

### Kapitel 3: Die Bewertung von Zahlungsströmen im Kapitalmarkt

#### Aufgabe 3.1

Ein Investor beabsichtigt zum Zeitpunkt  $t = 0$  insgesamt 157.080 Euro in vier verschiedene Wertpapiere zu investieren. Tabelle 1 gibt die Kurse zum Zeitpunkt ( $t = 0$ ) des Erwerbs sowie die Kurse der Wertpapiere und die Dividenden zum Zeitpunkt ( $t = 1$ ) des Verkaufs wieder.

Wertpapier	Kurs $t = 0$	Kurs $t = 1$	Dividende $t = 1$
Wertpapier 1	22	24,75	0,99
Wertpapier 2	30	27,15	0,66
Wertpapier 3	35	36,82	0,70
Wertpapier 4	85	79,56	2,55

a) Auf Anraten seines Anlageberaters investiert der Investor sein Vermögen zu gleichen Teilen in jedes Wertpapier (25%). Berechnen Sie die Kapital- und die Dividendenrendite jedes Wertpapiers und des Portfolios zum Zeitpunkt  $t = 1$ .

b) Wäre es möglich gewesen eine Gesamrendite von 15% zu erzielen?

a)

Die Kapitalrendite entspricht der Rendite, die sich durch die Kursveränderung ergibt:  $\frac{Kurs_1 - Kurs_0}{Kurs_0}$ .

Die Dividendenrendite entspricht:  $\frac{Dividende_1}{Kurs_0}$ .

In der nachfolgenden Tabelle ist das Gesamtergebnis zu Aufgabenteil a) dargestellt:

	Kapital- rendite	Dividenden- rendite	Gesamt- rendite	Portfolioanteile			
				Portfolio- gewicht	Kapital- rendite	Dividenden- rendite	Gesamt- rendite
Wertpapier 1	12,50%	4,50%	17,00%	25,00%	3,125%	1,125%	4,250%
Wertpapier 2	-9,50%	2,20%	-7,30%	25,00%	-2,375%	0,550%	-1,825%
Wertpapier 3	5,20%	2,00%	7,20%	25,00%	1,300%	0,500%	1,800%
Wertpapier 4	-6,40%	3,00%	-3,40%	25,00%	-1,600%	0,750%	-0,850%
<b>Portfolio</b>					<b>0,450%</b>	<b>2,925%</b>	<b>3,375%</b>

b)

Es ist möglich eine Gesamrendite von 15% zu erzielen. Werden nur positive Portfolioanteile verwendet, so wird dies durch ein Portfolio der ersten beiden Wertpapiere erreicht:

	Kapital- rendite	Dividenden- rendite	Gesamt- rendite	Portfolioanteile			
				Portfolio- gewicht	Kapital- rendite	Dividenden- rendite	Gesamt- rendite
Wertpapier 1	12,50%	4,50%	17,00%	91,77%	11,471%	4,130%	15,601%
Wertpapier 2	-9,50%	2,20%	-7,30%	8,23%	-0,782%	0,181%	-0,601%
Wertpapier 3	5,20%	2,00%	7,20%	0,00%	0,000%	0,000%	0,000%
Wertpapier 4	-6,40%	3,00%	-3,40%	0,00%	0,000%	0,000%	0,000%
<b>Portfolio</b>					<b>10,689%</b>	<b>4,311%</b>	<b>15,000%</b>

### Aufgabe 3.2

In den Sommersemesterferien haben Sie einen Praktikumsplatz in einer belgischen Abtei angenommen. Obwohl Sie zunächst dachten, dass Sie ihre Kenntnisse aus der Veranstaltung „Kapitalmarktorientierte Unternehmensführung“ dort wohl kaum anwenden können, stellen Sie fest, dass die Abtei durch die Herstellung und den Verkauf von Trappistenbier und Klosterlikör ordentliche Umsatzerlöse generiert und die Abtei somit auch einen unternehmerischen Aspekt in sich birgt. Der Abt ist sehr erfreut zu hören, dass Sie Kenntnisse im Umgang mit Geld haben und bittet Sie, einige Projekte zu bearbeiten.

- Die Abtei hat am 31.12.2003 einem benachbarten Nonnenkloster einen Kredit zu einem Zins von 5% über 500.000€ und einer Laufzeit von 10 Jahren gegeben. Da dem Abt die Überprüfung der Zinseingänge aber zu lästig erscheint, möchte er den Kredit an seine Bank verkaufen. Welchen Betrag wird die Bank der Abtei für den Kredit zahlen, wenn sich die Bank zu 2,5% refinanzieren kann, Bearbeitungsgebühren in Höhe von 1.000€ anfallen und der Kredit zum 30.06.2006 bewertet wird?
- Der Abt ist über Ihr schnelles Ergebnis begeistert. Nach diesem Test hat er eine bedeutend wichtigere Aufgabe für Sie. Die Abtei hat durch den Verkauf des beliebten Trappistenbieres zwar ordentliche Umsatzerlöse, jedoch können die Patres dieses Geld aufgrund ihrer Lebenseinstellung kaum verausgaben. So kommt es, dass die Abtei ein freies Vermögen von 10.000.000€ hat, die es rentierlich anzulegen gilt.

Dazu stehen der Abtei die folgenden zwei Anlagemöglichkeiten offen, die den ethischen Aspekten der Abtei entsprechen:

Name	Renditeerwartung $\mu$	Risiko $\sigma$
Anleihe des Missionsordens „Pax 2010“ (A)	5%	35%
Investmentfonds der Vatikanbank (B)	15%	50%

Die beiden Wertpapiere sind unkorreliert.

Der Abt hat momentan 9 Mio. € in die Anleihe und den Rest die den Fond investiert. Er bittet Sie, diese Allokation auf ihre Vorteilhaftigkeit hin zu überprüfen.

- Wie kann dies geschehen?
- Welche Empfehlung sprechen Sie dem Abt aus (berechnen Sie in diesem Zusammenhang auch das Minimum-Varianz-Portfolio)?
- Welche monetären Konsequenzen hat dies für die Abtei?

- **Wie würde sich das Ergebnis tendenziell verändern, wenn die Wertpapiere nicht mehr unkorreliert sind?**

- c) **Der Abt ist von Ihren Ergebnissen fasziniert. Er sieht sofort den Zusammenhang zwischen der Anzahl an zur Verfügung stehenden Wertpapieren und den Möglichkeiten der Risikominimierung. Nach einem Telefonat mit der Vatikanbank gibt er Ihnen ein Fax mit 150 weiteren Anlagemöglichkeiten. Wie wirkt sich dies *tendenziell* auf Ihre Empfehlung aus?**
- d) **Nach Ihrem Praktikum kehren Sie mit dem erworbenen Wissen nach Aachen zurück und überlegen sich, dass es prinzipiell gar nicht so schwierig ist, eine gute Anlageentscheidung zu treffen. Daher nehmen Sie Ihre ersparten 2.500€ und optimieren Ihre eigene Vermögenssituation. Welche Probleme könnte es dabei geben?**

a)

Wie im Grundstudium, im Rahmen der Veranstaltung „Investitionslehre“ oder nochmals hier in der Vorlesung vorgestellt, entspricht der Preis eines Zahlungsverprechens seinem Kapitalwert. Insofern muss hier der Kapitalwert des Kredites aus Sicht der Bank berechnet werden. Formal gilt für den Kapitalwert:

$C_0 = \sum_{t=0}^{\infty} \frac{Z_t}{(1+i)^t}$ . Mit dem Kredit ist folgender Zahlungsstrom verbunden (jeweils 31.12.):

2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	25.000	525.000

Der Kapitalwert zum 30.06.2006 ergibt sich demnach zu:

$$C_0^{30.06.2006} = \frac{C_0^{31.12.2006}}{(1,025)^{0,5}}$$

$$\text{mit } C_0^{31.12.2006} = 25.000 + \frac{25.000}{(1,025)^1} + \frac{25.000}{(1,025)^2} + \frac{25.000}{(1,025)^3} + \frac{25.000}{(1,025)^4} + \frac{25.000}{(1,025)^5} + \frac{25.000}{(1,025)^6} + \frac{525.000}{(1,025)^7}$$

$$= 604.367,38$$

$$\text{und somit } C_0^{30.06.2006} = 596.951,55$$

Die Bank wird der Abtei für den Kredit somit nach Abzug der Bearbeitungsgebühren für den Kredit 595.951,55 für die abgetretenen Forderungen aus dem Kredit bezahlen.

b)

Die Allokation kann derart überprüft werden, dass die Ausschöpfung möglicher Diversifikationseffekte beurteilt wird. Für den hier vorliegenden Fall mit zwei relevanten Wertpapieren (A. Anleihe, B: Fonds) können die unterschiedlichen Rendite- und Risikoeigenschaften sämtlicher Portfolios mit den in der Vorlesung vorgestellten Formeln berechnet werden. So ergibt sich für die Rendite des Investments in ein frei wählbares Portfolio der beiden Wertpapiere  $\mu_{Gesamt} = x_A \mu_A + x_B \mu_B$  und für die

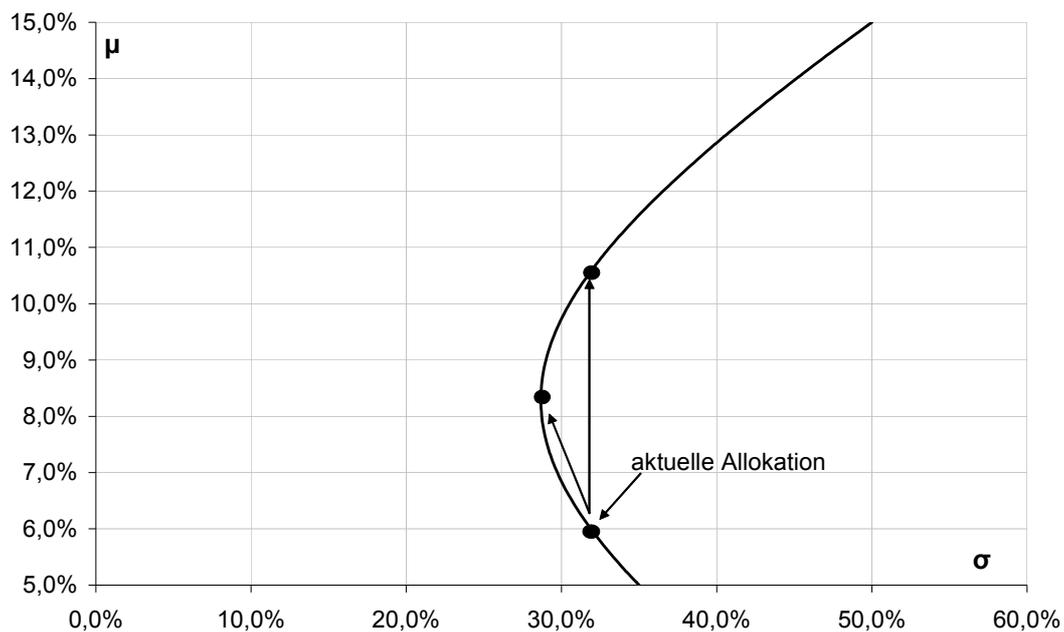
$$\text{Standardabweichung des Portfolios } \sigma_{Gesamt} = \sqrt{x_A^2 \sigma_A^2 + x_B^2 \sigma_B^2 + 2x_A x_B \sigma_A \sigma_B \rho}$$

Die möglichen Rendite-/Risikoeigenschaften sollen hier durch die Berechnung von 7 Stützstellen ermittelt und graphisch visualisiert werden.

Die ersten beiden Stützstellen sind bereits bekannt. Diese entsprechen der ausschließlichen Investition in eines der beiden Wertpapiere. Die anderen müssen entsprechend obiger Formel ermittelt werden:

$x_A$	1	0,9	0,8	<b>0,67</b>	0,5	0,25	0
$x_B=1-x_A$	0	0,1	0,2	<b>0,33</b>	0,5	0,75	1
$\mu$	5%	6%	7%	<b>8,3%</b>	10%	12,5%	15%
$\sigma$	35%	31,89%	29,73%	<b>28,67%</b>	30,52%	38,51%	50%

Skizziert man dieses Ergebnis und trägt die aktuelle Allokation ein, so ergibt sich folgendes Bild:



Das Minimum-Varianz-Portfolio berechnet sich wie folgt:

$$\sigma_{Gesamt}^2 = x_A^2 \sigma_A^2 + (1 - x_A)^2 \sigma_B^2 + 2x_A(1 - x_A)\sigma_A\sigma_B\rho \text{ minimiere } \sigma_{Gesamt}^2$$

$$\frac{\partial \sigma_{Gesamt}^2}{\partial x_A} \stackrel{!}{=} 0 = 2x_A\sigma_A^2 + 2(1 - 2x_A)\sigma_A\sigma_B\rho - 2(1 - x_A)\sigma_B^2$$

$$\Leftrightarrow x_A^* = \frac{\sigma_B^2 - \sigma_A\sigma_B\rho}{\sigma_A^2 - 2\sigma_A\sigma_B\rho + \sigma_B^2} \text{ mit } x_B^* = 1 - x_A^*$$

In dem vorliegenden Fall sind die optimalen Gewichte (gegeben  $\sigma_A = 35\%$ ,  $\sigma_B = 50\%$  und  $\rho = 0$ ):

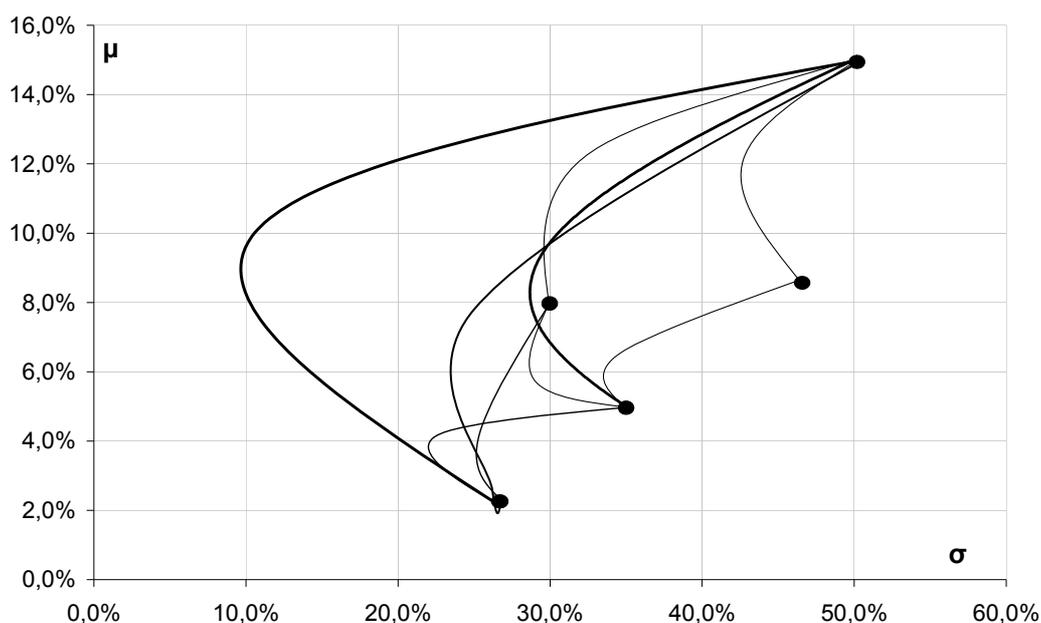
$$x_A^* = 0,6711 \text{ und } x_B^* = 0,3289$$

Anhand des Ergebnisses (aus Grafik und Tabelle) kann dem Abt eindeutig eine Umstrukturierung seines Portfolios empfohlen werden. Da die Risiken der beiden Wertpapiere nicht gleichgerichtet sind,

kann durch eine geschickte Aufteilung der Wertpapiere das Gesamtrisiko senken ohne die erwartete Rendite zu senken. Diesen Effekt der Risikominimierung ohne Verlust bei der Renditeerwartung nennt man Diversifikation. Im obigen Fall sind die beiden Verbesserungsmöglichkeiten bereits abgetragen. So besteht die Möglichkeit die Rendite merklich von z.Zt. 6% auf ca. 10,5% zu erhöhen, ohne das Risiko zu erhöhen. Alternativ könnte auch das Risiko minimiert werden und trotzdem eine höhere erwartete Rendite von 8,3% erzielt werden. Die erste Variante hätte zur Folge, dass die Abtei 450.000€ mehr Mittel zur Verfügung hätte, bei der zweiten Variante würde sie sich immer noch um 230.000€ besser stellen, und dabei könnten die Patres aufgrund des geringeren Risiko sogar ruhiger schlafen... Wenn sich die Korrelation der beiden Wertpapiere verändert, so hat dies zur Folge, dass sich die Wölbung der Linie zwischen den beiden Extrempunkten verändert. Mit zunehmend positiver Korrelation nimmt diese ab (bei  $\rho=1$  ist der Rendite-/Risikozusammenhang sogar linear), mit zunehmend negativer Korrelation nimmt sie zu (bei  $\rho=-1$  besteht sogar die Möglichkeit das Risiko gänzlich zu diversifizieren – warum?!?).

c)

Durch die Erhöhung der möglichen Anlagealternativen ist nicht mehr der Zwei-Wertpapier-Fall interessant. Wie wird sich das obige Ergebnis prinzipiell ändern? Je mehr Wertpapiere zur Verfügung stehen, desto besser kann sich ein Investor diversifizieren. Im obigen Fall bedeutet dies, dass die Rendite bei gleichem Risiko weiter erhöht, bzw. dass das Risiko bei gleicher Rendite weiter gesenkt werden kann. Im Folgenden ist dies für ein Bsp. mit 5 Wertpapieren dargestellt. Zunächst einmal sind die Risiko-Rendite-Linien zwischen jeweils 2 Wertpapieren abgebildet. Jedoch stehen noch mehr Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung. Würde man diese alle darstellen, so käme man zu einer Fläche, die wie eine abgebrochene Eierschale aussieht. Alle Investitionen darin sind möglich, jedoch nur die auf dem nach oben links dargestellten Rand effizient, da sie alle anderen Möglichkeiten dominieren.



d)

Auf dem vollkommenen Kapitalmarkt sind die Risikobewertung und damit die Anlageentscheidung eindeutig. Risiken werden anhand ihres Beitrages zum Marktrisiko bewertet, ihrem sog. Beta. Dies liegt daran, dass alle Investoren die gleichen Erwartungen haben und ihnen aufgrund des uneingeschränkten Zugangs zum Kapitalmarkt alle Investitionsmöglichkeiten offen stehen. Im vollkommenen Kapitalmarkt werden somit alle Investoren Anteile am sog. Marktportfolio halten, in dem alle Wertpapiere enthalten sind. Dieses ist dadurch perfekt diversifiziert, da ansonsten die Marktteilnehmer dies erkennen und das Marktportfolio entsprechend umschichten würden.

Sind diese Voraussetzungen auch in unserem Beispiel gegeben? Tendenziell nein. In der Vorlesung wurden im Rahmen der Risikobewertung unter realistischen Annahmen drei Einflussfaktoren vorgestellt, die die von den Investoren geforderte Risikoprämie bestimmen. Im Rahmen einer kapitalmarkt-orientierten Unternehmensführung sollte das Unternehmen als Kapitalgeber eben diejenigen Akteure suchen, die in den drei Einflussfaktoren positive Ausprägungen haben und somit nur eine niedrige Risikoprämie fordern. Diese Sichtweise kann aber auch umgekehrt werden, indem die Perspektive des Investors eingenommen wird, wie es hier nötig ist:

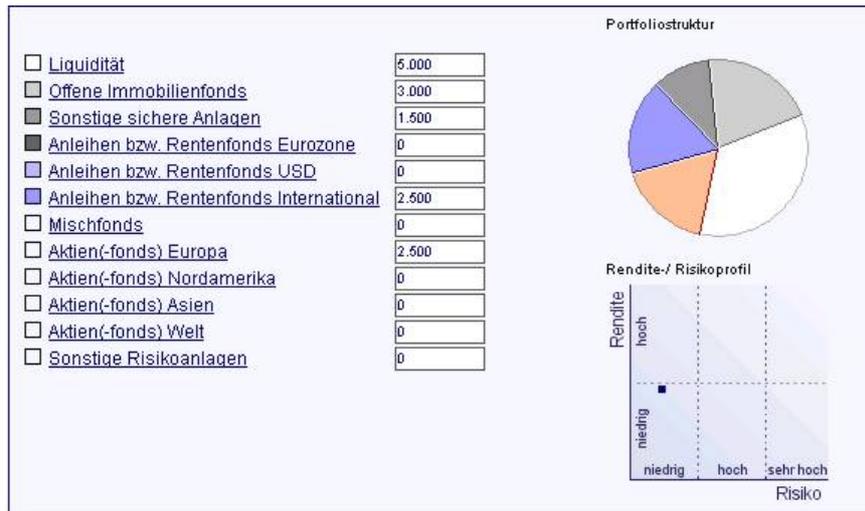
Mit 2.500€ können nicht alle Diversifikationseffekte ausgeschöpft werden. Wenn überhaupt lohnt sich die Investition in 2 Wertpapiere. Es mangelt dem Investor somit an *Kapitalstärke*, woraus ein mangelnder *Investitionszugang* resultiert. Dies führt dazu, dass aufgrund mangelhafter Diversifikation mehr Risiko getragen werden muss, als theoretisch überhaupt notwendig.

Wenn nicht mehr das Marktportfolio gehalten werden kann, dann bedarf es einer besonderen *Spezialisierung oder Fachkompetenz* des Investors um die Risiken entsprechend einschätzen zu können und interessante Wertpapiere zu erkennen. Dieses Auswahlproblem war zuvor immer durch den Abt vorgegeben. Somit könnten sich auch hier Probleme ergeben.

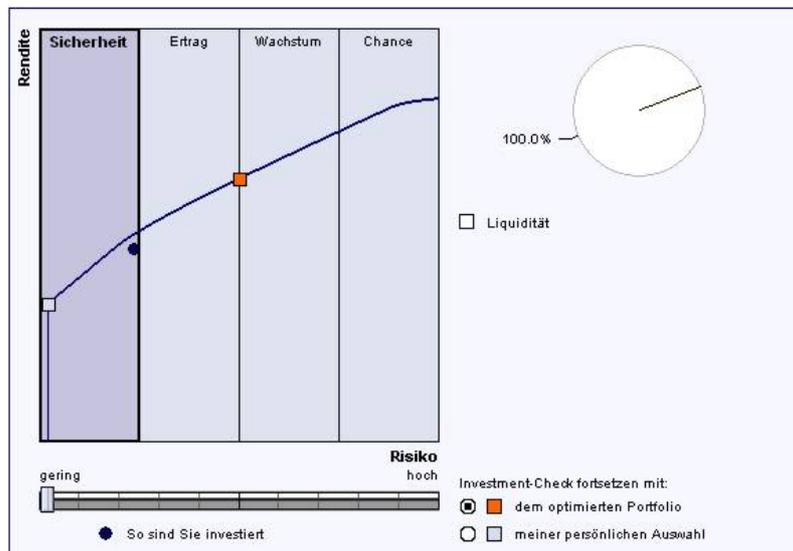
Außerdem wird die subjektive Risikobewertung immer wieder von *psychologischen Trends* beeinflusst, was ebenfalls problematisch wird, wenn die eigene Risikobewertung hierdurch verzerrt und dadurch eine falsche Auswahl getroffen wird.

Jedoch gibt es mittlerweile Produkte, die auch Kleinanlegern ermöglichen, gewisse Diversifikationseffekte auszuschöpfen: Investmentfonds. Darüber hinaus wird in der elektronisch basierten Anlageberatung auf die obige Idee der Markowitz-Optimierung zurückgegriffen. In der Übung wurde dabei das von der Aixigo AG (ein Spin-off des Lehrstuhls) entwickelte Tool *Investmentcheck* „live“ vorgestellt, welches bei der Diba ([www.diba.de](http://www.diba.de)) online genutzt werden kann. Dies soll keine Werbung für diesen Finanzdienstleister sein, sondern vielmehr die Praxisrelevanz des zuvor theoretisch dargestellten Stoffs unterstreichen.

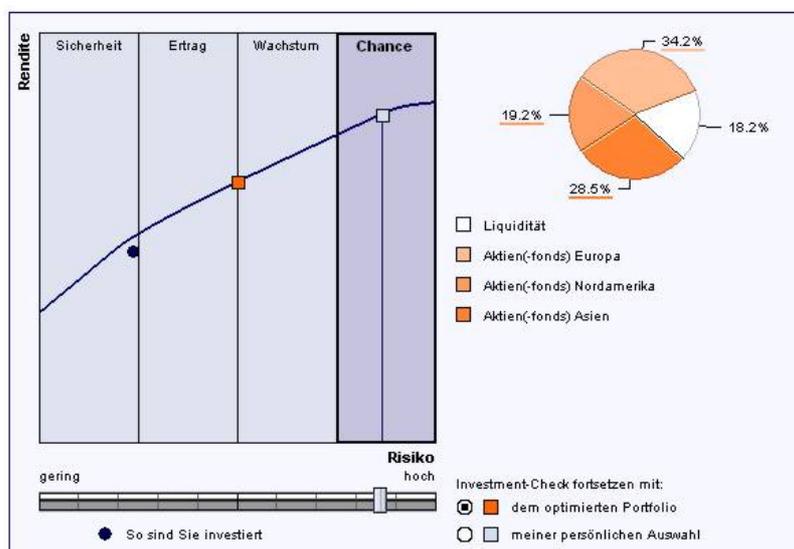
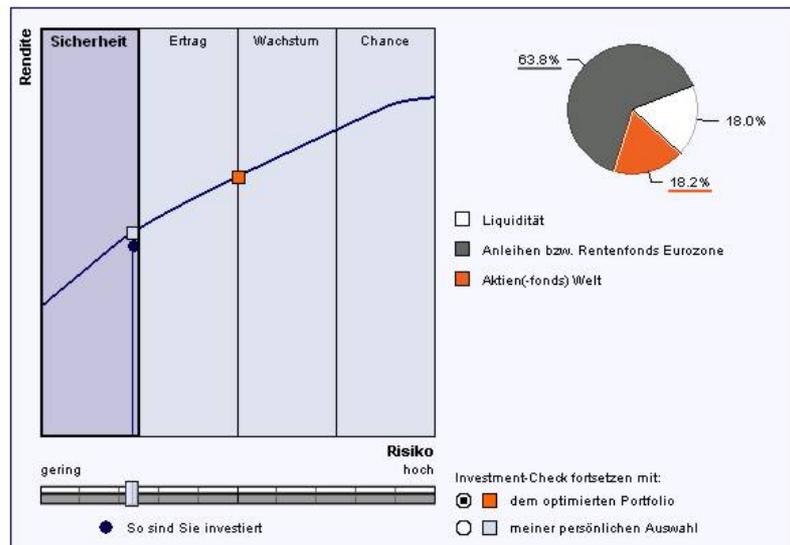
Im Rahmen der Musterlösung sollen folgende Abbildungen das Prinzip verdeutlichen. In einem ersten Schritt wird das anzulegende Kapital in Asset-Klassen unterteilt, und damit die bisherige Portfoliostruktur determiniert.



In einem zweiten Schritt wird auf Basis der entsprechenden Rendite-/Risikoerwartungen und Korrelationen der entsprechenden Asset-Klassen die Effizienzlinie bestimmt und das aktuelle Portfolio abgetragen.



Da das aktuelle Portfolio unterhalb der Effizienzlinie liegt, bestehen also noch Möglichkeiten der Optimierung. Hierbei kann der Investor zunächst die Renditeerwartung ohne Erhöhung des Risikos verbessern. Darüber hinaus kann er durch „Entlangfahren“ der Effizienzlinie an dem Kuchendiagramm oben rechts das jeweilige effiziente Portfolio ablesen, wie es die folgenden beiden Abbildung verdeutlichen.



Somit steht für jeden Investor, also auch für den Studenten aus der Aufgabenstellung, die Möglichkeit einfach und theoretisch fundiert sein Portfolio zu optimieren. Wie viel Risiko er dabei eingehen sollte, ist natürlich abhängig von seiner individuellen Risikotragfähigkeit, die sich aus seinen finanziellen Mitteln und seiner psychologischen Disposition ergeben und die von einem Berater oder mittels elektronischer Befragung bestimmt werden müssen. Auch hierfür enthält der *Investmentcheck* eine einfache Abfrage.

**Aufgabe 3.3**

Im Folgenden sind die aktuellen DAX-Titel aufgeführt. Angenommen Sie könnten in zwei Wertpapiere investieren: Hinter welchen Kombinationen vermuten Sie die höchsten Diversifikationseffekte?

Name
ADIDAS-SALOMON
ALLIANZ
ALTANA
BASF
BAYER
BAYERISCHE MOTOREN WERKE
COMMERZBANK
CONTINENTAL
DAMILERCHRYSLER
DEUTSCHE BANK
DEUTSCHE BOERSE
DEUTSCHE LUFTHANSA
DEUTSCHE POST
DEUTSCHE POSTBANK
DEUTSCHE TELEKOM
E.ON
FRESINUIS MED.CARE
HENKEL
HYPO REAL ESTATE HOLDING
INFINEON TECHNOLOGIES
LINDE
MAN
METRO
MÜNCHENER RÜCKVER.-GES
RWE
SAP
SIEMENS
THYSSENKRUPP
TUI
VOLKSWAGEN

Ziel dieser Übungsaufgabe ist es, die theoretisch vermittelte Idee der Diversifikation am praktischen Beispiel in der Diskussion zu durchdenken und anzuwenden. Insofern gibt es hierzu keine Musterlösung im klassischen Sinne.

Wie schon in der vorherigen Übung determiniert vor allem die Korrelation zwischen den Wertpapieren mögliche Diversifikationseffekte zwischen zwei Wertpapieren. Je weniger stark korreliert die Papiere sind, desto besser. Die folgende Tabelle gibt alle Korrelationen (berechnet auf Basis der Renditen der letzten 750 Tage, bzw. 3 Jahre) der DAX-Titel in Form einer Matrix an.

		ADS	ALV	ALT	BAS	BMW	BAY	CBK	CON	DCX	DBK	DB1	DPW	DPB	DTE	EOA	FME	HEN3	HRX	IFX	LIN	LHA	MAN	MEO	MUV2	RWE	SAP	SIE	TKA	TUI	VOW
ADIDAS-SALOMON	ADS	1,000	0,394	<b>0,096</b>	0,358	<b>0,292</b>	0,369	0,346	0,375	0,341	0,401	<b>0,266</b>	<b>0,253</b>	<b>0,293</b>	<b>0,295</b>	0,318	<b>0,288</b>	<b>0,252</b>	<b>0,212</b>	<b>0,300</b>	0,327	0,313	0,333	0,312	0,412	<b>0,279</b>	0,324	0,333	0,318	0,350	<b>0,298</b>
ALLIANZ	ALV	0,394	1,000	<b>0,236</b>	0,582	0,543	0,508	0,544	0,478	0,525	0,702	0,419	0,397	0,466	0,459	0,460	0,362	0,425	0,335	0,513	0,474	0,541	0,465	0,442	0,767	0,450	0,524	0,609	0,500	0,448	0,423
ALTANA	ALT	<b>0,096</b>	<b>0,236</b>	1,000	<b>0,186</b>	<b>0,203</b>	<b>0,183</b>	<b>0,192</b>	<b>0,174</b>	<b>0,183</b>	<b>0,225</b>	<b>0,097</b>	<b>0,169</b>	<b>0,122</b>	<b>0,151</b>	<b>0,168</b>	<b>0,173</b>	<b>0,184</b>	<b>0,080</b>	<b>0,198</b>	<b>0,148</b>	<b>0,159</b>	<b>0,165</b>	<b>0,155</b>	<b>0,176</b>	<b>0,087</b>	<b>0,181</b>	<b>0,196</b>	<b>0,166</b>	<b>0,165</b>	<b>0,150</b>
BASF	BAS	0,358	0,582	<b>0,186</b>	1,000	0,497	0,571	0,410	0,479	0,467	0,577	0,301	0,354	0,355	0,356	0,503	0,380	0,374	<b>0,296</b>	0,403	0,462	0,425	0,439	0,379	0,519	0,466	0,421	0,538	0,472	0,365	0,334
BMW	HVM	<b>0,292</b>	0,543	<b>0,203</b>	0,497	1,000	0,419	0,390	0,470	0,606	0,534	0,307	0,338	<b>0,283</b>	0,362	0,355	0,312	0,323	<b>0,257</b>	0,340	0,412	0,430	0,413	0,365	0,478	0,358	0,387	0,470	0,385	0,322	0,537
BAYER	BMW	0,369	0,508	<b>0,183</b>	0,571	0,419	1,000	0,416	0,384	0,391	0,540	0,302	0,315	0,340	0,314	0,417	0,383	0,353	<b>0,242</b>	0,379	0,414	0,387	0,399	0,362	0,477	0,399	0,321	0,437	0,376	0,317	0,326
COMMERZBANK	BAY	0,346	0,544	<b>0,192</b>	0,410	0,390	0,416	1,000	0,393	0,415	0,615	0,405	0,332	0,468	0,317	0,390	0,333	0,345	0,420	0,361	0,393	0,439	0,434	0,330	0,462	0,386	0,402	0,444	0,435	0,328	0,347
CONTINENTAL	CBK	0,375	0,478	<b>0,174</b>	0,479	0,470	0,384	0,393	1,000	0,463	0,519	0,351	0,356	0,344	0,316	0,414	0,343	0,355	0,301	0,339	0,379	0,375	0,429	0,332	0,447	0,375	0,332	0,441	0,429	0,317	0,447
DAIMLERCHRYSLER	CON	0,341	0,525	<b>0,183</b>	0,467	0,606	0,391	0,415	0,463	1,000	0,520	0,317	0,366	0,302	0,342	0,353	<b>0,255</b>	0,313	<b>0,270</b>	0,338	0,365	0,407	0,393	0,378	0,471	0,362	0,389	0,453	0,410	0,352	0,534
DEUTSCHE BANK	DCX	0,401	0,702	<b>0,225</b>	0,577	0,534	0,540	0,615	0,519	0,520	1,000	0,441	0,417	0,479	0,461	0,486	0,355	0,431	0,373	0,505	0,425	0,512	0,510	0,416	0,632	0,472	0,507	0,627	0,488	0,395	0,416
DEUTSCHE BOERSE	DBK	<b>0,266</b>	0,419	<b>0,097</b>	0,301	0,307	0,302	0,405	0,351	0,317	0,441	1,000	<b>0,213</b>	0,407	<b>0,188</b>	<b>0,245</b>	<b>0,268</b>	<b>0,294</b>	<b>0,285</b>	<b>0,243</b>	0,301	<b>0,300</b>	0,323	<b>0,299</b>	0,352	<b>0,252</b>	<b>0,264</b>	0,317	0,383	<b>0,222</b>	<b>0,255</b>
DEUTSCHE POST	DB1	<b>0,253</b>	0,397	<b>0,169</b>	0,354	0,338	0,315	0,332	0,356	0,366	0,417	<b>0,213</b>	1,000	<b>0,245</b>	0,325	0,340	<b>0,235</b>	<b>0,246</b>	<b>0,184</b>	0,304	0,319	0,350	0,336	<b>0,282</b>	0,348	0,328	<b>0,285</b>	0,344	0,329	0,357	<b>0,283</b>
DEUTSCHE POSTBAN	DPW	<b>0,293</b>	0,466	<b>0,122</b>	0,355	<b>0,283</b>	0,340	0,468	0,344	0,302	0,479	0,407	<b>0,245</b>	1,000	<b>0,226</b>	<b>0,297</b>	<b>0,262</b>	<b>0,280</b>	0,327	0,334	0,355	0,319	0,368	0,312	0,385	<b>0,296</b>	<b>0,291</b>	0,340	0,396	<b>0,291</b>	<b>0,235</b>
DEUTSCHE TELEKOM	DTE	<b>0,295</b>	0,459	<b>0,151</b>	0,356	0,362	0,314	0,317	0,316	0,342	0,461	<b>0,188</b>	0,325	<b>0,226</b>	1,000	0,383	<b>0,294</b>	<b>0,288</b>	<b>0,180</b>	0,407	<b>0,260</b>	0,415	<b>0,238</b>	0,301	0,416	0,343	0,366	0,406	<b>0,269</b>	<b>0,392</b>	<b>0,288</b>
E ON	EOA	0,318	0,460	<b>0,168</b>	0,503	0,355	0,417	0,390	0,414	0,353	0,486	<b>0,245</b>	0,340	<b>0,297</b>	0,383	1,000	0,338	0,320	<b>0,272</b>	0,307	0,338	0,335	0,343	0,350	0,415	0,700	<b>0,291</b>	0,422	0,374	<b>0,273</b>	<b>0,295</b>
FRESENIUS MED.CAR	FME	<b>0,288</b>	0,362	<b>0,173</b>	0,380	0,312	0,383	0,333	0,343	<b>0,255</b>	0,355	<b>0,268</b>	<b>0,235</b>	<b>0,262</b>	<b>0,294</b>	0,338	1,000	<b>0,262</b>	<b>0,231</b>	<b>0,268</b>	<b>0,295</b>	<b>0,290</b>	0,303	<b>0,206</b>	<b>0,267</b>	<b>0,290</b>	<b>0,255</b>	0,308	<b>0,296</b>	<b>0,260</b>	<b>0,261</b>
HENKEL PREF	HEN3	<b>0,252</b>	0,425	<b>0,184</b>	0,374	0,323	0,353	0,345	0,355	0,313	0,431	<b>0,294</b>	<b>0,246</b>	<b>0,280</b>	<b>0,288</b>	0,320	<b>0,262</b>	1,000	<b>0,264</b>	<b>0,265</b>	0,335	0,342	<b>0,296</b>	0,323	0,415	0,324	0,301	0,352	0,317	<b>0,257</b>	<b>0,277</b>
HYPO REAL ESTATE	IFX	<b>0,212</b>	0,335	<b>0,080</b>	<b>0,296</b>	<b>0,257</b>	<b>0,242</b>	0,420	0,301	<b>0,270</b>	0,373	<b>0,285</b>	<b>0,184</b>	0,327	<b>0,180</b>	<b>0,272</b>	<b>0,231</b>	<b>0,264</b>	1,000	<b>0,232</b>	<b>0,251</b>	<b>0,252</b>	0,312	<b>0,207</b>	<b>0,268</b>	<b>0,262</b>	<b>0,271</b>	<b>0,261</b>	<b>0,286</b>	<b>0,194</b>	<b>0,259</b>
INFINEON TECHS.	LIN	<b>0,300</b>	0,513	<b>0,198</b>	0,403	0,340	0,379	0,361	0,339	0,338	0,505	<b>0,243</b>	0,304	0,334	0,407	0,307	<b>0,268</b>	<b>0,265</b>	<b>0,232</b>	1,000	0,302	0,458	0,360	0,312	0,448	0,321	0,532	0,497	0,346	0,388	0,312
LINDE	LHA	0,327	0,474	<b>0,148</b>	0,462	0,412	0,414	0,393	0,379	0,365	0,425	0,301	0,319	0,355	<b>0,260</b>	0,338	<b>0,295</b>	0,335	<b>0,251</b>	0,302	1,000	0,355	0,385	0,302	0,401	0,336	0,326	0,399	0,435	<b>0,267</b>	0,353
LUFTHANSA	MAN	0,313	0,541	<b>0,159</b>	0,425	0,430	0,387	0,439	0,375	0,407	0,512	<b>0,300</b>	0,350	0,319	0,415	0,335	<b>0,290</b>	0,342	<b>0,252</b>	0,458	0,355	1,000	0,383	0,341	0,453	0,372	0,417	0,434	0,347	0,409	0,369
MAN	MEO	0,333	0,465	<b>0,165</b>	0,439	0,413	0,399	0,434	0,429	0,393	0,510	0,323	0,336	0,368	<b>0,238</b>	0,343	0,303	<b>0,296</b>	0,312	0,360	0,385	0,383	1,000	0,314	0,391	0,331	0,323	0,441	0,483	0,330	0,335
METRO	MUV2	0,312	0,442	<b>0,155</b>	0,379	0,365	0,362	0,330	0,332	0,378	0,416	<b>0,299</b>	<b>0,282</b>	0,312	0,301	0,350	<b>0,206</b>	0,323	<b>0,207</b>	0,312	0,302	0,341	0,314	1,000	0,397	0,327	<b>0,300</b>	0,375	0,341	0,320	<b>0,271</b>
MUNCH.RUCK.	RWE	0,412	0,767	<b>0,176</b>	0,519	0,478	0,477	0,462	0,447	0,471	0,632	0,352	0,348	0,385	0,416	0,415	<b>0,267</b>	0,415	<b>0,268</b>	0,448	0,401	0,453	0,391	0,397	1,000	0,408	0,457	0,550	0,417	0,383	0,392
RWE	SAP	<b>0,279</b>	0,450	<b>0,087</b>	0,466	0,358	0,399	0,386	0,375	0,362	0,472	<b>0,252</b>	0,328	<b>0,296</b>	0,343	0,700	<b>0,290</b>	0,324	<b>0,262</b>	0,321	0,336	0,372	0,331	0,327	0,408	1,000	0,322	0,414	0,323	<b>0,294</b>	<b>0,257</b>
SAP	SCH	0,324	0,524	<b>0,181</b>	0,421	0,387	0,321	0,402	0,332	0,389	0,507	<b>0,264</b>	<b>0,285</b>	<b>0,291</b>	0,366	<b>0,291</b>	<b>0,255</b>	0,301	<b>0,271</b>	0,532	0,326	0,417	0,323	<b>0,300</b>	0,457	0,322	1,000	0,500	0,341	0,303	0,309
SIEMENS	SIE	0,333	0,609	<b>0,196</b>	0,538	0,470	0,437	0,444	0,441	0,453	0,627	0,317	0,344	0,340	0,406	0,422	0,308	0,352	<b>0,261</b>	0,497	0,399	0,434	0,441	0,375	0,550	0,414	0,500	1,000	0,470	0,363	0,370
THYSSENKRUPP	TKA	0,318	0,500	<b>0,166</b>	0,472	0,385	0,376	0,435	0,429	0,410	0,488	0,383	0,329	0,396	<b>0,269</b>	0,374	<b>0,296</b>	0,317	<b>0,286</b>	0,346	0,435	0,347	0,483	0,341	0,417	0,323	0,341	0,470	1,000	0,332	0,356
TUI	TUI	0,350	0,448	<b>0,165</b>	0,365	0,322	0,317	0,328	0,317	0,352	0,395	<b>0,222</b>	0,357	<b>0,291</b>	0,392	<b>0,273</b>	<b>0,260</b>	<b>0,257</b>	<b>0,194</b>	0,388	<b>0,267</b>	0,409	0,330	0,320	0,383	<b>0,294</b>	0,303	0,363	0,332	1,000	<b>0,249</b>
VOLKSWAGEN	VOW	<b>0,298</b>	0,423	<b>0,150</b>	0,334	0,537	0,326	0,347	0,447	0,534	0,416	<b>0,255</b>	<b>0,283</b>	<b>0,235</b>	<b>0,288</b>	<b>0,295</b>	<b>0,261</b>	<b>0,277</b>	<b>0,259</b>	0,312	0,353	0,369	0,335	<b>0,271</b>	0,392	<b>0,257</b>	0,309	0,370	0,356	<b>0,249</b>	1,000

An obiger Tabelle kann man seine eigenen Einschätzungen überprüfen.

Im Prinzip ist schön zu erkennen, dass Unternehmen einer Branche (z.B. Automobilwerte) tendenziell eine hohe Korrelation aufweisen und Titel unterschiedlicher Branchen niedriger miteinander korrelieren. Dies war so auch zu erwarten. Anscheinend waren besonders die Aktien von ALTANA, der HYPO REAL ESTATE und FRESENIUS besonders zur Diversifikation geeignet, da sie mit den meisten anderen Titeln niedrig korreliert sind. Dieser Zusammenhang kann auf Basis ihrer Geschäftsmodelle gut argumentativ belegt werden

