

Braunschweig, 30. September 2018

Sehr geehrter Geschäftspartner,

fast auf den Tag genau vor zehn Jahren, am 15. September 2008, musste die US-amerikanische Investmentbank Lehman Brothers Insolvenz beantragen. Obwohl den meisten Deutschen vorher unbekannt und mit weniger als 30.000 Mitarbeitern im globalen Maßstab auch scheinbar unbedeutend, ließ diese Insolvenz schlussendlich den globalen Geldkreislauf zwischen den Banken austrocknen. Es folgten Finanz(markt)-, Wirtschafts- und schließlich Staatsschuldenkrise.

Aus Gesprächen mit unseren Kunden nehmen wir wahr, dass die Sorge vor einer Wiederholung der Ereignisse des Jahres 2008 und ihrer Folgen nach wie vor existent ist; nachvollziehbar, hat doch eine umfassende und zudem öffentliche Aufarbeitung der Gründe, die im Endeffekt zur Krise der Jahre 2008 und 2009 führten, nie stattgefunden. Noch heute glauben die meisten Menschen, dass die Krise wesentlich auf einer zu hohen Verschuldung, übertriebenen Preisentwicklungen am US-amerikanischen Immobilienmarkt und der Gier der „Bankster“, verbunden mit schwachen Bankbilanzen beruhte. Manches davon kann sicherlich als Ursprung sprich Feuerzeug der damaligen Krise gedeutet werden. Dass sie sich jedoch zu einem derartigen Flächenbrand hat ausweiten können, hat andere Gründe, auf die wir nachfolgend gerne eingehen wollen.

Wie aus einer lokalen Herausforderung ein globales Problem werden konnte

Zum Zeitpunkt, als Lehman Brothers Insolvenz anmelden musste, überstiegen die Vermögenswerte die Schulden deutlich. Lehman war folglich nicht überschuldet; auch kam es seinen Zinsverpflichtungen regelmäßig nach.¹ Was Lehman schlussendlich umbrachte und die globale Wirtschaft mit in den Abgrund zog, waren zwei andere Aspekte, die in dieser Konstellation einmalig waren: FAS 157 und Hank Paulson.

Aspekt 1: FAS 157

Herausgegeben im September 2006 und in ihrer vollen Wirkung in Kraft getreten im November 2007, handelte es sich bei FAS 157 um eine Bilanzierungsvorschrift welche u. a. Banken verpflichtete, handelbare Vermögenswerte wie Hypothekenscheine mit ihrem aktuellen Marktwert und nicht mit ihren historischen Anschaffungskosten oder einem zukünftigen Erwartungswert zu bewerten.² Das mag auf den ersten Blick banal und langweilig klingen und beides stimmt - wenn Märkte normal funktionieren. Das taten sie im Verlaufe des Jahres 2008 jedoch zunehmend weniger.

Im Zuge von Krisen fallen die Preise von liquiden Vermögenswerten (z. B. Aktien) und diese müssen - ob sinnvoll oder nicht - aufgrund von Bilanzierungsstandards auf ihren geringeren Marktwert abgeschrieben werden. Das belastet den Gewinn der Unternehmen mit unterschiedlich starken Auswirkungen. In der Summe sind solche Entwicklungen selten existenziell und wenn, dann nur bezogen auf den Einzelfall.

Eine vollkommen andere Situation kann sich ergeben, wenn vormals liquide Vermögenswerte, für die kein regulärer Börsenhandel existiert, plötzlich und unerwartet illiquide werden. So geschehen im September

¹ <https://eu.usatoday.com/story/money/2018/09/09/401-k-investors-lesson-learned-lehman-failure/1215327002/>

² https://en.wikipedia.org/wiki/SFAS_157

2008, als Lehman Brothers jegliche Unterstützung von Seiten des Finanzministeriums versagt blieb und das obwohl die gleiche Hilfe wenige Wochen zuvor noch drei anderen großen Banken (Bear Stearns, Fannie Mae und Freddie Mac) mit ähnlichen Problemen gewährt worden war.

Und nun kommt Aspekt 2: Hank Paulson

Diese scheinbare Willkür, welche vermutlich auf die persönliche Rivalität des damaligen US-Finanzministers Hank Paulson mit dem damaligen Chef von Lehman Brothers, Richard Fuld, zurückzuführen ist, machte die Zukunft für die Märkte unkalkulierbar. Banken - auch jene, die mit Lehman keinerlei Geschäftsbeziehungen unterhielten - wurden plötzlich wie Aussätzige behandelt: Das Vertrauen erodierte, der Liquiditätsfluss zwischen den Banken kam fast vollständig zum Erliegen, die Vermögenspreise fielen ins Bodenlose.

„Dank“ FAS 157 konnten solche Entwicklungen innerhalb der Bank-Bilanz nicht mehr als „temporär“ gekennzeichnet werden, sondern mussten zu Abschreibungen führen. Und so kam es, dass aus Kreditausfällen im Volumen von einigen hundert Milliarden US-Dollar im Verlaufe der Krise Abschreibungen in Höhe von mehr als zwei Billionen US-Dollar erwachsen. Genug, um die globale Wirtschaft aus dem Gleichgewicht zu bringen.³

Wie so oft nehmen liquide Märkte, allen voran der Aktienmarkt, solche Entwicklungen voraus. Es ist deswegen nicht verwunderlich, dass der globale Aktienmarkt - in Gestalt des MSCI World - in den sechs Monaten nach der Lehman-Insolvenz um fast 50% nachgab. Die Richtung änderte sich erst, nachdem im März 2009 eine Diskussion über die Sinnhaftigkeit von FAS 157 angestoßen und die Richtlinie schlussendlich, mit Wirkung vom 02. April 2009, abgeschwächt wurde. In den folgenden sechs Monaten erholte sich der globale Aktienmarkt um mehr als 40%; bis heute liegt das Kursplus, ausgehend von den Tiefstständen des Jahres 2009, bei mehr als 200%.

Wer solche Zahlen liest und - in Sorge vor einem baldigen Rückgang des Marktes - ein Invest dennoch ablehnt, dem sei ein Perspektivwechsel sowie ein Blick auf die nachfolgenden Daten empfohlen:⁴

Unternehmen	Alphabet		SAP		BMW	
	2007	2017	2007	2017	2007	2017
Jahr						
Umsatzerlöse in Mio.	\$16.594	\$110.855	\$10.256	\$23.460	\$56.018	\$98.678
Veränderung	568%		129%		76%	
Jahresüberschuss in Mio.	\$4.204	\$24.466	\$1.906	\$4.558	\$3.126	\$8.569
Veränderung	482%		139%		174%	
Ergebnis je Aktie	\$6,65	\$33,72	1,61 €	3,80 €	4,57 €	13,04 €
Veränderung	407%		136%		185%	
Aktienentwicklung vom 12.09.2008 bis heute	546%		189%		173%	

³ <https://eu.usatoday.com/story/money/2018/09/09/401-k-investors-lesson-learned-lehman-failure/1215327002/>

⁴ Quelle: Bloomberg, vwd portfolio manager

Aus diesen Daten wird deutlich, dass die positive Aktienkursentwicklung der letzten zehn Jahre schlussendlich nur ein Spiegelbild der guten fundamentalen Entwicklung auf Unternehmensebene war. Das steht übrigens im deutlichen Kontrast zu der Entwicklung in den 1990er Jahren, als z. B. der Aktienkurs von Coca Cola von Juni 1994 bis Juli 1998 um mehr als 350% zulegte, während das Ergebnis je Aktie lediglich um 12,5% anstieg. Die Nachhaltigkeit des aktuellen Indexniveaus in Frage zu stellen würde folglich in gleicher Weise die fundamentale Entwicklung der hier beispielhaft genannten - sowie zahlreicher weiterer - Unternehmen fraglich erscheinen lassen; eine Ansicht, die wir überwiegend nicht teilen können.

Fazit

Kann es ein zweites „Lehman“ geben? Ja, denn in der Theorie ist alles möglich. Allerdings sind die Umstände heute andere als damals und die Wahrscheinlichkeit folglich gering. Dies ist **ein Grund**, weswegen sich der Aktienmarkt in den letzten Jahren erfreulich entwickeln konnte und heute, mehr als zehn Jahre danach, auf Niveaus notiert, welche in etwa doppelt so hoch sind wie vor der Lehmann-Insolvenz. **Weitaus wichtiger scheint uns die gute fundamentale Entwicklung jener Unternehmen, welche in den letzten zehn Jahren der Motor für die gute Indexentwicklung waren und bis heute sind.**

Allen, die dennoch Zweifel an der Fortsetzung der Aktienhaussa haben und in Erwartung einer baldigen Baisse lieber noch abwarten wollen, mögen die folgenden beiden „Regeln“ dabei helfen, ihre Zweifel zu überwinden:

Denken Sie lieber klein statt groß: Die langfristige Perspektive eines Unternehmens, dessen Produkte man vielleicht sogar selbst im Alltag verwendet, einzuschätzen ist ungleich leichter, als sich den Kopf über etwas zu zerbrechen, was allgemein als „Markt“ bezeichnet wird und dessen Entwicklung auf kurze Sicht ohnehin niemand vorherzusehen vermag.

Denken Sie besser lang statt kurz: Auch wenn es auf den ersten Blick widersprüchlich erscheinen mag: Es ist leichter, auf lange Sicht mit den eigenen Annahmen richtig zu liegen, als auf kurze Sicht. Gründe hierfür gibt es viele, für Zwecke der Unternehmensanalyse ist es in der Hauptsache jedoch eine Kombination aus Innovationen und exponentiellen Wachstums, die sich auf lange Sicht überwiegend positiv auf unseren Alltag und damit die unternehmerische Entwicklung auswirkt.

Nachfolgende Worte, geschrieben im Jahr 2017 von Sergey Brin, Gründer und einer der beiden Hauptaktionäre von Alphabet (Google), verdeutlichen, welche „Macht“ von dieser Kombination aus Innovation und exponentiellen Wachstum ausgeht:⁵

„Die Pentium II-Prozessoren, die wir im ersten Jahr von Google verwendeten, führten etwa 100 Millionen Gleitkommaoperationen pro Sekunde durch. Die GPUs, die wir heute verwenden, führen etwa 20 Billionen solcher Operationen durch - ein Faktor von etwa 200.000 - und unsere eigenen TPUs sind bereits in der Lage, 180 Billionen (180.000.000.000.000) Gleitkommaoperationen pro Sekunde durchzuführen.“

⁵ <https://abc.xyz/investor/founders-letters/2017/index.html>

