

## TERMINE DES TAGES

## Ergebnisse

- Mastercard: 1. Quartal
- Standard Chartered: Zwischenbericht 1. Quartal

## IN DIESER AUSGABE

Berenberg	1, 8
BPCE	12
Deutsche Bank	2
Fintech Group	3
Intesa Sanpaolo	3
SEB	2
TMX Group	2
Vatikanbank IOR	3

## Börse in Toronto wieder offen

Börsen-Zeitung, 1.5.2018  
dm Frankfurt – Am Montag hat der Betreiber der Börsen in Toronto und Montreal, TMX Group, den Handel wieder aufgenommen. Ein Problem in einem zentralen Datenspeichermodul hatte am Freitagnachmittag den Kassa- und Terminhandel und das ganze Back-up-System lahmgelegt, der Handel wurde eingestellt.

## GASTBEITRAG

## SEB fällt am Markt durch

Quartalsgewinn und Ausblick enttäuschen die Anleger – Aktienkurs erreicht 52-Wochen-Tief

Die schwedische Großbank SEB ist zu Wochenbeginn mit ihren Quartalszahlen am Markt durchgefallen. Der Aktienkurs erreichte im Verlauf ein 52-Wochen-Tief, nachdem der Gewinn des Instituts hinter den Erwartungen zurückgeblieben und der Ausblick verhalten ausgefallen war.

Börsen-Zeitung, 1.5.2018  
bn Frankfurt – Fallende Erträge und ein höherer Sachaufwand haben das Ergebnis der schwedischen SEB gedrückt. Netto wies die Großbank für das Startquartal am Montag mit 3,995 Mrd. skr 6% weniger Gewinn aus als im Vorjahreszeitraum. Damit riss SEB die Latte der Erwartung, welche der Markt auf einen Wert von 4,24 Mrd. skr gelegt hatte. An der Börse schloss der Aktienkurs am Montag daraufhin mit 82,50 skr 3,9% schwächer, nachdem er im Verlauf auf ein 52-Wochen-Tief von 82,12 skr gesunken war. Während sich die Erträge vor allem wegen eines niedrigeren Finanzergebnisses um 4% reduzier-

ten, zog der Sachaufwand um 5% an. In den beiden größten Sparten Large Corporates & Financial Institutions sowie Corporate & Private Investors, die zusammen für vier Fünftel der Erträge stehen, verminderten sich die Einnahmen um 10% bzw. um 3%. Das Geschäftssentiment habe sich nach seinen Höchstständen im vergangenen Jahr ein wenig abgeschwächt, und hohe Volatilität habe die Aktienmärkte geprägt, hieß es. Zudem seien die Finanzmärkte durch die Einführung von Mifid II beeinträchtigt worden, erklärt Chief Executive Officer Johan Torgeby. Der operative Gewinn fiel um 5% niedriger aus als im Vorjahreszeitraum. Die Bank arbeite weiter hart daran, ihren Geschäftsplan umzusetzen, und fühle sich weiterhin der Kostengrenze von 22 Mrd. skr im Jahr 2018 verpflichtet, teilte Torgeby mit. Im vergangenen Jahr hatte der operative Aufwand 21,9 Mrd. skr erreicht. Die Eigenkapitalrendite sank binnen Jahresfrist von 12,31% auf 11,63%. SEB hat sich eine wettbewerbsfähige Eigenkapitalverzinsung auf die Fah-

nen geschrieben. Langfristig strebt das Institut 15% an.

Verhalten fällt der Ausblick aus. Die Aussichten für die globale Konjunktur seien nach wie vor positiv, während die geopolitischen Unsicherheiten bestehen blieben, heißt es. Die Gefahr von Handelsstreitigkeiten habe im Laufe des Quartals indes zugenommen. „Die großen globalen Ungleichgewichte bleiben, und

die potenzielle Reduktion der Liquiditätsunterstützung für die Finanzmärkte durch die Notenbanken weltweit könnte direkte und indirekte Folgen nach sich ziehen, welche schwer abzuschätzen sind“, teilt die Bank mit. Auch gebe es Anzeichen einer Abschwächung im einheimischen Wohnimmobilienmarkt.

Zudem drohen der Bank Ergebnisbelastungen wegen Aktiengeschäften ihrer deutschen Tochter SEB AG um Dividendenstichtage. Nach einer Prüfung sei SEB zu der Auffassung gelangt, dass die grenzüberschreitenden Wertpapierleihe- und Derivatetransaktionen vor Januar 2016 den damaligen Bestimmungen entsprachen, bekräftigt die Bank zwar im Zwischenbericht. Dennoch könne nicht ausgeschlossen werden, dass sich eine geänderte Haltung der deutschen Steuerbehörden auf die SEB auswirken werde. Das Bundesfinanzministerium hatte im Juli vergangenen Jahres seine Kriterien für den Umgang mit Cum-cum-Geschäften verschärft und eine Überprüfung von vor Anfang 2016 getätigten Geschäften veranlasst.

## Ivox Glass Lewis zweifelt an Paul Achleitner

Börsen-Zeitung, 1.5.2018

Bloomberg Frankfurt – Der Deutschen Bank droht auf der Hauptversammlung am 24. Mai Gegenwind von den durch Ivox Glass Lewis beratenden Aktionären. Die deutsche Tochter des Stimmrechtsberaters rät den Anteilseignern zu erwägen, dem Aufsichtsrat auf der Aktionärsversammlung die Entlastung zu verweigern. Auch sollten die Aktionäre sorgfältig prüfen, ob sie die Abwahl von Chefkontrolleur Paul Achleitner beantragen sollten, schreibt Ivox Glass Lewis. Aufsichtsratschef Achleitner dürfte nicht im besten Interesse der Investoren gehandelt haben, als er Chief Executive Officer John Cryan vor rund drei Wochen durch den Privatkundenvorstand Christian Sewing ersetzte, heißt es.

Angesichts wiederholter Wechsel an der Spitze des Instituts stellten sich Fragen hinsichtlich der Auswahl der Kandidaten durch Achleitner oder der Kooperation der ausgewählten Kandidaten, schreibt der Stimmrechtsberater. John Cryan war 2015 zunächst als Co-Chef berufen worden und hatte später die alleinige Führung des Instituts übernommen.

## SEB

## Kennzahlen nach IFRS

in Mill. skr	1. Quartal	
	2018	2017
Nettozinsertrag	4988	4716
Provisionsertrag	4190	4249
Finanzergebnis	1455	2063
Operativer Aufwand	5430	5436
Operatives Ergebnis	5256	5510
Nettogewinn	3995	4271
Gewinn je Aktie (skr)	1,83	1,96
Eigenkapitalr. (%)	11,63	12,31

Börsen-Zeitung

## Renditehölle oder Großelternparadies

Börsen-Zeitung, 1.5.2018  
Jeder weiß, was Zinsen sind und jeder weiß auch, dass es sie zurzeit nicht gibt. Ob zur Altersvorsorge oder zum Immobilienerwerb gespart wird – eines ist selbst dem mathematisch nicht besonders Versierten klar: Bei einem Zins von null bleibt die Hoffnung auf den Zinseszins tendenziell auf der Strecke. Sparen lohnt sich also nicht mehr, denn ob Riesterrente, betriebliche Altersvorsorge via Direktversicherungen, Lebens- oder Rentenversicherungen – alles ist nichts.

So oder ähnlich kann man es fast täglich in den Printmedien, Funk und Fernsehen nachlesen, hören oder sehen. Die Mehrheitsmeinung deutscher Medien deckt sich dabei vollständig mit jener der meisten Verbraucherschützer. Die Frustration ist groß, lag doch die Hoffnung vieler darin, dass die private Altersvorsorge helfen könnte, dass angesichts der demografischen Entwicklung nicht mehr zu haltende Versprechen der gesetzlichen Rentenversicherung auf Lebensstandardsicherung doch noch einzulösen. Pustekuchen, daraus wird jetzt wohl nichts, oder?

## „Analphabetismus“

Tatsächlich ist das Bild der „Renditehölle ohne Zins und Zinseszins“ eine Mär, die den „ökonomischen Analphabetismus“ in Deutschland ein weiteres Mal unterstreicht. Denn zwischen den Zinsen auf Staatspapieren bzw. den anderen Anleiheformen und den Erträgen auf Realkapital, wie Unternehmensbeteiligungen oder Immobilien, sollte schon strikt unterschieden werden. Die Werte von Finanz- und Realkapital sind zwar über den Finanzmarkt zins wie kommunizierende Röhren eng miteinander verknüpft. Allerdings gilt dies nicht für die laufenden Renditen, die sich aus den Unternehmensgewinnen oder den Immobilienrenten ergeben. Für die Rendite des festverzinslichen Finanzkapitals gibt es dagegen nur eine Leitvariable, den Zins auf Staatspapieren.

Da bekanntlich im Euro-Europa alle Staatspapiere aufgrund der Nichtbefolgung der No-bail-out-Vereinbarung in die gleiche Risikoklasse fallen, gibt es quasi nur einen Zins – und der wird in Frankfurt in der EZB gemacht. Zinsen auf Staatspapiere sind politisch festgesetzte Renditen, und da alle Länder Europas teils bis zur und teils über die Halskrause hinaus verschuldet sind, wundert es nicht, dass EZB-Chef Draghi die Zinsen quasi auf null setzt. Das hilft die Schuldenlast im Süden Europas zu schultern, ohne dabei grundlegende Strukturformen umzusetzen. Und Deutschland hilft es, seine Haushalte mit schwarzen Nullen zu zieren. Zahlen muss die Rechnung am Ende dann der Sparer und zwar durch den erzwungenen Verzicht auf jene Zinsen, die er unter normalen Umständen für seinen geleisteten Konsumverzicht bekommen hätte. Und gleichzeitig induziert der niedrige Zins steigende Aktien-

kurse und Immobilienpreise, so dass sich nun auch noch immense Spekulationsblasen aufblähen.

Wehe dem, der in einem derartig explosiven Gemisch aus Niedrigzins und Spekulationsblasen Anlagemöglichkeiten sucht; dies gleicht der Wahl zwischen Pest und Cholera, denn er muss sich zwischen Rendite-



Bernd Raffelhüschen  
Vorstand  
Stiftung  
Marktwirtschaft

verzicht und/oder drohendem Wertverlust entscheiden. Wohl allerdings dem, der sich schon immer an die alten Weisheiten der Großmütter erinnert und Ratierlichkeit bzw. Diversifikation zur Leitlinie seines Anlegerverhaltens gemacht hat.

Allerdings klangen die finanzwirtschaftlichen Fachtermini bei unseren Großeltern noch anders: Sie sprachen davon, nicht alle Eier in einen Korb zu legen und alle Körbe langsam und gleichmäßig zu füllen. Gemeint war dasselbe – nur bodenständiger ausgedrückt. Anleger, die ratierlich über die letzten 25 Jahre gleichmäßig die Aktien und Immobilienkörbe gefüllt haben, haben eine teils prächtige, teils eher bescheiden ausfallende Wertentwicklung hinter sich. Will heißen: Das Aktienportfolio dürfte sich mehr als verdoppelt haben, während der Immobilienkorb einen Anstieg von etwa 50% Wertzuwachs verzeichnet. Da die Ursache für diese Preisentwicklung allerdings bei den sinkenden Zinsen zu suchen ist, sollte man sich auch noch an einen anderen großväterlichen Rat erinnern: Werte kommen und gehen und die Beständigkeit sucht man vergebens. Gemeint war in diesem Fall, dass man ruhig bleiben soll, das Auf und Ab der Werte aussitzen und eigentlich gar nicht auf die Wertentwicklung schauen sollte.

## Zufällig reich

Mit steigenden Zinsen werden sich die Kurse bzw. Werte wieder ihren langfristigen Durchschnitt annähern. Nur weiß keiner genau, wann und wie schnell dies geht bzw. wo überhaupt die entsprechenden Durchschnittswerte liegen. Damit verbieten sich zwar nicht grundsätzlich Gewinnmitnahmen oder Verlustrealisationen, aber sie sollten die absolute Ausnahme sein. Grundsätzlich interessiert sich der großelterliche Anleger überhaupt nicht dafür, ob er grad zufällig reich und vermögend ist oder eben nicht. Und der Wert der selbst genutzten Immobilie ist sowieso bis zum Verkauf immer der eigentliche Nutzwert, der keiner großen Veränderung unterliegt.

Wenn in der langen Frist die Gewinnerzielungsabsicht durch Wertzuwächse laut großväterlichem Petium nur zufällige Randerscheinung sein kann, worauf sollte der Sparvorgang denn seiner Meinung nach dann abzielen? Zwar können die meisten Leser ihn nicht mehr fragen, aber die Antwort wäre immer



Theo Siegrt  
Vorsitzender  
des Stiftungsrats  
Stiftung  
Marktwirtschaft

die Gleiche: Es geht um die laufenden Einkommen, die ein gut gestreutes und ratierlich akkumuliertes Portfolio generiert.

Der erste Korb mit Unternehmensbeteiligungen bzw. Aktienwerten hätte im Jahr 2016 eine Dividendenrendite in Höhe von 8,3% bezogen auf den Wert eines über die letzten 25 Jahre gleichmäßig aufgebauten und über den Dax gestreuten Portfolios. Die Performance unter Einschluss der Wertentwicklung ist deutlich höher, aber wohl gemerkt – Werte können sich auch wieder in die andere Richtung bewegen.

Im zweiten Korb mit Immobilien sieht es ähnlich rosig aus. Ein über die letzten 25 Jahre akkumuliertes Portfolio von Mietwohnungsbeständen würde einen reinen Mietzins von etwa knapp 6% abwerfen. Auch hier gilt, die Gesamtperformance unter Einschluss der Wertentwicklung liegt beträchtlich darüber.

## Kümmerliche Anleihen

Im dritten Korb hätten wir dann die Anleihen, deren Zins auf historischem Tiefstand liegt. Bezogen auf einen gleitenden Durchschnitt der letzten fünf Jahre, was der durchschnittlichen Restlaufzeit der Bundesobligationen entspricht, liegt die Rendite hier bei bescheidenen 0,8%. Selbst die laufenden Aktien- und Immobilienrenditen würden bezogen auf die aktuellen Kurse bzw. Preise mit 4,1 bzw. 5,3% etwa auf halbem Wege zwischen Anleihezins und langfristiger laufender Rendite liegen – ein Ergebnis, das die entsprechenden Risiken vielleicht sogar etwas überschätzen dürfte.

Wirklich überzeugend ist der Ratsschlag unserer Großeltern allerdings erst bei Betrachtung der derzeitigen Gesamtperformance des Portfolios, das jeweils zu einem Drittel aus Unternehmensbeteiligungen, Immobilien und Anleihen besteht. Die laufenden Erträge beziffern sich auf 5,0%, was bei der derzeitigen Inflationsrate von 1,8% immer noch einer der höchsten Realrenditen auf Kapitalanlagen entspricht, die Deutschland seit den 60er Jahren

realisiert hat. Bedenkt man darüber hinaus, dass auch Gewinnthesaurierungen einzubeziehen wären, so dürften die laufenden Erträge eher in der Größenordnung von annähernd 5,5% liegen. Von Renditehölle ist also keine Spur, eher finden wir ein Renditeparadies vor, allerdings unter Ausschluss der historischen Niedrigzinsen.

## Beträchtliche Fehler

Dennoch, das Niedrigzinsumfeld ist in aller Munde und wird aufs heftigste beklagt, obgleich Großväter und jene, die ihrem Rat gefolgt sind, nicht in diese Klagerunde mit einstimmen würden. Da die Klagerunde dennoch eine nicht unbeträchtliche Lautstärke erreicht hat, müssen offensichtlich große Teile des Finanzsektors sowie auch individuelle Anleger hinsichtlich ihrer Refinanzierungsstrukturen in der Vergangenheit beträchtliche Fehler gemacht haben. Fraglich ist nur, ob sie diese Fehler aus Unwissenheit oder unter Zwang gemacht haben. Bei den Finanzintermediären ist wohl eher letzteres der Fall, da diese bezüglich ihrer Kapitalanlagen nicht wirklich frei sind. Um dies zu verstehen, muss man sich die fatale Kombinationswirkung von Finanzaufsicht und Niedrigzinspolitik vergegenwärtigen.

Wie bereits oben konstatiert, ist der derzeitige Zins auf Staatsanleihen ein politischer Preis und keiner,

## ANZEIGE

Heute erscheint  
eine neue Ausgabe von

Rules  
Regulations

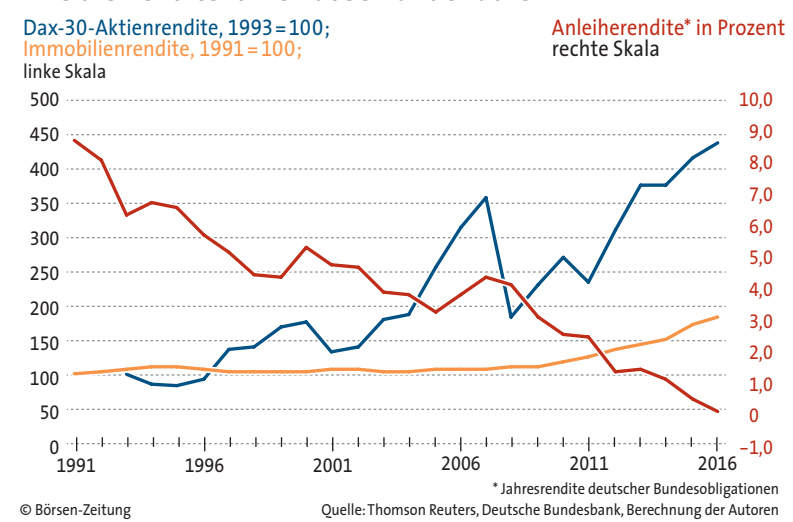
dem Regulierungs-Newsletter  
der Börsen-Zeitung.

boersen-zeitung.de/rulesandregulations

Bestellen Sie Ihr Probeabonnement  
unter +49 69 2732-191 oder  
leserservice@boersen-zeitung.de.

Börsen-Zeitung

## Wie die Renditekurven auseinanderlaufen



zahlungsanspruch Käufer für derartige Anleihen findet. Welcher Mensch, der nicht „Hans im Glück“ hieß, würde sein mühsam erspartes Geld für so etwas hergeben? Die Antwort ist einfach: keiner. Und warum gibt es eine Nachfrage für diese Papiere? Weil das Angebot sich seine Nachfrage selbst schafft und zwar durch hoheitlichen Zwang!

Jeder Versicherer oder jeder versicherungsförmige Durchführungsweg der betrieblichen Altersvorsorge unterliegt dem Versicherungsaufsichtsgesetz und seinen sehr restriktiven Anlagerichtlinien bezüglich der volatilen Aktien und Immobilien. Zugleich müssen die Kapitalanlagen nach dem Niederwertprinzip bilanziert werden, was in den jährlichen Gewinn- und Verlust-Rechnungen bei hoher Volatilität nicht abzubilden ist. Dies induziert eine recht einseitige Allokation der Refinanzierungsstrukturen in reinen Staats- und sonstigen Anleihen, wobei die Quote um die 95% schwankt.

Nun glaubt die große Mehrheit der deutschen Sparer daran, dass sie keine Staatsanleihen besitzt – die Zahl der tatsächlichen Eigentümer allerdings liegt extrem hoch. Der Durchschnittsanleger weiß schlichtweg nicht, dass der Kauf einer Lebensversicherung, einer Rentenversicherung oder einer rentenförmigen Riesterrente nichts anderes als der Kauf von Staatsanleihen und damit hoch korrelierten Finanzprodukten ist. Dies gilt auch für die versicherungsförmigen Durchführungsweg der betrieblichen Altersversicherung und etwas eingeschränkter für die Pensionsfonds und Pensionskassen.

## „In-sich-Geschäft“

Damit aber nicht genug. Jede von der BaFin beaufsichtigte Bank – und das sind alle – muss ihre Eigenanlagen ebenfalls zu großen Teilen in „mündelsichere Anleihen“ investieren, sonst droht Schlimmes. Ähnlich ergeht es aber auch den öffentlichen Versorgungsfonds für die Landesbeamten, die wie beispielsweise in Rheinland-Pfalz überwiegend sogar in eigenen Landesschuldverschrei-

bungen refinanziert sind. In der Privatwirtschaft wäre ein solches „In-sich-Geschäft“ ein Straftatbestand – für Politiker ist es eine zulässige Form der Verbriefung von ehemals umlagefinanzierten Pensionsansprüchen. Allein Bayern hat hier, hinsichtlich der Anlage seines Versorgungsfonds, wenigstens partiell einen Großvater zur Seite gehabt. Zum Vergleich: Dem norwegischen Staatsfonds ist es grundsätzlich nicht erlaubt, auch nur eine eigene Staatsanleihe zu kaufen, er muss mindestens 70% Aktienanteil in breit gestreuten Minimalbeteiligungen halten. Von diesen guten alten Regeln unserer Großväter sind allerdings die deutschen Portfolios weit entfernt. Hieraus erklärt sich auch das Ausmaß, mit dem die vollkommen fehlgeleitete Politik der EZB den „kleinen Sparer“ trifft, der darüber hinaus auch noch die entsprechenden Kosten von Verwaltung und Akquisition zu tragen hat.

## Düster bis nicht wirklich hell

Und der nicht bilanzierende private Anleger? Wenigstens er hätte doch alle Möglichkeiten gehabt, gestreut in den ratierlichen Aufbau seines Vermögens zu gehen. Hinsichtlich der Immobilien ist mit einer Eigentumsquote von 46% schon einmal von fast der Hälfte der Bevölkerung ein Schritt in die richtige Richtung gemacht worden. Allerdings sieht es bei der Eigentümerquote von Aktien in privaten Depots ganz düster und bei fondsgebundenen Anlageformen nicht wirklich hell aus. Die deutsche Aktienabstinenz führt schlicht dazu, dass die Dividenden deutscher Unternehmen wahrscheinlich sogar mehrheitlich ins Ausland abfließen.

Denjenigen, die heute also keine Kapitalanleger nach Manier unserer Großeltern sind, kann man nur sagen, dass sie wirkliche Fehler gemacht haben, und für jene jungen Menschen, die erst noch am Anfang ihrer Kapitalbildung stehen, gibt es nur einen Tipp: Nie alle Eier in einen Korb legen und alle Körbe unterwegs langsam und gleichmäßig füllen. Sollte eigentlich jeder Generation bekannt vorkommen.