Spezielle Abwicklungsintermediäre

Käufer und Verkäufer bzw. Kapitalgeber und Kapitalnehmer tauschen Finanzinstrumente (zum Beispiel Aktien, Immobilien) im Regelfall gegen ein monetäres Entgelt. Sind die Finanzinstrumente vertretbar, kann der Austausch über einen organisierten Markt, insbesondere eine Börse, erfolgen, wohingegen nicht vertretbare Besitztümer wie Immobilien nicht für diese Handelsform geeignet sind. Die nach den organisierten Märkten und Börsen darzustellenden Immobilien- und Kunstintermediäre übernehmen neben Abwicklungsaufgaben teilweise auch Beratungsfunktionen.

¹⁵⁶ Vgl. Scheufele und Haas 2008, S. 79–82.

Organisierte Märkte und Börsen

Märkte für Kapitalanlagen besitzen unterschiedliche Organisationsformen. Ein organisierter Markt ist laut Begriffsbestimmung im Wertpapierhandelsgesetz (WpHG) „ein im Inland, in einem anderen Mitgliedstaat der Europäischen Union oder einem anderen Vertragsstaat des Abkommens über den Europäischen Wirtschaftsraum betriebenes oder verwaltetes, durch staatliche Stellen genehmigtes, geregeltes und überwachtes multilaterales System, das die Interessen einer Vielzahl von Personen am Kauf und Verkauf von dort zum Handel zugelassenen Finanzinstrumenten innerhalb des Systems und nach festgelegten Bestimmungen in einer Weise zusammenbringt oder das Zusammenbringen fördert, die zu einem Vertrag über den Kauf dieser Finanzinstrumente führt“ (§ 2 Abs. 5 WpHG). Die oben genannten Voraussetzungen sind innerhalb eines nicht organisierten Marktes nicht gegeben.

Börsen sind grundsätzlich organisierte Märkte. Einzelne Börsensegmente, wie zum Beispiel der Freiverkehr, gelten jedoch nicht als organisierte Märkte im Sinne des Wertpapierhandelsgesetzes. Börsen werden durch staatliche Stellen kontrolliert und kommen einem vollkommenen Markt gemäß der Definition der Volkswirtschaftslehre sehr nahe. In Abhängigkeit von der Art des Handelsobjektes existieren zum Beispiel Wertpapierbörsen, Warenbörsen, Devisenbörsen oder Derivatebörsen. Technik unterstützt den Handel sowohl an klassischen Börsen wie auch an Computerbörsen. An einer klassischen Börse handeln Personen, sogenannte Makler, durch Zurufe auf dem Parkett miteinander (Parkethandel). Der Computerhandel, der in Deutschland mittels des Xetra-Systems erfolgt, erleichtert diese Tätigkeit wesentlich, da dieser die gemeinsame Anwesenheit an einem bestimmten Ort nicht erfordert. Börsensegmente sind börsenplatzabhängig. Im deutschen Börsengesetz sind die Segmente Regulierter Markt und Freiverkehr geregelt. Wichtige Börsenplätze stellen New York, Tokio, London und Frankfurt dar.

Als Alternativen zu Börsen entwickelten sich alternative Handelsplattformen (multilaterale Handelssysteme), die im Vergleich zu Börsen weniger reguliert sind (Chi-X, Tradegate, Turquoise).

Immobilienintermediäre

Der typische Immobilienmakler in Deutschland ist ein kleines Einzelunternehmen, das regional begrenzt agiert. Ergänzend gibt es größere Unternehmen, die meist national oder global tätig sind.¹⁵⁷

Immobilienmakler sind durch Nachweis bzw. Vermittlungsleistungen sowie Beratungsleistungen am Zustandekommen von Kauf- und Mietverträgen beteiligt. Ihr Image ist häufig negativ. Durch ihre Spezialisierung und ihre Markterfahrung können sie jedoch zur Senkung von Transaktionskosten und zu mehr Transparenz beitragen.¹⁵⁸

¹⁵⁷ Vgl. Krause 2007, S. 36–37.

¹⁵⁸ Vgl. Kampe 2006, S. 43.

Für Makler und andere Immobilienanbieter wurde der Markt durch das Internet transparenter. Die eigenen Angebote lassen sich nun einfacher mit denen von Wettbewerbern vergleichen. Auch bietet das Internet erweiterte Möglichkeiten zur Erfolgskontrolle von einem einzelnen Immobilienexposé.¹⁵⁹ Immobiliensuchende und Immobilienanbieter nutzen dagegen das Internet immer häufiger als Alternative zu einem Makler, sodass die Funktion des Immobilienmaklers zukünftig weniger Nachfrage findet.

Kunstintermediäre

Der Handel mit Kunst ist schon in der Antike von den Phöniziern betrieben worden. Galerien gründeten sich aber erst gegen Ende des 19. Jahrhunderts. Ihre Aufgabe besteht darin, einen Künstler zu entdecken, ihn zu fördern und Vernissagen zu organisieren. Damit bildet der Galerist den Anfang des Selektionsverfahrens. Künstler, die von Galeristen nicht anerkannt und akzeptiert werden, haben kaum die Möglichkeit, sich auf dem Markt zu behaupten. Andererseits besteht für den Galerist das Risiko eines wirtschaftlichen Verlusts, wenn er in einen unbekannten Künstler investiert, sodass er die Preise entsprechend kalkulieren muss. Der Kunsthändler dagegen übernimmt eine reine Makleraufgabe. Er bringt Käufer und Verkäufer zusammen, wobei sich beide Beteiligte zumeist nicht kennenlernen. Die Kenntnis des Händlers über die Präferenzen seiner Kunden ist sein Kapital. Die Werke übernimmt er meist in Kommission, sodass die Risiken für ihn begrenzt sind. Für Käufer und Verkäufer besteht eine gewisse Intransparenz. Künstler, deren Werke ohne Präsentation bzw. Ausstellung vermittelbar sind, müssen über eine gewisse Marktpräsenz verfügen. Galeristen und Kunsthändler leben von ihrer Verschwiegenheit. Folglich gibt es kaum öffentlich bekannte Informationen über Umsätze und Verkaufspreise. Es ist jedoch äußerst selten, dass bei Sammlungen bestimmter Größenordnungen private Kunsthändler gegenüber den großen Auktionshäusern präferiert werden.¹⁶⁰

Die Berufsbezeichnung „Kunstberater“ ist nicht an den Nachweis von Fachkenntnissen gebunden. Auch gibt es noch keine allgemeingültige Definition über dessen Arbeit. Zwecks Optimierung einer umfassenden Anlageberatung erkannten manche Banken die Notwendigkeit einer Kunstberatung, wobei unterschiedliche Ausprägungen und Bezeichnungen (zum Beispiel „Art Banking“) existieren. Teilweise bieten sie ihren Kunden nur an, Kontakte zu Fachleuten herzustellen. In Einzelfällen tritt die Bank auch als Vertragspartner zur Wahrung der Diskretion von Kunden in Erscheinung. Darauf hinaus helfen Banken ihren Privat- wie auch Firmenkunden bei der Bestandsaufnahme und Bewertung sowie beim Aufbau oder der Neuausrichtung einer Sammlung.¹⁶¹

Auktionshäuser organisieren Auktionen, bei denen je nach Art der Auktion potenzielle Käufer bzw. Verkäufer Gebote abgeben. Auktionshäuser spielen beim Handel mit der Kunst zwar eine bedeutende Rolle, sie prägen aber die Abläufe und Geschehnisse nur bedingt aktiv. Stattdessen reagieren Sie auf ihr Umfeld und stellen sich mit ihren Vorgehens-

¹⁵⁹ Vgl. Enderle 2009, S. 369.

¹⁶⁰ Vgl. Kunze 2002, S. 19–21.

¹⁶¹ Vgl. Kunze 2002, S. 26–27.

weisen auf ihre Kundengruppen ein. Da ein Großteil des Umsatzes im Kunsthandel auf den Auktionen getätigt wird, lässt sich das Auktionsgeschehen als Zentrum des Kunstmarktes bezeichnen.¹⁶² Interessant erscheint das Auktionsgeschehen unter ökonomischen Aspekten. Es ist vor allem von Höchstpreisen, Marktwerten und Marktanalysen die Rede. Dabei sind an erster Stelle die internationalen Auktionshäuser Christie's und Sotheby's zu nennen. Beide Firmen gleichen sich sehr stark in ihrem Umgang mit der Kunst und prägen mit ihren erfolgreichen, wenn auch teilweise kritisierten Geschäftspraktiken das Auktionswesen.¹⁶³

3.2.6 Aufsichts- und Sicherungsintermediäre

Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht

Die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) ist im Jahre 2002 entstanden. Zuvor gab es selbständige Bundesaufsichtsämter für das Kreditwesen, das Versicherungswesen und den Wertpapierhandel. Bankenaufsicht, Versicherungsaufsicht und der Bereich Wertpapieraufsicht/Asset-Management sind jedoch weiterhin verschiedene Organisationseinheiten der BaFin. Die Fachreferate beaufsichtigen Kreditinstitute, Versicherungsunternehmen, Finanzdienstleistungsinstitute und Kapitalanlagegesellschaften und gehen Marktmisbrauch nach. Ergänzend gibt es Abteilungen für Grundsatzfragen und andere zentrale Aufgaben. Hauptziel der im öffentlichen Interesse tätigen BaFin ist es, ein funktionsfähiges, stabiles und integeres deutsches Finanzsystem zu gewährleisten. Anleger und Versicherte sollen dem Finanzsystem vertrauen können. Die fast 2.000 Beschäftigten der BaFin beaufsichtigen gut 1.900 Banken, 717 Finanzdienstleistungsinstitute, etwa 600 Versicherungsunternehmen und 30 Pensionsfonds sowie etwa 6.000 inländische Fonds und 73 Kapitalanlagegesellschaften (Stand: März 2011). Die BaFin sichert im Rahmen ihrer Solvenzaufsicht die Zahlungsfähigkeit von Banken, Finanzdienstleistungsinstituten und Versicherungsunternehmen. Durch ihre Marktaufsicht gewährleistet die BaFin, dass das Vertrauen der Anleger in die Finanzmärkte gewahrt bleibt. Zum Anlegerschutz gehört auch, dass unerlaubt betriebene Finanzgeschäfte bekämpft werden.¹⁶⁴

Einlagensicherungseinrichtungen

Die Einlagensicherung sichert die Ansprüche von Anlegern, falls ein Finanzdienstleister in die Insolvenz gerät. Neben der gesetzlichen Einlagensicherung existieren in Deutschland ergänzende freiwillige Sicherungseinrichtungen. Sicherungseinrichtungen in Deutschland sind:

- Entschädigungseinrichtung der Wertpapierhandelsunternehmen: Hierzu gehören Kapitalanlagegesellschaften und Finanzdienstleistungsinstitute, die keine Einlageninstitute sind.

¹⁶² Vgl. Drinkuth 2003, S. 45.

¹⁶³ Vgl. Drinkuth 2003, S. 7–8.

¹⁶⁴ Vgl. BaFin 2011, ohne Seitenangabe.

- Entschädigungseinrichtung deutscher Banken (EdB): Die Entschädigungseinrichtung deutscher Banken ist primär für Entschädigungsansprüche gegen private Einlagenkreditinstitute mit Sitz in Deutschland zuständig. Organisatorisch ist die Einrichtung beim Bundesverband deutscher Banken (BdB) angesiedelt. Dieser unterhält ergänzend einen Einlagensicherungsfonds, über den private Banken zusätzliche Garantien in Abhängigkeit von ihrem Eigenkapital gewähren.
- Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes öffentlicher Banken (VÖB): Die Entschädigungseinrichtung des Bundesverbandes öffentlicher Banken sichert Entschädigungsansprüche gegen öffentlich-rechtliche Einlagenkreditinstitute. Ergänzend besteht ein freiwilliger Einlagensicherungsfonds.
- Haftungsverbund der Sparkassen-Finanzgruppe: Der Haftungsverbund der Sparkassen-Finanzgruppe umfasst unterschiedliche Sicherungseinrichtungen, die insbesondere die Einlagen der Kunden deutscher Sparkassen, Landesbanken und Landesbausparkassen absichern. Neben Einlagen wird jede gegen ein Verbundunternehmen gerichtete Forderung in vollem Umfang abgesichert. Damit umfasst die Garantie zum Beispiel auch Zertifikate.
- Entschädigungseinrichtung des Bundesverbands der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR): Diese Organisation sichert in Form eines Garantiefonds und mit einem Garantieverbund unbegrenzt die Einlagen von Kunden der Mitglieder des BVR. Hierzu zählen insbesondere Volks- und Raiffeisenbanken. Geschützt sind ebenfalls von den Mitgliedern herausgegebene Zertifikate.

In anderen Ländern existieren ähnliche Einrichtungen, wobei das deutsche System eine Vorreiterrolle einnimmt.¹⁶⁵

3.3 Entscheidungen

Nachdem die Marktteilnehmer im Bereich der Kapitalanlage nach verschiedenen Kriterien systematisiert und erörtert wurden, geht die Darstellung im Folgenden auf deren Entscheidungen ein und beschreibt nach der Erläuterung des theoretischen Grundgerüsts das reale Individualverhalten und das reale Kapitalmarktverhalten.

Wie im Kapitel Prozesse noch zu verdeutlichen ist, gibt es nicht nur eine Anlageentscheidung, sondern viele Entscheidungen von vielen Marktteilnehmern in allen Phasen des Anlageprozesses. Bei diesen interagieren rationale Aspekte (Verstand), irrationale Aspekte (Emotionen) und die im nächsten Kapitel zu erörternde Umwelt miteinander.

¹⁶⁵ Vgl. Capek 2010, S. 39–41 (zu Einlagensicherungseinrichtungen).

3.3.1 Theoretisches Grundgerüst

Das folgende Kapitel erörtert insbesondere allgemeine Entscheidungsmodelle, die rationales Entscheidungsverhalten voraussetzen, um daraus die Grundideen der nicht rationalen Entscheidungen herauszuarbeiten.

Begriff und Problematik

Die Entscheidung im Allgemeinen und die Anlageentscheidung im Besonderen ist ein komplexer und differenzierter Vorgang. Der Entscheider agiert als Mensch, der bewusst und unbewusst seine eigenen Prägungen, Kenntnisse und seine Gefühle mit in den Entscheidungsprozess einbringt. Sind Entscheidungen zu treffen, so sieht er sich in aller Regel einem Informationsproblem ausgesetzt. Dies betrifft insbesondere Informationen zum Umfeld des Entscheidungsgegenstandes.

Die Auswahl einer Handlungsmöglichkeit ist das Resultat einer Reihe von Vorüberlegungen. Deshalb umfasst der Begriff Entscheidung meist nicht nur den eigentlichen Entschluss, sondern auch dessen Vorbereitung, für die meist der Begriff Planung Verwendung findet. Da Planungen grundsätzlich einer Kontrolle bedingen, gehört diese im weiteren Sinne mit zum Planungsprozess und damit zum Themenbereich Entscheidung. Die eigentliche Entscheidung ist Gegenstand der Entscheidungstheorie, die Regeln für Entscheidungen in Abhängigkeit von bestimmten Umweltsituationen vorgibt. Entscheidungen müssen jedoch nicht zwingend durch eine Planung vorbereitet sein und mit Hilfe von Entscheidungsregeln getroffen werden, wenn sie spontan erfolgen.

Ansätze

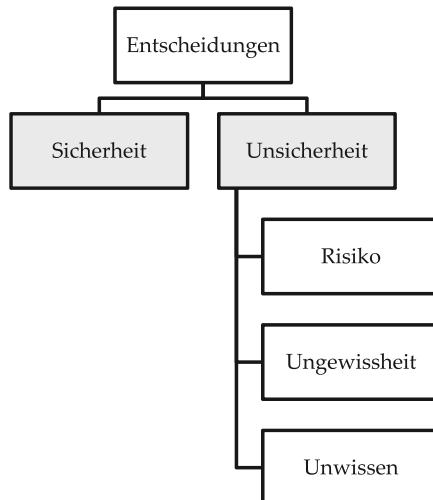
Die Entscheidungstheorie lässt sich in eine normative (präskriptive) und eine empirische (deskriptive) Entscheidungstheorie differenzieren. Die normative Entscheidungstheorie behandelt die Entscheidungslogik. Hierbei werden unterschiedliche Verfahren einer rationalen Entscheidungsfindung beschrieben. Diesbezüglich muss eine Anzahl unterschiedlicher Prämissen angenommen werden. Sind diese Prämissen erfüllt, handelt es sich um ein gut strukturiertes Entscheidungsproblem, welches einer Entscheidung gemäß dem Rationalprinzip zugänglich ist. Bei gut strukturierten Problemen sind alle zur Lösung erforderlichen Informationen bereits bei der Problemstellung bekannt. In diesem Fall lässt sich das Problem in einem quantitativen Modell abbilden und ein geeigneter Lösungsalgorithmus ist vorhanden. Schlecht strukturiert sind Probleme dann, wenn mindestens eine dieser Forderungen nicht erfüllt ist. Die deskriptive Entscheidungstheorie hingegen, zu der auch die noch zu erörternde Behavioral Finance zählt, analysiert mittels Beobachtung, Befragung sowie Experimenten das tatsächliche Entscheidungsverhalten. Daraus abgeleitet versucht sie, sinnvolle Problemlösungsprozesse auszuarbeiten, wobei schlecht strukturierte Entscheidungsprobleme primär Gegenstand dieses Wissenschaftsbereichs sind.¹⁶⁶

¹⁶⁶ Vgl. Aldinger 1999, ohne Seitenangabe.

Entscheidungssituationen

Je nach Art und Umfang der Informationen, die dem Entscheidungsträger zur Verfügung stehen, unterscheidet die Literatur durch Fortführung der zuvor erläuterten Ansätze, wie aus der **Abbildung 3.8** ersichtlich, zwischen Entscheidungen unter Sicherheit bzw. Entscheidungen unter Unsicherheit. Während dem Entscheidungsträger bei Entscheidungen unter Sicherheit die zukünftige Entwicklung der Umweltsituation sowie die unterschiedlichen Ergebnisse der einzelnen Handlungsalternativen bekannt sind, hält dieser bei Entscheidungen unter Unsicherheit das Eintreten von mindestens zwei Umweltsituationen für realistisch. Entscheidungen unter Unsicherheit sind weiter zu differenzieren. Bei der Entscheidung unter Risiko ist der Entscheidungsträger in der Lage, den unterschiedlichen Umweltsituationen Eintrittswahrscheinlichkeiten zuzuordnen, während er bei Entscheidungen unter Ungewissheit lediglich über die Alternativen der Umweltsituationen im Klaren ist. Dennoch lassen sich aus beiden Entscheidungsprozessen wohl strukturierte Entscheidungen ableiten. Bei der Entscheidung unter Unwissen dagegen ist der Entscheider sowohl über die unterschiedlichen Umweltsituationen als auch deren Eintrittswahrscheinlichkeiten im Unklaren, was zu einer schlecht strukturierten Entscheidung im Sinne der zuvor erläuterten Ansätze führt. Die zuletzt genannte Situation ist bei Anlageentscheidungen nicht untypisch.¹⁶⁷

Abbildung 3.8 [Entscheidungssituationen]



¹⁶⁷ Vgl. Jacob 2012, S. 99.

Entscheidungsmatrix

Das in der **Abbildung 3.9** dargestellte Grundmodell der (normativen) Entscheidungstheorie bildet eine Entscheidungsmatrix bzw. Ergebnismatrix. Diese beschreibt ein Entscheidungsmodell, bei dem die unterschiedlichen Umweltzustände (U) sowie die verschiedenen Handlungsalternativen (A) bekannt sind. In der ersten Spalte der Matrix befinden sich, die sich gegenseitig ausschließenden Handlungsalternativen, während die erste Zeile die nicht beeinflussbaren Umweltzustände beinhaltet. Zur Bewertung der einzelnen Handlungsalternativen müssen Zielbeiträge für jede mögliche Kombination gebildet werden. Diese ergeben sich aus der jeweiligen Zielsetzung des Entscheidungsträgers. Beispiele hierfür sind unter anderem Gewinnmaximierung oder Kostenminimierung. Je nach Entscheidungsmodell kann nun die günstigste Handlungsalternative bestimmt werden. Auf Anlageentscheidungen bezogen sind die Anlageinstrumente die Handlungsalternativen, für die als Zielbeitrag zum Beispiel ein Nutzen aus Rendite und Risiko zu ermitteln ist. Mögliche Umweltsituationen wären schlechte, mittlere und gute Konjunktur.¹⁶⁸

Abbildung 3.9 [Entscheidungsmatrix]

Umweltsituationen	U1	...	UM	
Handlungsalternativen	A1	k11	...	k1m
	:	:	Zielbeiträge	:
An	kn1	...	km	

Grundidee von Behavioral Finance

Die traditionelle Kapitalmarkttheorie definiert das einzelne Individuum als Homo oeconomicus, welcher alle Informationen besitzt und immer rational nach der zuvor erörterten Entscheidungsmatrix oder ähnlichen Modellen handelt. Behavioral Finance hingegen

¹⁶⁸ Vgl. Jacob 2012, S. 100.

beschäftigt sich zusätzlich mit nicht rationalen Faktoren in Bezug auf Entscheidungen bzw. dem Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern. Die Grundlage hierzu bilden tatsächliche Beobachtungen des Verhaltens der Marktteilnehmer. Diese erweitern die rein ökonomischen Modellparameter um psychologische und soziologische Faktoren. Die Marktteilnehmer realer Kapitalmärkte handeln auf der Basis von heterogener und begrenzter Informationsaufnahme sowie Informationsverarbeitungskapazitäten, was zu Verhaltensanomalien führen kann.¹⁶⁹

Diese beobachteten Anomalien waren der Ausgangspunkt für die Entwicklung der Behavioral Finance. Die Anomalien kennzeichnen sich allgemein dadurch, dass sie nicht zufällig auftreten, sondern eine systematische Eigenschaft besitzen. Sie lassen sich in zwei Klassen gliedern: die Klasse der Verhaltensanomalien, die sich auf das einzelne Individuum beziehen und die Klasse der Kapitalmarktanomalien, welche auf der Marktebene zu beobachten sind.¹⁷⁰

Neurofinance

Das Entscheidungsverhalten ist schon seit mehreren Jahrzehnten Thema wirtschaftswissenschaftlicher Forschungen. Aktuell werden vermehrt neurowissenschaftliche Erkenntnisse, Aspekte und Methoden mit in die Analyse einbezogen. Dabei handelt es sich um Methoden, deren Fokus auf der Analyse der Aktivitäten des menschlichen Nervensystems liegt. Die Methoden der Neurowissenschaft weisen einige Vorteile gegenüber herkömmlichen Instrumenten wie beispielsweise dem Fragebogen auf. Neuere Entwicklungen sind sogenannte bildgebende Verfahren. Diese machen es möglich, die Gehirnaktivitäten eines Menschen im Rahmen von Entscheidungssituationen visuell darzustellen. Dabei werden Entscheidungssituationen simuliert, wobei die Hirnströme aufgezeichnet werden. Durch den Abgleich mit gestellten Kontrollaufgaben lassen sich Rückschlüsse auf die im Rahmen des Entscheidungsverhaltens aktivierten Hirnregionen ziehen.¹⁷¹

Die Neurofinance betrachtet den Finanzsektor aus neurowissenschaftlicher Sicht und beschäftigt sich im Speziellen mit der Erforschung von Emotionen und Risikoverhalten sowie deren Auswirkungen auf Anlageprozesse. Sie leistet damit einen wesentlichen Beitrag zur Behavioral Finance, deren bisheriger Ansatz stets deskriptiver Natur war. Neuste Erkenntnisse der Neurowissenschaft zeigen, dass Menschen allgemein weniger rational denken als angenommen, vor allem wenn es dabei um Geld geht. Im Gehirn findet ein ständiger Kampf zwischen dem analytischen, rational handelnden Teil (reflektives Gehirn) und dem emotional handelnden Teil (reflexives Gehirn) statt. Ein guter Anleger zeichnet sich dadurch aus, dass er die Vorteile beider Teile optimal zu nutzen vermag. Der durchschnittliche Investor befindet sich auf einer Berg- und Talfahrt der Emotionen, da auf dem Finanzmarkt Freude, Panik und falsche Hoffnungen sehr eng beieinanderliegen. Menschliche Charakteristiken wie Gier, Erwartung, Selbstvertrauen und Angst spielen hierbei eine we-

¹⁶⁹ Vgl. Stanzel 2007, S. 101–102.

¹⁷⁰ Vgl. Heun 2008, S. 120.

¹⁷¹ Vgl. Holtfort 2010, S. 31.

sentliche Rolle. Unabhängig vom Finanzmarkt bekommt der Mensch im Allgemeinen nie genug und ist nie zufrieden mit dem, was er hat, solange es jemanden gibt, der mehr besitzt, vor allem dann, je enger die Beziehung zu dieser Person ist. Daher reagiert der Mensch bzw. der Anleger sofort darauf, wenn sich eine Möglichkeit ergibt, Gewinn zu erzielen. Er wird bzw. ist folglich gierig. Ist sein Tun von Erfolg gekrönt, stärkt dies sein Selbstvertrauen einschließlich seiner Risikoaffinität, bis es einen Dämpfer bekommt (zum Beispiel Börsencrash), was sich schnell in Form von Angst äußern kann.¹⁷²

3.3.2 Reales Individualverhalten

Das folgende Kapitel erörtert die wichtigsten Aspekte des realen Individualverhaltens. Deren Zuordnung auf die Informationswahrnehmung, die Informationsverarbeitung und die Entscheidung im engeren Sinne ist nicht immer ganz eindeutig.

Heuristiken

Anlageentscheidungen werden, wie bereits erwähnt, von Individuen nach rationalen und emotionalen Gesichtspunkten getroffen, wobei auch die Umwelt (zum Beispiel Herdentrieb) berücksichtigt wird. Da die kognitiven Fähigkeiten eines Menschen stark begrenzt sind, wird auf Heuristiken zurückgegriffen. Diese sind von zentraler Bedeutung für Verhaltensanomalien im Rahmen der Informationswahrnehmung und Informationsverarbeitung. Bei Heuristiken handelt es sich um einfache Entscheidungsregeln. Speziell in Situationen, in denen Individuen sich mit komplexen Problemen auseinandersetzen müssen oder nur mit unvollständigen Informationen ausgestattet sind, führt das Anwenden von Heuristiken zu Verhaltensanomalien, welche sich vom modelltheoretischen rationalen Entscheidungsverhalten unterscheiden. Häufig beobachtete Heuristiken bei menschlichem Entscheidungsverhalten werden im Folgenden erläutert.¹⁷³

Kognitive Verfügbarkeit von Informationen

In der Realität ist grundsätzlich kein Marktteilnehmer vollständig informiert. Vorhandene Informationen sind zudem nicht für alle im gleichen Maße zugänglich. Die Unternehmensleitung ist beispielsweise besser über den Zustand des Unternehmens im Bilde als der einfache Arbeiter. Die einem Marktteilnehmer zur Verfügung stehende Menge an Informationen wird als reale Verfügbarkeit bezeichnet. Informationen des menschlichen Gedächtnisses lassen sich zudem nach dem Grad ihrer Verfügbarkeit einstufen, was auch als kognitive Verfügbarkeit (Verfügbarkeitsheuristik) bezeichnet wird. Leichter verfügbare Informationen werden dabei häufig als wahrscheinlicher angenommen, was zu falschen Einschätzungen in Entscheidungssituationen führen kann. Die kognitive Verfügbarkeit wird von folgenden Faktoren wesentlich beeinflusst:

- Aktualität

¹⁷² Vgl. Holtfort 2010, S. 31–32.

¹⁷³ Vgl. Böhme 2009, S. 58.

- Auffälligkeit
- Anschaulichkeit
- Affektive Kongruenz

Wird der Marktteilnehmer beispielsweise unmittelbar mit einer Information konfrontiert, wird diese aufgrund ihrer Aktualität häufig überbewertet, obwohl ältere Informationen die gleiche Gültigkeit besitzen können. Verstärkt wird dieser Effekt durch die Gestaltung der Auffälligkeit einer Information. Auch die Form der Darstellung von Informationen kann zu falschen Interpretationen führen (Anschaulichkeit). Beispielsweise werden Informationen meist überbewertet, die auf eine lebendige und konkrete Art und Weise dargestellt sind. Unter dem Effekt der affektiven Kongruenz wird das Abrufen einer mit einer bestimmten Stimmung verbundenen Erinnerung verstanden, welche bei einer ähnlichen Stimmung leichter abgerufen werden kann. Der gut gelaunte Anleger oder Analyst erstellt demzufolge eher positive Kursprognosen als der schlecht gelaunte Anleger oder Analyst.¹⁷⁴

Eine spezielle Variante des Faktors Auffälligkeit ist der Kontrasteffekt. Dieser tritt dann auf, wenn Informationen einen starken Kontrast zu ihrer Umwelt bilden. Beispielsweise werden Texte in schwarzer Schrift auf gelben Hintergrund deutlich stärker wahrgenommen als grauer Text auf weißem Hintergrund. Im Rahmen des Handels mit Finanzinstrumenten nimmt der Effekt eine besondere Rolle ein. Die Arbeitsplätze beim Handel mit Finanzinstrumenten sind in der Regel mit mehreren Monitoren ausgestattet, über die Informationen auf den Anwender einfließen, der oftmals nur Sekundenbruchteile aufwenden kann, um die Information zu bewerten. Durch den Kontrasteffekt kann die Informationswahrnehmung dabei offensichtlich deutlich beeinflusst werden. Auch die Attraktivität einer Immobilie lässt sich durch die Gegenüberstellung einer schlechteren Scheinalternative erhöhen.¹⁷⁵

Selektive Informationswahrnehmung

Die Informationswahrnehmung von Individuen ist häufig sehr unterschiedlich. Neben der kognitiven Verfügbarkeit wird die Informationswahrnehmung von der Subjektivität des Individuums beeinflusst. Informationen werden nach den Gesichtspunkten der eigenen Erwartungen, Meinungen, Vorstellungen und Hypothesen selektiert. Informationen, die dem entsprechen, werden meist bevorzugt wahrgenommen. Informationen, die dazu im Widerspruch stehen, werden eher vernachlässigt oder im Extremfall sogar ganz verdrängt. Man spricht dabei vom Problem der selektiven Wahrnehmung.¹⁷⁶

Verlustaversion

Eng verbunden mit der Informationswahrnehmung ist der Effekt der Verlustaversion. Durch Beobachtung lässt sich feststellen, dass Menschen allgemein den mit einem Verlust

¹⁷⁴ Vgl. Kasper 2007, S. 6–7.

¹⁷⁵ Vgl. Goldberg und von Nitzsch 2004, S. 62.

¹⁷⁶ Vgl. Stanzel 2007, S. 107.

verbundenen Schmerz wesentlich stärker empfinden, als die Freude über einen Gewinn in gleicher Höhe. Außerdem stellte sich im Rahmen von Experimenten heraus, dass Menschen innerhalb einer Gewinnsituation eher risikoavers handeln. Sie ziehen folglich einen potenziellen kleinen Gewinn mit geringem Risiko einem potenziell größeren Gewinn mit höherem Risiko vor. In Verlustsituationen jedoch kehrt sich dieser Effekt um und Menschen handeln eher risikofreudig. Auf Basis dieser Feststellung bevorzugen Menschen allgemein Produkte bzw. Alternativen mit einer geringeren Eintrittswahrscheinlichkeit eines hohen Verlustes als Alternativen mit einer hohen Eintrittswahrscheinlichkeit eines geringeren Verlustes. Auf den Handel mit Finanzinstrumenten bezogen, kann sich dieser Effekt wie folgt auswirken: Bei Kursrückgängen können Anleger panisch reagieren und die Wertpapiere verkaufen oder aber sie halten die Anlage solange wie möglich, um den Schmerz des realisierten Verlustes bzw. dessen Endgültigkeit zu vermeiden.¹⁷⁷

Verankerung

Neben der Verlustaversion ist der Ankereffekt für die Informationsverarbeitung von Bedeutung. In der Praxis lässt sich feststellen, dass sich die meisten Menschen an einer bestimmten Größe bzw. einem Richtwert orientieren, ohne dass ein objektiver Zusammenhang besteht. Dies kann in der Werbung für Konsumprodukte ein ursprünglicher Preis sein, der ergänzend zum aktuellen Preis angegeben ist. Bei der Kapitalanlage dient der Kaufpreis eines Anlageinstrumentes häufig als Ankerpunkt. Anleger orientieren sich bei ihrer subjektiven Bewertung an diesem Wert und zögern bei gesunkenen Kursen und weiter negativen Prognosen vor einem Verkauf, da sie zumindest den Einstandspreis realisieren möchten. Der ursprüngliche Kaufpreis wird subjektiv also zu stark gewichtet.¹⁷⁸

Repräsentativitätsheuristik

Als Repräsentativitätsheuristik wird eine Entscheidungsregel bezeichnet, bei der ausgehend von einer Stichprobe Schlussfolgerungen für die Grundgesamtheit erhoben werden. Dabei dient die Repräsentativität als Indikator für die Wahrscheinlichkeit des Eintretens eines Zustandes und bildet folglich die Grundlage der Entscheidung. Dies kann jedoch zu systematischen Fehlern im menschlichen Verhalten führen.¹⁷⁹ So werden häufig aktuelle Konstellationen von wirtschaftlichen Daten mit der Vergangenheit verglichen und bei einer ähnlichen Konstellation die gleiche Folge (zum Beispiel bessere Konjunktur, Aktienkurssteigerungen) vorausgesagt, obwohl der Zusammenhang nur zufällig ist.

Mentale Konten

Während bei der Repräsentativitätsheuristik fälschlicherweise Zusammenhänge hergestellt werden, sehen Marktteilnehmer bestehende Zusammenhänge durch die Bildung von mentalen Konten nicht. Mentale Konten dienen zwar zur Verringerung von Komplexität. Kritisch ist jedoch die Vernachlässigung von Abhängigkeiten zu sehen. So betrachtet zum

¹⁷⁷ Vgl. Wahren 2009, S. 73.

¹⁷⁸ Vgl. Holtfort 2009, S. 28.

¹⁷⁹ Vgl. Böhme 2009, S. 58–59.

Beispiel ein Anleger den Kauf einer Aktie A und den Kauf einer Aktie B getrennt. Für jede Anlage führt er dann ein fiktives Konto in seinem Kopf und betrachtet diese getrennt. Bestehende Abhängigkeiten werden dadurch ignoriert, was zu suboptimalen Entscheidungen führen kann.¹⁸⁰

Selbsttäuschung

Jeder Mensch handelt und entscheidet individuell. Im Laufe der Evolution eines Menschen werden verschiedene Merkmale vererbt, die von Mensch zu Mensch verschieden sind und folglich zu unterschiedlich erfolgreichen Entscheidungen führen können. Im Moment der Entscheidung ist trotzdem jedes Individuum davon überzeugt, die bessere Entscheidung zu treffen. Diese Überzeugung befriedigt beim Menschen das Bedürfnis nach einem hohem Selbstwert, dem damit verbundenen Kontrollbedürfnis oder dem Bedürfnis nach kognitiver Dissonanzfreiheit. Nach der Evolutionstheorie bringt diese Art der Selbsttäuschung noch weitere Vorteile im täglichen Leben mit sich, unabhängig, ob von einem Tier oder einem Menschen gesprochen wird. Beispielsweise täuscht die Selbsttäuschung in Auseinandersetzungen Dritte über die wahren individuellen Qualitäten oder Schwächen hinweg. Selbsttäuschung hilft auch bei der Lösung innerer Konflikte, welche sich aus unvorteilhaften Eigenschaften des Individuums entwickeln und durch die eigene Überzeugung unterdrückt werden. Dadurch resultiert eine positivere Einstellung, welche dabei hilft, sich auf zukünftige Entscheidungen zu konzentrieren und diese positiv zu beeinflussen. Die Kontrolle der Selbsttäuschung ist jedoch nicht möglich, ebenso das Erkennen dieser bei Dritten. Die negativen Konsequenzen der Selbsttäuschung äußern sich als Selbstüberschätzung der eigenen Fähigkeiten, aber auch als dynamische Prozesse, welche den dauerhaften Bestand der Selbsttäuschung gewährleisten, indem sie ein systematisches Lernen blockieren. Als Beispiel-Prozesse seien hier die Selbstüberschätzung im engeren Sinne, die selbstwertdienliche Attribution (Kausalattribution) und die Kontrollillusion genannt.¹⁸¹

- Um das Thema der Selbstüberschätzung (Overconfidence) zu verdeutlichen, dient folgende Analogie: „Wie gut sind Sie als Autofahrer? Sind Sie im Vergleich zu anderen Fahrern besser als der Durchschnitt, durchschnittlich oder schlechter als der Durchschnitt?“ Unabhängig davon, wo die Frage gestellt wird, fällt sie fast immer mit demselben Ergebnis aus. 65 % – 80 % der Befragten schätzen sich besser als der Durchschnitt ein. Rein statistisch können jedoch nur 50 % besser sein, was zu der Schlussfolgerung führt, dass sich die meisten in Bezug auf ihr Fahrkönnen überschätzen. Das Phänomen der Selbstüberschätzung lässt sich auch im Handel mit Finanzinstrumenten beobachten. Selbstüberschätzung hat bei Investoren zwei wichtige Implikationen: Investoren schließen schlechte „Wetten“ ab, da sie nicht erkennen, wenn sie sich mit ihrem Informationsstand im Nachteil befinden. Außerdem schließen sie beim Auftreten des Effekts häufiger einen Handel ab, als dies vernünftig wäre, was als Konsequenz ein übertriebenes Handelsvolumen zur Folge hat.¹⁸²

¹⁸⁰ Vgl. Goldberg und von Nitzsch 2004, S. 54.

¹⁸¹ Vgl. Böhme 2009, S. 65–66.

¹⁸² Vgl. Holtfort 2009, S. 45.

- Die Kausalattribution bzw. Selbstzuschreibung beschreibt den Vorgang der Zuschreibung der Ursache zu einer Entscheidung. Um den eigenen Selbstwert zu schützen, attribuieren Individuen in einer ihnen nützlichen Art und Weise, wobei sich eine Art Wunschdenken widerspiegelt. Folglich werden positive Ergebnisse eher den eigenen Fähigkeiten zugeschrieben und negative Ergebnisse mit situativen Gegebenheiten entschuldigt.¹⁸³
- Die Kontrollillusion bezeichnet die menschliche Erwartung zu glauben, dass beim eigenen Handeln ein Erfolg eintritt, der signifikant höher ist, als er nach rationalen Gesichtspunkten zu bewerten wäre. Damit verbunden ist ein unrealistischer Optimismus in Bezug auf zukünftige Ereignisse. Die Kontrollillusion bei der Ex-post-Erklärung von Ereignissen, bei welchen Individuen im Nachhinein plausible Erklärungen für die Entscheidung suchen, wird als „Hindsight bias“ bezeichnet.¹⁸⁴

Religion und Ethik

Auch Religion und Ethik üben Einfluss auf finanzwirtschaftliche Entscheidungen aus. Bereits die Bibel beschäftigt sich an verschiedenen Stellen mit Geld und Reichtum und gibt in Gleichnissen indirekt Ratschläge über den vernünftigen Umgang mit Geld. Analog finden sich im Koran entsprechende Stellen, aus denen entsprechend Gelehrte zum Beispiel ein Zinsverbot ableiten. Während das Christentum auf die Geldanlage heute einen eher geringen Einfluss ausübt, hat der Islam eine diesbezüglich größere Bedeutung, die sich in vielfältigen Regeln zur Geldanlage und Finanzierung ausdrückt.

Ergänzend haben sich allgemeine ethische Kriterien herausgebildet, die sich auf den Verwendungszweck des Kapitals beziehen. Ein Beispiel sind ökologische Fonds, die das Geld der Anleger nur Investitionen zuführen, die im Sinne der Anlagerichtlinien ökologischen Zwecken dienen.

3.3.3 Reales Kapitalmarktverhalten

Die im Folgenden näher betrachteten Ansätze dienen der Erklärung einzelner Marktanomalien. Dabei werden neben bereits identifizierten Anomalien auch Informationsasymmetrien berücksichtigt. Der Einfluss ökonomischer Faktoren wird dabei nicht infrage gestellt, sondern um zusätzliche psychologische und soziale Faktoren ergänzt.¹⁸⁵ Marktanomalien bestehen, da sich die zuvor erläuterten individuellen Verhaltensweisen nicht ausgleichen.

Home Bias

Als Home Bias wird die besondere Präferenz für heimische Anlagen bezeichnet, die auf der ganzen Welt zu beobachten ist und wie folgt zu erklären ist:

¹⁸³ Vgl. Böhme 2009, S. 67.

¹⁸⁴ Vgl. Böhme 2009, S. 67–68.

¹⁸⁵ Vgl. Heun 2008, S. 125–126.

- Ineffizienz der Märkte: Kapitalanleger handeln beschränkt rational und haben nichtrationale Renditeerwartungen.
- Heimische Wertpapiere sind zum Zwecke der Absicherung gegen spezielle Risiken des Heimatmarktes besser geeignet als ausländische Wertpapiere.
- Unterschiede zwischen den Renditen und Risiken verschiedener Märkte sind statistisch insignifikant. Folglich sind die Vorteile internationaler Diversifikation überbewertet.
- Die Kosten internationaler Diversifizierung übersteigen die mit ihr verbundenen Vorteile, da die verschiedenen nationalen Finanzmärkte nicht völlig integriert sind.¹⁸⁶

Übertreibung und Untertreibung

Die Anomalie der Übertreibung (Overreaction) ist für starke Kursausschläge und hohe Volatilitäten des Marktes verantwortlich und daher häufig Untersuchungsgegenstand vieler Studien. Die unterschiedlichen Kombinationen verschiedener Anomalien scheinen für diesen Effekt verantwortlich zu sein. Beispielsweise können eine selektive Wahrnehmung und eine gleichzeitige Verankerung starken Einfluss auf die Preisbewegung für den Fall ausüben, dass die steigende Entwicklung als Ankerwert dient und konträre Informationen durch den Effekt der selektiven Wahrnehmung nicht genügend Beachtung finden. Häufig ist im Falle von Aufwärtsbewegungen des Marktes der Effekt der Kontrollillusion zu beobachten, was den Anleger dazu veranlasst zu denken, er könnte den Markt kontrollieren. Neben der Übertreibung kann auf realen Märkten auch das Pendant der Untertreibung beobachtet werden. Diese tritt beispielsweise genau dann auf, wenn Kurse verzögert auf neu veröffentlichte Unternehmensergebnisse reagieren. Der Effekt der Untertreibung gründet auf dem Effekt der Verankerung, die dazu führt, dass sich die zukünftige Erwartung an der vergangenen orientiert, und auf dem Mental Accounting, welches Aktien- und Unternehmensergebnisse in zwei mentalen Konten führt.¹⁸⁷

Kalenderanomalien

Kalenderanomalien bzw. saisonale Anomalien beschreiben zeitliche Unregelmäßigkeiten im Verhalten von Marktteilnehmern. In Bezug auf den Handel mit Wertpapieren werden diese weiter in den Januar-Effekt, den Montagseffekt, den Monatswechsel-Effekt und den Feiertagseffekt untergliedert. Der Januar-Effekt beschreibt das Phänomen, dass Aktien besonders in den ersten Januar-Wochen eine überdurchschnittliche Rendite erwirtschaften. Dies liegt vermutlich daran, dass viele Investoren vor Jahresende aufgrund steuerlicher Vorteile Aktien verkaufen und im neuen Jahr erneut in den Markt investieren. Der Montagseffekt beschreibt die Tatsache, dass Montagsrenditen tendenziell schlechter im Vergleich zu anderen Wochentagen ausfallen. Grundsätzlich liegen die Renditen am letzten Handelstag und an den fünf ersten Handelstagen eines Monats durchschnittlich höher im Vergleich zum Rest des Monats, was als Monatswechsel-Effekt bezeichnet wird. Der Feiertagseffekt beschreibt die Unregelmäßigkeit, dass Renditen unmittelbar vor und nach Feier-

¹⁸⁶ Vgl. Lapp 2001, S. 107.

¹⁸⁷ Vgl. Heun 2008, S. 126.

tagen höher im Vergleich zu den verbleibenden Handelstagen ausfallen. Abgesehen von den steuerlichen Gründen für den Januareffekt, lassen sich Kalenderanomalien häufig durch die Bildung mentaler Konten erklären, denn insbesondere professionelle Anleger neigen dazu, unterschiedliche Perioden auch verschiedenen mentalen Konten zuzuordnen.¹⁸⁸

Kennzahlenanomalien

Auch im Bereich der Kennzahlen bestehen Anomalien. In der Literatur sind insbesondere Anomalien in Bezug auf die Unternehmensgröße, das Buchwert-Marktwert-Verhältnis, das Kurs-Gewinn-Verhältnis und die Dividendenrendite thematisiert, die sich wie folgt beschreiben lassen:

- Positiver Zusammenhang zwischen einer niedrigen Marktkapitalisierung und der Aktienrendite (Größeneffekt)
- Positiver Zusammenhang zwischen Buchwert-Marktwert-Verhältnis und Aktienrendite
- Negativer Zusammenhang zwischen Kurs-Gewinn-Verhältnis und Aktienrendite
- Positiver Zusammenhang von Gesamtrendite und Dividendenrendite¹⁸⁹

Sonstige Anomalien

Weitere Anomalien, die eine besondere Rolle im Handel mit Finanzinstrumenten spielen sind:

- Mean Reversion, welche die Tendenz von Aktienkursen beschreibt, dass sich diese langfristig in zyklischen Mustern um einen Mittelwert bewegen.
- Ankündigungseffekt, der die Beeinflussung des Verhaltens von Wirtschaftssubjekten aufgrund der Ankündigung einer Maßnahme beschreibt, wie beispielsweise das Verhalten bei angekündigten Preisänderungen, und die Tatsache, dass diese auch noch dann weiter bestehen, wenn das gerechtfertigte Maß erreicht ist.
- Indexeffekt, bei welchem es sich um einen speziellen Ankündigungseffekt handelt. Er beschreibt die Entwicklung steigender Kurse infolge einer Ankündigung zur Indexaufnahme der Aktie, wobei diese nicht mit dem Zeitpunkt der Ankündigung entsteht, sondern erst kurze Zeit vor der Aufnahme.
- Closed-End-Fund-Puzzle-Effekt, der die Konstellation beschreibt, dass geschlossene Investmentfonds häufig zu Beginn einen im Vergleich zum Marktwert des Fondsvermögens höheren und später einen geringeren Wert aufweisen.¹⁹⁰

¹⁸⁸ Vgl. Holtfort 2009, S. 50.

¹⁸⁹ Vgl. Heun 2008, S. 123.

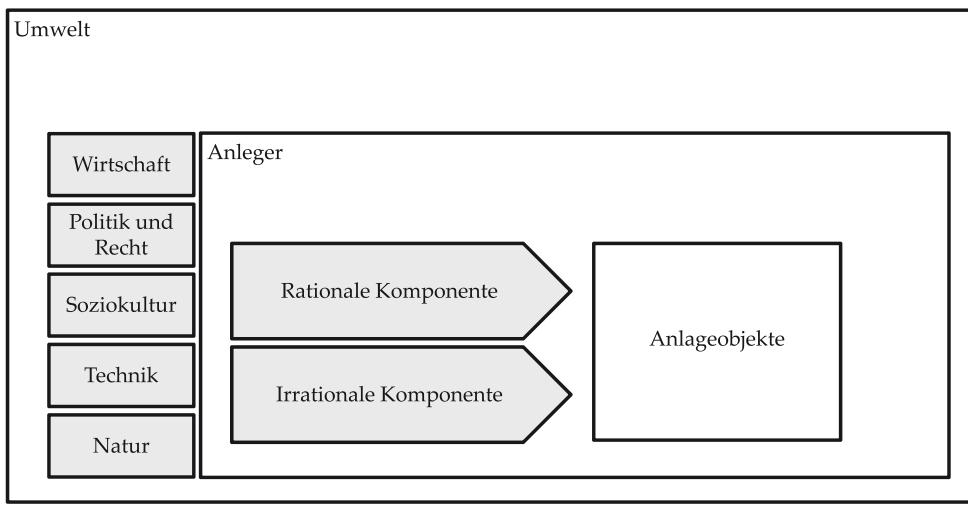
¹⁹⁰ Vgl. Heun 2008, S. 122.

3.4 Umwelteinflüsse

In der folgenden Darstellung wird an ausgewählten Beispielen der Einfluss von Umweltfaktoren auf Anlageentscheidungen von Marktteilnehmern und damit auf den Wert von Anlageinstrumenten beschrieben. Für den Erfolg einer Anlageentscheidung ist insbesondere wichtig, dass die Informationen dem Anleger zeitlich vor anderen Marktteilnehmern zur Verfügung stehen. Dies ist in der Regel mit höheren Kosten verbunden.

Analog zur strategischen Planung bei Unternehmen lassen sich die in der **Abbildung 3.10** genannten Einflussbereiche unterscheiden. Da die wirtschaftlichen Einflüsse in der Regel dominierend sind, werden diese vorab und etwas ausführlicher dargestellt. Alternativ lassen sich die Umwelteinflüsse auf Anlageentscheidungen von Marktteilnehmern auch in Einflüsse der weiteren Umwelt (zum Beispiel Medien) und Einflüsse der näheren Umwelt (zum Beispiel Freunde) untergliedern und darstellen.¹⁹¹

Abbildung 3.10 [Umwelteinflüsse bei Anlageentscheidungen]



3.4.1 Wirtschaftliche Einflüsse

Wirtschaftliche Einflüsse bestimmen einen großen Teil unseres Lebens. Die Wirtschaft umfasst alle Institutionen (Unternehmen, Haushalte) und Prozesse (Herstellung, Verbrauch und Verteilung von Gütern), die zur Deckung der menschlichen Bedürfnisse dienen. Bedürfnisse entstehen, wenn ein Mensch einen Mangel an materiellen oder immateriellen

¹⁹¹ Jacob 2009, S.1-26 (zu Umwelteinflüsse).

Gütern empfindet. Diesen Mangel wünscht der Mensch zu befriedigen, ganz gleich ob dieser objektiv sichtbar ist oder subjektiv empfunden wird. Die Wirtschaft eines Landes ist als Marktwirtschaft oder Zentralverwaltungswirtschaft organisiert, die jeweils in verschiedenen Ausprägungen existieren. Nach geografischen Gesichtspunkten wird zwischen der Wirtschaft einer Region, der Wirtschaft eines Staates (Volkswirtschaft) und der Weltwirtschaft unterschieden.

Die ökonomische Umwelt einer Anlageentscheidung ist durch die gesamtwirtschaftliche Entwicklung des jeweiligen Landes und seiner Handelspartner (Import- und Exportländer) geprägt. Neben der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung spielt auch die Branchenentwicklung eine entscheidende Rolle. Eine Analyse von für Anlageentscheidungen bedeutenden Rahmenbedingungen muss sich deshalb auf die Teilbereiche Weltwirtschaft, nationale Wirtschaft und Branchenwirtschaft konzentrieren und aufgrund ihrer Vernetzung jeweils Arbeits-, Finanz- und Gütermärkte analysieren. Wissenschaftlich sind die Themengebiete überwiegend der Volkswirtschaftslehre zuzuordnen. Neben der Analyse der Isthzahlen ist insbesondere eine Prognose von zukünftigen Daten von Bedeutung.

In den letzten Jahren gab es erhebliche Verschiebungen zwischen Finanz- und Realwirtschaft. Die Finanzwirtschaft scheint sich immer mehr von der Realwirtschaft abzukoppeln und unterliegt zunehmend der Börsendynamik.¹⁹² Kritiker verweisen in diesem Zusammenhang auf die zu liberale Haltung der Staaten gegenüber den Finanzmärkten, was auch die Gefahr einer steigenden Komplexität und Intransparenz mit sich bringt. Die entsprechenden Auswirkungen sind dadurch nur schwer nachvollziehbar und kontrollierbar.¹⁹³

Im Folgenden wird beispielhaft auf die Themen Zinsen und Inflation, Wechselkurse sowie Konjunktur eingegangen. Diese Faktoren üben einen großen Einfluss auf die Anlageentscheidungen von Marktteilnehmern aus.

Zinsen und Inflation

Der Zins ist ein Entgelt für die Zurverfügungstellung von Kapital. Im Regelfall wird der Zins als Prozentsatz in Bezug auf das Kapital ausgedrückt. Will der Anleger ein Urteil über die hinzugewonnene Kaufkraft fällen, muss er den Zins um die Inflation korrigieren. In diesem Zusammenhang existieren die Begriffe Nominalzins und Realzins. Während der Nominalzins nur den als Entgelt für die Kapitalabgabe erhaltenen Zins beschreibt, korrigiert der Realzins diesen um die Inflation und trifft insoweit eine Aussage über die hinzugewonnene Kaufkraft. Zu unterscheiden ist ergänzend der Effektivzins. Dieser berücksichtigt alle weiteren Kosten (Gebühren, Aufschläge, Abschläge), die neben dem Nominalzins für die Kapitalüberlassung anfallen.¹⁹⁴

Der Zins ist ein wichtiger Konjunkturindikator und ein Steuerungsinstrument im Wirtschaftskreislauf. Bei Gefahr einer Rezession senken Zentralbanken grundsätzlich die Zin-

¹⁹² Vgl. Bloss et al. 2009, S. 27.

¹⁹³ Vgl. Bloss et al. 2009, S. 25–26.

¹⁹⁴ Vgl. Güida 2009, S. 242.

sen. Dadurch steigen der Konsum von Haushalten und die Investitionsbereitschaft von Unternehmen, sodass die Wirtschaft neue Impulse erhält, die zu einem Aufschwung führen können. Analog können Zinserhöhungen bei Gefahr einer Überhitzung die Wirtschaft dämpfen. Zinsveränderungen beeinflussen auch das Entscheidungsverhalten von Marktteilnehmern in Bezug auf die Nachfrage und das Angebot von Anlageinstrumenten. So führen Zinssenkungen zum Beispiel tendenziell zu einer Erhöhung von Aktienkursen, da die verzinslichen Anlageformen als Alternative weniger interessant werden.¹⁹⁵

Wechselkurse

Wechselkurse, die an Devisenmärkten entstehen, sind Preise von Währungen, die in einer anderen Währung ausgedrückt werden. Aufgrund vielfältiger Einflussfaktoren lässt sich deren Entwicklung schwer prognostizieren. Die treibende Kraft liegt in den Erwartungen von Marktteilnehmern über mögliche Gesamtkapitalrückflüsse. Danach wird die Währung langfristig betrachtet am stärksten sein, die das beste Verhältnis der höchsten Rückflüsse und des geringsten Risikos bietet.¹⁹⁶

Beispielhaft soll nachfolgend der Einfluss des Wechselkurses auf die Preisentscheidungen von Marktteilnehmern in Bezug auf Rohstoffe analysiert werden. Da ein Großteil des Handels von Rohstoffen auf US-Dollar-Basis stattfindet, führt eine Aufwertung der heimischen Währung *ceteris paribus* zu einer Senkung von Rohstoffpreisen.¹⁹⁷

Allgemein betrachtet besteht folgender Zusammenhang: Halten Anleger Vermögensgegenstände in einer ausländischen Währung, besteht ein Währungsrisiko, das positive und negative Auswirkungen auf den Anlageerfolg haben kann. Eine entsprechende Absicherung mit Termingeschäften vermindert dieses Risiko bzw. schließt es aus, was allerdings mit Absicherungskosten verbunden ist.¹⁹⁸

Konjunktur

Der Begriff Konjunktur bezeichnet die allgemeine wirtschaftliche Lage eines Landes, einer Branche oder eines Unternehmens. Analysen ergaben, dass sich die Konjunktur in zyklischen Wellenbewegungen um einen langfristigen Wachstumspfad bewegt. Ein typischer Konjunkturzyklus, der häufig drei bis acht Jahre dauert, besteht aus folgenden Phasen:

- Ende der Rezession
- Aufschwung
- Boom
- Abschwung

¹⁹⁵ Vgl. Bloss et al. 2009, S. 27.

¹⁹⁶ Vgl. Schwager 1997, S. 583.

¹⁹⁷ Vgl. Herz und Drescher 2009, S. 99.

¹⁹⁸ Vgl. Götte 2001, S. 10–11.

Sowohl die Dauer der Konjunkturphasen als auch die Auswirkungen auf einzelne Wirtschaftsbereiche und Länder variiert sehr stark. Die Veränderungen im Konjunkturzyklus einer Volkswirtschaft wirken sich auch auf die Preise von Anlageinstrumenten aus. So steigen beispielsweise die Zinsen als Preis für die Überlassung von Kapital in einem wirtschaftlichen Aufschwung an, was zur Folge hat, dass Anleger ihre Entscheidungen unter Berücksichtigung konjunktureller Prognosen ständig überprüfen müssen.¹⁹⁹

Während traditionell nur davon ausgegangen wurde, dass die Konjunktur die Finanzmärkte beeinflusst, weisen neuere Entwicklungen darauf hin, dass sich Schwankungen der Finanzmärkte bzw. der dadurch induzierten Wertveränderungen von Anlageinstrumenten auch auf die Konjunktur auswirken. So belegen empirische Studien, dass rückläufige Vermögenspreise die Kaufentscheidungen von Haushalten und Unternehmen negativ beeinflussen.²⁰⁰

3.4.2 Nicht-wirtschaftliche Einflüsse

Die im Folgenden behandelten nicht-wirtschaftlichen Einflüsse auf die Anlageentscheidungen von Marktteilnehmern sind untereinander und mit den zuvor dargestellten wirtschaftlichen Einflüssen eng verbunden, da sie sich gegenseitig beeinflussen.

Politik und Recht

Die Politik und das Rechtssystem sind für Anlageentscheidungen von immer größerer Bedeutung. Die politische Umwelt eines Staates besteht aus verschiedenen Institutionen. Dazu zählen insbesondere Parteien und Regierungsorganisationen. Der Anleger muss ein Verständnis dafür entwickeln, welche Chancen und Risiken sich aus der Politik eines Landes ergeben. Als Beispiele sind die Bereiche Besteuerung oder Enteignung zu nennen. Zwischen der politischen Umwelt und dem Rechtssystem bestehen enge Verbindungen, da die Politik entscheidend auf die Formulierung rechtlicher Normen einwirkt. Die folgenden Beispiele zeigen exemplarisch, dass auch der politisch-rechtliche Bereich einen starken Einfluss auf Kauf und Verkaufsentscheidungen von Marktteilnehmern nimmt.

In Bezug auf Rohstoffe lässt sich eindeutig feststellen, dass kriegerische Auseinandersetzungen zu mehr Nachfrage und damit zu einer Preiserhöhung der Rohstoffe führen. Mit dazu bei trägt insbesondere die steigende Nachfrage bestimmter Rohstoffe für Militärzwecke (zum Beispiel Metalle für Panzer und Kampfflugzeuge). Die Preissteigerungen enden meist erst eine gewisse Zeit nach dem Ende der Konflikte.²⁰¹ Neben kriegerischen Ereignissen wirken sich auch andere politische Faktoren auf Rohstoffpreise aus. Ins Bewusstsein tritt zum Beispiel immer wieder der Einfluss der OPEC (Organisation erdölexportierender Länder) auf die Erdölpreise.

¹⁹⁹ Vgl. Götte 2001, S. 9.

²⁰⁰ Vgl. Bloss et al. 2009, S. 28.

²⁰¹ Vgl. Ullmann und Heim 2006, S. 58.

Beispielhaft für den Einfluss von politisch-rechtlichen Ereignissen auf Aktienkurse sei der Sektor der regenerativen Energien genannt, der vor allem aufgrund staatlicher Fördermaßnahmen in den letzten Jahren Gewinn- und damit Aktienkurssteigerungen verzeichnen konnte. Umgekehrt erlitt die Zigarettenindustrie durch die staatlichen Einflussnahmen tendenziell Verlust. Die beschriebenen Einflüsse sind umso stärker, je kleiner das Unternehmen und je regionaler der Absatzmarkt ist.²⁰²

Soziokultur

Auch soziokulturelle Entwicklungen beeinflussen die Entscheidungen von Marktteilnehmern und damit den Preis von Anlageinstrumenten. Kultur im weitesten Sinne umfasst alles, was der Mensch, im Gegensatz zu der vorhandenen Natur, selbst geschaffen hat. Hierzu gehören auch Technik, Politik und Recht sowie Wirtschaft und Kunst. Einen Teilbereich der Kultur stellt die Soziokultur dar. Diese umfasst die gesellschaftlichen Bestimmungsfaktoren einer Kultur. Marktteilnehmer sind in ein bestimmtes soziokulturelles (= gesellschaftskulturelles) Umfeld eingebettet. Im Zentrum dieses Bereiches stehen die Menschen beispielsweise als Anleger oder Kapitalnehmer. Soziokulturelle Merkmale dieser Menschen sind zum Beispiel der Bildungsstand, die Religionszugehörigkeit oder die Wertvorstellungen, die bei Anlageentscheidungen zu berücksichtigen sind. Einige wichtige soziokulturelle Determinanten und deren Einflüsse auf Anlageentscheidungen werden im Folgenden beispielhaft beschrieben.

Besondere Herausforderungen resultieren aus der Bevölkerungsentwicklung. Der Begriff schließt sowohl Wachstum als auch Rückgang der Bevölkerung mit ein. In Deutschland ist seit Jahren ein deutlicher Rückgang der Bevölkerung zu verzeichnen. Die Gesellschaft wird im Durchschnitt immer älter und die Geburtenraten sinken stetig. Wirtschaftlich gesehen bedeutet dies, dass sich die Nachfrage von bestimmten Produkten und Dienstleistungen verlagert. Für den Anleger ist die Bevölkerungsentwicklung aus verschiedenen Gründen wichtig. Möchte er zum Beispiel eine Immobilie erwerben, ist die Bevölkerungsdichte im Hinblick auf die Infrastruktur und die Veräußerbarkeit ein wichtiger Faktor. Beim Erwerb von Anteilen an Unternehmen muss der Anleger analysieren, ob der Betrieb seine Angebotspalette der Nachfrage in der Bevölkerung anpasst, da ansonsten negative Gewinnauswirkungen entstehen. So ist es für ein Unternehmen, das Hygiene- und Kosmetikprodukte herstellt, ratsam sein Angebot in Deutschland eher auf die Generation dreißig aufwärts auszurichten, anstelle von neuen Angeboten im Bereich der Babyprodukte. In vielen Industrieländern ist der Trend ähnlich wie in Deutschland. In den Entwicklungsländern nimmt dagegen die Bevölkerung weiter zu.^{203 204}

Auch das folgende Beispiel zeigt, wie sich das Zusammenwirken soziokultureller Faktoren auf Anlageentscheidungen auswirken kann. In der modernen Industriegesellschaft schließt das Zusammenleben der Familie lediglich Eltern und Kinder als Kernfamilie ein. Immer

²⁰² Vgl. Peeters 2008, S. 179–180.

²⁰³ Vgl. Laube 2009, S. 97–98 (ergänzend zu Prognose der Weltbevölkerung).

²⁰⁴ Vgl. Zitelmann 2007, S. 30 (ergänzend zu Aktien und Demografie).

weiter wächst zudem die Anzahl der Nichtfamilienhaushalte, wie Singlehaushalte oder Wohngemeinschaften. Gründe hierfür sind höhere Scheidungsraten sowie die Berufstätigkeit verheirateter Frauen. Frauen sind in dieser Gesellschaft nicht mehr nur Hausfrau und Mutter, sondern tragen mit ihrem Einkommen zur Erhöhung des Familienbudgets bei, womit sich auch das Konsumverhalten ändert. Auswirkungen dieser Entwicklungen resultieren beispielsweise in tendenziell höheren Preisen für Singlewohnungen, da *ceteris paribus* die Nachfrage nach diesen steigt.

Technik

Wie viele andere Begriffe auch lässt sich Technik auf unterschiedliche Art und Weise definieren. Es kann grundsätzlich zwischen Sachtechnik (zum Beispiel Fernseher, Laptop) und Handlungstechnik (zum Beispiel Ablauforganisation) unterschieden werden. Technik steht, wie bereits angedeutet, mit der zuvor erläuterten Soziokultur in einem wechselseitigen Verhältnis. Menschen gestalten die Technik und entscheiden über deren Einsatz. Die Rückwirkung der Technik auf die Gesellschaft lässt soziale Auswirkungen des Technikeinsatzes entstehen.

Technische Entwicklungen lassen sich in unterschiedliche Bereiche einteilen, von denen folgende allgemein als für die Zukunft bedeutsam angesehen werden (Zukunftstechnologien):

- Biotechnik
- Informations- und Kommunikationstechnik
- Medizintechnik
- Mikroelektronik
- Nanotechnik
- Robotik
- Künstliche Materialien

Anlagen in entsprechenden Unternehmen versprechen folglich Gewinnpotenzial.²⁰⁵

Natur

Natur steht zu den anderen Systemelementen (Wirtschaft, Technik usw.) in einem Interaktionsverhältnis, kann aber auch als deren umhüllendes Element interpretiert werden. Als Gegenbegriff zur Kultur umfasst die Natur die nicht vom Menschen erschaffenen Bereiche der Umwelt. Es gibt belebte Natur, wie Tiere und Pflanzen, und unbelebte Natur, wie Steine und Felsen.

Spätestens seit der „Club of Rome“ im Jahr 1972 die „Grenzen des Wachstums“ veröffent-

²⁰⁵ Vgl. Weck 2003, S. 26 (ergänzend).

lichte, sind die Auswirkungen des Wirtschaftens auf die Erde nicht mehr unbekannt. Ökologische Probleme wie Nahrungsmangel, Verschwendungen natürlicher Ressourcen sowie das Wachstum von Wirtschaft und Bevölkerung waren Themen verschiedener Berichte. Trotz dieser und ähnlicher Warnungen verschlechtert sich der Zustand der Natur weiterhin, sei es durch giftige Abwässer oder unsachgerechte Müllentsorgung.

Die Natur bzw. die natürliche Umwelt ist für Anleger aus mehreren Gründen von Bedeutung. Als Rohstoff- und Energielieferant dient sie der betrieblichen Produktion und beeinflusst das Angebot von Rohstoffen, das neben deren Nachfrage die Preisbildung bestimmt. Auch Wetterkatastrophen, die sich auf die Ernte auswirken, beeinflussen direkt den Preis. Marktteilnehmer müssen bei ihren künftigen Entscheidungen insbesondere berücksichtigen, dass Rohstoffe grundsätzlich begrenzt vorhanden sind und deshalb bei steigendem Verbrauch durch eine wachsende Weltbevölkerung die Preise steigen, wenn keine gegenläufigen Effekte durch die Entwicklung neuer Technologien oder Substitutionsprodukte zu einer Trendumkehr führen.²⁰⁶

²⁰⁶ Vgl. Kleinman 2006, S. 190 (ergänzend).

4 Prozesse

Der dritte Hauptteil führt Anlageinstrumente und Marktteilnehmer zusammen und verdeutlicht damit, dass es wechselseitige Abhängigkeiten zwischen diesen Elementen gibt. So hängt die Beurteilung der Anlageinstrumente durch Marktteilnehmer von der erwarteten Preisentwicklung der Anlageinstrumente ab. Umgekehrt beeinflussen Marktteilnehmer durch ihr Verhalten die Preisentwicklung von Anlageinstrumenten.

Im Vordergrund des Kapitels steht der Bewertungsprozess von Investoren. Dieser beginnt mit der Festlegung von Zielsetzungen im Rahmen der Anlegeranalyse. In der sich anschließenden, teilweise aber auch parallel stattfindenden Marktanalyse beurteilen die Anleger bzw. die von ihnen beauftragten Dienstleister die Anlageinstrumente und die dazugehörige Anlageumwelt. Die Ergebnisse beider Analysen führen zu Anlageentscheidungen im engeren Sinne, die umzusetzen und zu kontrollieren sind. Viele Entscheidungen „im kleineren Stil“ finden jedoch in jeder der genannten Phasen statt, sodass das im vorangegangen Kapitel erörterte Entscheidungsverhalten nicht nur bei der Anlageentscheidung im engeren Sinne zu beobachten ist, sondern zum Beispiel auch bei Entscheidungen der Ziel- und Marktanalyse. Bei Letzteren ist insbesondere auch das rationale und irrationale Entscheidungsverhalten der anderen Marktteilnehmer zu berücksichtigen.

Das Kapitel beantwortet unter anderem folgende Fragen:

- Wie ergeben sich Werte bzw. Preise von Anlageinstrumenten?
- Wie lassen sich Rendite und Risiko allgemein und in Bezug auf einzelne Anlageinstrumente definieren?
- Mit welchen Verfahren lassen sich Anlagemarkte analysieren?
- Welche Aktivitäten bzw. Prozesse führen Marktteilnehmer bezüglich der Wertermittlung von Anlageinstrumenten aus?
- Wie lassen sich Anlageentscheidungen umsetzen und kontrollieren?

4.1 Grundlagen

Bevor auf die einzelnen Phasen im Anlageentscheidungsprozess näher eingegangen wird, ist der Gesamtprozess darzustellen und der Wertbegriff näher zu erläutern.

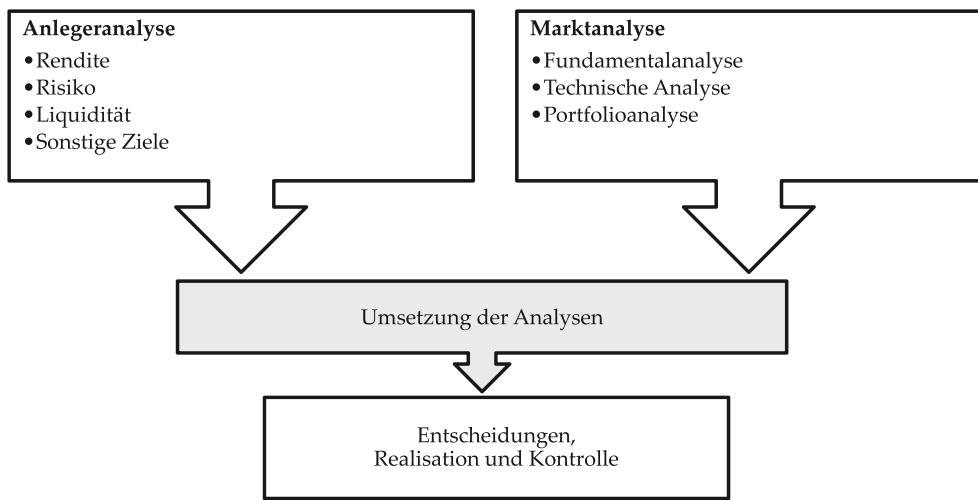
4.1.1 Gesamtprozess

Das folgende Kapitel stellt zunächst den Investmentprozess im Zusammenhang dar und geht anschließend auf Aspekte der Arbeitsteilung ein.

Zusammenhänge

Der in der **Abbildung 4.1** dargestellte Investmentprozess ist eine Konkretisierung der aus der allgemeinen Betriebswirtschaftslehre bekannten Themen Planung, Entscheidung und Kontrolle und ist Kernbestandteil der Tätigkeit eines Asset Managers. Der Investmentprozess ist jedoch kein konkret definierter Ablauf, der immer dem gleichen Schema folgt, lediglich die Grundstruktur ist immer konstant. Die Ausführungen bilden deshalb nur eine Art Rahmen für den Handlungsspielraum eines Investors oder eines Asset Managers. Diese prägen ihren Investmentprozess durch die eigenen Fähigkeiten und Überzeugungen. Dadurch können viele verschiedene Subprozesse entstehen. Die Grundstruktur gliedert sich traditionell in eine Wertschöpfungskette: Entscheidungsvorbereitung (Informationserfassung, Research), Entscheidungsfindung (Informationsverarbeitung, Portfoliomanagement) sowie Entscheidungsimplementierung und Kontrolle. Ein guter Asset Manager zeichnet sich in Bezug auf den Investmentprozess dadurch aus, dass er durch geschickte Kombination, Interpretation und Verarbeitung von Informationen eine höhere Informationsqualität erzielt und somit einen Wettbewerbsvorteil gegenüber seinen Konkurrenten generiert. Hier spielt die Interpretation von Markteinflussgrößen eine wichtige Rolle. Diese lassen sich, wie weiter unten erläutert, durch eine fundamentale Marktanalyse oder eine technische Marktanalyse bestimmen. Daneben ist es von signifikanter Bedeutung die Informationsflut zu bewältigen, ohne dass dabei wichtige Informationen verloren gehen.²⁰⁷

Abbildung 4.1 [Investmentprozess]



²⁰⁷ Vgl. Riess und Frank 2002, S. 276–277.

Arbeitsteilung

Die zuvor beschriebenen Aktivitäten werden von einem Marktteilnehmer oder mehreren Marktteilnehmern in Bezug auf Anlageinstrumente durchgeführt. Im Regelfall findet eine Arbeitsteilung zwischen mehreren Marktteilnehmern innerhalb aber auch zwischen Organisationen statt. Der Anleger kann jedoch auch alle Aktivitäten selbst ausführen, wenn keine externen Restriktionen bestehen.

Eine arbeitsteilige Organisation kann zur Steigerung der Effizienz oder zur Vermeidung von Interessenkonflikten sinnvoll sein. Effizienzsteigerungen sind insbesondere auf absolute oder komparative Kostenvorteile zurückzuführen, die bei anderen Marktteilnehmern vorhanden sind und die eine Auslagerung von Prozessen (Outsourcing) rechtfertigen. Ergänzend lassen sich durch die Verlagerung von Aktivitäten auf andere Marktteilnehmer Interessenkonflikte vermeiden. Diese können sich zum Beispiel ergeben, wenn ein Marktteilnehmer auf eigene Rechnung handelt und gleichzeitig Kundenberatungen durchführt. Hier besteht die Gefahr, dass sich die Beratung nicht ausschließlich an den Kundeninteressen orientiert. Aus diesem Grund schreibt auch der Gesetzgeber in vielen Ländern entsprechende Funktionstrennungen zwischen Organisationen oder innerhalb einer Organisation vor.²⁰⁸

4.1.2 Wertbegriffe

Schwerpunkt der Prozesse bzw. Aktivitäten im Asset Management sind Überlegungen zum aktuellen und zukünftigen Wert von Anlageinstrumenten. Dieser Wertbegriff ist jedoch nicht eindeutig bestimmt und muss deshalb im Folgenden näher konkretisiert werden. Nach einer Abgrenzung zum Preis und der Erläuterung von Preisindizes werden die Unterschiede zwischen Markt-, Ertrags- und Substanzwerten erläutert.

Preise und Werte

Die Begriffe Preise und Werte sind nicht einheitlich definiert. Von einem Preis wird hier gesprochen, wenn dieser die Abrechnungsbasis für einen realisierten Kauf bzw. Verkauf von einem Anlageinstrument darstellt. Häufig stimmt der Preis mit dem Marktwert eines Anlageinstrumentes überein. So werden an Börsen gehandelte Wertpapiere in der Regel zu dem aktuellen Marktwert abgerechnet. Dies ist jedoch nicht zwingend, da Wertpapiertransaktionen auch außerhalb einer Börse zu von den Börsenpreisen abweichenden Preisen stattfinden können (Paketzuschläge oder Paketabschläge). Bei nicht börsengehandelten Anlageinstrumenten (zum Beispiel Immobilien) bestehen teilweise erhebliche Abweichungen der realisierten Preise von gegebenenfalls vorhandenen Marktwerten, da viele subjektive Komponenten eine Rolle spielen. Synonym für „Preis“ findet die Bezeichnung „Kurs“ für an Börsen notierte Anlageinstrumente Verwendung. Während Preise bzw. Kurse Ergebnis konkreter Markttransaktionen sind, müssen Werte nicht realisiert werden. Sie

²⁰⁸ Vgl. Lingner 2003, S. 288 (ergänzend zu Outsourcing).

entstehen als Ergebnis eines Bewertungsprozesses und bilden die Basis für Marktpreise. Neben Marktwerten existieren Substanzwerte und Ertragswerte.²⁰⁹

Preisindizes

Preisindizes messen die Preisveränderung von einer Basisperiode (= 100) zu einer nachfolgenden Periode (zum Beispiel 107). Sie werden im Regelfall für eine Gruppe von Anlageinstrumenten (Aktien, Immobilien) aufgestellt.

Indizes existieren unter anderem für Asset-Klassen, Länder, Branchen und Anlagestile. Damit in Verbindung steht eine große Anzahl von Indexanbietern, die sich in Bezug auf ihre Produktpalette, den Spezialisierungsgrad, die Methodik und die Aktivität in weiteren Geschäftsfeldern unterscheiden.²¹⁰

Im Folgenden werden beispielhaft nur Aktienindizes erläutert. Zur Darstellung der Entwicklung der Aktienmärkte existieren häufig länderbezogene Aktienindizes. Diese sollen repräsentativ und über den Zeitablauf vergleichbar die Marktentwicklung beschreiben. Hierbei sind Kurs- und Performanceindizes zu unterscheiden. Während Kursindizes nur die reine Kursentwicklung aufzeigen, berücksichtigen Performance-Indizes auch Ertragszahlungen, die beispielsweise aus Dividenden resultieren. Wichtige Aktienindizes sind zum Beispiel:

- DAX (Deutschland)
- CAC 40 (Frankreich)
- FT-SE 100 (Großbritannien)
- ATX (Österreich)
- Dow Jones 30 Industrial (USA)
- Nasdaq (USA)
- S&P 500 (USA)
- Nikkei 225 (Japan)²¹¹

Der Deutsche Aktienindex (DAX) umfasst die nach Marktkapitalisierung bzw. dem Börsenumsatz größten Unternehmen an der Frankfurter Wertpapierbörsse. Er wird von der Deutschen Börse AG berechnet und publiziert. Im Wesentlichen umfasst der DAX deutsche Unternehmen. Seine Ursprünge reichen bis 1959 zurück, da er den Index der Börsenzeitung fortschreibt. Basisdatum ist der 30. Dezember 1987 mit einem Basiswert von 1000. Ergänzend zum DAX existieren beispielsweise der TechDAX (Technologieaktien) und der MDAX (50 größte Werte nach dem DAX).²¹²

²⁰⁹ Vgl. Laux 2005, S. 215 (ergänzend).

²¹⁰ Vgl. Friebel 2010, S. 6.

²¹¹ Vgl. Auer und Rottmann 2010, S. 132.

²¹² Vgl. Kunze 2009, S. 109–110.

Marktwerte

Der Marktwert eines Anlageinstrumentes ergibt sich aus dem Marktwertverfahren. Dieses unterstellt, dass sich der Wert eines Anlageinstrumentes aus Marktpreisen ergibt, die möglichst aktuell realisiert wurden. Der Marktwert hat im Vergleich zu anderen Werten den Vorteil, dass er durch das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage entsteht. Sind die Märkte jedoch nicht vollkommen, stimmt der Marktpreis nicht mit dem „wahren“ bzw. „objektiven“ Wert überein. Objektivität ergibt sich nur dadurch, dass ein Preis existiert. Käufer, die mehr wissen als der Markt, sind folglich bereit über dem Marktwert zu kaufen, wenn ihre subjektiven Wertvorstellungen höher sind.²¹³

Ertragswerte

Sind keine Marktwerte vorhanden oder sollen Marktwerte analysiert werden, kann der Anleger den Ertragswert eines Anlageinstrumentes als Maßstab heranziehen. Dieser ergibt sich durch Abzinsung aller zukünftigen Einzahlungsüberschüsse auf den Bewertungszeitpunkt. Der so entstehende Barwert ist jedoch nicht eindeutig, da die Einzahlungsüberschüsse nicht genau definiert sind und aufgrund ihrer Zukunftsbezogenheit auch nicht genau bestimmbar sind. Allgemein ergibt sich der Wert wie in der **Abbildung 4.2** dargestellt.

Wie bereits angedeutet, können Marktteilnehmer den Ertragswert unterschiedlich ermitteln, wobei sich Unterschiede zunächst in Abhängigkeit von dem konkreten Anlageinstrument ergeben. Bei der Bewertung von Unternehmen ergibt sich der Ertragswert beispielsweise aus dem Barwert der den Eigentümern zufließenden entziehbaren Überschüsse, wobei die Entziehbarkeit der Sicht der Manager oder der Sicht der Gesellschafter entsprechen kann. Letztere ermitteln im Regelfall höhere entziehbare Beträge als die Manager, die eigene Mittel eher für Investitionen ausgeben wollen. Weitere Unterschiede ergeben sich aus der Definition der Überschüsse. Hierzu gehören insbesondere Dividenden und Veräußerungserlöse.²¹⁴

Substanzwerte

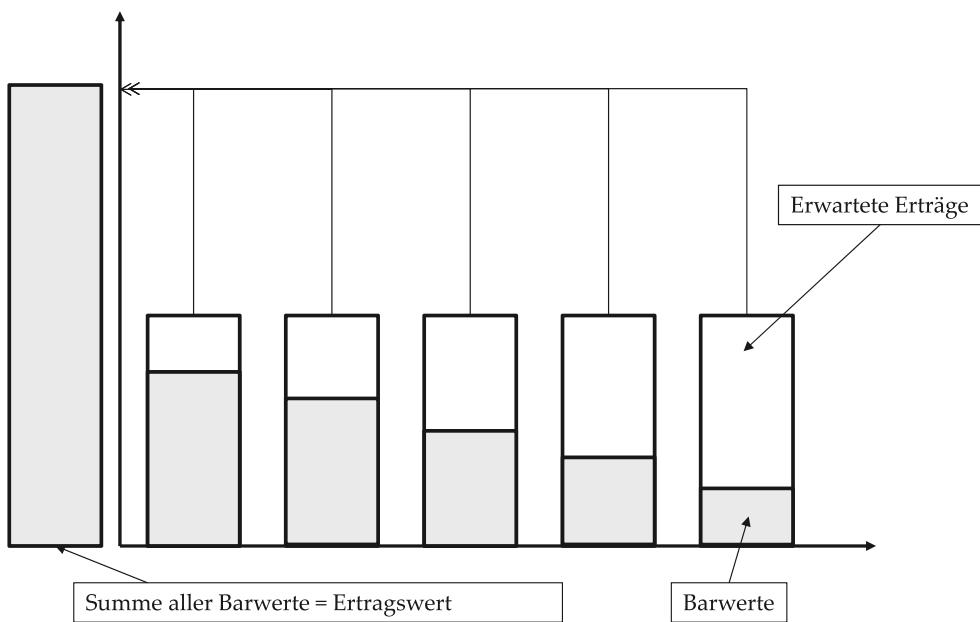
Sind weder Marktwerte noch Ertragswerte vorhanden, verbleiben nur noch Substanzwerte zur Bewertung von Anlageinstrumenten. Substanzwerte können aber auch ergänzend zu bestehenden Markt- und Ertragswerten als Wertmaßstab herangezogen werden, wobei sie meist nachrangig Verwendung finden. Die konkrete Ermittlung hängt von dem Anlageinstrument ab. Bei Unternehmen sind zum Beispiel alle Aktiva zu bewerten und um Verbindlichkeiten und Rückstellungen zu bereinigen.²¹⁵

²¹³ Vgl. Voigt und Voigt 2005, S. 23.

²¹⁴ Vgl. Voigt und Voigt 2005, S. 30.

²¹⁵ Vgl. Voigt und Voigt 2005, S. 27 (ergänzend).

Abbildung 4.2 [Ermittlung von Ertragswerten]



Beispiel für Immobilien

Die Ermittlung von Markt-, Ertrags- und Substanzwerten wird im Folgenden beispielhaft für Immobilien dargestellt.

- Das Markt- oder Vergleichswertverfahren, das sich bei der Wertfindung an den Preisen von Vergleichsobjekten orientiert, findet in der Regel Anwendung, wenn ausreichend Vergleichsobjekte vorliegen. Da bei Gebäuden häufig eine geringe Vergleichbarkeit vorliegt, ist eine Relevanz insbesondere für unbebaute Grundstücke gegeben. Aber auch bei Standardwohnungen wird das Vergleichswertverfahren zur Bewertung eingesetzt. Bei unbebauten Grundstücken existieren Bodenrichtwerte, die von Gutachterausschüssen auf der Basis von Bodenpreissammlungen ermittelt wurden. Werterhöhende oder wertmindernde Tatsachen (zum Beispiel Lärmimmissionen) führen zu Zu- oder Abschlägen.
- Das Ertragswertverfahren stellt den Standard bei der Bewertung von Renditeobjekten dar, das heißt bei vermieteten Wohn- oder Gewerbeobjekten. Auch selbst genutzte Gewerbeobjekte werden mithilfe des Ertragswertverfahrens bewertet. Den Ausgangspunkt dieses Verfahrens stellt der Jahresrohertrag dar, der einer nachhaltig zu erzielenden Miete entspricht. Hiervon sind die Bewirtschaftungskosten für Instandhaltung, Mietausfallwagnis, Verwaltung und Betrieb abzuziehen, um den Jahresreinertrag zu erhalten.

ten. Nach Korrektur um den Bodenwert ergibt sich dann ein Gebäudereinertrag, der mit einem Vervielfältiger multipliziert wird und zu einem Gebäudeertragswert führt. Der Vervielfältiger berücksichtigt den Liegenschaftszins und die Restnutzungsdauer des Gebäudes. Nach Vornahme weiterer Korrekturen ergibt sich der Ertragswert.

- Für eigengenutzte Immobilien, die keinem Standard entsprechen, wird überwiegend das Sachwertverfahren genutzt. Der Sachwert setzt sich aus einem Bodenwert, der sich aus den Bodenrichtwerten ergibt, und einem Gebäudewert zusammen. Letzterer wird auf Kubikmeter- oder Quadratmeterbasis ermittelt und um Abschreibungen sowie nicht erfasste Bauteile und sonstige Anlagen korrigiert.²¹⁶

4.2 Zielanalyse

Ein Investmentprozess sollte immer zuerst mit der Zielanalyse bzw. der Analyse des Anlegers, also mit dem Anlegerprofil, beginnen. In der Regel werden hier klare Grenzen gesetzt und ein Handelsrahmen definiert. Für den Anleger bietet dieses Instrument die Möglichkeit, konkrete Bewertungsmaßstäbe und Präferenzen zu setzen. Außerdem ist dadurch eine Performancemessung überhaupt erst möglich, da hier definiert wird, was als Anlageerfolg zu bewerten ist. Bei der Anlegeranalyse sollten die rechtliche Vorschriften wie das WPHG und die „Grundsätze ordnungsgemäßer Finanzplanung“ Beachtung finden. Außerdem spielen die Referenzwährung und der Anlagehorizont des Anlegers eine wichtige Rolle. Die Analyse muss nicht notwendigerweise von Dritten vorgenommen werden, sondern lässt sich auch vom Anleger selbst vornehmen.²¹⁷

Jedes Finanzierungssubjekt strebt als Ziel Nutzenmaximierung an. Dies kann bei der Kapitalanlage und der Kapitalaufnahme ein optimales Verhältnis von Rentabilität, Liquidität, Risiko und sonstigen Kriterien (Nachhaltigkeit, Unabhängigkeit) sein. Hierbei kann es zu Interessenkonflikten beim Anleger selbst kommen, wenn er zum Beispiel zwischen Renditen und Risiken abwägen muss. Möglich sind allerdings auch Interessenkonflikte zwischen den Marktteilnehmern, da der Kapitalgeber zum Beispiel möglichst viel an Entgelt verlangt, der Kapitalnehmer aber möglichst wenig zahlen will.

Im Folgenden werden die Ziele Rendite, Risiko, Liquidität, Nachhaltigkeit sowie Verwaltbarkeit und Unabhängigkeit näher erläutert. Diese können sowohl subjekt- als auch objektbezogen (Bezug zu Anlageinstrumenten) sein, sodass im Zielabwägungsprozess die jeweiligen subjektspezifischen Wünsche mit den objektspezifischen Ausprägungen zu verglichen sind.

²¹⁶ Vgl. Kampe 2006, S. 33–34 (zu Beispiel für Immobilien).

²¹⁷ Vgl. Schmeisser 2010, S. 270.

4.2.1 Rendite

Durch Vergleich von Preisen bzw. Werten aufeinanderfolgender Perioden lassen sich Renditen bzw. Rentabilitäten ermitteln. Es gibt nicht nur einen Renditebegriff, sondern mehrere. Im Folgenden wird zunächst auf den Unterschied zwischen absoluter und relativer Rendite eingegangen, um anschließend sonstige Renditebegriffe und Renditeformeln zu erörtern. Anleger müssen die Begriffsunterschiede bei der Zielformulierung ihrer Renditevorstellungen und der Interpretation der mit ihrem Anlageportfolio erzielten Renditen berücksichtigen, da ansonsten Vergleiche nicht sinnvoll möglich sind.

Renditebegriffe

Das Rentabilitätsziel wird oft als das wichtigste Anlageziel angesehen. Ein Investor legt Kapital an, weil er zusätzlich zur Rückzahlung seiner eingesetzten Mittel einen Gewinn erwartet, der auch als absolute Rentabilität bezeichnet werden kann. Dieser (positive) Erfolg kann in einen periodisch anfallenden Erfolg und in einen Liquidationserfolg unterteilt werden. Letzterer ergibt sich bei der Beendigung der Kapitalgeberfunktion bzw. bei der Veräußerung des Anlageinstrumentes.

Da eine absolute Rentabilität jedoch keine Aussage über die Angemessenheit des Erfolgs ermöglicht, definieren die meisten Autoren eine relative Rentabilität, welche die absolute Rentabilität zu den eingesetzten Mitteln in Beziehung setzt, und bezeichnen diese Größe auch als Rendite, Verzinsung, Performance oder Effektivverzinsung des eingesetzten Kapitals. Unter Rentabilität wird also im Allgemeinen der Quotient aus dem Erfolg eines Anlageinstrumentes und dem eingesetzten Kapital verstanden.

Eine so definierte Rendite kann sowohl nominal als auch real, also unter Berücksichtigung von Kaufkraftveränderungen, berechnet werden. In Form der ex ante-Rendite kann sie als Zufallsvariable interpretiert werden, wohingegen es sich bei der ex post-Rendite um eine feststehende Zahl handelt.²¹⁸

Renditeformeln

Im Rahmen einer Unternehmensbeurteilung ermitteln Analysten zum Beispiel die Eigenkapitalrentabilität. Diese lässt sich mit folgender Formel berechnen, wobei der Gewinn und das Eigenkapital zuvor exakt zu definieren sind:

$$\text{Eigenkapitalrentabilität} = \text{Gewinn}/\text{Eigenkapital} * 100$$

Eigenkapitalgeber vergleichen die Eigenkapitalrentabilität ihrer Unternehmensinvestition mit der Rentabilität von Alternativanlagen. Hierbei ist zu beachten, dass die Zahlen miteinander vergleichbar sind. Analog lassen sich die Fremdkapitalrentabilität, die Gesamtkapitalrentabilität und der Return on Investment ermitteln:

²¹⁸ Vgl. Jacob 1996, S. 56–57 (zu Renditebegriffe).

$$\text{Fremdkapitalrentabilität} = \text{Zinsen}/\text{Fremdkapital} * 100$$

$$\text{Gesamtkapitalrendite} = (\text{Gewinn} + \text{Zinsen})/(\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}) * 100$$

$$\text{Return on Investment} = \text{Gewinn}/(\text{Eigenkapital} + \text{Fremdkapital}) * 100$$

Eine Erhöhung der Eigenkapitalrentabilität ist durch den vermehrten Einsatz von Fremdkapital möglich, solange die Gesamtkapitalrentabilität die Fremdkapitalzinsen übersteigt. Innerhalb der Literatur wird diese Tatsache als „Leverage-Effekt“ bezeichnet.

Bei einem Anlageportfolio, in das Zu- und Abflüsse erfolgen, besteht die Möglichkeit, Renditen zeitgewichtet oder geldgewichtet zu berechnen. Ist der investierte Betrag in Zeiten einer niedrigen Anlageverzinsung hoch und in Zeiten einer hohen Anlageverzinsung niedrig, ergibt sich eine höhere zeitgewichtete Rendite im Vergleich zur geldgewichteten Rendite.²¹⁹

Formulierung von RenditezieLEN

Unabhängig von der Definition des Renditebegriffs lassen sich Renditeziele von Anlegern unterschiedlich formulieren. Denkbar ist zunächst die Formulierung als Punktziel. In diesem Fall wird zum Beispiel eine Rendite von genau 4 % erwartet. Sinnvoller erscheint stattdessen eine Formulierung als Mindestrendite bzw. Anspruchsniveauziel. Möglich wäre außerdem ein Intervallziel, wie zum Beispiel 3 % bis 5 %. Dadurch lässt sich insbesondere der Eingang von zu hohen Risiken vermeiden, was bei einem Maximierungsziel nicht auszuschließen ist.

Beispielrenditen

Beispielhaft wird nur auf die Renditeentwicklung von Aktien eingegangen. Für andere Anlageinstrumente lassen sich aktuelle Ergebnisse durch entsprechende Suchanfragen im Internet gewinnen. Untersuchungen zur Rendite von Aktien wurden für verschiedene Zeiträume und Aktien bzw. Aktienindizes durchgeführt. Beispielsweise ergab sich für den amerikanischen Index S&P 500 im Zeitraum von 1945 bis 2006 eine nominale Rendite von 7,49 % und eine inflationsbereinigte Rendite von 3,33 %. Eine leichte Verbesserung tritt bei Berücksichtigung von ausgeschütteten Dividenden ein. Positiv betrachtet liegt die Rendite jedoch über Staatsanleihen und über der Inflationsrate. Überdurchschnittliche Kursgewinne erzielten Anleger nur, wenn sie Aktien in Phasen einer niedrigen Bewertung kaufen und in Phasen einer hohen Bewertung verkaufen. Die Zusammenhänge sind bei anderen Aktienindizes ähnlich.²²⁰

²¹⁹ Vgl. Scharfen 2008, S. 27–28 (ergänzend zu Renditeformeln).

²²⁰ Vgl. Ohne Verfasser 2011 (TradingDay.de), ohne Seitenangabe.

4.2.2 Risiko

Wie zuvor dargestellt wurde, sind Renditen nicht sicher, sondern mit Risiken verbunden. Eine höhere Rendite lässt sich bei allen Formen der Zielformulierung nur erwarten, wenn mehr Risiken übernommen wurden. Im Folgenden wird zunächst auf den Risikobegriff und unterschiedliche Risikoarten eingegangen, bevor ausgewählte Möglichkeiten zur Risikobewältigung dargestellt werden. Ebenso wie bei der Formulierung des Renditeziels muss der Anleger bzw. sein Berater die unterschiedlichen Begriffe und Systematisierungsansätze bei der Formulierung der Risikoziele beachten, da sich ansonsten keine Vergleichbarkeit herstellen lässt.

Begriff

Risiken werden durch die Umwelt (Naturkatastrophen, Änderungen der Rechtsordnung), das wirtschaftende Subjekt und das bewirtschaftete Objekt ausgelöst. Sie verändern sich grundsätzlich objektiv mit dem Zeitablauf und subjektiv mit der Erwartungshaltung des Risikoträgers, dessen Absicherungsbedürfnis bei steigenden Risiken grundsätzlich zunimmt.

Für den Begriff Risiko bzw. Unsicherheit, denen das Antonym Sicherheit gegenübersteht, gibt es in der betriebswirtschaftlichen Literatur eine Vielzahl von Definitionen. Wenn in der Literatur das Kriterium „Risiko“ angesprochen wird, bezieht sich der Begriff in der Regel auf das Risiko, den Kapitaleinsatz und die hiermit verbundenen erwarteten Erträge zu verlieren sowie die Chance entsprechende Gewinne zu erzielen. Teilweise wird auch nur die negative Abweichung statt der Schwankung nach oben und unten als Risiko interpretiert. Investoren messen Risiken häufig mit statistischen Ansätzen (zum Beispiel Standardabweichung) und ordnen den möglichen Ereignissen statistische Wahrscheinlichkeiten zu. Lassen sich keine mathematischen Gesetzmäßigkeiten finden, weil zum Beispiel den Entscheidungsträgern das Vorstellungsvermögen fehlt, wird der Begriff Unsicherheit verwendet.²²¹

Arten

Eine allgemeine Klassifizierung für Risiken existiert nicht, da die einzelnen Systematisierungsansätze von unterschiedlichen Blickrichtungen ausgehen und die Einzelrisiken teilweise verschieden definiert werden mit der Folge einer anderen Strukturierung der Risikozusammenhänge. So besteht zum Beispiel für das Länderrisiko keine einheitliche Definition und Zuordnung. Schwierigkeiten bei einer Systematisierung ergeben sich auch dadurch, dass Risiken infolge von Wechselwirkungen und Folgeerscheinungen nicht immer exakt wahrgenommen werden können. Ein möglicher Ansatz ist die Differenzierung folgender finanzwirtschaftlicher Risiken:

- Wertrückgang

²²¹ Vgl. Prokop 2002, S. 4–6 (ergänzend).

- Zinsrisiko
- Währungsrisiko
- Ausfallrisiko

Risikobewältigung

Eine Risikobewältigung lässt sich insbesondere durch folgende Maßnahmen erreichen, die vom Anleger vor oder während der Anlageperiode festzulegen sind:

- Beschränkung (Teilung, Streuung, Kompensation, Überwälzung)
- Entgeltung (Zinsen, Mitsprache)
- Absicherung

Zur Absicherung werden zum Beispiel Derivate eingesetzt. Abschließend sei angemerkt, dass es trotz dieser Maßnahmen eine absolute Sicherheit nie geben wird, da weder die Art von zukünftigen Veränderungen noch ihr Zeitpunkt und noch weniger die durch die Veränderungen induzierten Reaktionen vorhergesehen werden können.

4.2.3 Sonstige Ziele

Kapitalanleger berücksichtigen neben der Rendite und dem Risiko von Anlageinstrumenten teilweise auch andere Ziele, die folglich im Voraus zu bestimmen sind. Dazu gehören insbesondere die Liquidität, die Nachhaltigkeit, die Verwaltbarkeit und die Unabhängigkeit. Teilweise stehen diese Ziele untereinander und zu den Zielen Rendite und Risiko in einem Zielkonflikt, den der Anleger zu lösen hat.

Liquidität

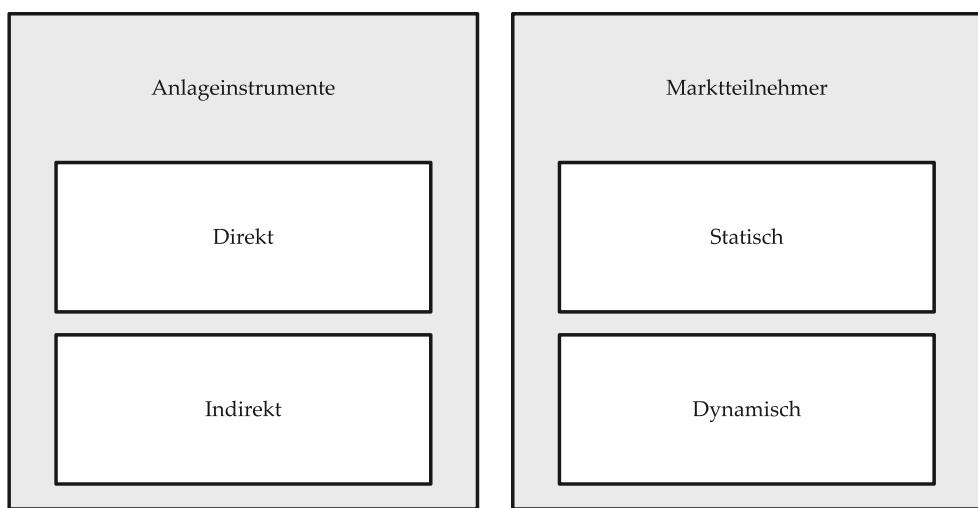
Liquidität wird entweder als Eigenschaft eines Subjekts, seinen Zahlungsverpflichtungen jederzeit nachkommen zu können (relative Liquidität), definiert oder zur Bezeichnung einer Eigenschaft von Anlageinstrumenten im Sinne von Liquidisierbarkeit verwendet (absolute Liquidität).

Die Geldnähe von Anlageinstrumenten bestimmt sich zum einen aus der jeweiligen Selbstliquidationsperiode, die sich am zeitlichen Abstand des Anlageinstrumentes vom Geldzustand orientiert, und zum anderen durch vorzeitige Veräußerungs- oder Beleihungsmöglichkeiten. Zur Kennzeichnung dieser Möglichkeiten haben sich die Begriffe direkte, echte, ursprüngliche, natürliche oder absolute Liquidität bzw. indirekte, unechte, abgeleitete, künstliche oder abhängige Liquidität herausgebildet. Je leichter ein Vermögensgegenstand in Bargeld umgewandelt werden kann, umso größer ist seine indirekte Liquidität. Hiermit eng in Verbindung steht jedoch der Preis des Vermögensgegenstands. Liegt dieser weit unter der allgemeinen Wertschätzung, wird in der Regel eine sehr große indirekte Liquidität des Vermögensgegenstands vorliegen. Neben der Zeitkomponente weist der Liquiditätsbegriff somit auch eine Wertkomponente auf. Da aber eine gleichzeitige Berücksichti-

gung der Zeit- und Wertkomponente auf praktische Schwierigkeiten stößt, sollten Urteile über den Liquiditätsgrad von Vermögensgegenständen nur im Hinblick auf konkrete Fragestellungen abgegeben werden.

Die Liquidität von Marktteilnehmern lässt sich statisch oder dynamisch ermitteln. Während die statische Betrachtung auf einen Zeitpunkt (zum Beispiel Jahresende) bezogen ist, umfasst die dynamische Liquidität einen Zeitraum. Ebenso wie bei anderen Wirtschaftssubjekten sollte eine ausreichende Liquidität des Anlegers stets gegeben sein.²²²

Abbildung 4.3 [Liquidität von Anlageinstrumenten und Marktteilnehmern]



Nachhaltigkeit

Der Begriff Nachhaltigkeit stammt ursprünglich aus der Forstwirtschaft. Bereits im 18. Jahrhundert beschreibt die diesbezügliche Literatur Konzepte zur Behebung von Holzknappheit und fordert, dass der Holzeinschlag durch Aufforstung wieder ausgeglichen wird. Die ersten Geldanlagen nach ähnlichen Grundsätzen entstanden um 1920 bei einer religiösen Gruppe, den Quäkern. Auf breiterer Ebene setzten sich die Ideen um 1970 im Zusammenhang mit Protesten gegen den Vietnamkrieg und die Apartheid in Südafrika durch. In der Folge entstanden insbesondere in den USA und Großbritannien Fonds mit entsprechenden Ausschlusskriterien.²²³

Alternative Bewegungen haben in den letzten Jahren auch in Deutschland das Bewusstsein für mitmenschliche Verantwortung, Umwelt und ähnliche Bereiche gefördert und somit

²²² Vgl. Jacob 1996, S. 57–59 (zu Liquidität).

²²³ Vgl. Pelikan 2010, S. 19–20.

einen soziokulturellen Wertewandel herbeigeführt. Hiervon wurden ebenfalls die Anforderungskriterien an eine Kapitalanlage beeinflusst. Als Folge entwickelten sich spezielle Bankunternehmen sowie Anlageformen, die das Konstruktionselement nachhaltige, ethische oder ökologische Orientierung aufweisen.

Verwaltbarkeit und Unabhängigkeit

Anleger müssen bei ihren Anlageüberlegungen auch die Verwaltbarkeit der Anlageinstrumente berücksichtigen. So erfordert die Direktanlage in Immobilien häufig Zeit, örtliche Anwesenheit und Spezialwissen. Da diese Bedingungen nicht von jedem Anleger erfüllt werden, sind entsprechende Restriktionen zu beachten. Ergänzend kann, wie auch bei Kapitalnehmern, die Unabhängigkeit von Bedeutung sein. Dies bedeutet, dass Anleger ebenso wie andere Wirtschaftssubjekte möglichst wenig Abhängigkeiten, Informationspflichten, Kontrollen und Beeinflussungen wollen.

4.3 Marktanalyse

Die Marktanalyse untersucht die Anlageinstrumente und deren Umwelt einschließlich der zur Umwelt gehörenden Marktteilnehmer. Sie erfordert einerseits die Bildung von Analysebereichen und andererseits Analysemethoden.

Analysten können ihre Aktivitäten Top-down oder Bottom-up durchführen. Beim zuerst genannten Ansatz beurteilen sie zuerst Makroinformationen von Volkswirtschaften, um über sich anschließende Zwischenstufen zur Beurteilung von einzelnen Anlageinstrumenten (Aktien) zu gelangen. Den umgekehrten Weg geht der Bottom-up-Ansatz, der bei den einzelnen Anlageinstrumenten beginnt.

Das Kapitel Marktanalyse erörtert nach Erläuterungen zur Markteffizienz die Fundamentalanalyse und die technische Analyse, um davon ausgehend näher auf die Portfolioanalyse einzugehen.

4.3.1 Markteffizienz

Die Durchführung von Analysen ergibt nur Sinn, wenn Märkte nicht effizient sind, sodass dieses Thema zunächst zu behandeln ist. Aufbauend auf dem Ergebnis, dass Märkte tendenziell nicht effizient sind, gibt das Kapitel einen Überblick zu sinnvollen Analysearten.

Hypothese von der Effizienz der Märkte

Die Hypothese von der Effizienz der Märkte wurde 1970 von Fama beschrieben. Danach wird von einem effizienten Kapitalmarkt gesprochen, wenn die Preise von Vermögensgegenständen jederzeit alle verfügbaren Informationen beinhalten. Hinsichtlich der Informationseffizienz bestehen drei Abstufungen: die schwache, die halb-strenge und die strenge Informationseffizienz. Eine schwache Informationseffizienz liegt vor, wenn alle Informatio-

nen über die vergangene Kursentwicklung bereits in den aktuellen Preisen enthalten sind. Folglich lassen sich durch die technische Analyse keine Überrenditen erzielen. Eine halb-strenge Informationseffizienz ist gegeben, wenn alle öffentlich zugänglichen Informationen unmittelbar nach Bekanntwerden in den Marktpreisen enthalten sind. Demnach gelingt es der fundamentalen Aktienanalyse keinerlei Überrenditen zu erzielen. Strenge Informationseffizienz besteht, falls sämtliche Informationen, also auch nichtöffentliche (Insiderinformationen), in den Wertpapierkursen vollständig eingepreist sind. Höhere Formen von Informationseffizienz umfassen niedrigere Formen. Die Theorie der Kapitalmarkteffizienz wurde einer Menge von empirischen Tests unterzogen, die sich primär auf den amerikanischen Aktienmarkt bezogen. Es besteht Einigkeit darüber, dass strenge Informationseffizienz nicht vorliegt. Dagegen zeigten empirische Untersuchungen zunächst, dass eine schwache und halb-strenge Informationseffizienz je nach Teilmarkt gegeben ist. Jedoch kamen auch verstärkt Zweifel an der Gültigkeit der Markteffizienzhypothese durch die Entdeckung von Kapitalmarktanomalien auf.²²⁴

Die Random-Walk-Hypothese gilt als Vorläufer der Effizienzmarkthypothese. Danach sind Kurse ausschließlich vom Zufall bestimmt und systematische Gewinne somit ausgeschlossen.

Überblick Analysearten

Wenn, wie zuvor betrachtet, die Markteffizienz bereits für Börsenmärkte anzuzweifeln ist, gilt dies umso mehr für außerbörsliche Märkte wie den Immobilien- oder Kunstmarkt. Analysen sind allgemein betrachtet folglich sinnvoll.

Die Fundamentalanalyse und die technische Analyse stellen die klassische Form der Marktanalyse dar. Beide nutzen sowohl qualitative als auch quantitative Methoden. Ergänzend hat sich mittlerweile die Portfolioanalyse etabliert, die eine Gesamtbetrachtung der in einem Portfolio befindlichen Anlagegegenstände vornimmt und Diversifikationseffekte nicht nur „naiv“, sondern systematisch berücksichtigt.

Ziel der Fundamentalanalyse ist primär die Auswahl von Anlageinstrumenten. Mithilfe der technischen Analyse lässt sich hauptsächlich das „Timing“ von Anlageentscheidungen optimieren. Bei der Portfolioanalyse geht es um die richtige Mischung der Anlagealternativen. Die Literatur behandelt die genannten Analysearten primär für börsennotierte Anlageinstrumente, insbesondere Aktien. Übertragungen auf andere Anlageinstrumente sind jedoch in vielen Fällen möglich.

4.3.2 Fundamentalanalyse

Im Folgenden wird zunächst allgemein auf die Methode der Fundamentalanalyse eingegangen. Anschließend konkretisiert das Kapitel die Überlegungen in Bezug auf einzelne Bereiche. Fundamental lassen sich zum Beispiel die globale Wirtschaftsentwicklung, Län-

²²⁴ Vgl. Holtfort 2009, S. 14–17.

der, Branchen, Unternehmen und Anlageinstrumente analysieren. Hierbei sind jeweils Einflussfaktoren, Bewertungsverfahren und Bewertungsergebnisse zu unterscheiden. Da sich die Bereiche gegenseitig beeinflussen können die Analysen isoliert oder im Zusammenhang erfolgen.

Methodik der Fundamentalanalyse

Die Fundamentalanalyse erklärt und prognostiziert Preisentwicklungen von Anlageinstrumenten durch die Analyse von grundlegenden Zusammenhängen der auf sie wirkenden Einflussfaktoren. Die Analysemethode entstand mit der Entwicklung von Aktienmärkten. Auch heute widmet sie sich noch primär dieser Anlageform, obwohl ähnliche Vorgehensweisen für andere Anlagemöglichkeiten teils unter anderen Namen existieren.²²⁵

Zentraler Begriff der Fundamentalanalyse ist der „innere Wert“. Dieser stellt den Wert dar, den ein unabhängiger Experte dem Anlageinstrument beimesse würde, wenn er alle bewertungsrelevanten Informationen besitzen und fehlerfrei interpretieren würde. Ein derart objektiver Wert lässt sich in der Praxis jedoch nur annähernd ermitteln. Gelingt eine entsprechende Einschätzung, führt eine Gegenüberstellung mit dem aktuellen Marktpreis zu folgenden Szenarien:

- Unterbewertung: Der innere Wert liegt über dem aktuellen Marktpreis, sodass ein Kauf des Anlageinstrumentes sinnvoll ist.
- Überbewertung: Der innere Wert liegt unter dem aktuellen Marktpreis, sodass ein Verkauf des Anlageinstrumentes sinnvoll ist.²²⁶

Unternehmen

Beispielhaft wird im Folgenden zunächst auf die Fundamentalanalyse von Unternehmen eingegangen. Im Fokus stehen hier die Sammlung und Auswertung von Informationen bezüglich des Unternehmens sowie dem dazugehörigen gesamtwirtschaftlichen Umfeld. Die Einflussfaktoren, von denen der Erfolg des Unternehmens abhängt, müssen dabei identifiziert werden. Für die Fundamentalanalyse interessante Informationen sind beispielsweise:

- Im Jahresabschluss ausgewiesene Erfolge und die Kapitalstruktur
- Marktanteile und Wettbewerbspositionen sowie deren Entwicklung
- Für das Unternehmen relevante technologische Entwicklungen
- Abhängigkeit von Export und Rohstoffpreisen
- Qualität der Unternehmensführung

²²⁵ Vgl. Priermeier 2006, S. 9.

²²⁶ Vgl. Schredelseker 2002, S. 300.

Außerdem werden gesamtwirtschaftliche Informationen wie beispielsweise Konjunktur- und Wachstumsprognosen und strukturelle Verschiebungen auf den Märkten mit in die Fundamentalanalyse einbezogen. Vorrangiges Ziel der Fundamentalanalyse ist das möglichst genaue Abschätzen des zukünftigen Erfolgspotenzials des Unternehmens und die daraus folgenden Bewertungen für dessen Finanztitel. Auch Informationen bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung spielen eine Rolle, da zukünftige Gewinne auch vom Kalkulationszinsfuß des Marktes abhängig sind.²²⁷

Aktien

Die zuvor beschriebene Bewertung von Unternehmen besitzt einen engen Bezug zur Bewertung von Aktien, da Aktien einen bestimmten Anteil an einer Aktiengesellschaft verbriefen. Der Kurs einer Aktie entspricht ihrem Börsenpreis. Multipliziert der Bewertende diesen Preis mit der Anzahl der Aktien ergibt sich ein Marktpreis für das gesamte Unternehmen bzw. die sogenannte Börsenkapitalisierung. Analysten versuchen den inneren Wert einer Aktie zu bestimmen, um je nach Relation zum aktuellen Börsenpreis einen Kauf, einen Verkauf oder ein Halten der Aktie zu empfehlen.²²⁸

Eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst die Aktienkurse. Langfristig betrachtet spielen insbesondere die Gewinnentwicklung des Unternehmens, die Zinsen, die Geldmenge, die Investitionen und die Auftragseingänge eine Rolle. Beispielhaft wird der zuletzt genannte Faktor näher erläutert. Grundsätzlich sind Auftragseingänge die Produktion und der Absatz von morgen. Insofern stellen sie die zukünftige wirtschaftliche Entwicklung dar, weshalb die Börse hohe Auftragseingänge positiv beurteilt. Ein alternativer Frühindikator ist die Auslastung der Kapazität.²²⁹

Häufig setzen Analysten zur Beurteilung von Unternehmen Kennzahlen ein. Eine wichtige Kennzahl stellt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) dar. Dieser auch als „price earnings ratio“ bezeichnete Indikator ermittelt sich, indem zunächst der Gewinn des Unternehmens durch die Anzahl der Aktien dividiert wird. Danach ist der Kurs der Aktie durch den zuvor ermittelten Gewinn je Aktie zu dividieren. Das Ergebnis gibt an, mit welchem Vielfachen des Gewinns eine Aktie an der Börse gehandelt wird. Je niedriger das KGV, umso günstiger ist eine Aktie, wobei auch Branchenspezifika zu beachten sind. Ein niedriges KGV muss jedoch nicht zwingend eine Kurssteigerung zur Folge haben, wenn andere Faktoren dem entgegenstehen. Beispiele für andere Kennzahlen sind die Umsatzrentabilität oder die Eigenkapitalquote.²³⁰

²²⁷ Vgl. Franke und Hax 2004, S. 402–403 (zu Unternehmen).

²²⁸ Vgl. Scheufele und Haas 2008, S. 16.

²²⁹ Vgl. Götte 2001, S. 76.

²³⁰ Vgl. Scheufele und Haas 2008, S. 17.

Andere Beteiligungen

Im Vergleich zu Aktien besteht bei der Ermittlung des Wertes von nicht börsennotierten Beteiligungen (Private Equity) das Problem, dass die notwendigen Informationen nicht für alle Interessengruppen zu jeder Zeit öffentlich zugänglich sind. Außerdem existiert kein liquider Markt mit einer kontinuierlichen Preisbildung, da nur bei An- und Verkäufen ein Preis ermittelt wird, was bedingt, dass sich der Anteilswert durch Bewertungsverfahren basierend auf der Bilanz ergibt.²³¹

Anleihen

Schwerpunkt der Analysen von Anleihen sind Bonitätsbeurteilungen, das heißt, es ist zu prüfen, ob Zinsen und Tilgung planmäßig zurückgezahlt werden können. Auch bei Anleihen folgt die Preisbildung (Kursbildung) dem Prinzip von Angebot und Nachfrage. Wenn die Rückflüsse als relativ sicher gelten, stellt das aktuelle Zinsniveau den Haupteinflussfaktor dar. Ergibt sich gegenüber dem Emissionszeitpunkt der Anleihe ein Anstieg des allgemeinen Zinsniveaus, sinkt der Preis für die Anleihen, da kein potenzieller Käufer bereit wäre, die einen geringeren Zins bietende Altanleihe zu 100 % zu erwerben, wenn er eine vergleichbare Anleihe mit höherem Zins aktuell als Neuemission erhält. Analog steigt der Kurs von Altanleihen bei einem allgemeinen Rückgang des Zinsniveaus. Der genaue Wert der Kursveränderung lässt sich finanzmathematisch durch entsprechende Barwertberechnungen ermitteln. Der Effekt verringert sich, je näher der Rückzahlungszeitpunkt der Anleihe heranrückt, da infolge der geringeren Restlaufzeit sich der Zinsnachteil oder der Zinsvorteil entsprechend reduziert. Basis der Berechnung bzw. der Bewertung ist das oben dargestellte Ertragswertmodell.²³²

Unverbriefte Forderungen

Auch bei Gläubigern von nicht in Anleihen verbrieften Schuldverhältnissen muss der Anleger insbesondere deren Bonität überprüfen. Im Gegensatz zu Anleihen gibt es jedoch grundsätzlich keine von Ratingagenturen zur Verfügung stehenden Beurteilungen, sodass diese in Form einer sogenannten Kreditwürdigkeitsprüfung vorzunehmen sind.

Voraussetzung für eine Kapitalanlage in Form einer Kreditgewährung sind die Kreditfähigkeit und die Kreditwürdigkeit des Kreditnehmers. Die Kreditfähigkeit ist die Fähigkeit, rechtswirksame Kreditverträge schließen zu können. Kreditfähig sind natürliche Personen, Partnerschaftsgesellschaften, Personenhandelsgesellschaften sowie juristische Personen des privaten und öffentlichen Rechts. Natürliche Personen sind nur dann kreditfähig, wenn sie voll geschäftsfähig sind. Kreditverträge mit nicht voll geschäftsfähigen Personen benötigen die Zustimmung des gesetzlichen Vertreters und die Genehmigung des Vormundschaftsgerichts. Die Kreditwürdigkeit ist die Fähigkeit und Bereitschaft eines Kreditnehmers, die Kreditverpflichtungen vertragsgemäß zu erfüllen. Sie wird auch als Bonität bezeichnet. Es gibt zwei Arten der Kreditwürdigkeit. Die persönliche Kreditwürdigkeit ist gegeben, wenn

²³¹ Vgl. Oberhauser 2007, S. 14.

²³² Vgl. Buschmeier 2011, S. 156–157 (ergänzend).

der Kreditnehmer zuverlässig, glaubwürdig und vertrauenswürdig ist. Die materielle Kreditwürdigkeit ist dann gegeben, wenn die wirtschaftlichen Verhältnisse des Kreditnehmers als geordnet anzusehen sind, dies muss sowohl zum jetzigen Zeitpunkt als auch in der Zukunft gelten. Kreditwürdigkeit liegt zum Beispiel nicht bei Unternehmen oder Personen in der Insolvenz vor. Für gesicherte Kreditentscheidungen ist eine Vielzahl von Informationen erforderlich. Diese stammen aus externen oder internen Informationsquellen und werden aus der Analyse der bisherigen Geschäftsverbindung und aus zur Verfügung gestellten Unterlagen gewonnen. Dazu gehören Nachweise über Einkommens- und Vermögensverhältnisse, Auskünfte bei der Schutzgemeinschaft für allgemeine Kreditsicherung (SCHUFA) oder aktuelle Jahresabschlüsse. Von besonderer Bedeutung für die Entscheidung zur Kreditvergabe ist die Kapitaldienstfähigkeit. Der Kapitaldienst umfasst die mit der Kreditvergabe verbundenen Zins- und Tilgungsleistungen. Bei der Kapitaldienstgrenze müssen die Einkommensrisiken und Ausgaberisiken berücksichtigt werden.

Immobilien

Bei Immobilien beziehen sich die Fundamentalanalysen insbesondere auf die Immobilienobjekte und deren Standorte sowie das entsprechende Marktumfeld. Dieses kann bei Büro- oder Handelsflächen anderen Bestimmungsfaktoren unterliegen als bei Wohnimmobilien. Im Folgenden wird beispielhaft nur auf ausgewählte Bestimmungsfaktoren für Wohnimmobilien eingegangen.

Die Nachfrage nach Wohnraum, bzw. Wohnfläche hängt vorrangig von folgenden Faktoren ab:

- **Einkommen:** Das Einkommen, speziell das Primäreinkommen (Löhne und Gehälter) ist ausschlaggebend für den finanziellen Spielraum bei der Wohnungssuche. Eine staatliche Förderung kann das Einkommen jedoch in nicht unerheblichem Maße erhöhen.
- **Zinsentwicklung:** Ein niedriger Zinssatz bzw. sinkende Zinsen fördern den Kauf von Immobilien und wirken ähnlich wie ein erhöhtes Einkommen. Viele Immobilienkäufe sind mit Kredit finanziert. Bei niedrigeren Zinsen lassen sich bessere Kredite aushandeln, weshalb die Immobilie eher erschwinglich wird. Oftmals geht mit einem niedrigen Zinsniveau auch ein geringes wirtschaftliches Wachstum einher, was diesen Effekt schmälern oder gar ganz relativieren kann.
- **Regulatorisches Umfeld:** Durch staatliche Eingriffe kann die Nachfrage signifikant gesteuert werden. Ein zugunsten des Mieters ausgelegtes Mietrecht führt ebenso wie Umweltauflagen grundsätzlich zu geringeren Investitionen.
- **Demografische Entwicklung:** Gibt es unter den gleichen Bedingungen mehr Menschen, so wird auch mehr Wohnfläche nachgefragt. Bei einer sinkenden Bevölkerungsanzahl nimmt die Nachfrage folglich ab. Jedoch ist nicht nur die Bevölkerungszahl von entscheidender Bedeutung, sondern auch die Altersstruktur. Junge Menschen haben andere Bedürfnisse und andere Anforderungen (zum Beispiel Haushaltsgröße) an eine Wohnung als die alte Bevölkerung.

- Baukosten: Bei steigenden Baukosten steigen auch die Anschaffungskosten für Immobilien, was zu einer sinkenden Nachfrage führt.²³³

Rohstoffe

Auch Rohstoffpreise bilden sich durch das Zusammentreffen von Angebot und Nachfrage, die folglich zur Beurteilung des aktuellen Wertes und der zukünftigen Preisentwicklung zu beurteilen sind.

Wie an anderen Märkten gibt es Einflussfaktoren mit langfristiger und kurzfristiger Wirkung, die das Angebot an Rohstoffen beeinflussen. Folgende Faktoren beeinflussen insbesondere das längerfristige Marktangebot an Rohstoffen:

- Vorratssituation: Hierunter sind zunächst die Mengen an abbauwürdigen Vorräten zu verstehen, wobei teilweise Schätzprobleme bestehen. Ergänzend spielt auch die Qualität der Vorräte eine Rolle (zum Beispiel die Erzgehalte). Von Bedeutung sind auch bestimmte Merkmale der Lagerstätten, wie zum Beispiel Größe, räumliche Erstreckung, Tiefenlage und lagerstättengenetische Koppelung (Blei und Silber).
- Gewinnungstechnik: Bei der Gewinnungstechnik sind insbesondere die Leistungsfähigkeit, die Kapazitäten und die Einsatzfähigkeit von Bedeutung.
- Infrastruktur: Hierunter ist die Zugänglichkeit zu den Gewinnungsbetrieben in der Lagerstättenregion zu verstehen.
- Rechtliche und wirtschaftliche Rahmenbedingungen: Hierzu zählen auch die Möglichkeiten der Finanzierung von Explorations- und Gewinnungsprojekten.²³⁴

Die Rohstoffnachfrage bestimmt sich insbesondere durch das globale Wirtschaftswachstum, Änderungen der Industriestruktur, den Rohstoffpreis sowie den technologischen Wandel. Die Wirtschaftsleistung eines Landes bildet die bestimmende Einflussgröße für dessen Rohstoffbedarf. Grundsätzlich besteht eine enge Korrelation zwischen dem Rohstoffverbrauch eines Landes und dessen Pro-Kopf-Einkommen, die über weite Phasen der volkswirtschaftlichen Entwicklung eines Landes positiv ist.²³⁵

Die vorangegangenen Überlegungen sollen im Folgenden am Beispiel des Edelmetalls Gold verdeutlicht werden. Die Förderung von Gold findet primär in Südafrika und den ehemaligen Staaten der früheren Sowjetunion statt. Nachfrager lassen sich den Sektoren Industrie (Schmuck, Elektrotechnik), Währungsbehörden, Münzprägung und Privatanleger zuordnen. Neben diesen Angebots- und Nachfragekomponenten zählen der Dollarkurs, das aktuelle Zinsniveau, die Inflation und das Vorhandensein einer Krisenstimmung zu den Preiseinflussfaktoren. Da die Abrechnung in Dollar erfolgt, besteht eine direkte Bindung an den Dollarkurs. Wenn die Zinsen allgemein hoch sind, ergeben sich relativ hohe Opportu-

²³³ Vgl. Just 2009, S. 41–42.

²³⁴ Vgl. Tiess 2009, S. 21–22.

²³⁵ Vgl. Tiess 2009, S. 24.

nitätskosten, die grundsätzlich zu Nachfragerückgängen führen. Inflationsangst führt dagegen ebenso wie die Angst vor politischen oder wirtschaftlichen Krisen zu einer verstärkten Nachfrage nach Gold.²³⁶

Kunst

Weltwirtschaftliche und andere globale Faktoren beeinflussen auch den Kunstmarkt, wobei dessen Marktsegmente unterschiedlich reagieren. Dominierende Einflüsse üben insbesondere das allgemeine Zinsniveau, die Wechselkurse der Hauptwährungen, politische Unruhen und die Anziehungskraft alternativer Kapitalanlagen aus.²³⁷

Kunst stellt zusammenfassend betrachtet weder eine sichere noch eine unsichere Kapitalanlage dar, die nicht völlig unberechenbar ist. Je nach Risikobereitschaft kann ein Investor hochspekulative Werte, wie zum Beispiel unentdeckte zeitgenössische Maler, oder eine etablierte Wertanlage, wie zum Beispiel impressionistische Künstler, wählen.²³⁸

Fonds

Da sich das Fondsvermögen aus der Summe der zu ihm gehörenden Vermögensgegenstände ergibt, wirken die Einflussfaktoren, die bisher für potenzielle Anlagegegenstände eines Fonds erörtert wurden, sich indirekt auf das Fondsvermögen aus und bedürfen keiner gesonderten Erläuterung.

Ergänzend sind an dieser Stelle jedoch Fondsrankings und Fondsratings zu erläutern. Diese bieten eine Hilfestellung bei der Beurteilung von Fonds. Fondsrankings bringen Fonds in Bezug auf ausgewählte Kriterien, zum Beispiel Wertentwicklung und Risiko, in eine Reihenfolge, die oft vereinfacht mit Sternen (1-5 Sterne) oder ähnlichen Symbolen ausgedrückt wird. Die so entstehenden „Hitlisten“ finden sich in Zeitungen und Zeitschriften und vergleichen vergangenheitsbezogen meist Zeiträume von ein, drei, fünf oder zehn Jahren. Umfassender als Fondsrankings sind Fondsratings. Hier beurteilen professionelle Analysten Fonds, die sich zunächst qualifizieren müssen, quantitativ und qualitativ. Standard & Poors legt beispielsweise folgende Kriterien seiner Analyse zugrunde:

- Managementgesellschaft (Gesellschafterstruktur, Übernahme- oder Fusionswahrscheinlichkeit)
- Investmentsphilosophie (Team- oder Staransatz)
- Investmentdisziplin (Organisation der Investmentabteilung, Risikokontrollen, Entscheidungsspielräume der Portfolio Manager)
- Fondsmanager (Managementstil, Erfahrung, Ausbildung)
- Team des Fondsmanagers (Größe, Organisation, Tätigkeiten)

²³⁶ Vgl. Daudert und Daudert 2003, S. 93–94.

²³⁷ Vgl. Bernhard 2005, S. 120.

²³⁸ Vgl. Bernhard 2005, S. 183.

- Fondscharakteristika (Volumen, Ausbildung)
- Kosten (Gesamtkosten, Gebühren)

Auf Basis dieser Kriterien vergibt Standard & Poor's Rating-Noten. Ähnlich gehen andere Unternehmen, wie FERI, Sauren und Morningstar, vor.²³⁹

Derivate

Da sich Derivate auf andere Anlageinstrumente beziehen, gelten ähnlich wie bei Fonds die Einflussfaktoren auf dieses Anlageinstrument auch indirekt für das Derivat. Ergänzend müssen Investoren spezifische Komponenten berücksichtigen, die im Folgenden beispielhaft für eine Kaufoption auf Aktien erläutert werden.

Ein steigender Aktienkurs bewirkt hier einen höheren Optionspreis, da der Basispreis zu dem die Aktie erworben werden kann, gleich bleibt. Existiert dagegen eine vergleichbare Option mit einem höheren Basispreis, wird diese einen geringeren Wert aufweisen. Je länger die Restlaufzeit der Option, umso höher ist grundsätzlich deren Wert, da die Chancen auf Wertsteigerungen länger gegeben sind. Das gleiche gilt für höhere Volatilitäten des Basiswertes. Auch eine Erhöhung des allgemeinen Marktzinses bewirkt ceteris paribus einen höheren Optionspreis, da ein Investor den für die Aktie zu zahlenden Betrag bei einem Erwerb über die Option erst später zahlen muss und ihn in dieser Zeit zum Marktzins anlegen kann. Der Optionsverkäufer muss einen entsprechenden Zinsverlust hinnehmen, sodass er einen höheren Optionspreis fordern wird. Analog lässt sich begründen, dass eine höhere Dividende in dem unterstellten Beispiel zu einem niedrigeren Optionspreis führt.²⁴⁰ Die genannten Faktoren spielen auch eine Rolle bei der Bewertung von Optionen. Hier nutzen Anleger und Händler das Black Scholes Modell, mithilfe dessen sich ein „faire“ Optionspreis ermitteln lässt.

4.3.3 Technische Analyse

Ergänzend zur Fundamentalanalyse existiert die technische Analyse, auf die im Folgenden näher einzugehen ist. Die technische Analyse ist auf allen Märkten, das heißt auch für alle Anlageinstrumente anwendbar, wenn genügend Marktpreise existieren. Voraussetzung für die Anwendung ist zudem der Glaube, dass sich aus der Vergangenheit Rückschlüsse für die Zukunft ziehen lassen und Preise sich nicht wie bei der Random-Walk-Hypothese ausschließlich zufällig entwickeln.

Begriff und Entwicklung

Die Begriffe technische Analyse und Chartanalyse, die häufig synonym Verwendung finden, erfordern mit zunehmender Spezialisierung in diesem Analysebereich eine weitergehende Differenzierung. Unterscheiden lassen sich insbesondere die traditionelle Charttech-

²³⁹ Vgl. Dembowski 2010, S. 37–39.

²⁴⁰ Vgl. Hull und Hoffmann 2009, S. 256 (ergänzend).

nik von den statistischen Methoden, wobei es Überschneidungen gibt und die beiden Gebiete häufig kombiniert werden. Während der klassische Chartist fast ausschließlich Charts beurteilt, entwickelt der technische Analyst quantitative Handelsmodelle, die sich mit Hilfe von Computern programmieren lassen. Eine klare Abgrenzung ist jedoch oft schwierig. Festzuhalten bleibt deshalb nur, dass die Chartanalyse einen Teilbereich der technischen Analyse darstellt.²⁴¹

Die technische Analyse wurde vor ca. 300 Jahren im Rahmen des Handels mit Terminkontrakten auf Reis in Japan entwickelt und erstmalig angewandt. Ihre Popularität hat sie jedoch der Theorie von Charles H. Dow zu verdanken, welche zu Beginn des 20. Jahrhunderts in den USA entstand.²⁴²

Methodik

Die Analyseansätze der technischen Analyse orientieren sich an folgenden zentralen Prämissen:

- Kursverläufe folgen verschiedenen Trends
- Phänomene irrationaler Natur wie Gier und Angst haben regelmäßig wiederkehrende Kursformationen zur Folge
- Der Kurs diskontiert alles²⁴³

Hieraus ergibt sich, dass Informationen über Preise im Fokus stehen. Die fundamentalen Daten werden dabei völlig außer Acht gelassen. Nur das, was sich an dem Markt abspielt, ist relevant, zum Beispiel wie die Aktien des Unternehmens bewertet werden und wie sie im Verhältnis zu anderen Aktien stehen. Der Grundgedanke der technischen Analyse besteht darin, Muster von Kursverläufen zu erkennen, die extrapoliert werden können, um damit Rückschlüsse auf die Zukunft zu ziehen. Als technische Hilfsmittel werden vorwiegend „Charts“ eingesetzt, mit denen sich die Kurverläufe, wie im Folgenden zu sehen sein wird, gut visualisieren lassen.²⁴⁴

Chartarten

Der Verlauf von Preisen bzw. Kursen oder Indices wird grafisch in Charts dargestellt, wobei auf der waagerechten Achse der Zeitablauf (zum Beispiel Tage, Wochen, Monate, Jahre) und auf der senkrechten Achse der Preis darzustellen ist. Ergänzend können unter der waagerechten Achse Börsenumsätze eingetragen werden. Zu unterscheiden sind insbesondere Liniencharts, Balkencharts und Kerzencharts. Seltener finden auch Point-and-Figure-Charts Anwendung. Liniencharts, die beispielhaft aus der Abbildung 4.4 ersichtlich sind, verbinden die Schlusskurse der jeweiligen Periode mit einer Linie. Bei Balkencharts sind die Höchst- und Tiefstkurse, wie aus der Abbildung 4.5 ersichtlich, durch einen senkrech-

²⁴¹ Vgl. Murphy 2009, S. 29–30.

²⁴² Vgl. Bergold und Mayer 2005, S. 44.

²⁴³ Vgl. Heckmann 2009, S. 1.

²⁴⁴ Vgl. Franke und Hax 2004, S. 403.

ten Balken markiert. Ergänzend werden der Eröffnungskurs mit einem waagerechten Strich an der linken Seite des Balkens und der Schlusskurs durch einen analogen Strich auf der rechten Seite dargestellt. Mit dem Eröffnungs-, Höchst-, Tiefst- und Schlusskurs sind damit alle relevanten Kursinformationen abgebildet.

Abbildung 4.4 [Liniencharts]

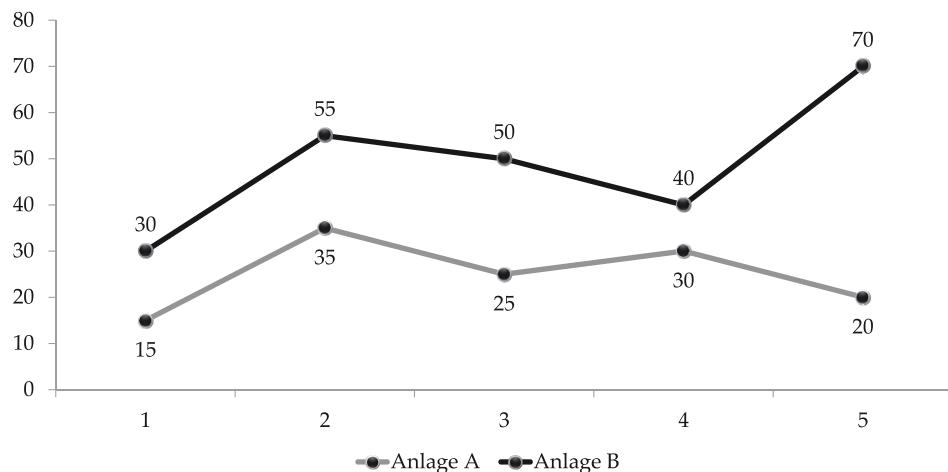
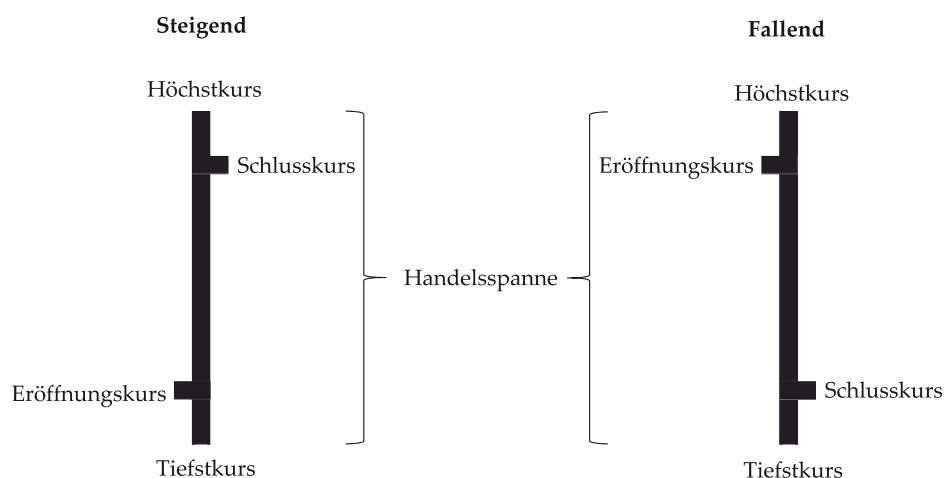
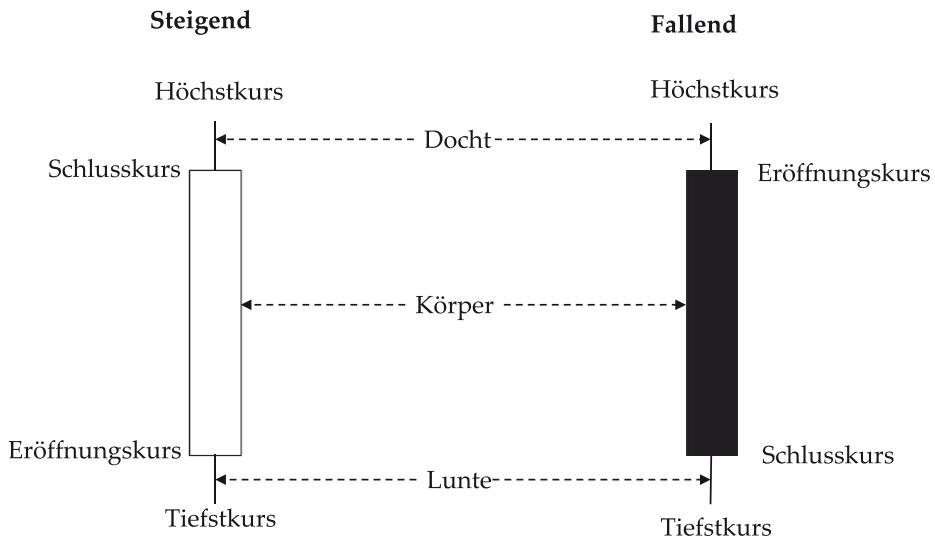


Abbildung 4.5 [Balkencharts]



Die gleichen Informationen sind auch aus einem in der Abbildung 4.6 dargestellten Kerzenchart erkennbar. Der Kerzenkörper symbolisiert hier die Spanne zwischen Eröffnungs- und Schlusskurs. Schwankungen, die darüber hinausgehen, zeigt ein Docht an. Analog markiert die Lunte darunter liegende Schwankungen. Liegt der Schlusskurs über dem Eröffnungskurs, ist die Kerzendarstellung weiß, liegt er darunter, ist die Kerze schwarz.²⁴⁵

Abbildung 4.6 [Kerzencharts]



Durchschnittslinien

Einer der wichtigsten Indikatoren im Rahmen der technischen Analyse ist der gleitende Durchschnitt. Bei diesem handelt es sich meist um das arithmetische Mittel des Preises über einen vorgegebenen Zeitraum der Vergangenheit. Steigt der aktuelle Kurs eines Anlageinstrumentes über den des gleitenden Durchschnitts, so stellt dies ein Kaufsignal dar. Fällt der Kurs, so wird dies als Verkaufssignal interpretiert. Der gleitende Durchschnitt zählt zu den Trendfolgeindikatoren. Beim 200-Tage-Durchschnitt wird beispielsweise für jeden Tag, an dem eine Preisbildung stattfindet, der Durchschnittswert der letzten 200 Tage einschließlich des aktuellen Tageskurses gebildet. Am folgenden Tag wird der älteste Preis weggelassen und der aktuelle Kurs hinzugenommen. Der einfache gleitende Durchschnitt lässt sich modifizieren. So entstehen zum Beispiel die Bollinger-Bänder oder der Moving Average Convergence Divergence-Indikator (MACD).²⁴⁶

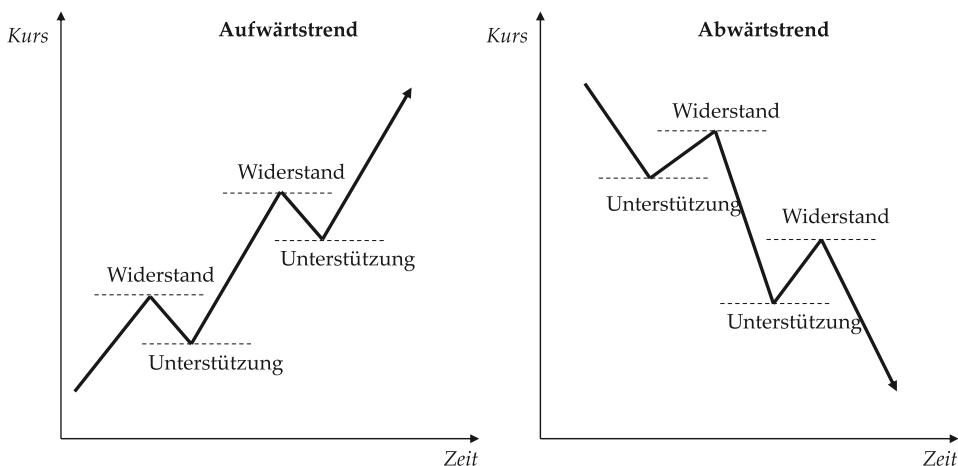
²⁴⁵ Vgl. Born 2009, S. 109–110.

²⁴⁶ Vgl. Born 2009, S. 111.

Trends, Unterstützung und Widerstand

Trends in Bezug auf Preise von Anlageinstrumenten können auf- oder abwärtsgerichtet sein und lang-, mittel- oder kurzfristige Zeiträume umfassen. Trendlinien stellen einen Trend grafisch dar. Wenn Tiefs und Hochs von Kurskurven miteinander verbunden werden und die entstehenden Geraden ungefähr parallel verlaufen, entstehen Trendkanäle. Ausbrüche der aktuellen Kurse aus dem Trendkanal deuten einen Trendwechsel an. Ergänzend zu den Trendlinien existieren Unterstützungs- und Widerstandslinien. Unterstützungslien markieren wie aus der Abbildung 4.7 ersichtlich das letzte Tief unterhalb des aktuellen Kurses, Widerstandslinien markieren analog das letzte Hoch. Bei Unterstützungslien reduziert sich die Verkaufsbereitschaft und es entsteht eine größere Nachfrage. Umgekehrt überwiegt bei Widerstandslinien der Verkaufsdruck.²⁴⁷

Abbildung 4.7 [Aufwärts- und Abwärtstrends]



Chartformationen

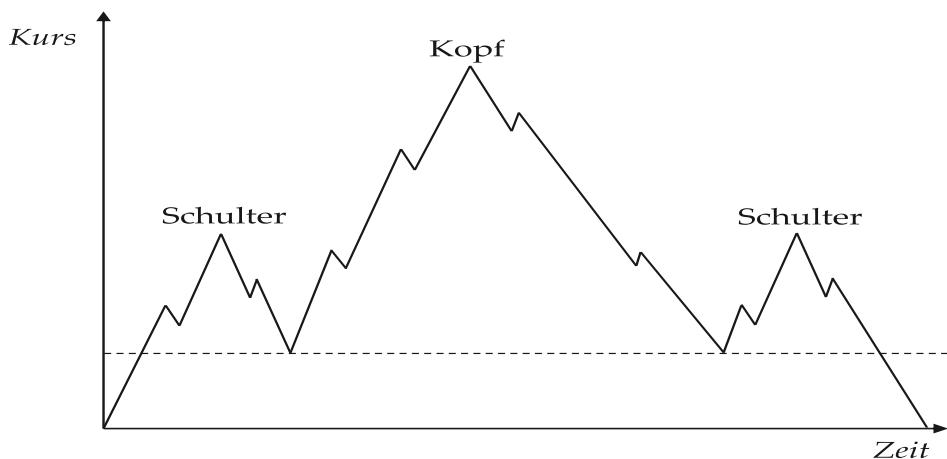
Weitere Interpretationen von Kursverläufen lassen sich aus sogenannten Formationen ableiten. Dabei handelt es sich um Muster von Kursverläufen. Die in der Abbildung 4.8 dargestellte „Kopf-und-Schulter-Formation“ beispielsweise gilt in der technischen Analyse als Indikator für eine Trendwende. Tritt sie auf, so ist die Wahrscheinlichkeit hoch, dass der Aufwärtstrend eines Kurses beendet wird. Teilweise ist es jedoch schwierig, die Formationen im Chartverlauf zu erkennen. Bekannte Chartformationen neben der genannten Kopf-und-Schulter-Formation sind zum Beispiel:

²⁴⁷ Vgl. Born 2009, S. 110.

- Dreiecke
- Rechtecke
- Keile
- Flaggen
- Wimpel
- Doppelboden
- Doppel spitzen
- Untertassen

Die genannten Formationen bestätigen einen Trend oder zeigen eine Trendumkehr an.²⁴⁸

Abbildung 4.8 [Kopf-und-Schulter-Formation]



4.3.4 Portfolioanalyse

Die Portfolioanalyse beruht primär auf der Portfoliotheorie (Portfolio Selection Theory). Sie stellt ein quantitatives Verfahren zur Zusammenstellung bzw. Überprüfung eines optimalen Portfolios dar. Ergänzende qualitative Analysen sind denkbar. Neben der Portfoliotheorie existieren darauf aufbauende Theorien, die ebenfalls Aussagen über den Zusammenhang zwischen dem Risiko und der Rendite eines Anlageinstrumentes (zum Beispiel

²⁴⁸ Vgl. Born 2009, S. 110–111.

Aktien, Immobilien) auf einem vollkommenen Kapitalmarkt treffen. Dieser setzt voraus, dass sich die Anleger rational verhalten und sich Angebot und Nachfrage ausgleichen, was in der Realität jedoch nur mit Einschränkungen gegeben ist.

Einführung in die Portfoliotheorie

Markowitz entwickelte in den 50er Jahren des 20. Jahrhunderts die Portfolio Selection Theorie, mit der er die Grundlage für eine neue Forschungsdisziplin geschaffen hat, in deren Fokus die Anwendung mathematisch-statistischer Prinzipien zur Depotoptimierung steht. Markowitz erbrachte den Nachweis über die positive Auswirkung von Diversifikation, also der Streuung von Investitionen über mehrere Anlageinstrumente, auf das Risiko eines Gesamtportfolios. Er erhielt dafür 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften. Im späteren Verlauf wurde die Portfolio-Theorie in verschiedene Richtungen weiterentwickelt und so entstanden beispielsweise das Capital-Asset-Pricing-Model oder das Arbitrage-Pricing-Model.

Der Begriff Portfolio bezeichnet in diesem Zusammenhang eine Sammlung von Anlageinstrumenten. Die Literatur stellt die Portfoliotheorie und deren Anwendung primär für Wertpapiere dar. Die Übertragung auf Immobilienportfolios beschäftigte insbesondere die anglo-amerikanische Forschung. Danach kann das Modell sinnvoll auf Immobilien übertragen werden. Allerdings müssen Anpassungen an die immobilienspezifischen Erfordernisse erfolgen. Anpassungen sind ebenfalls bei anderen Anlageinstrumenten notwendig.²⁴⁹

Effiziente Portfolios

Hauptgrößen der von Markowitz erläuterten Entscheidungssituation sind der Erwartungswert der Rendite und das Risiko eines Portfolios, das mit der Standardabweichung gemessen wird. Beide Größen werden zueinander in Beziehung gesetzt, um die Effizienz eines Portfolios festzustellen. Effizienz liegt vor, wenn keine Alternative existiert, die folgende Bedingungen erfüllt:

- Geringeres Risiko bei gleicher Rendite
- Höhere Rendite bei gleichem Risiko
- Höhere Rendite und niedrigeres Risiko

Die Summe der Renditen der mit ihren Portfolioanteilen gewichteten Anlageinstrumente ergibt die erwartete Rendite eines Portfolios. Bei der Risikoberechnung eines Portfolios ist zu berücksichtigen, dass neben der Gewichtung der Einzelrisiken Abhängigkeiten zwischen den Anlageinstrumenten bestehen. Diese Zusammenhänge lassen sich mit den aus der Abbildung 4.9 ersichtlichen Formeln für den Fall eines aus zwei Einzelanlagen bestehenden Portfolios darstellen. Aus der Gleichung zum Portfoliorisiko lässt sich ablesen, dass das Risiko auch von der Kovarianz bzw. dem Korrelationskoeffizienten abhängt. Letzterer

²⁴⁹ Vgl. Wellner 2003, S. 63.

ist auf Wertangaben zwischen -1 und +1 normiert und folglich besser zur Interpretation von Abhängigkeiten geeignet als die nicht normierte Kovarianz. Für die in der **Abbildung 4.10** dargestellten Korrelationen von -1, 0 und +1 ergeben sich folgende Interpretationen:

- Korrelation -1: Bei diesem Wert sind die Renditen der zwei Anlagen vollständig negativ korreliert. Durch Mischungen der beiden Anlagen kann eine positive Rendite unter Ausschluss des Risikos erzielt werden. Effizient sind Mischungen zwischen dem Minimumvarianzportfolio (μ_{R1}) und Anlage 1.
- Korrelation 0: Bei einer Korrelation von null existiert kein statistischer Zusammenhang zwischen den Anlagen. Durch Mischungen ist eine steigende Rendite bei sinkendem Risiko bis zum Minimumvarianzportfolio (P_{MV}) zu erreichen. Effizient sind nur Anlage 1 und Mischungen aus den Anlagen 1 und 2, die zwischen dem Minimumvarianzportfolio und Anlage 1 liegen.
- Korrelation +1: Hier sind die Renditen vollständig positiv korreliert, sodass durch Mischungen keine Diversifikation entsteht. Sowohl Anlage 1 als auch Anlage 2 sowie jede beliebige Mischung sind effizient.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass das Portfoliorisiko sich umso besser eliminieren lässt, je negativer die Korrelation der Anlagen ist.²⁵⁰

Abbildung 4.9 [Portfoliorendite und Portfoliorisiko]

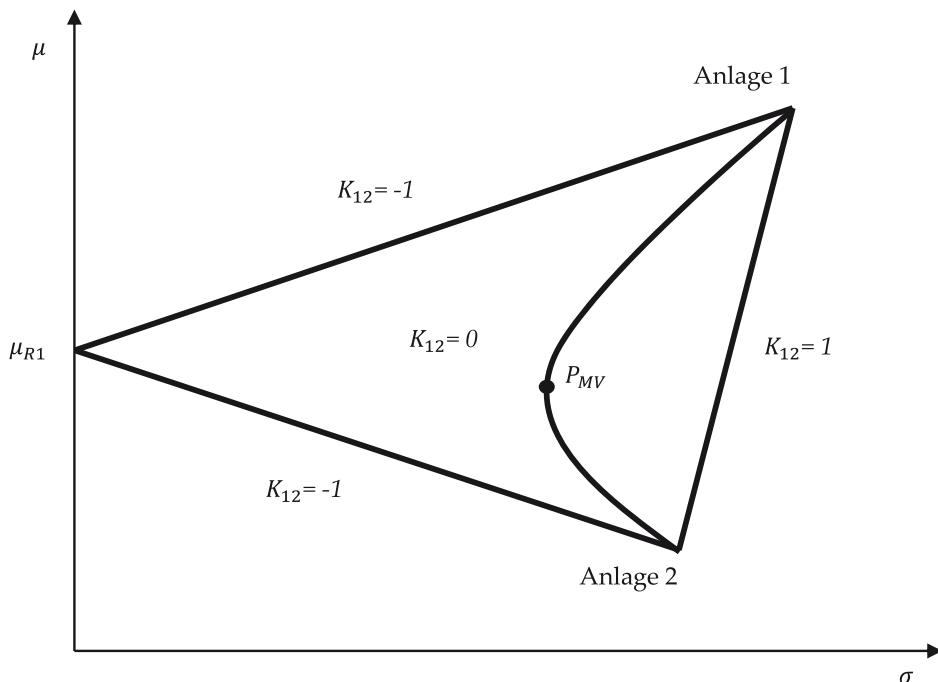
$$\mu_P = a_1 * \mu_1 + a_2 * \mu_2 \quad \text{mit } a_2 = 1 - a_1$$

$$\sigma_P = \sqrt{(a_1^2 * \sigma_1^2) + (a_2^2 * \sigma_2^2) + (2 * k_{12} * a_1 * a_2 * \sigma_1 * \sigma_2)}$$

μ_P	= Erwartungswert der Rendite des Portfolios
σ_P	= Standardabweichung des Portfolios
k_{12}	= Korrelation der Anlage 1 mit der Anlage 2
a_i	= Anteil der Anlage i am Portfolio
μ_i	= Erwartungswert der Rendite der Anlage i
σ_i	= Standardabweichung der Anlage i

²⁵⁰ Vgl. Becker 2009, S. 106–108 (zu effiziente Portfolios).

Abbildung 4.10 [Effizienzlinie und Korrelationen]



P_{MV} = Minimumvarianzportfolio

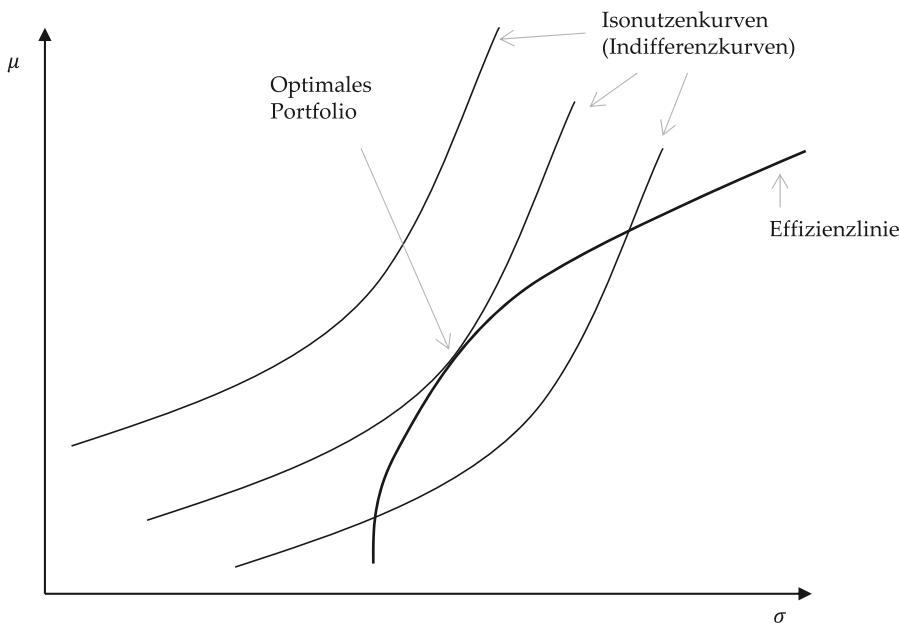
μ_{R1} = Rendite für risikofreie Investitionen

Optimale Portfolios

Die zuvor erläuterten effizienten Portfolios schränken die Alternativenmenge eines rationalen Anlegers nur ein. Sie geben jedoch keine Auskunft darüber, welches Portfolio optimal ist. Dazu ist es notwendig, die Präferenzen eines Anlegers in die Überlegungen einzubeziehen. Grafisch lassen sich die Anlegerpräferenzen mit Hilfe von Indifferenzkurven darstellen. Nach oben stärker gekrümmte Kurven zeigen eine höhere Risikoaversion an. Das optimale Portfolio ergibt sich durch den Tangentialpunkt der am weitesten vom Ursprung wegliegenden Isonutzenkurve mit der Effizienzlinie. Da das optimale Portfolio folglich anleger- bzw. anlegergruppenspezifisch ist, definiert die Praxis unterschiedliche Modelle, die sich an das in der Abbildung 4.11 gezeigte theoretische Modell anlehnen.²⁵¹

²⁵¹ Vgl. Dennin 2009, S. 61.

Abbildung 4.11 [Indifferenzkurven und optimale Portfolios]



Anwendung in der Praxis

Zuvor wurde gezeigt, wie sich effiziente und optimale Portfolios in der Theorie ermitteln lassen. Bei der praktischen Anwendung treten jedoch Schwierigkeiten auf. Zunächst ist die Datenbeschaffung problematisch, da die Daten zur Berechnung von Renditen und Risiken sich nur schätzen oder aus der Vergangenheit ableiten lassen. Auch die erforderliche Datenmenge zur Berechnung der Renditen und Risiken sowie deren Vollständigkeit und Richtigkeit sind kritisch zu betrachten. Letztlich muss auch die Verwendung der Standardabweichung als Risikomesszahl hinterfragt werden, da sie negative und positive Abweichungen vom Ertragswert der Rendite berücksichtigt, das Risiko aber oft nur als negative Abweichung betrachtet wird.²⁵²

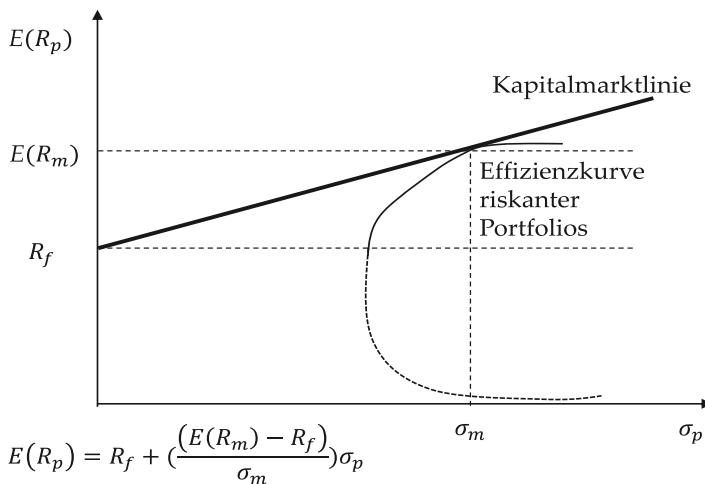
Kapitalgutpreismodell

Das Kapitalgutpreismodell (Capital Asset Pricing Model, CAPM) baut auf der Portfoliotheorie auf und dient zur Erklärung von Wertpapierrenditen. Ihm liegt ebenfalls die Erkenntnis zugrunde, dass sich durch Diversifikation Risiken in Form von Renditeschwankungen reduzieren lassen, sofern keine vollständige Korrelation vorliegt. Ergänzend zur

²⁵² Vgl. Gresser 2008, S. 30–31.

Portfoliotheorie existiert ein vollkommener Kapitalmarkt, an dem zum gleichen Zinssatz risikoloses Kapital angelegt oder aufgenommen werden kann. Zudem verfügen alle Marktteilnehmer über homogene Erwartungen in Bezug auf die Wertpapierrenditen, woraus eine einzige effiziente Portfoliostruktur resultiert. Diese entspricht dem Gesamtangebot aller risikanten Wertpapiere und wird als Marktportfolio bezeichnet. Das Marktportfolio ist unabhängig von der Risikoscheu der Investoren. Effiziente Gesamtportfolios sind folglich nur durch Mischung dieses Marktportfolios mit der risikolosen Kapitalanlage zu bilden. Diese Mischung repräsentiert anders als das Marktportfolio die Risikoscheu des Anlegers. Grafisch lässt sich dieser Zusammenhang, wie aus der Abbildung 4.12 ersichtlich, mit der sogenannten Kapitalmarktlinie verdeutlichen.

Abbildung 4.12 [Kapitalmarktlinie]

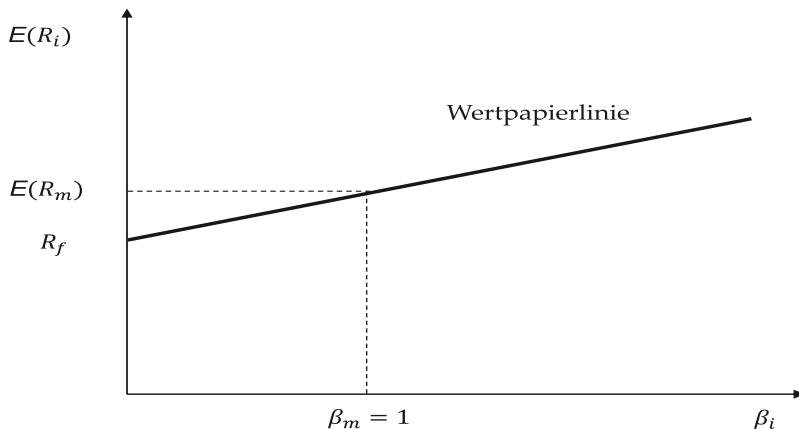


$E(R_p)$	= Renditeerwartung eines effizienten Gesamtportfolios p
R_f	= Risikoloser Zinssatz
$E(R_m)$	= Renditeerwartung des Marktportfolios
σ_m	= Standardabweichung der Rendite des Marktportfolios
σ_p	= Standardabweichung der Rendite des effizienten Gesamtportfolios p

Links von dem Tangentialpunkt der Kapitalmarktlinie mit der Effizienzkurve riskanter Portfolios, die effiziente Mischungen ohne Einbeziehung der risikolosen Geldanlage/Geldaufnahme einbezieht, liegen die Mischungen zwischen der risikolosen Anlage und dem Marktportfolio. Rechts von dem Tangentialpunkt wird zusätzlich Geld zum risikolosen Marktzins aufgenommen und in das Marktportfolio investiert. Die Steigung der Kapitalmarktlinie entspricht dem Preis für eine Risikoeinheit.

Das Capital Asset Pricing Model im engeren Sinne wird auf Basis dieses Kapitalmarktmödells entwickelt und grafisch mit der aus der **Abbildung 4.13** ersichtlichen Wertpapierlinie dargestellt.

Abbildung 4.13 [Wertpapierlinie]



$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_i$$

$E(R_i)$	= Renditeerwartung
R_f	= Risikoloser Zinssatz
$E(R_m)$	= Renditeerwartung des Marktportfolios
β_m	= Relativierte Risikogröße des Marktportfolios
β_i	= Relativierte Risikogröße

Es beantwortet die Frage, welche erwartete Rendite ein einzelnes im Marktportfolio enthaltene Anlageinstrument besitzt, und erläutert dessen Bewertung mithilfe einer relativen Risikogröße, dem sogenannten Beta-Faktor. Dieser drückt das Risiko einer Anlage im Vergleich zum Marktportfolio aus. Der Beta-Faktor enthält nur das Marktrisiko (systematisches Risiko). Das unsystematische Risiko (zum Beispiel Unternehmensrisiko) gilt als wegdiversifiziert. Der Erwartungswert der Rendite einer riskanten Anlage setzt sich aus dem risikolosen Zins und einer vom Betafaktor abhängigen Risikoprämie zusammen. Die praktische Anwendbarkeit des Modells ist durch die restriktiven Annahmen beschränkt.²⁵³

Sonstige Modelle

Ross stellte 1976 die Arbitrage Pricing Theory (APT) vor, die eine Erweiterung des Capital Asset Pricing Model darstellt. Während das zuletzt genannte Modell nur die Ertragserwartung und das Risiko zur Preisbestimmung verwendet, handelt es sich bei der Arbitrage

²⁵³ Vgl. Breuer und Breuer 2011, ohne Seitenangabe (zu Kapitalgutpreismodell).

Pricing Theory um ein Multifaktormodell. Ross bezog sich auf Aktien und hat von den vielen Faktoren, die den Kurs einer Aktie beeinflussen, die vier folgenden herausgestellt:

- Veränderung der Industrieproduktion
- Im Markt vorherrschende Risikoprämie
- Inflation
- Steilheit der Renditekurve (Renditedifferenz zwischen kurz- und langfristigen festverzinslichen Wertpapieren)

Aufgrund der größeren Anzahl von Faktoren sind die Berechnungen komplexer, aber auch treffsicherer als beim Capital Asset Pricing Model. Eine Weiterentwicklung stellt das Unified Pricing Model dar, das weitere Faktoren berücksichtigt.²⁵⁴

4.4 Anlageentscheidungen und Kontrolle

Das folgende Kapitel führt die zuvor erläuterte Zielanalyse und die ebenfalls zuvor erläuterte Marktanalyse zusammen. Während die Zielanalyse sich primär mit dem Subjekt „Anleger“ beschäftigt, geht die Marktanalyse überwiegend auf die Anlageinstrumente und die mit diesen in Verbindung stehenden Emittenten ein. Aus der Zusammenführung dieser Analysen resultieren mehrere Entscheidungen, die im Folgenden den Gegenstand der Erörterung bilden. Da in der Praxis sowohl die Ziele der Anleger als auch deren Marktanalysen unterschiedlich ausfallen, resultieren daraus unterschiedliche Anlageentscheidungen. So entscheidet sich zum Beispiel ein risikoscheuer Privatanleger primär für Bankeinlagen und sichere Staatsanleihen. Neben dem Risiko spielt bei Privatanlegern zum Beispiel auch das Alter oder die Lebensphase eine Rolle. Unternehmen müssen bei ihren Anlageentscheidungen teilweise ergänzende rechtliche Anlagevorschriften beachten. Aufgrund dieser Vielfalt der Möglichkeiten können im Folgenden die Entscheidungsalternativen nur allgemein erörtert werden. Hierbei erfolgt eine Untergliederung in Basisentscheidungen und Wertsicherungsstrategien. Da die Kontrolle die Ergebnisse der Anlageentscheidungen überprüft, schließt das Kapitel mit darauf bezogenen Erläuterungen.

4.4.1 Basisentscheidungen

Im Folgenden wird auf sogenannte Basisentscheidungen der Kapitalanlage eingegangen. Davon abgegrenzt sind im nächsten Kapitel die Wertsicherungsstrategien zu behandeln. Zu den Basisentscheidungen zählen insbesondere folgende Themenbereiche:

- Investmentphilosophie
- Aktives und passives Management

²⁵⁴ Vgl. Michalky und Schittler 2007, S. 189–190.

-
- Benchmarks
 - Strategische und taktische Asset Allocation

Investmentphilosophie

Die Investmentphilosophie spiegelt die Denkweise des Anlegers bzw. des von ihm beauftragten oder zur Beauftragung anstehenden Asset Managers wieder, dessen Marktauftritt sie auch prägt. Letzteres ermöglicht dem Anleger die grundsätzliche Einstellung des Asset Managers zum Marktgeschehen zu erkennen und somit festzustellen, ob diese zu seiner eigenen Einstellung passt. Im Folgenden werden Beispiele für verschiedene Investmentphilosophien genannt:

- Aktives oder passives Management
- Kurzfristiger oder langfristiger Investmentansatz
- Primäres oder sekundäres Research
- Star- oder Teamansatz bei der Wahl der Manager
- Risikoavers oder risikofreudig

Teilweise finden sich Abgrenzungsversuche des Begriffs Investmentphilosophie zu den Begriffen Investmentziel und Investmentstil. Die entsprechenden Übergänge sind in der Praxis jedoch fließend. Häufig werden auch mögliche Anlagebereiche (große Unternehmen, Spezialwerte, regionaler oder globaler Investmenthorizont) unter dem Begriff Investmentphilosophie subsumiert. Näher eingegangen wird im Folgenden auf die Differenzierung von aktivem und passivem Management.²⁵⁵

Aktives und passives Management

Auch die Entscheidung, ob ein Portfolio bzw. ein Teilportfolio aktiv oder passiv zu managen ist, besitzt eine zentrale Bedeutung im Rahmen der bei Kapitalanlagen zu treffenden Entscheidungen. Aktiv bedeutet in diesem Zusammenhang die bewusste Analyse von Anlagemarkten und darauf basierende Anlageentscheidungen. Bei einer passiven Strategie wird dagegen der Markt (zum Beispiel in Form von Indexprodukten) als Gesamtheit ohne bewusste Auswahlentscheidungen erworben. Gemäß der Theorie der effizienten Märkte wäre eine ausschließliche passive Strategie (Kaufen und Halten, Buy and Hold) sinnvoll. Die Praxis empfiehlt dagegen zumindest für Teilbereiche ein aktives Management. Dieser Ansatz ist sinnvoll, da der Grad der Markteffizienz an den Anlagemarkten insbesondere von lokalen und assetklassenspezifischen Bedingungen abhängt. Dadurch entstehen jedoch zusätzliche Risiken in Form von Abweichungen vom Markt bzw. dem entsprechenden Marktindex. Werden für Teilbereiche passive Strategien bevorzugt, kann deren praktische Umsetzung durch den Erwerb von Indexprodukten (Indexfonds, Indexderivate) erfolgen, die in ihrer Wertentwicklung den zugrundeliegenden Index abbilden.²⁵⁶

²⁵⁵ Vgl. Riess und Frank 2002, S. 274 (zu Investmentphilosophie).

²⁵⁶ Vgl. Schmeisser 2010, S. 274–275 (zu Benchmarks).

Benchmarks

Seinen Ursprung findet der Begriff der Benchmarkfindung bzw. des Benchmarking im Bereich der Wettbewerbsstrategie. Im Allgemeinen definiert Benchmarking einen kontinuierlichen, systematischen Prozess mit dem Ziel Produkte, Dienstleistungen und Arbeitsprozesse von Unternehmen zu beurteilen und zu verbessern und Leistungslücken zum im Wettbewerb stärkeren Konkurrenten systematisch zu schließen. Die sogenannte Benchmark wird daher meist als ein Maßstab zur Orientierung im Wettbewerb interpretiert.

Im Rahmen des Asset Managements bildet die Benchmark grundsätzlich den Startpunkt für die Tätigkeit des Assetmanagers, der nicht zwingend mit den Anlagezielen des Anlegers identisch ist. Es wird zwischen standardisierten und investorspezifischen Benchmarks differenziert. Standardisierte Benchmarks orientieren sich am Gesamtmarkt und lassen daher keine genauen Spezifizierungen hinsichtlich der Vorgaben des Anlegers zu, weshalb sie sich oftmals nur suboptimal als Maßstab zur Orientierung im Wettbewerb eignen. Investorspezifische Benchmarks sind wesentlich von den Präferenzen des Anlegers abhängig, weshalb sie grundsätzlich von Anleger und Portfoliomanager im Vorfeld gemeinsam definiert werden. Das so entstehende Vergleichsportfolio ist folglich eine Zusammenführung von Anleger- und Marktprofil. Um eine Benchmark realistisch und effektiv zu gestalten, sollten folgende Punkte bei deren Erstellung Beachtung finden:

- Tatsächliche Realisierbarkeit
- Nicht zu leicht zu schlagen
- Möglichst niedrige Transaktionskosten
- Vor der eigentlichen Anlage erstellt

Darüber hinaus ist zu beachten, dass die Benchmark den gleichen Restriktionen unterliegen sollte wie die eigentliche Anlage.²⁵⁷

Asset Allocation

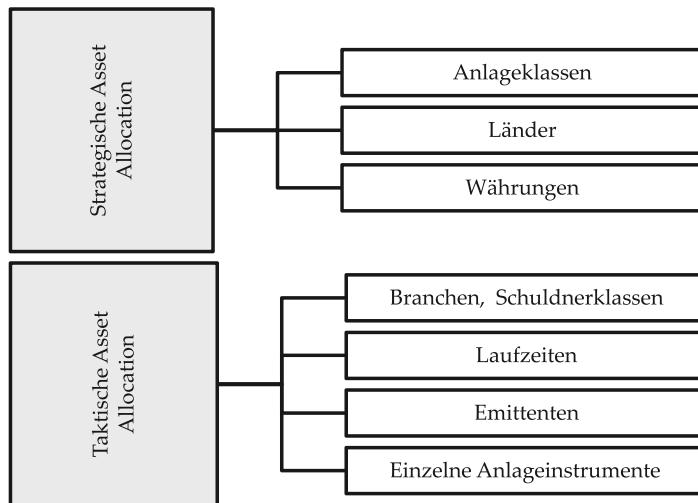
Der Begriff Asset Allocation wird in der Literatur unterschiedlich interpretiert. Zum einen kann Asset Allocation als ein Teilprozess des Asset Managements definiert werden, zum anderen speziell als das Ergebnis dieses Teilprozesses, bei welchem es sich um die definierte Aufteilung der Anlage auf bestimmte Assetklassen handelt. Der Prozess der Asset Allocation läuft mehrstufig ab und kann sowohl Top-Down oder Bottom-Up erfolgen. Die einzelnen Schritte sind aus der **Abbildung 4.14** zu ersehen. Sie beziehen sich primär auf Wertpapiere und sind bei anderen Anlageinstrumenten gegebenenfalls anzupassen.²⁵⁸

²⁵⁷ Vgl. Schmeisser 2010, S. 272.

²⁵⁸ Vgl. Schmeisser 2010, S. 265–266.

Inhaltlich umfasst der Begriff Asset Allocation bei enger Betrachtung nur die Festlegung der anschließend zu erörternden Anlagebereiche. Bei einer weiteren Betrachtung werden auch die bisher in diesem Kapitel behandelten Entscheidungen und die noch zu erörternen Wertsicherungsstrategien mit einbezogen.

Abbildung 4.14 [Überblick zur Asset Allocation]



Strategische Asset Allocation

Der Prozess der Asset Allocation gliedert sich, wie bereits angedeutet, in die strategische und die taktische Asset Allocation. Innerhalb der strategischen Asset Allocation wird zwischen den Diversifikationsebenen Anlageklassen, Länder und Währungen differenziert. Entscheidungen auf diesen Ebenen sind in der Regel langfristig ausgerichtet und von wesentlicher Bedeutung für die gesamte Asset Allocation. Ziel des Prozesses ist ein Vergleichsportfolio (weiter spezifizierte Benchmark), das aus der Zusammenführung der im Rahmen der Anlegeranalyse und Marktanalyse gewonnenen Erkenntnisse resultiert. Aus der Anlegeranalyse sind insbesondere Rendite und Risikoerwartungen sowie Liquiditätsaspekte (Anlagehorizont) zu berücksichtigen. Die Marktanalyse liefert Schätzungen zu diesen Größen in Bezug auf die Anlageklassen. Der Planungshorizont umfasst häufig Zeiträume zwischen drei und fünf Jahren. Die strategische Asset Allocation verantwortet bis zu 90 % der Ertragsunterschiede zwischen Portfolios und hat insofern eine größere Bedeutung als die Auswahl von einzelnen Anlageinstrumenten und die Entscheidung über deren genauen Erwerbszeitpunkt.²⁵⁹

²⁵⁹ Vgl. Dennin 2009, S. 38–39.

Taktische Asset Allocation

Im Fokus der taktischen Asset Allocation liegt die Portfoliostrukturierung auf der Mikro-Ebene. Auf der Mikro-Ebene werden Teile der aus der strategischen Asset Allocation resultierenden Makroebene näher betrachtet. Die Assetklasse Aktien kann auf der Mikro-Ebene beispielsweise nach Branchen, Größenklassen, Titeln sowie zyklischen oder nichtzyklischen Werten differenziert werden. Bei Anleihen erfolgt eine Differenzierung beispielsweise nach Schuldern und Laufzeiten und bei Immobilien nach Regionen und Vermietungsarten (privat, gewerblich). Da sich Entscheidungen auf der Mikroebene durch eine geringere Reichweite als Entscheidungen auf der Makroebene auszeichnen, sind diese in Bezug auf die Gesamtperformance von geringerer Bedeutung. Jedoch werden häufig Wettbewerbsvorteile durch Entscheidungen auf der Mikro-Ebene generiert.²⁶⁰

Reihenfolge der Entscheidungen

Strukturierte Anlageentscheidungen lassen sich wie viele andere Entscheidungen durch einen Top-Down-Ansatz oder einen Bottom-Up-Ansatz realisieren. Beim Top-Down-Ansatz beginnt der Entscheider bei den Anlageklassen und entscheidet zuletzt über einzelne Anlageinstrumente. Dies ist beim Bottom-Up-Ansatz umgekehrt, der mit einzelnen Anlageinstrumenten beginnt. Die Zwischenstufen hängen von der einzelnen Anlageklasse ab, sodass sich zum Beispiel bei Aktien, Anleihen und Immobilien im Detail andere Vorgehensweisen ergeben. Die Praxis kombiniert oft beide Ansätze (Gegenstromverfahren). Ein alleiniges Vorgehen nach dem Top-down-Ansatz würde die Gefahr beinhalten, dass preisrelevante Tatsachen einzelner Anlageinstrumente nicht ausreichend in die Entscheidung einfließen. Analog kämen makroökonomische Aspekte bei reinen Bottom-Up-Entscheidungen zu kurz. Zudem erfordert der Bottom-Up-Ansatz eine längere Analysezeit und ist kostenintensiver.²⁶¹

4.4.2 Wertsicherungsstrategien

Nachdem Entscheidungen zur strategischen und taktischen Asset Allocation getroffen wurden, müssen Anleger Überlegungen über mögliche Wertsicherungsstrategien anstellen. Die diesbezüglichen Ausführungen sind primär auf Aktien bezogen.

Grundidee und Systematik

Das Gesamtrisiko einer Wertpapieranlage lässt sich weiter in ein systematisches (Marktrisiko) und ein unsystematisches Risiko differenzieren. Es ist möglich, das unsystematische Risiko durch eine gute Diversifikation eines Portfolios deutlich zu verringern oder gar vollständig zu beseitigen. Dies hat jedoch keinen Einfluss auf das Marktrisiko. Um dieses zu reduzieren, werden häufig Wertsicherungs- oder Absicherungsstrategien eingesetzt, was häufig als Portfolio Insurance bezeichnet wird. Dabei werden zwei Ziele verfolgt. Zum

²⁶⁰ Vgl. Lingner 2003, S. 284.

²⁶¹ Vgl. Sesli 2010, S. 5–8.

einen wird versucht, sich mit dem Portfolio steigenden Marktbewegungen anzuschließen und zum anderen wird in Zeiten von Kursrückgängen versucht, das Ergebnis gegen Verluste zu schützen. Im Englischen wird dabei von Upside Participation und Downside Protection gesprochen. Charakteristisch für Portfolio Insurance ist, dass zu Beginn festgelegt wird, in welchem Umfang das Portfolio zu schützen ist. Dies wird durch das Festlegen einer Wertuntergrenze (Floor) definiert.²⁶²

Insurance Strategien sind speziell für Aktienportfolios von großer Bedeutung, da Aktien deutlich stärkeren Kurschwankungen unterliegen als die meisten anderen Anlageformen (zum Beispiel Immobilien). Daher werden im Folgenden nur Insurance-Strategien für Aktienportfolios näher betrachtet. Die folgende Aufzählung zeigt verschiedene Strategiekonzepte, wobei zwischen statischen und dynamischen Strategien unterschieden wird:²⁶³

- Statische Strategien
 - Buy and Hold
 - Stop-Loss
 - Protective Put
 - Bond Call
- Dynamische Strategien
 - Modified Stop-Loss
 - Constant Mix
 - Synthetischer Put
 - Constant-Proportion Portfolio Insurance

Buy and Hold

Buy and Hold ist eine passive Absicherungsstrategie. Dabei werden verschiedene Anlagen einmal gekauft und über den gesamten Anlagezeitraum gehalten. Im Rahmen dieser Strategie erfolgt eine Aufteilung in riskante (zum Beispiel Aktien) und risikolose (zum Beispiel Renten) Assetklassen. Abhängig von der Risikobereitschaft des Anlegers werden im ersten Schritt die Anteile des Portfolios gewählt, welche prozentual genau festzuhalten sind. Die Renten dienen dabei als Absicherung. Im Falle von fallenden Kursen sind die Auswirkungen auf das Portfolio auf die Höhe des relativen Aktienanteils beschränkt. Folgendes Beispiel soll die Buy and Hold Strategie verdeutlichen: Der Aktienanteil beträgt 60 %, der Rentenanteil 40 %. Das Risiko liegt somit allein bei den 60 % des Aktienanteils. Im schlimmsten Fall verliert der Investor den gesamten Aktienanteil, welcher auch Exposure genannt wird. Die Rentenanteile bleiben jedoch grundsätzlich wertstabil.²⁶⁴

²⁶² Vgl. Becker 2008, S. 3–4.

²⁶³ Vgl. Becker 2008, S. 4.

²⁶⁴ Vgl. Becker 2008, S. 5.

Stop-Loss

Die Stop-Loss-Strategie gilt allgemein als die am weitesten verbreitete Insurance Strategie. Dabei wird im ersten Schritt das gesamte Vermögen in das risikobehaftete Anlageinstrument investiert (zum Beispiel Aktien). Parallel hierzu wird der am Ende des Anlagehorizonts zu erreichende Minimalbetrag (Floor) festgelegt. Dieser wird so gewählt, dass er durch eine Investition des Gesamtvermögens in eine sichere Anlage zu erreichen ist. Während der Laufzeit des Investments wird nun regelmäßig verglichen, wie sich der Kurs des vorhandenen Aktienportfolios gegenüber dem theoretischen Portfolio sicherer Anlagen verhält. Sobald der Wert des Aktienportfolios den Wert des theoretischen Portfolios sicherer Anlagen erreicht oder gar unterschreitet, erfolgt eine direkte Umschichtung des gesamten Kapitals von den risikobehafteten Anlagen zu den risikolosen Anlagen. Dies gewährleistet, dass der zuvor festgelegte Mindestwert in jedem Fall erreicht wird.²⁶⁵

Mit dem Erreichen des Floors bzw. des Stop-Loss Punktes, welcher zur Umschichtung des gesamten Kapitals auf eine sichere Anlage führt, endet genau genommen auch die Strategie, da in dieser keine weiteren Transaktionen vorgesehen sind und die zu erzielende Rendite bereits genau feststeht. Der Anleger partizipiert zu 100 % bei steigenden Kursen und erreicht in jedem Fall seinen festgelegten Mindestwert bei fallenden Kursen. Die Schwäche der Stop-Loss Strategie liegt jedoch darin, dass bereits bei einmaligem Unterschreiten der kritischen Grenze der zu erzielende Gewinn lediglich dem Floor entspricht. Diese starke Pfadabhängigkeit ist gerade in einem volatilen Marktumfeld mit starken Kursschwankungen äußerst ungünstig. Je größer die Wahrscheinlichkeit von starken Kursschwankungen und folglich dem Unterschreiten der kritischen Grenze, desto höher ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass nur der vorher definierte Mindestwert am Ende der Laufzeit erreicht wird.²⁶⁶

Protective Put

Die Protective Put Strategie eignet sich besonders für risikofreudige Anleger, die sich lediglich gegen übermäßige Verluste absichern möchten, jedoch bereit sind, kleinere Verluste in Kauf zu nehmen. Dabei wird ein Teil des Kapitals dazu verwendet, ein Aktienportfolio zu erwerben (das risikoreiche Investment). Der restliche Teil des Gesamtinvestitionsvolumens ist für den Kauf von Put-Optionen auf das bereits gekaufte Aktienportfolio bestimmt. Steigen nun die Aktien während der Laufzeit der Optionen, so verfallen diese und werden nicht in Anspruch genommen. Der Investor profitiert dann von seinem Portfolio in Höhe der Kurssteigerungen, wobei die für den Kauf der Puts bestimmte Prämie abgezogen werden muss. Bei fallenden Kursen kann der Investor von seinem Optionsrecht Gebrauch machen und sein Portfolio zu dem durch die Optionen gesicherten Basispreis veräußern.²⁶⁷

²⁶⁵ Vgl. Prokop 2002, S. 24.

²⁶⁶ Vgl. Prokop 2002, S. 26.

²⁶⁷ Vgl. Prokop 2002, S. 12.

Bond-Call

Eine ähnliche Möglichkeit der Umsetzung des Insurance Prinzips bietet der Einsatz von Call-Optionen. Dabei wird ein Teil des zu investierenden Kapitals in Zerobonds investiert, wobei deren Laufzeit gleich der Absicherungsperiode ist. Der anzulegende Betrag richtet sich nach dem Barwert des gewünschten Minimalbetrages zum Ende der Laufzeit. Der restliche Teil des Gesamtinvestitionsvolumens ist für den Kauf von Calls auf das gewählte Risikoasset bestimmt. Durch die Zerobonds ist die Mindestrendite garantiert (Downside Protection) und durch die Option zum Kauf des Aktienportfolios wird die Upside Participation bei steigenden Kursen garantiert.²⁶⁸

Modified Stop-Loss

Die bereits angesprochene Schwäche der starken Pfadabhängigkeit des Stop-Loss Ansatzes führte zu einer Modifikation, welche als Modified Stop-Loss-Strategie bezeichnet wird. Dabei wird der Stop-Loss Ansatz um eine dynamische Komponente ergänzt. Der wesentliche Unterschied ist, dass die Umschichtung der risikoreichen in die risikofreie Anlage nun graduell erfolgt. Der Betrag der umzuschichtenden Menge ist dabei insbesondere von zwei Faktoren abhängig. Zum einen von dem zu erreichenden Ziel-Portfoliowert am Ende der Laufzeit und zum anderen von der Annahme, dass sich der Wert des risikobehafteten Portfolioanteils zum Laufzeitende hin nicht verändert. Konkret bedeutet dies, dass zu Beginn des Planungshorizontes das gesamte zu investierende Kapital in risikobehaftete Anlagen (zum Beispiel Aktien) investiert wird. Bei fallenden Kursen und beim Erreichen des Floors erfolgt eine Umschichtung der risikobehafteten Anlage zur risikolosen Anlage. Im Gegensatz zur Stop-Loss Strategie erfolgt diese jedoch nicht zu 100 %, sondern nur in der notwendigen Höhe, um den Verlust auszugleichen.²⁶⁹

Constant-Mix

Die Constant-Mix-Strategie bildet einen Gegenpol zu der strategischen Position Buy and Hold. Während Letztere die Portfoliogewichtung unverändert lässt, erfordert die Constant-Mix-Strategie bei Wertveränderungen der Anlageinstrumente entsprechende Anpassungen, um die Gewichtungen der einzelnen Anlageinstrumente gleich zu halten. Transaktionen mit entsprechenden Kosten sind folglich notwendig, um die Verwässerung der Anteilsgewichtung zu reduzieren bzw. zu vermeiden.²⁷⁰

Synthetischer Put

Wenn die zur Absicherung notwendigen Verkaufsoptionen (Puts) am Markt nicht existieren oder den Präferenzen des Anlegers nicht entsprechen, lassen sich diese mit anderen Finanzinstrumenten künstlich nachbilden, sodass eine synthetischer Put entsteht. Auch der synthetische Put gehört zu den dynamischen Strategien. Beim synthetischen Put erfolgt

²⁶⁸ Vgl. Prokop 2002, S. 13.

²⁶⁹ Vgl. Prokop 2002, S. 26–27.

²⁷⁰ Vgl. Wolff 2010, S. 6.

eine kontinuierliche Umschichtung von dem risikobehafteten Portfolioanteil (Aktien) zum risikolosen Portfolioanteil (Zinsanlagen). Am Ende der Laufzeit kann das Portfolio je nach Strategie und Risikofreudigkeit entweder ganz aus risikobehafteten oder risikolosen Anlagen bestehen.²⁷¹

Constant-Proportion Portfolio Insurance

Bei der Constant-Proportion Portfolio Insurance (CPPI) wird vereinfacht von einer risikanten und einer risikolosen Anlageform ausgegangen. Ziel ist es, den zu Beginn der Betrachtungsperiode zur Verfügung stehenden Kapitalbetrag wertmäßig zu erhalten. Daher erfolgt zunächst nur eine prozentual geringe Investition in die risikante Anlage. Steigt diese im Wert, kann eine entsprechende Erhöhung ihres Anteils stattfinden. Analog muss bei einer Wertverminderung eine Anteilsreduktion erfolgen. Diese Anpassungen sind ständig während der vorgesehenen Anlageperiode zu überprüfen.²⁷²

4.4.3 Kontrolle

Das folgende Kapitel arbeitet die Möglichkeiten der Kontrolle im Rahmen der Kapitalanlage zunächst aus den allgemeinen Möglichkeiten heraus und geht anschließend konkret auf die Themen Performancemessung und Performanceattribution ein.

Begriff und Ziele

Der Kontrollbegriff bezieht sich insbesondere auf die Durchführung eines Vergleichs zwischen geplanten und realisierten Größen. Hierbei werden sowohl die entstandenen Differenzen registriert als auch deren Ursachen analysiert. Folglich ist die Kontrolle eine Form der Überwachung, die insbesondere der Nachbereitung von Entscheidungen dient. Kontrollen sind jedoch auch unabhängig von Entscheidungen denkbar. Die Kontrolle hat Auswirkungen auf die weitere Planung bzw. weitere Entscheidungen im Rahmen der Kapitalanlage. Die Art und Weise der Kontrolle ist wie bei der Planung kontextabhängig. Sie ist ebenfalls in einzelnen Bereichen des Kapitalanlageprozesses als auch bereichsübergreifend zu finden.

Die Kontrolle verfolgt mehrere Ziele. Die Überwachung des Handelns stellt grundsätzlich das Hauptziel der Kontrolle dar. Ihre Aufgabe besteht darin, eventuelle Hindernisse zwischen Zielbildung und Realisierung der Ziele aufzudecken. Die Dokumentation beinhaltet das Feststellen der jeweiligen Differenzen zwischen geplanten und realisierten Größen. Ohne die Dokumentation könnten Handlungsalternativen nicht analysiert und bewertet werden. Bei der Erkenntnisgewinnung geht es darum, Erfahrungen in Bezug auf die eigene Planung und Entscheidung zu gewinnen sowie diese zukünftig zu berücksichtigen. Der Disziplinierungseffekt bewirkt, dass durch die alleinige Ankündigung von Kontrollen ein Mitarbeiter bzw. der Assetmanager bestrebt ist, die Erwartungen zu erfüllen oder gar zu

²⁷¹ Vgl. Miller 2006, S. 69.

²⁷² Vgl. Michalky und Schittler 2007, S. 132.

übertreffen. Da sich die Entlohnung eines Assetmanagers häufig an der Umsetzung der zuvor festgelegten Ziele (Benchmark) orientiert, ist auch sie ein wichtiges Kontrollziel. Nur mittels einer detaillierten Kontrolle lässt sich eine faire Entlohnung der Beteiligten realisieren, was sich wiederum auf die Umsetzung zukünftiger Zielsetzungen auswirkt.²⁷³

Kontrollgegenstände

Die Gegenstände einer Kontrolle können sehr unterschiedlich sein. Bei der Ergebniskontrolle wird die Zielumsetzung kontrolliert. Hierbei wird im Rahmen eines Soll-Ist-Vergleiches der Planwert zum Beispiel der Rendite mit dem tatsächlich realisierten Istwert verglichen. Dazu wird der Istwert in Relation zum Planwert gesetzt und daraus die Abweichung zwischen Soll- und Ist-Größe ermittelt. Das Ziel kann hierbei sowohl unter- als auch überschritten werden. Bei der Verfahrenskontrolle wird der Prozess der Realisierung einer Handlungsalternative analysiert. Hierbei wird untersucht, wie der Prozess vollzogen wurde und ob er planmäßig abgelaufen ist. Verhaltenskontrollen beziehen sich auf Menschen, welche direkt an den jeweiligen Prozessen beteiligt sind.²⁷⁴

Kontrollarten

Um eine Abweichung feststellen zu können, bedarf es eines Vergleichs zwischen einer Kontrollgröße und einer (oder mehreren) Vergleichsgröße(n). Die entsprechenden Möglichkeiten, die sich sowohl für Entscheidungen im Allgemeinen als auch für Entscheidungen im Asset Management interpretieren lassen, ergeben sich aus der Abbildung 4.15. Je nach Kombination der verglichenen Größen lassen sich hierbei folgende Kontrollarten bilden:

- Bei der Ex post-Kontrolle (Ist-Ist-Vergleich) werden lediglich realisierte Ergebnisse gegenübergestellt. Hierbei werden die eingetretenen Ergebnisse zu ihren früheren Ergebnissen oder anderen Vergleichsgrößen in Beziehung gesetzt und somit ein Zeitbezug hergestellt.
- Innerhalb der Prämissenkontrolle (Wird-Ist-Vergleich) erfolgt eine Analyse, ob und inwieweit die Entscheidungsgrundlagen, welche in der Planung erarbeitet wurden, noch mit der gegenwärtigen Realität vereinbar sind. Hierbei soll erklärt werden, ob ein Fortbestand der Planungsannahmen noch sinnvoll ist.
- Im Rahmen der Realisationskontrolle (Soll-Ist-Vergleich) werden die erzielten Größen den geplanten Zielsetzungen gegenübergestellt. Somit kann der Grad der Zielerreichung anhand eines Soll-Ist-Vergleichs ermittelt werden. Diese Form der Kontrolle kann sowohl nach Abschluss eines Prozesses als auch nach Ermittlung vorläufiger Teilergebnisse vorgenommen werden. Durch die Kontrolle der Teilergebnisse kann eventuellen Abweichungen frühzeitig entgegengesteuert werden.

²⁷³ Vgl. Jacob 2012, S. 94–95 (zu Begriff und Ziele).

²⁷⁴ Vgl. Jacob 2012, S. 95.

- Die Prognosekonsistenzkontrolle (Wird-Wird-Vergleich) bezieht sich primär auf Planungsprämissen. Hierbei werden lediglich Prognosewerte gegenübergestellt. Der Wird-Wird-Vergleich bietet sich dann an, wenn eine Voraussage aufgrund neuer Informationen überdacht werden muss.
- Bei der Planfortschrittskontrolle (Soll-Wird-Vergleich) wird das vorgegebene Ziel (Soll) während der Planungsrealisierung mit prognostizierten Größen (Wird) verglichen. Dieser Soll-Wird-Vergleich dient dem frühzeitigen Erkennen potenzieller Störfaktoren. Somit kann bereits während der Planumsetzung frühzeitig erkannten Abweichungen entgegengewirkt werden.
- Bei der Zielkonsistenzkontrolle (Soll-Soll-Vergleich) handelt es sich bei den beurteilten Größen um reine Zukunftswerte. Hierbei kommt es zu einer Gegenüberstellung von Zielgrößen (Soll), um eventuell vorhandene Zielkonflikte und Widersprüche in der Zielsetzung frühzeitig erkennen und beseitigen zu können.²⁷⁵

Abbildung 4.15 [Kontrollarten]

Vergleichsgröße	Ist-Größe	Wird-Größe	Soll-Größe
Kontrollgröße	Ex post-Kontrolle	Prämissenkontrolle	Realisationskontrolle
Wird-Größe	/	Prognosekonsistenzkontrolle	Planfortschrittskontrolle
Soll-Größe	/	/	Zielkonsistenzkontrolle

Kontrollträger

Als Kontrollträger werden jene Personen bezeichnet, welche zur Kontrolle berechtigt sind und diese auch ausüben. Hierbei wird zwischen der Selbst- sowie der Fremdkontrolle unterschieden. Während bei der Selbstkontrolle der Handlungsträger selbst für die Kontrollausführung zuständig ist, übernimmt dies bei der Fremdkontrolle der Vorgesetzte bzw. das Controlling. Die Selbstkontrolle ermöglicht bei Bedarf ein schnelles Eingreifen, um Anpassungsmaßnahmen einzuleiten. Des Weiteren erfolgt bei der Selbstkontrolle ein interner Lernprozess im Sinne zukunftsorientierter Informationsgewinnung. Es besteht jedoch ein

²⁷⁵ Vgl. Jacob 2012, S. 96–97 (zu Kontrollarten).

hohes Maß an Unterlassungs- und Manipulationsgefahr, was oftmals die Konsequenz der Fremdkontrolle zur Folge hat. Die Fremdkontrolle erfolgt häufig lediglich nach Überschreitung gewisser Toleranzgrenzen. Bei besonderen Ausnahmesituationen ist ein Eingreifen übergeordneter Führungskräfte notwendig.²⁷⁶

Performancemessung

Die zuvor dargestellten Erläuterungen zur Kontrolle waren eher allgemein gehalten. Die folgenden Ausführungen zur „Performance“ sind dagegen speziell auf Kapitalanlagen bezogen. Performance bedeutet in diesem Zusammenhang die Differenz zwischen der Rendite des Anlageinstrumentes bzw. des Anlageportfolios und der zugeordneten Benchmark. In diesem Zusammenhang spielen auch folgende Kennzahlen eine Rolle, die anschließend näher zu erläutern sind:

- Sharpe-Ratio
- Treynor-Ratio
- Jensen-Alpha
- Information-Ratio

Die auch als „Reward-to-Variability-Ratio“ bezeichnete Sharpe Ratio stellt eine risikoadjustierte Rendite dar. Sie ist definiert als Quotient des aktiven Ertrages und der Standardabweichung der Rendite und ergibt sich aus der in der **Abbildung 4.16** enthaltenen Formel. Die Kennzahl beurteilt, ob das Verhältnis zwischen Ertrag und Risiko bei einem individuellen Portfolio oder bei einem Fonds positiv oder negativ ist. So zeigt ein positiver Wert der Sharpe Ratio, dass eine Zusatzrendite im Vergleich zum risikolosen Zins erwirtschaftet wurde und in welchem Verhältnis zum Risiko dieser Zusatzertrag steht.²⁷⁷

Das auch als „Reward-to-Volatility-Ratio“ bezeichnete Treynor-Risiko geht davon aus, dass sich das unsystematische Risiko wie beim Capital Asset Pricing Model wegdiversifizieren lässt und setzt die Überschussrendite in Beziehung zum Betafaktor, der ein Maß für das systematische Risiko bzw. Marktrisiko darstellt. Die Berechnung basiert auf der aus der **Abbildung 4.16** ersichtlichen Formel. Analog dem Sharpe-Ratio ist das beste Portfolio durch den höchsten Treynor-Ratio-Wert gekennzeichnet. Das unsystematische Risiko wird mit dieser Kennzahl nicht berücksichtigt, was bei gut diversifizierten Portfolios unkritisch ist. Ist diese Bedingung nicht gegeben, ist die Sharpe-Ratio ergänzend zur Beurteilung heranzuziehen.²⁷⁸

Mithilfe der Kennzahl „Jensen Alpha“, die auch unter dem Namen „Differential Return“ Verwendung findet, lässt sich die Performance absolut beurteilen. Sie misst die absolute Differenz zwischen der erzielten Risikoprämie und der nach dem Capital Asset Pricing Model erwarteten Risikoprämie. Ein positiver Wert der Kennzahl zeigt einen risikoadjus-

²⁷⁶ Vgl. Jacob 2012, S. 97.

²⁷⁷ Vgl. Wüthrich 2010, S. 185.

²⁷⁸ Vgl. Rieder 2010, S. 10–11.

tierten Mehrwert der Anlage oder des Portfolios gegenüber der Benchmark. Analog lässt sich ein negativer Wert als Minderwert interpretieren. Die Formel zur Berechnung der Kennzahl ergibt sich aus der **Abbildung 4.16**. Eine grafische Darstellung zur Verdeutlichung der Kennzahl kann der **Abbildung 4.17** entnommen werden. Der griechische Buchstabe „Alpha“ steht allgemein für die Mehrleistung eines Anlagemanagers im Vergleich zu einer Benchmark.²⁷⁹

Abbildung 4.16 [Kennzahlen zur Performancemessung]

$$\text{Sharpe} - \text{Ratio}_P = \frac{R_P - R_f}{\sigma_P}$$

$$\text{Treynor} - \text{Ratio}_P = \frac{R_P - R_f}{\beta_P}$$

$$\text{Jensen} - \text{Alpha}_P = (R_P - R_f) - (R_B - R_f) * \beta_P + \varepsilon_P$$

R_P = Rendite des Portfolios

R_B = Rendite des Benchmark – Portfolios

R_f = Risikoloser Zinssatz

σ_P = Standardabweichung der Renditen des Portfolios

β_P = Betafaktor für die Rendite des Portfolios

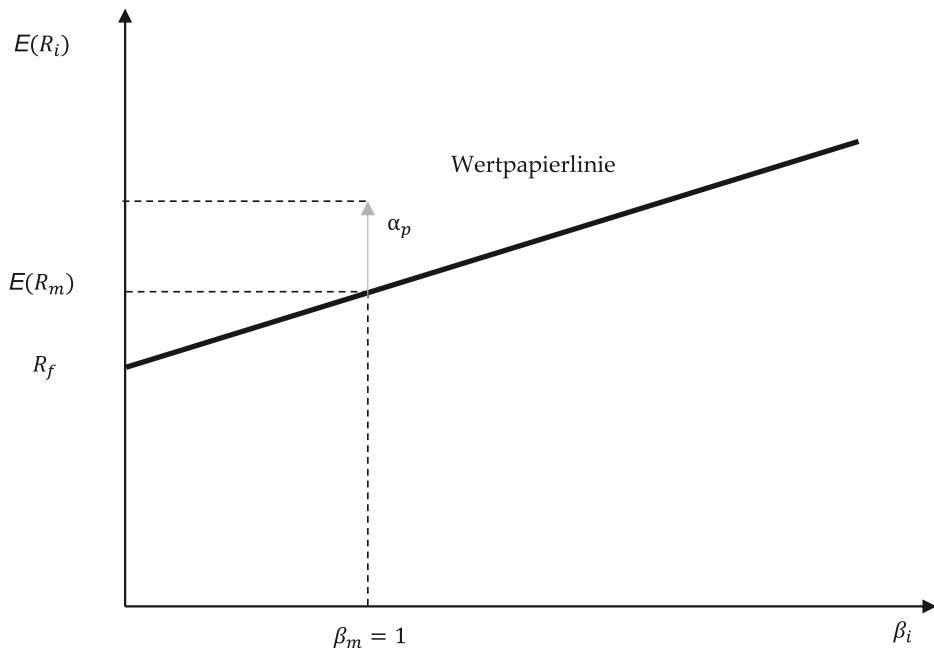
ε_P = Stochastischer Störterm der Regressionsgleichung

Das Information-Ratio, das früher als Appraisal-Ratio in der Literatur Eingang fand, stellt eine Weiterentwicklung der Alphawert-Messung nach Jensen dar. Die Kennzahl berechnet sich durch Division der Differenzrendite zwischen Portfolio und Benchmark durch den Tracking Error. Letzterer ist die Standardabweichung dieser Differenzrendite, der das Risiko aufzeigt, das ein Investor durch Nicht-Investition in das Benchmarkportfolio eingeht. Im Gegensatz zum Jensen-Alpha ist mit der Information-Ratio ein Ranking verschiedener Portfolios möglich. Die zur Erzielung von Überrenditen häufig erforderliche niedrigere Diversifikation lässt sich nur mit Informationsvorteilen rechtfertigen, woher sich auch der Begriff Information-Ratio ableitet. Zusammengefasst ist die Kennzahl der Quotient aus aktiver Rendite zum aktiven Risiko. Wie auch bei Sharpe-Ratio, Treynor-Ratio und Jensen-Alpha kann ein erfolgreicher Portfoliomanager an einem hohen Wert erkannt werden, wobei Werte über 0,5 in der Praxis als sehr gut gelten. Optimierungen der Kennzahl kann der Verantwortliche durch eine Senkung des aktiven Risikos (breitere Streuung) oder eine Steigerung der Überrendite erreichen, was jedoch eine Verbesserung der Prognosequalität

²⁷⁹ Vgl. Kaiser 2009, S. 184.

voraussetzt. Experten betrachten die Information-Ratio kritisch, da sie ebenso wie die Kennzahlen von Sharpe, Treynor und Jensen nur Vergangenheitswerte berücksichtigt.²⁸⁰

Abbildung 4.17 [Jensen-Alpha]



$$E(R_i) = R_f + (E(R_m) - R_f)\beta_i$$

$E(R_i)$	= Renditeerwartung
R_f	= risikoloser Zinssatz
$E(R_m)$	= Renditeerwartung des Marktportfolios
β_m	= relativierte Risikogröße des Marktportfolios
β_i	= relativierte Risikogröße
α_p	= Mehrleistung zur Benchmark

Performanceattribution

Mit Performance-Attribution bezeichnen Analysten die Aufspaltung des erzielten Anlageergebnisses. Die Performance-Attribution geht folglich einen Schritt weiter als die Performancemessung und zerlegt die Performance in ihre Bestandteile. Damit ermöglicht sie eine

²⁸⁰ Vgl. Rieder 2010, S. 14–16.

Analyse des Erfolgs der Anlageentscheidungen. Zu untersuchen sind die eigenen Entscheidungen oder die Entscheidungen des Portfoliomanagers im Hinblick auf Selektivität, Timing und Zufall.²⁸¹

²⁸¹ Vgl. Dahlmanns 2009, S. 64

Literatur

- Alda, Willi; Hirschner, Joachim: Projektentwicklung in der Immobilienwirtschaft. Vie weg+Teubner, Wiesbaden 2007.
- Aldinger, Fritz 1999: Entscheidungstheorie. Universität Hohenheim. Online verfügbar unter <https://www.uni-hohenheim.de/i410a/skriptal/etheorie.html>.
- Athanassakis, Irini: Die Aktie als Bild – Zur Kulturgeschichte von Wertpapieren. Springer, Wien 2008.
- Auer, Benjamin; Rottmann, Horst: Statistik und Ökonometrie für Wirtschaftswissenschaftler. Gabler, Wiesbaden 2010.
- BaFin 2011: BaFin – Aufgaben und Organisation. Online verfügbar unter <http://www.bafin.de>, zuletzt aktualisiert am 02.12.2011.
- Becker, Hans Paul: Investition und Finanzierung – Grundlagen der betrieblichen Finanzwirtschaft. Gabler, Wiesbaden 2009.
- Becker, Sebastian: Portfolio-Insurance-Strategien für Aktienportfolios. GRIN, München 2008.
- Bergold, Uwe; Mayer, Bernt: Markt und Meinung – Mit Behavioral Finance und Technischer Analyse zu den Gewinnern gehören. FinanzBuch Verlag, München 2005.
- Bernhard, Eric M.: Kunst als Kapitalanlage – Kunstmarktfonds als Verbindung zwischen Kunst- und Kapitalmärkten. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2005.
- Bitz, Michael; Stark, Gunnar: Finanzdienstleistungen. Oldenbourg, München 2008.
- Bloss, Michael u. a.: Von der Wallstreet zur Mainstreet – Die Weltwirtschaft nach der Finanzkrise. Oldenbourg, München 2009.
- Böhme, Uwe: Investment Engineering für Online Broker – Entwicklung, effiziente Ausgestaltung und Bewertung von Transaktionsabwicklungsleistungen. Eul, Lohmar 2009.
- Bontrup, Heinz-Josef: Volkswirtschaftslehre. Oldenbourg, München 2004.
- Born, Karl: Intelligente Kapitalanlage – Durch Aktienanalyse zum langfristigen Börsenerfolg. Linde, Wien 2009.
- Braun, Johann: Einführung in die Rechtsphilosophie. Mohr Siebeck, Tübingen 2006.
- Breuer, Wolfgang; Breuer, Claudia 2011: Capital Asset Pricing Model (CAPM) – Gabler Wirtschaftslexikon. Online verfügbar unter <http://wirtschaftslexikon.gabler.de>.
- Bucher, Björn 2010: Länderrating und sein Einfluss auf die Kundenbeurteilung. In: Grit S. Becker und Oliver Everling (Hg.): Debitorenrating. Bonität von Geschäftspartnern richtig einschätzen. Gabler, Wiesbaden 2010, S. 91–107.
- Buchmann, Bertrand M.: Einführung in die Geschichte. Facultas, Wien 2002.
- Buschmeier, Andreas: Ratingagenturen. Gabler, Wiesbaden 2011.

- Campbell, Neil A.; Reece, Jane B.: Biologie – Gymnasiale Oberstufe. Pearson, München 2010.
- Capek, Sebastian: Der Anlegerschutz in Deutschland – Welche Rechte haben geschädigte Anleger von Lehman Brothers Zertifikaten? Diplomica, Hamburg 2010.
- Dahlmanns, Jens: Erfolgreiche Diversifikation von Geldanlagen – Neue Strategien der Asset Allocation. Igel, Hamburg 2009.
- Daudert, Cristian; Daudert, Michael: Geld schießt Tore – Was Fußballprofis über Geldanlage wissen wollen! Books on Demand, Norderstedt 2003.
- Dembowski, Anke: Schnellkurs Investmentfonds – Praktischer Leitfaden für Privatanleger. Walhalla & Praetoria, Regensburg 2010.
- Dennin, Thorsten: Besicherte Rohstoffterminkontrakte im Asset Management. Eul, Lohmar 2009.
- Doll, Georg Friedrich: Aktien-Zertifikate – Anlagestrategien, Gewinnprofile, Zusammenhänge. Gabler, Wiesbaden 2009.
- Drinkuth, Friederike Sophie: Der moderne Auktionshandel – Die Kunsthistorie und das Geschäft mit der Kunst. Böhlau, Köln 2003.
- Druyen, Thomas: Vermögenskultur – Verantwortung im 21. Jahrhundert. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden 2010.
- Eilenberger, Guido: Bankbetriebswirtschaftslehre – Grundlagen, Internationale Bankleistungen, Bank-Management. Oldenbourg, München 2011.
- Eilenberger, Guido u. a.: Finanzstrategisch denken! – Paradigmenwechsel zur Strategic Corporate Finance. Springer, Berlin u. a. 2008.
- Enderle, Martin 2009: Verbesserte Markttransparenz durch Immobilienportale im Internet. In: Marlies Brunner (Hg.): Kapitalanlage mit Immobilien. Produkte-Märkte-Strategien. Gabler, Wiesbaden 2009, S. 361–376.
- Fleck, Manuel: Derivate – Erläuterung von Funktion und Wirkungsweise grundlegender Finanzderivate. GRIN, München 2009.
- Foitzik, Rainer: Weitere Finanzdienstleistungen. VVW, Karlsruhe 2003.
- Franke, Günter; Hax, Herbert: Finanzwirtschaft des Unternehmens und Kapitalmarkt. Springer, Berlin u. a. 2004.
- Frey, Carmen: Rohstoffe als Beitrag zur Portfoliooptimierung. GRIN, München 2007.
- Friebel, Markus: Die Welt der Börsenindizes: Marktbarometer und intelligente Anlageklasse. Diplomica, Hamburg 2010.
- Führer, Christian: Asset Liability Management in der Lebensversicherung. VVW, Karlsruhe 2010.
- Funk, Wilfried; Rossmanith, Jonas (Hg.): Internationale Rechnungslegung und internationales Controlling – Herausforderungen – Handlungsfelder – Erfolgspotenziale, Wiesbaden 2008.

- Gantenbein, Pascal; Spremann, Klaus: Zinsen, Anleihen, Kredite. Oldenbourg, München 2007.
- Goldberg, Joachim; Nitzsch, Rüdiger von: Behavioral Finance – Gewinnen mit Kompetenz. FinanzBuch Verlag, München 2004.
- Götte, Rüdiger: Aktien, Anleihen, Futures, Optionen. Tectum, Marburg 2001.
- Gresser, Uwe: Automatisierte Handelssysteme. FinanzBuch Verlag, München 2008.
- Grunewald, Barbara: Gesellschaftsrecht. Mohr Siebeck, Tübingen 2008.
- Grunow, Hans-Werner G.; Figgener, Stefanus: Handbuch Moderne Unternehmensfinanzierung. Springer, Berlin u. a. 2006.
- Güida, Juan José: Mikroökonomie und Management. Kohlhammer, Stuttgart 2009.
- Gursky, Karl Heinz: Wertpapierrecht. C. F. Müller, Heidelberg u. a. 2007.
- Hagemann, Michael H.: Grauer Kapitalmarkt und Strafrecht. V&R Unipress, Göttingen 2005.
- Hannes, Frank; Kuhn, Thorsten; Brückmann, Miriam: Familienunternehmen – Recht, Steuern, Beratung. Gabler, Wiesbaden 2007.
- Heckmann, Tobias: Markttechnische Handelssysteme, quantitative Kursmuster und saisonale Kursanomalien – Eine empirische Untersuchung am deutschen Aktienmarkt. Eul, Lohmar 2009.
- Hellerforth, Michaela: Immobilieninvestition und -finanzierung kompakt. Oldenbourg, München 2008.
- Henkel, Knut: Rechnungslegung von Treasury-Instrumenten nach IAS/IFRS und HGB – Ein Umsetzungsleitfaden mit Fallstudien und Tipps. Gabler, Wiesbaden 2010.
- Herz, Bernhard; Drescher, Christian 2009: Rohstoffe und wirtschaftliche Entwicklung. In: Roland Eller (Hg.): Management von Rohstoffrisiken. Strategien, Chancen, Risiken, Märkte und Produkte. Gabler, Wiesbaden 2009, S. 85–106.
- Heun, Michael: Finanzmarktsimulation mit Multiagentensystemen – Entwicklung eines methodischen Frameworks. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2008.
- Hoff, Benjamin-Immanuel: Staatsverschuldung. BWV, Berlin 2007.
- Holtfort, Thomas: Einfluss von Saisonalität auf den Momentumeffekt – Eine empirische Untersuchung des deutschen Aktienmarktes. Eul, Lohmar 2009.
- Holtfort, Thomas: Emotionsökonomie – Der Faktor Mensch im Finanzdienstleistungssektor. Eul, Lohmar 2010.
- Hull, John C.; Hoffmann, Hendrik: Optionen, Futures und andere Derivate. Pearson, München 2009.
- Huszar, Markus L.: Rohstoffe als Investmentklasse – Eine theoretische und empirische Analyse. Diplomica, Hamburg 2008.
- Jacob, Michael: Investmentfonds. Lang, Frankfurt am Main 1996.

- Jacob, Michael: Betriebliche Umwelt und Informationen. Fachhochschule Kaiserslautern, Zweibrücken (Working Paper) 2009.
- Jacob, Michael: Infomationsorientiertes Management. Gabler, Wiesbaden 2012.
- Jonas, Stefan: Der Einsatz von Hedgefonds – In der Asset Allocation einer österreichischen Kapitalanlagegesellschaft. Facultas, Wien 2009.
- Junge, Philip: BWL für Ingenieure – Grundlagen-Fallbeispiele-Übungsaufgaben. Gabler, Wiesbaden 2010.
- Just, Tobias: Demografie und Immobilien. Oldenbourg, München 2009.
- Kaiser, Dieter G.: Hedgefonds – Entmystifizierung einer Anlagekategorie. Gabler, Wiesbaden 2009.
- Kampe, Hans-Jürgen: Auftrag und Leistungsprozesse des Immobilienmaklers – Eine rechtliche und ökonomische Analyse. Kassel University Press, Kassel 2006.
- Kasper, Andreas: Heuristiken zur Komplexitätsreduzierung. GRIN, München 2007.
- Killinger, Johann 2008: Geschlossene Fonds als Vermögensbeteiligung. In: Christian von Bechtolsheim und Andreas Rhein (Hg.): Management komplexer Familienvermögen. Organisation, Strategie, Umsetzung. Gabler, Wiesbaden 2008, S. 123–130.
- Kleinman, George: Rohstoffe und Financial Futures handeln – Schritt für Schritt die Märkte beherrschen. FinanzBuch Verlag, München 2006.
- Kollmann, Rüdiger: Private Equity als Kapitalanlage deutscher Lebensversicherungsunternehmen. VVW, Karlsruhe 2008.
- Krause, Andrea: Konzeption eines Value Added e-Markets für Immobilien. GRIN, München 2007.
- Kunze, Carsten: Kunst als Kapitalanlage – Neue Perspektiven für Privatanleger. Books on Demand, Norderstedt 2002.
- Kunze, Karl-Kuno: Persistenz und Antipersistenz im deutschen Aktienmarkt. Eul, Lohmar 2009.
- Lamprecht, Christoph: Exchange Traded Funds(ETFs) – Darstellung, Analyse und Bewertung eines innovativen Finanzprodukts. Diplomica, Hamburg 2010.
- Lang, Helmut: Neue Theorie des Management – Bewähren sich die Managementtheorien in der Finanzkrise? Europäischer Hochschulverlag, Bremen 2009.
- Lapp, Susanne: Internationale Diversifikation in den Portfolios deutscher Kapitalanleger – Theorie und Empirie. Springer, Berlin u. a. 2001.
- Laube, Patrick; Rossé, Francis: Anthropogeografie: Kulturen, Bevölkerung und Städte – Lerntext, Aufgaben mit Lösungen und Kurztheorie. Compendio Bildungsmedien, Zürich 2009.
- Laux, Helmut: Entscheidungstheorie. Springer, Berlin u. a. 2005.
- Liebwein, Peter: Klassische und moderne Formen der Rückversicherung. VVW, Karlsruhe 2009.

- Lingner, Ulrich 2003: Kapitalanlagemanagement bei Altersversorgungseinrichtungen. In: Hartmut Leser und Markus Rudolf (Hg.): Handbuch Institutionelles Asset Management. Gabler, Wiesbaden 2003.
- Lubich, Gerhard: Das Mittelalter – Orientierung Geschichte. Schöningh, Paderborn 2008.
- Lüscher-Marty, Martin: Theorie und Praxis der Geldanlage 1. Compendio Bildungsmedien, Zürich 2010.
- Markert, Karsten: Mezzanine-Fonds im Aufsichtsrecht. Lang, Frankfurt am Main 2010.
- May, Hermann: Geldanlage – Vermögensbildung. Oldenbourg, München 2009.
- Mayerhofer, Wolfgang: Einflussfaktoren auf den Abschluss von Versicherungen. Facultas, Wien 2009.
- Metzger, Bernhard: Wertermittlung von Immobilien und Grundstücken. Haufe Lexware, Freiburg im Breisgau 2010.
- Michalky, Martin; Schittler, Robert: Das große Buch der Börse. FinanzBuch Verlag, München 2007.
- Miller, Markus: Geopolitische Vermögenssteuerung – Vermögensanlage rund um den Globus, von Andorra über Panama und Singapur bis Zypern. FinanzBuch Verlag, München 2006.
- Molzahn, Sybille: Die Bilanzierung strukturierter Produkte nach IFRS im europäischen Konzernabschluss. CT Salzwasser, Bremen 2007.
- Murphy, John J.: Technische Analyse der Finanzmärkte – Grundlagen, Methoden, Strategien, Anwendungen. FinanzBuch Verlag, München 2009.
- Nigsch, Marco: Das Wealth-Management-Team in der Kundenbetreuung – Untersucht am Beispiel einer Schweizer Großbank. Gabler, Wiesbaden 2010.
- Nolte, Diana: Hedge-Fonds im Portfolio von Privatinvestoren – Konsequenzen für die Anlageberatung. Eul, Lohmar 2009.
- Oberhauser, Sebastian: Private Equity in der Asset Allocation. GRIN, München 2007.
- Obst, Georg; Hintner, Otto; Hagen, Jürgen von: Geld-, Bank- und Börsenwesen – Handbuch des Finanzsystems. Schäffer-Poeschel, Stuttgart 2000.
- Ohne Verfasser: Überdurchschnittliche Renditen am Aktienmarkt. Online verfügbar unter http://www.tradingday.de/grundlagen/renditen_aktienmarkt_zusammenfassung.html.
- Peeters, Roger: Finde die richtige Aktie – Ein Profi zeigt seine Methoden. FinanzBuch Verlag, München 2008.
- Pelikan, Edmund: Chancen mit Geschlossenen Fonds. Gabler, Wiesbaden 2007.
- Pelikan, Edmund: Anders Investieren – Einführung in die nachhaltige Geldanlage. epk media, Landshut 2010.
- Peters, Sönke; Brühl, Rolf: Betriebswirtschaftslehre – Einführung. Oldenbourg, München 2005.

- Pilz, Gerald: Immobilienaktien und REITs – Investmentchancen für Anleger. Oldenbourg, München 2007.
- Pörlert, Arnd: Aktionärsorientierte Unternehmensführung – Optionen zur strategischen Positionierung börsennotierter Konzerne im Wettbewerb um Eigenkapital. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2007.
- Priermeier, Thomas: Fundamentale Analyse in der Praxis – Kennzahlen, Strategien, Praxisbeispiele. FinanzBuch Verlag, München 2006.
- Prochno, Renate: Das Studium der Kunstgeschichte – Eine praxisbetonte Einführung. Akademie, Berlin 2008.
- Prokop, Jörg: Die Begrenzung von Verlustrisiken bei der Aktienanlage. Tectum, Marburg 2002.
- Quast, Bjoern: Kunst als Anlage im Portfolio vermögender Privatkunden. GRIN, München 2008.
- Ratz, René: Finanzinnovationen und deren Möglichkeit zur Geldwäsche – Eine aktuelle Betrachtung des Phänomens der Geldwäsche. Diplomica, Hamburg 2008.
- Rautenberg, Hans Günter; Vormbaum, Herbert: Finanzierung und Investition. VDI, Düsseldorf 1997.
- Rieder, Silke: Portfolio-Performance – Messung, Analyse und Präsentation für institutionelle Investoren. Diplomica, Hamburg 2010.
- Riess, Markus; Frank, Udo 2002: Investmentprozess und -organisation eines großen Asset Managers. In: Elisabeth Hehn (Hg.): Asset Management in Kapitalanlage- und Versicherungsgesellschaften. Altersvorsorge, Nachhaltige Investments, Rating. Gabler, Wiesbaden 2002.
- Rosa, Katja: Prospektpflichten und Prospekthaftung für geschlossene Fonds – Eine Untersuchung im Lichte des neuen Verkaufsprospektgesetzes. Lang, Frankfurt am Main 2009.
- Rottwilm, Christoph 2010: Kunst als Anlage. Online verfügbar unter <http://www.managermagazin.de/finanzen/artikel/0,2828,691801-3,00.html>.
- Scharfen, Katharina: Performance- und Risikomessung bei Hedgefonds. Diplomica, Hamburg 2008.
- Scheufele, Bertram; Haas, Alexander: Medien und Aktien – Theoretische und empirische Modellierung der Rolle der Berichterstattung für das Börsengeschehen. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden 2008.
- Schmeisser, Wilhelm: Corporate Finance und Risk-Management. Oldenbourg, München 2010.
- Schmidt, Günter: Persönliche Finanzplanung – Modelle und Methoden des Financial Planning. Springer, Berlin u. a. 2011.
- Schönenfeld, Maik: Private Investments – Warrants und exotische Optionen auf Aktien. GRIN, München 2007.

- Schredelseker, Klaus: Grundlagen der Finanzwirtschaft: Ein informationsökonomischer Zugang. Oldenbourg, München 2002.
- Schwab, Adolf: Managementwissen – Know-How für Berufseinstieg und Existenzgründung. Springer, Berlin u. a. 2010.
- Schwager, Jack D.: Fundamentale Analyse. FinanzBuch Verlag, München 1997.
- Schwarzenegger, Peter: Asset- und Portfoliomanagement – Aktien, die Geldanlage für den Privatkunden? GRIN, München 2010.
- Sehlmeyer, Markus: Die Antike. Schöningh, Paderborn 2009.
- Seiler, Katharina: Phasenmodelle und Investmentstilanalyse von Hedge- und Investmentfonds. Lang, Frankfurt am Main 2008.
- Sesli, Aytekin: Analyse von Exchange Traded Funds als Portfoliooptimierungsinstrument für private und professionelle Anleger. GRIN, München 2010.
- Spremann, Klaus; Gantenbein, Pascal: Kapitalmärkte. Lucius & Lucius, Stuttgart 2005.
- Stanzel, Matthias: Qualität des Aktienresearchs von Finanzanalysten – Eine theoretische und empirische Untersuchung der Gewinnprognosen und Aktienempfehlungen am deutschen Kapitalmarkt. Deutscher Universitäts-Verlag, Wiesbaden 2007.
- Stiefl, Jürgen: Finanzmanagement. Oldenbourg, München 2005.
- Strauß, Sönke: Determinanten von Credit Spreads deutscher Unternehmensanleihen – Theoretische und empirische Analyse. Diplomica, Hamburg 2009.
- Tiess, Günter: Rohstoffpolitik in Europa – Bedarf, Ziele, Ansätze. Springer, Berlin u. a. 2009.
- Ullmann, Werner; Heim, Peter: Profit mit Rohstoffen. FinanzBuch Verlag, München 2006.
- Voigt, Christoph; Voigt, Jan: Unternehmensbewertung. Gabler, Wiesbaden 2005.
- Wahren, Heinz-Kurt: Anlegerpsychologie. VS Verlag für Sozialwissenschaften, Wiesbaden 2009.
- Weck, Reinhard J.: Informationsmanagement im globalen Wettbewerb. Oldenbourg, München 2003.
- Wellner, Kristin: Entwicklung eines Immobilien-Portfolio-Management-Systems. Books on Demand, Norderstedt 2003.
- Wenzl, Johann Wolfgang: Investorreporting und Managementbeitrag bei Private Equity Funds und aktivistischen Hedge Funds. Difo-Druck, Bamberg 2011.
- Werner, Thomas: Ökologische Investments – Chancen und Risiken grüner Geldanlage. Gabler, Wiesbaden 2008.
- Wolff, Thomas: Mit Asset Allocation vor Krisen absichern – Bedeutung und Effizienz während der Finanzkrise 2008. Diplomica, Hamburg 2010.
- Wüthrich, Elena: Portfolio versus Benchmark – Performance- und Risikoanalyse im Portfoliomanagement. LIT, Münster 2010.
- Zajonz, Rafael: Die Bewertung europäischer Immobilienaktien. Eul, Lohmar 2010.

Zantow, Roger; Dinauer, Josef: Finanzwirtschaft des Unternehmens – Die Grundlagen des modernen Finanzmanagements. Pearson, München 2011.

Zitelmann, Rainer: Vermögen bilden mit Immobilien. Haufe Lexware, Freiburg im Breisgau 2007.

Index

- A**Abwicklungsintermediäre 104
Agrargüter 50
Aktien 18, 142
Aktienarten 20
Aktiengesellschaft 21
Analysearten 140
Anlageberatung 11
Anlageentscheidung 159
Anlagegrenzen 59
Anlageinstrumente 12
Anlagepolitik 66
Anleger 79
Anleihen 31, 143
Arbeitsteilung 129
Asset Allocation 9, 161
Asset Management 9
Aufsichtsrat 22
Auskunft 19
- B**Banken 94
Basisentscheidungen 159
Behavioral Finance 111
Benchmarks 161
Beteiligungen 86, 142
Bezugsrechte 19
Bond-Call 166
Börsen 104
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht 107
Buy and Hold 164
- C**Caps 71
Chartarten 148
Chartformationen 151
Collars 71
Constant-Mix 166
Constant-Proportion Portfolio Insurance 167
- D**Dachfonds 61
Darlehen 35
Depotbank 99
Derivate 68, 90, 147
Dividende 18
Durchschnittslinien 150
- E**Edelmetalle 49
Effiziente Portfolios 153
Einlagensicherungseinrichtungen 107
Einzelunternehmen 23
Energieträger 49
Entscheidungen 108
Entscheidungsmatrix 110
Entscheidungssituationen 109
Entwicklungszustände 46
Erfolgsprofile 72
Ertragswerte 131
Ethik 117
- F**Finanzanalysten 104
Finanzanlagen 17
Finanzmedien 103

Floors 71
Fonds 53, 90, 146
Fondsarten 56
Fondsorganisationen 96
Forderungen 30, 86, 143
Fundamentalanalyse 141
Funktionen 79, 90

Geldmarktanlagen 33
Geldwirtschaft 16
Genossenschaft 29
Geschlossene Fonds 62, 102
Gesellschaft des bürgerlichen Rechts 24
GmbH 27
Grundkapital 22
Gründung 21

Handel 61
Hauptversammlung 19, 21
Hebeleffekt 70
Hedgefonds 65
Heuristiken 113
Home Bias 117

Immobilien 43, 87, 144
Immobilienaktiengesellschaft 101
Immobilienintermediäre 105
Individualverhalten 113
Industriemetalle 49
Inflation 121
Information-Ratio 171
Informationsintermediäre 103
Informationswahrnehmung 114

Intermediäre 81, 90
Investitionsgüter 60, 63
Investmentaktiengesellschaft 100
Investmentphilosophie 160

Jensen Alpha 170

Kalenderanomalien 118
Kapitalanlagegesellschaft 99
Kapitalbeteiligungsgesellschaften 102
Kapitalgeber 37
Kapitalgesellschaft 23
Kapitalgüter 38
Kapitalgutpreismodell 157
Kapitalmarktverhalten 117
Kapitalnehmer 37
Kapitaltransformation 91
Kennzahlenanomalien 119
Kognitive Verfügbarkeit 113
Kommanditgesellschaft 26
Kommanditgesellschaft auf Aktien 22
Konjunktur 122
Kontrahenten 80
Kontrollarten 168
Kontrolle 167
Kontrollgegenstände 168
Kontrollträger 169
Kunst 50, 89, 145
Kunstepochen 51
Kunstgeschichte 51
Kunstintermediäre 106

Lage 45

Laufzeit 61, 64

Liquidationserlös 19

Liquidität 137

M

Management 9

Marktanalyse 139

Marktteilnehmer 12, 78

Marktwerte 131

Mentale Konten 115

Mezzanine 36

Mindestanlagen 64

Modified Stop-Loss 166

N

Nachhaltigkeit 138

Nachschusspflichten 64

Natur 125

Naturaleigenwirtschaft 15

Naturaltauschwirtschaft 15

Neurofinance 112

Nutzung 46

O

Offene Fonds 58

Offene Handelsgesellschaft 25

Optimale Portfolios 155

Optionen 71

Optionsscheine 71

Organisierte Märkte 104

P

Pensionsfonds 103

Performanceattribution 172

Performancemessung 170

Personengesellschaft 23

Politik 123

Portfolioanalyse 152

Portfoliomanagement 9

Portfoliotheorie 153

Preise 129

Preisindizes 130

Protective Put 165

Prozesse 13, 127

R

Ratingagenturen 104

Recht 123

Religion 117

Rendite 134

Repräsentativitätsheuristik 115

Risiko 135

Rohstoffe 48, 88, 144

S

Sachanlagen 43

Selbstäuschung 115

Servicefunktionen 91

Sharpe Ratio 170

Soziokultur 124

Sparanlagen 34

Staatsfonds 103

Stille Gesellschaft 26

Stimmrecht 19

Stop-Loss 165

Substanzwerte 131

Swaps 76

Synthetischer Put 166

T

Technik 125

Technische Analyse 147

Termingeschäfte 74

Trends 150

Treynor-Risiko 170

- Ü**bertragung 41
Übertreibung 118
Umwelteinflüsse 119
Unabhängigkeit 139
Unternehmen 141
Unternehmensbeteiligungs-
gesellschaft 97
Unterstützung 150
Untertreibung 118
- V**erankerung 115
Verlustaversion 114
Vermögen 9
Vermögensverwaltung 11
Versicherungen 54, 95
Vertragsrahmen 38
Verwaltbarkeit 139
- V**orstand 21
Vorzugsaktionäre 19
- W**agniskapitalbeteiligungs-
gesellschaft 98
Wechselkurse 122
Wertbegriffe 129
Werte 129
Wertsicherungsstrategien 163
Widerstand 150
Wirtschaftsmedien 103
- Z**ertifikate 76
Zielanalyse 133
Zielkonflikte 92
Zinsen 121
Zweitmarkt 64