

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nummer 1, 5. Mai 2012

Klartext: Benötigen wir eine deutsche Stabilitätskultur?

Liebe Langfristanleger,

ein beliebtes Thema dieser Tage ist die Gefährdung der sogenannten deutschen Stabilitätskultur durch die Eurokrise. Eine Flut von frisch gedrucktem EZB-Geld überschwemmt die Märkte. Viele Menschen haben Angst, dass hiermit nicht nur Banken vor Finanzierungsengpässen bewahrt und marode Staatsanleihen stabilisiert werden, sondern dass auch der Grundstein für eine Inflationswelle in den kommenden Jahren gelegt wird.

Die Mahner im Hinblick auf eine solche Entwicklung warnen immer wieder vor einer Gefährdung der deutschen Stabilitätskultur als drohendem Unheil. Doch worauf bezieht sich eigentlich der Begriff der sogenannten Stabilitätskultur?



Inhalt:

*Seite 3: Unternehmensanalyse:
The Linde Group*

*Seite 10: Bleibt Outsourcing ein
Wachstumsmarkt?*

*Seite 17: Interessantes aus der
Wissenschaft: Können wir
Modelle für die Instabilität von
Finanzmärkten verantwortlich
machen?*

*Seite 20: Investmentfonds für
Langfristanleger: Nordea – 1
Global Stable Equity Fund*

Seite 21: Impressum, Anhang

Seite 24: Disclaimer

Auf besonders solide öffentliche Haushalte? Nun ja, angesichts des gewaltigen und noch wachsenden Schuldenberges von über 2.000 Milliarden € wird das ja wohl auch im Bundesfinanzministerium niemand ernsthaft behaupten wollen.

Auf niedrige Inflationsraten?

In den letzten 60 Jahren war die durchschnittliche Veränderungsrate bei den Verbraucherpreisen 2,6% p.a.; in den vergangenen 20 Jahren bei 1,8% p.a.

Unter Stabilität versteht der Duden das „Stabil-, Beständig-, Sicher-, Festgefügtsein“, etwas „Gleichbleibendes“. Ein Wertverlust von 1,8% oder von 2,6% jährlich mag nicht viel erscheinen, über einen längeren Zeitraum betrachtet führt dies aber auch zu erheblichen Einbußen. Sind diese kleinen Einbußen aber inzwischen gleichbedeutend mit sicherem und fest gefügtem Geldwert? Die Verwendung des Begriffes Stabilität für diesen Prozess dürfte wohl vor allem einen Missbrauch der deutschen Sprache darstellen.

Natürlich kann man argumentieren, dass andere Nationen noch undisziplinierter bei Haushaltsdefiziten und Inflationsbekämpfung sind. Aber dass andere instabiler sind, heißt noch lange nicht, dass wir hier in Deutschland eine Stabilitätskultur haben. Angesichts des schleichenden Wertverfalls müsste man eher von einer „Erosionskultur“ sprechen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Aber wäre Preisstabilität überhaupt wünschenswert? Eine schleichende Inflation von 2%-3% p.a. wird inzwischen von vielen Ökonomen als Grundvoraussetzung dafür gesehen, dass die Wirtschaft richtig läuft. Sie ist quasi der Schmierstoff für wirtschaftliche Aktivität. Stabilität bei den Preisen würde in letzter Konsequenz auch Stagnation und steigende Arbeitslosigkeit bedeuten, und das will keiner.

Aus dieser Perspektive betrachtet, haben Bundesbank und EZB ihren Job bisher prima gemacht, eben weil sie keine Stabilität gesichert, sondern eine Art „kontrollierte Abwertung“ der Kaufkraft zugelassen haben.

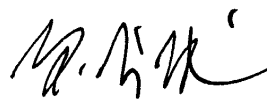
Wer sich allerdings heute im Vertrauen auf die deutsche Stabilitätskultur eine 10jährige Bundesanleihe mit einer nominalen Rendite von 1,6% kauft, wird bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2% p.a. nach Abzug von Steuern und Wertverlusten durch Inflation bei der Tilgung real 8% an Kaufkraft verloren haben. Bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 3% p.a. würde die Einbuße sogar real 17% betragen.

Die deutsche Stabilitätskultur wird nicht durch die Euro-Krise gefährdet, es hat sie nie gegeben und sie wäre auch Gift für die wirtschaftliche Entwicklung. Wer heute die Rückbesinnung auf sie fordert, propagiert nichts anderes als eine Illusion: dass es Wirtschaftswachstum und Beschäftigung gibt, ohne zumindest ein wenig Inflation in Kauf zu nehmen.

Vor fast genau 100 Jahren hat der herausragende Ökonom Joseph Schumpeter seine Theorie der Wirtschaftsentwicklung als eines Prozesses „schöpferischer Zerstörung“ entwickelt. Er hat gezeigt, dass man nicht gleichzeitig Fortschritt und Stabilität haben kann; es besteht ein Grundwiderspruch zwischen beiden Begriffen. Was hätte er wohl zu einem Begriff wie Stabilitätskultur gesagt?

Zuviel Stabilität ist genauso schädlich wie zu hohe Instabilität, man benötigt nur länger, bis man den Schaden bemerkt. Wenn Deutschland im Moment wirtschaftlich besser dasteht als andere Länder, dann liegt es wohl eher daran, dass wir eine Innovationskultur haben als auf Stabilität setzten. Bildung, Wissenschaft und Forschung sind die Grundlagen des deutschen Wohlstands. Dies beweist z. B. auch der Erfolg der „The Linde Group“, einem Unternehmen, das wir in dieser Ausgabe eingehend analysiert haben.

Viel Freude beim Lesen und viel Erfolg
bei der Kapitalanlage wünscht herzlichst Ihr



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Unternehmens-Analyse: The Linde Group

Von Karl-Heinz Thielmann

Unternehmensbeschreibung

The Linde Group ist ein weltweit führendes Unternehmen in den Bereichen Industriegase und Anlagebau, das mit rund 50.000 Mitarbeitern in mehr als 100 Ländern vertreten ist. Im Geschäftsjahr 2011 wurde ein Umsatz von 13,787 Mrd. EUR erreicht, ca. 90% hiervon wurden außerhalb von Deutschland erzielt.



Für das Unternehmen sind vor allem zwei Bereiche wichtig:

- 1) Industriegase & medizinische Gase (Umsatzanteil: 80%, operative Marge 27,5%)

Linde Industriegase produziert für industrielle und wissenschaftliche Anwendungen Luftgase wie Sauerstoff, Stickstoff und Argon, die in eigenen Luftzerlegungsanlagen hergestellt werden, sowie Wasserstoff, Acetylen, Kohlenmonoxid, Kohlendioxid, Schweißschutzgase, Edelgase und hochreine Spezialgase. Weiterhin werden in diesem Bereich umfangreiche Dienstleistungen zum Einsatz von Gasen beim Kunden angeboten. Ein Schwerpunkt liegt weiterhin auf intensiver Forschung in mehreren Technologiezentren, um die Einsatzmöglichkeiten von Industriegasen permanent zu erweitern.



Linde Healthcare steht für ein hochwertiges Angebot an Produkten und Dienstleistungen im Bereich gasförmige Arzneimittel und dazugehörige Medizinprodukte.

- 2) Anlagenbau (Umsatzanteil 18%, operative Marge 12%)

Dieser Geschäftsbereich umfasst die Planung, Projektierung und dem Bau von schlüsselfertigen Industrieanlagen zur Erzeugung von Wasserstoff und Synthesegas, Sauerstoff und Olefinen sowie zur Erdgasbehandlung. Die operative Marge von 12% ist derzeit aufgrund der Abwicklung einiger Projekte besonders hoch und sollte sich nach Erwartung des Linde-Managements mittelfristig bei 8% einpendeln.

Darüber hinaus bietet Linde noch durch das Tochterunternehmen GIST Logistikdienstleistungen und Versorgungskettenlösungen an. Dieser Bereich arbeitet im Wesentlichen zur Unterstützung der anderen Linde-Geschäftsbereiche, erbringt aber auch Outsourcingleistungen für andere Unternehmen.



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Marktposition

Die moderne Industrie ist durch immer komplexere Produktionsmethoden gekennzeichnet, die immer stärker den Einsatz von Industriegasen erfordern. Sie sind für die Anwender „must have“ Produkte, die unverzichtbar für ihre Produktionsprozesse geworden sind. Das Geschäft ist daher relativ konjunkturunabhängig und weist ein auch auf längere Zeit überdurchschnittliches Wachstumsprofil auf. Darüber hinaus hat der Aufbau einer industriellen Infrastruktur in den Schwellenländern Asiens und Südamerikas die Dynamik bei den Zuwachsraten erhöht. Das Marktwachstum bei Industriegasen schätzen wir aufgrund von Angaben der wichtigsten Anbieter derzeit mit ca. 3-6% p.a. in den entwickelten Volkswirtschaften und 6-12% p.a. in den globalen Wachstumsregionen.

Der Markt wird weltweit durch 5 Wettbewerber dominiert, zwischen denen nur geringer Preiswettbewerb stattfindet. Die komplexen technischen Anforderungen generieren hohe Marktzutrittsschranken, womit es für neue Wettbewerber praktisch unmöglich ist, die etablierten Firmen zu gefährden. Linde ist nach eigenen Angaben Marktführer in den Regionen China, Südostasien, Mittel- und Osteuropa sowie Südamerika, die ein besonders hohes Wachstumspotenzial haben.

Langfristig bestehen auch große Expansionsmöglichkeiten in Umwelttechnologien. Hervorzuheben ist hierbei insbesondere die Abgasreinigung, die in Hinblick auf den globalen Klimawandel stark an Bedeutung gewinnen wird. Längerfristig können alternative Kraftstoffe wie z. B. Wasserstoff sehr bedeutsam werden. Bei diesem Thema besitzt Linde aufgrund der Erfahrungen im Umgang mit Gasen einen erheblichen Wettbewerbsvorsprung.

Darüber hinaus hat Linde den Bereich medizinische Gase aufgrund der weltweiten demografischen Trends als Markt mit überdurchschnittlichem Wachstumspotenzial identifiziert und in diesem Frühjahr mit einer Akquisition verstärkt. In den entwickelten Volkswirtschaften führt insbesondere der Kostendruck im Gesundheitswesen zur zunehmenden Verlagerung von medizinischen Behandlungen aus Krankenhäusern in den privaten Bereich. Bei dieser sogenannten Heimedizin spielen Therapien, die auf dem Einsatz medizinischer Gase begründet sind, eine immer größere Rolle.

Management

Das derzeitige Management unter dem ehemaligem BMW-Manager Wolfgang Reitzle hat im vergangenen Jahrzehnt aus Linde einen stark fokussierten Konzern gemacht. Linde war vor zehn Jahren noch in Segmenten wie Gabelstapler und Kältetechnik aktiv, hat diese Bereiche in den vergangenen Jahren aber verkauft. Das Geschäft wurde auf Industriegase und damit verwandte Produkte sowie Angebote konzentriert und Marktführerschaft angestrebt. Einen Meilenstein hierbei stellt die Akquisition des britischen Konkurrenten BOC im Jahre 2006 dar, durch den Linde umsatzmäßig am bisherigen Marktführer Air Liquide vorbeizog.

Lediglich die Logistiksparte Gist scheint auf den ersten Blick nicht in diesen fokussierten Ansatz zu passen. Da sie jedoch relativ klein ist und auch die logistischen Dienste für den Linde-Konzern abwickelt, werten wir dieses Engagement nicht als signifikante Abweichung vom Kerngeschäft.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Nachhaltigkeit

Im Jahr 2007 hat das Linde Management einen Verhaltenskodex zum ethischen und verantwortlichen Handeln der Linde Mitarbeiter verabschiedet. Dies hat zur konkreten Definition von Kriterien geführt, anhand derer Linde im Alltag das Verhalten des Konzerns und seiner Mitarbeiter in Hinblick auf Umweltverträglichkeit, Korruptionsbekämpfung, Arbeitssicherheit und Einhaltung von Menschenrechten misst und veröffentlicht. Inzwischen wird Linde von vielen auf Nachhaltigkeitsrankings spezialisierten Agenturen ein überdurchschnittliches Ergebnis bescheinigt. Erklärtes Ziel des Managements ist aber, noch weiter zu gehen und mittelfristig die strengen Kriterien zu erfüllen, die von Investmentfonds bzw. Indizes aufgestellt werden, die in ausschließlich nachhaltig wirtschaftende Unternehmen investieren.

Gewinnentwicklung und Bilanz

Die Nettogewinnentwicklung von Linde war in den vergangenen Jahren sehr stark von Sondereffekten verzerrt. Sondererträge aus Beteiligungsverkäufen einerseits und Abschreibungen aufgrund des Kaufs von BOC andererseits überlagerten die tatsächliche Ertragsentwicklung. Aufschlussreicher ist der Blick auf die Entwicklung des operativen Ergebnisses, das sich mit Ausnahme des Krisenjahres 2009 stabil nach oben entwickelte. Hierbei gelang es Linde auch, die Marge jedes Jahr leicht zu verbessern. Die Entwicklung im Jahr 2009 ist insofern bemerkenswert, weil sie zeigt, dass sich auch Linde zwar einer ökonomischen Krise nicht entziehen kann, hiervon aber weitaus weniger stark betroffen ist als andere Industrieunternehmen.

Übersicht Finanzkennzahlen		2007	2008	2009	2010	2011
Umsätze	in Mio. €	12.306	12.663	11.211	12.868	13.787
Operatives Ergebnis (EBITDA)	in Mio. €	2.424	2.555	2.385	2.925	3.210
Operative Marge	in %	19,7	20,2	21,3	22,7	23,3
Nettogewinn	in Mio. €	952	717	591	1.005	1.244
Free Cash Flow	in Mio. €	3.853	604	1.152	1.357	1.172
Verschuldungsgrad	in %	63,1	65,4	62,3	57,7	58
Kapitalrendite (ROCE)	in %	10,3	12,4	10,4	12,5	13

Die finanzielle Situation von Linde ist mit einem Verschuldungsgrad von 58% (2011) solide, aber nicht überragend. Dies hängt mit der Akquisition von BOC – einem Unternehmen vergleichbarer Größenordnung - aus dem Jahre 2006 zusammen, die Linde zu dem weltweit größten Gasproduzenten gemacht hat. Dieser Kauf wurde durch Verkäufe von Unternehmensteilen sowie einem Anstieg der Verschuldung finanziert. Die sehr gute Entwicklung des operativen Geschäfts erlaubte es Linde aber, die Verschuldung von 2006 bis 2010 von 12,8 Mrd. auf 5.5 Mrd. zurückzuführen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Analyse der Aktie der Linde Group

Linde		
Website: www.the-linde-group.com/	Kurs: 4.5.2012: 127,05 €	WKN: 648300
Hauptbörse: Xetra	Land: Deutschland	ISIN: DE0006483001

Bewertung

Für die kommenden Jahre erwarten wir für Linde eine Fortsetzung der positiven Ertragsentwicklung mit einer durchschnittlichen Ertragssteigerung von 10% p.a. Zu 2/3 lässt sich diese Gewinnsteigerung auf Volumenwachstum zurückführen, während 1/3 aus Margenverbesserungen bei Industriegasen und medizinischen Gasen resultiert.

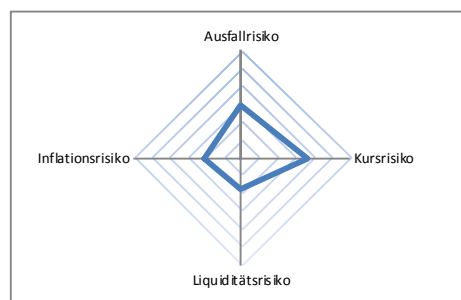
Gewinn- und Dividendenentwicklung		Schätzungen		
		2012	2013	2014
Gewinn je Aktie	in €	8,20	9,15	10,30
Dividende je Aktie	in €	2,85	3,20	3,50

Die Aktie ist auf Basis des von uns für das nächste Jahr geschätzten Gewinnes in Höhe von 9,15 € je Aktie mit einem Kursgewinnverhältnis von 13,9 derzeit höher bewertet als der Durchschnitt europäischer oder deutscher Aktien. Im Vergleich mit dem eigenen historischen Durchschnitt von 16,4 erscheint die Aktie aber derzeit unterbewertet. Die Aktie des am ehesten mit Linde vergleichbaren Konkurrenten Air Liquide weist derzeit auf der Basis der Schätzung für 2013 ein Kursgewinnverhältnis von 15,1 auf, ist also etwas teurer. Die erwartete Dividendenrendite ist mit derzeit 2,3% für 2012 im Vergleich zum Gesamtmarkt unterdurchschnittlich, entspricht aber dem eigenen historischen Durchschnitt.

Unternehmenswert zu Umsatz: Diese Kennziffer erlaubt eine von zyklischen Ertragschwankungen unbeeinflusste Bewertung. Wir erwarten für Linde 2012 einen Umsatz von 14.700 Mrd. €. Auf der Basis dieser Schätzung liegt die Bewertung mit 1,8 im Mittelfeld historischer Werte für die Linde-Aktie. Im Vergleich mit anderen Titeln der Chemiebranche ist die Linde-Aktie höher bewertet, was aber durch die höhere Ertragsstabilität gerechtfertigt erscheint.

Kurs zu Buchwert: Diese Kennziffer setzt die Börsenbewertung in Relation zum Substanzwert und erlaubt die Identifikation extremer Unterbewertungen. Diese Kennzahl zeigt an, dass Linde mit einer Prämie zum Buchwert bewertet wird, die aber angesichts der Ertragsstärke nicht ungewöhnlich hoch ist. Diese Kennzahl signalisiert derzeit also weder eine Über- noch eine Unterbewertung.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
15,5	13,9	1,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,24%	2,52%	1,8



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,00	1,70
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,70	2,00

Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Risikokennzahlen:

Das Ausfallrisiko schätzen wir für Linde angesichts der gesicherten Marktposition und der Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow relativ zu anderen Aktien als unterdurchschnittlich ein: Note 3.

Liquiditätsrisiko: Linde gehört als Mitglied des Leitindex DAX zu den viel gehandelten deutschen Aktien, allerdings nicht zu den umsatzstärksten. Dennoch ist der Kauf und Verkauf von größeren Positionen fast immer problemlos möglich, daher Note 1,7.

Kursrisiko: Für die Aktie sind Werte für das β (30 Tage) zum deutschen Aktienmarkt von 0,7 bis 0,9 sowie einer Volatilität (30 Tage) von 17% bis 27% üblich. Damit gehört Linde meistens zu den nicht besonders schwankungsanfälligen Aktien, allerdings gibt es gelegentlich Volatilitätsspitzen zu verzeichnen. Daher gibt es nur Note 3,7.

Da Linde Preissteigerungen relativ gut auf Kunden überwälzen kann, schätzen wir das Inflationsrisiko als unterdurchschnittlich ein. Note 2.

Im Vergleich mit anderen Aktienanlagen ergibt sich ein weitestgehend unterdurchschnittliches Risikoprofil.

Technische Analyse Langfristrends:

Die Aktie von Linde befindet sich in einem langfristigen Aufwärtstrend sowohl absolut wie auch relativ zum Vergleichsindex für europäische Aktien. Bemerkenswert ist insbesondere die relativ stabile überdurchschnittliche Entwicklung der Aktie gegenüber dem Gesamtmarkt.

Chart 1: Linde-Aktie Kursentwicklung absolut (€):

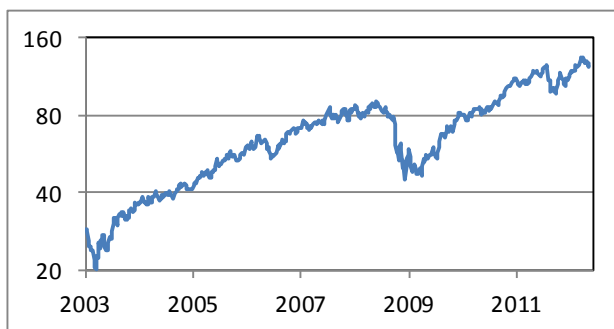
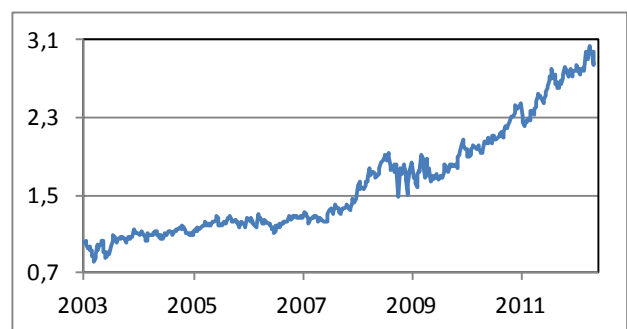


Chart 2: Linde-Aktie relativ zu Aktien Europa (Vergleichsindex STOXX® Europe 600):



Kursdatenquelle: eigene Datenbanken auf der Basis amtlicher Börsenkurse (Erläuterungen im Anhang)

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie der Linde Group ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bewertung der Anleihen

Von Linde sind sowohl normale Industrie-Anleihen wie auch sogenannte Hybridanleihen erhältlich.

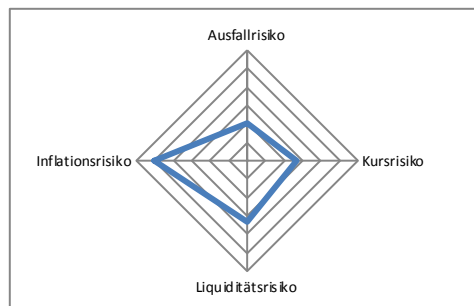
Der Renditeabstand der Industrie-Anleihen von Linde zu Bundesanleihen beträgt derzeit zwischen 85 und 100 Basispunkten, was für ein Unternehmen mit der Bonität Lindes unter den derzeit schwierigen Kapitalmarktbedingungen relativ gering ist. Anleihen vergleichbarer Unternehmen weisen derzeit einen Renditeaufschlag von ca. 120-140 Basispunkten auf.

Unter den Industriebanleihen von Linde sehen wir derzeit dieses Papier noch als am interessantesten an:

Linde Finance EO-MTN 2011(21)		
Website: www.the-linde-group.com/	Kurs: 4.5.2012: 112,23%	WKN: A1GRYP
Kleinste Stückelung: 1.000 €	Laufzeitende: 01.06.2021	ISIN: XS0632659933

Bei dieser Anleihe handelt es sich um ein Papier mit einer Restlaufzeit von ca. 9 Jahren. Mit einem Renditeaufschlag von 87 Basispunkten sollte sie grundsätzlich sehr attraktiv als Kerninvestment für konservative Anleger sein. Allerdings ist bei einer Rendite von 2,36% für Anleger ein Inflationsausgleich sehr schwierig; insbesondere wenn man die Besteuerung von Kapitalerträgen in die Betrachtung mit einbezieht. Bei der Bewertung des Inflationsrisikos kann daher auch nur die Note 5 vergeben werden.

Bewertungskennziffern		
Zins	Rendite	Duration
3,88%	2,36%	7,66
Renditedifferenz zum Bund in Basispunkten		Modified Duration
87		7,48



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,00	3,30
Kursrisiko	Inflationsrisiko
2,70	5,00

Anlageeinschätzung der Anleihe:

Die Anleihe EO-MTN 2011(21) der Linde Group ist unserer Einschätzung derzeit nicht für eine Neuanlage geeignet. Allerdings kann sie für konservative Anleger wieder als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht) interessant werden, wenn entweder:

- der Kurs auf 108,5% zurückgeht und damit die absolute Rendite wieder auf 2,8% steigt, womit ein Inflationsausgleich nach Einkommenssteuern wieder wahrscheinlicher würde
- oder der Renditeabstand zu Unternehmen mit vergleichbarer Bonität wieder zurückgegangen ist

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Hybridanleihen sind Anleihen, die in der Haftung schlechtergestellt sind als normale Anleihen und oftmals auch nicht über ein festes Laufzeitende verfügen. Im Konkursfall würden Hybridanleihen wie Eigenkapital behandelt und erst nachrangig zurückgezahlt, d. h. erst, wenn die Ansprüche aller anderen Gläubiger befriedigt sind. Sie sind daher nur für Anleger geeignet, die sich dieser besonderen Haftungssituation bewusst sind.

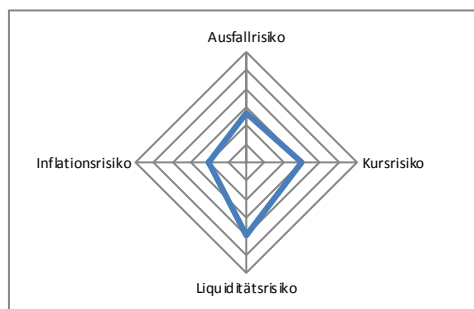
Die Hybridanleihen von Linde stellen derzeit eine interessante Anlagemöglichkeit für Langfristanleger dar. Das Risiko eines Ausfalls dieser Anleihen aufgrund eines Konkurses der Linde Group kann angesichts der hervorragenden Marktposition und der Fähigkeit, freien Cashflow zu generieren, als sehr gering eingeschätzt werden muss.

Die Börsenumsätze sind bei diesen Papieren allerdings nicht besonders hoch, sodass wir das Liquiditätsrisiko als überdurchschnittlich einstufen. Gegen Inflation sind die Titel aber durch die Wandlungsmöglichkeit in variabel verzinsliche Anleihen relativ gut abgesichert.

Unter den Hybridanleihen von Linde sehen wir derzeit dieses Papier als am interessantesten an:

Linde Finance B.V. EO-FLR Bonds 2006(16/66)			
Website: www.the-linde-group.com/	Kurs: 4.5.2012: 112,17%	WKN: A0GVN0	
Kleinste Stückelung: 1.000 €	Laufzeitende: 14.07.2066	ISIN: XS0259604329	

Kündigung: erstmalig am 17.04.2016
Zins bis zum ersten Kündigungsdatum:
7,375%
Zins ab dem ersten Kündigungsdatum:
variabel.: Mon. Euribor + 412,5 Bp



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,70	4,00
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,00	2,00

Anlageeinschätzung der Hybridanleihe:

Die Hybridanleihen sind aufgrund ihrer Wandlungsmöglichkeit in eine variabel verzinsliche Anleihe insbesondere unter dem Aspekt der Inflationsabsicherung interessant. Wir schätzen sie daher auch für konservative Anleger als zur Depotbeimischung geeignet ein. Angesichts der mäßigen Liquidität kommen sie aber auch bei chancenorientierten und risikobewussten Anleger nicht für sehr große Positionen infrage.

Die Anleihe EO-FLR 2006(16/66) der Linde Group ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Basisinvestment und (2%-4% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Bleibt Outsourcing ein Wachstumsmarkt?

Von Karl-Heinz Thielmann

Als Outsourcing wird die Auslagerung von Unternehmensaufgaben und -strukturen an Drittunternehmen bezeichnet. Ziel des Outsourcings ist es, durch Inanspruchnahme qualifizierter und spezialisierter Partner die Komplexität von Produktionsprozessen zu reduzieren und die damit verbundenen Kosten spürbar zu senken. Darüber hinaus erlaubt das Outsourcing dem Management eines Unternehmens, sich effektiver auf die Kernaktivitäten zu konzentrieren („Do what you can do best – outsource the rest“).

Outsourcing hat seit den 1990er Jahren vor allem im angelsächsischen Raum einen deutlichen Aufschwung genommen. Ausschlaggebend hierfür waren vor allem folgende Gründe:

- Outsourcing stellt insbesondere für das Management vieler kleiner und mittlerer Unternehmen eine Möglichkeit dar, die Geschäftsprozesse effektiv zu organisieren und so mit großen Unternehmen wettbewerbsfähig zu bleiben. Hierbei kann es sich um Aufgaben handeln, die von der Komplexität her viele Unternehmen überfordern – wie z. B. der Aufbau einer eigenen IT-Infrastruktur – oder die sich im großen Maßstab besser organisieren lassen – wie z. B. der Betrieb von Großküchen für Kantinen.
- Großunternehmen haben das Outsourcing vor allem genutzt, um Kosten zu senken und um operative Risiken – z. B. aus Aktivitäten mit hoher Kapitalbindung – auszulagern.
- In verschiedenen Branchen – wie z. B. der Finanzindustrie – ist es in den vergangenen Jahren zu immer schärferen Auflagen und Vorschriften gekommen, die von spezialisierten Dienstleistern qualifizierter erledigt werden können.
- Im Angesicht immer größerer Probleme mit der Finanzierung öffentlicher Haushalte und der Ineffizienz vieler öffentlicher Verwaltungen werden zunehmend staatliche Aufgaben in den privaten Sektor verlagert.
- Die zunehmende Globalisierung hat das sogenannte Offshore-Outsourcing ermöglicht, bei dem Arbeitsplätze von ihren ursprünglichen an kostengünstigere Standorte – in der Regel in Niedriglohnländer zu verlegt werden.

Der Trend zum Outsourcing ist nicht ohne Probleme geblieben. Insbesondere wenn Outsourcing zu stark von der Absicht drastischer Kostensenkungen getrieben ist, kann es zu Qualitätsproblemen kommen. Umstritten ist die Erfolgsbilanz vor allem beim Offshore-Outsourcing. In der Praxis haben der enorme Aufwand für Kommunikation und Abstimmung zwischen Auftraggebern und -nehmern in unterschiedlichen Ländern sowie die i.d.R. hohe Fluktuation von Arbeitnehmern in Billiglohnländern die erzielten Kosteneinsparungen oftmals mehr als wettgemacht.

Erfolgreiches Outsourcing muss daher heutzutage und in Zukunft vor allem auf Komplexitätsreduktion setzen. Outsourcing wird zunehmend zu einer „intelligenten“ Dienstleistung und bleibt damit Megatrend. Das einfache, lediglich auf Kosteneinsparungen hinielendes Outsourcing wird hingegen an Bedeutung verlieren.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Dieses veränderte Verständnis von Outsourcing führt momentan zu deutlichen Veränderungen insbesondere beim Offshore-Outsourcing. Zum einen werden zunehmend outgesourcete Arbeitsplätze wieder in ihre Ursprungsländer zurückverlagert. Darüber hinaus verlagern insbesondere indische IT-Dienstleister immer mehr Aufgaben in die Länder ihrer Kunden, um Qualitätsproblemen zu begegnen.

Für langfristige Kapitalanleger ist der Outsourcing-Sektor aus mehreren Gründen interessant:

- Die Effizienzgewinne durch Outsourcing sind bei Weitem noch nicht ausgeschöpft. Vor allem die Verlagerung von staatlichen Aufgaben in den privaten Sektor ist ein Prozess, der erst am Anfang steht. Insbesondere die neue britische Regierung treibt diesen Trend inzwischen aggressiv voran. Hier werden derzeit Reformen vorbereitet, die große Teile des Gesundheitssystems sowie die Vergabe und Kontrolle von Sozialleistungen privatisieren sollen. Aber auch selbst in Bereichen wie der Informationstechnologie, wo Outsourcing schon relativ verbreitet ist, eröffnen neue Technologien wie „Cloud Computing“ neue Geschäftsmöglichkeiten.
- Der Tendenz hin zu immer komplexer werdenden Produktionsverfahren und komplizierten rechtlichen Regelungen hat sich inzwischen zu einem globalen Megatrend entwickelt. Dies bedeutet für spezialisierte Outsourcing-Anbieter mit klar definierten Kernkompetenzen weiteres Wachstumspotenzial. Voraussetzung für den Erfolg ist hier vor allem Qualität der angebotenen Dienstleistung.
- In der Regel sind dienstleistungsorientierte Outsourcing-Unternehmen wenig kapitalintensiv und haben relativ stabile Verträge. Damit sind für sie eine hohe Kapitalrentabilität sowie die Generierung von freiem Cashflow einfacher möglich als in anderen Branchen. Zudem sind sie vergleichsweise wenig von konjunkturellen Schwankungen abhängig.

Im Folgenden stellen wir Ihnen mehrere Unternehmen in Kurzporträts vor, die seit Jahren erfolgreich „intelligentes Outsourcing“ in verschiedenen Bereichen anbieten und stabile Wachstumsraten bei Umsätzen und Erträgen vorweisen können.

Bilfinger Berger		
Website:	www.bilfinger.com/de/Home	Kurs: 4.5.2012: 67,31 €
Hauptbörse:	Xetra	Land: Deutschland
		WKN: 590900
		ISIN: DE0005909006

Die deutsche Gesellschaft **Bilfinger Berger** hat sich in den vergangenen Jahren vom Baukonzern zum Anbieter industrieller Dienstleistungen gewandelt. Inzwischen gibt es 5 Geschäftsbereiche: „Industrial Services“ (Umsatzanteil 38,9%; EBIT-Marge 4,6%), der sich mit der Wartung und Modernisierung von Produktionsanlagen befasst; „Power Services“ (Umsatzanteil 13,7%, EBIT-Marge 8%), der Komponentenherstellung, Instandhaltung, Wirkungsgradsteigerung sowie Lebensdauererlängerung bei Kraftwerken beinhaltet; „Building and Facility Services“ (Umsatzanteil 26,6%, EBIT-Marge 3,7%), in der technische, kaufmännische und infrastrukturelle Dienstleistungen für Immobilien erbracht werden; „Construction“ (Umsatzanteil 20,7%, EBIT-Marge 2%), der das traditionelle Baugeschäft mit Schwerpunkt bei Planung und Durchführung großer Infrastrukturprojekte umfasst sowie „Concessions“, in der Beteiligungen an Projektgesellschaften gehalten

Mit ruhiger Hand

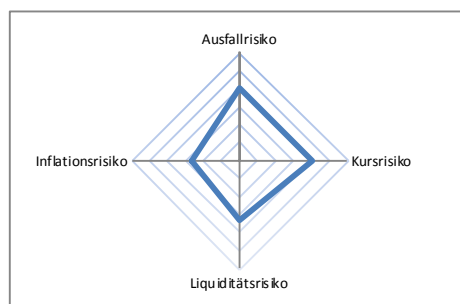
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden, die dem Betrieb von Verkehrswegen und Immobilien dienen und die im Rahmen langfristiger Konzessionsverträge als privater Partner der öffentlichen Hand auftreten.

Hauptrisikofaktor bei Bilfinger Berger ist derzeit die bilanzielle Situation. Mit einer Verhältnis der Nettoverschuldung zum Eigenkapital von 283% sowie einer im Verhältnis zum Eigenkapital relativ hohen Goodwillposition (87%) ist die Bilanzqualität bestenfalls als ausreichend zu bezeichnen.

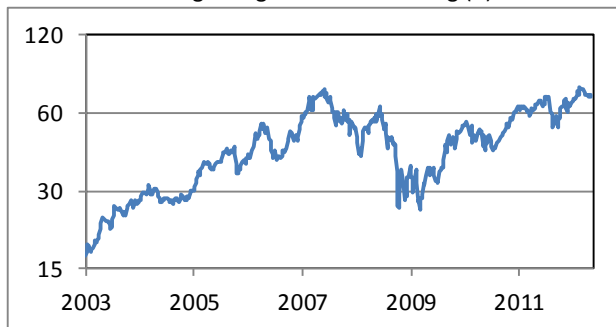
Allerdings reflektiert die schwache Bilanz den massiven Konzernumbau in den vergangenen Jahren hin zu Werte schaffenden Unternehmensteilen und sollte sich in den nächsten Jahren wieder deutlich verbessern. Potenzial besteht vor allem in der Verbesserung der Margen bei „Industrial Services“ und „Building and Facility Services“.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		8%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
12,7	11,9	1,7
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
4,09%	4,15%	0,9

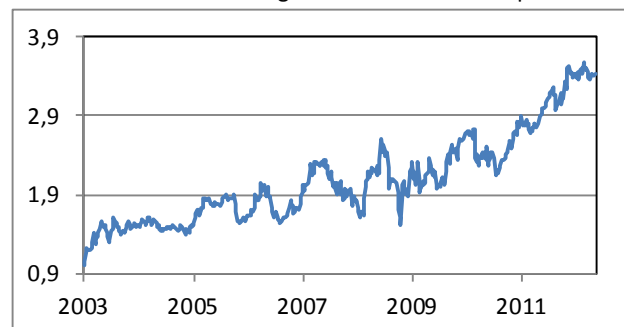


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
4,00	3,30
Kurs- risiko	Inflations- risiko
4,00	2,70

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Bilfinger Berger kommt angesichts der bilanziellen Risiken derzeit noch nicht für konservative Investoren oder für sehr große Positionen infrage. Die Aktie von Bilfinger & Berger ist daher unserer Einschätzung nach geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2%Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

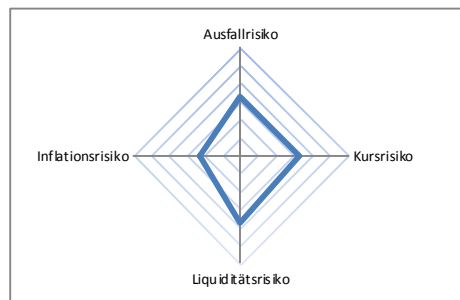
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bunzl		
Website: www.bunzl.com/	Kurs: 4.5.2012: £10,40	WKN: A0ET3E
Hauptbörse: London	Land: Großbritannien	ISIN: GB00B0744B38

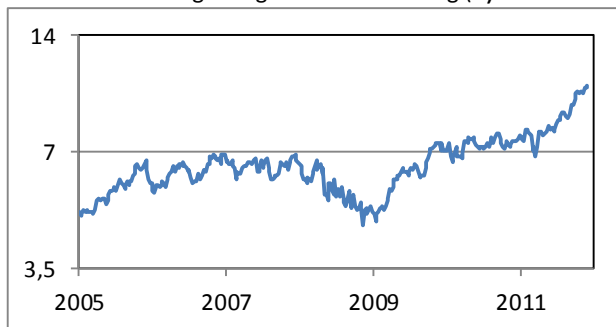
Bunzl ist eine britische Gesellschaft im Logistik-Outsourcing, die sich auf effiziente Strukturierung von Lieferketten spezialisiert hat. Für die Kunden im Einzelhandel, der Gastronomie oder im Gesundheitswesen wird die Belieferung mit Produkten des täglichen Bedarfs – sofern es sich nicht um Nahrungsmittel handelt – organisiert. Ca. die Hälfte der Umsätze wird in Nordamerika erzielt; in Großbritannien und Irland ca. ¼ sowie im übrigen Europa ebenfalls ca. ¼. Angesichts der niedrigen Kapitalintensität ist Bunzl in der Lage, in hohem Umfang freien Cashflow zu generieren.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		7%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
14,3	13,3	5,0
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,71%	2,89%	0,7

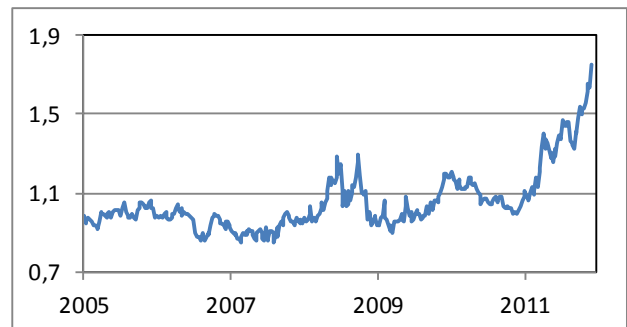


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,30	3,70
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,30	2,30

Langfristige Kursentwicklung (£):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Bunzl ist angesichts der mäßigen Liquidität derzeit nicht als Kerninvestment geeignet. Angesichts des stabilen Geschäfts und moderaten Bewertung erscheint die Aktie aber derzeit für chancenorientierte und risikobewusste Anleger attraktiv.

Die Aktie von Bunzl ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

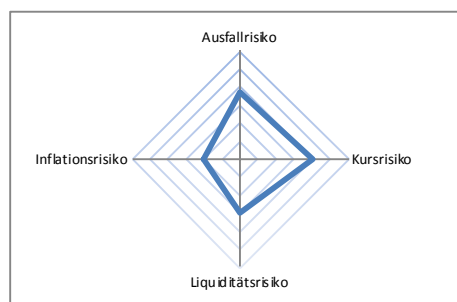
Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Infosys Ltd.		
Website: www.infosys.com/	Kurs: 4.5.2012: \$45,67	WKN: 919668
Hauptbörse: Nasdaq	Land: Indien	ISIN: US4567881085

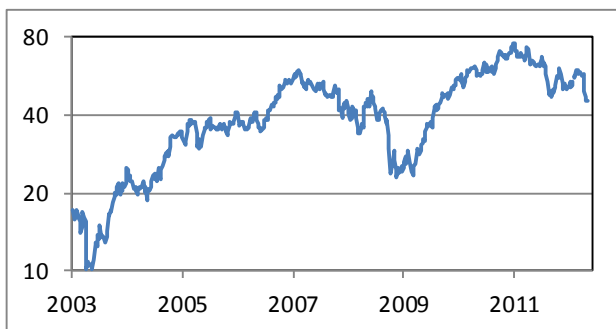
Infosys ist ein indisches IT-Service Unternehmen, das seinen Geschäftsschwerpunkt beim Offshore-Outsourcing hat. Ca. 2/3 der Umsätze werden mit nordamerikanischen Kunden erzielt. Angesichts der zunehmenden Probleme in diesem Segment hat sich Infosys in den vergangenen Jahren allerdings verstärkt der Unternehmensberatung zugewandt. Bemerkenswert ist, dass Infosys weltweit zu den führenden Unternehmen in Bezug auf die Nachhaltigkeit der Geschäftsprozesse gehört. Die Umsatzrentabilität ist mit einer operativen Marge von 28,4% sehr hoch; die Bilanzqualität angesichts einer negativen Nettoverschuldung ausgezeichnet.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		10%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
15,2	14,6	3,3
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
1,97%	2,05%	3,0

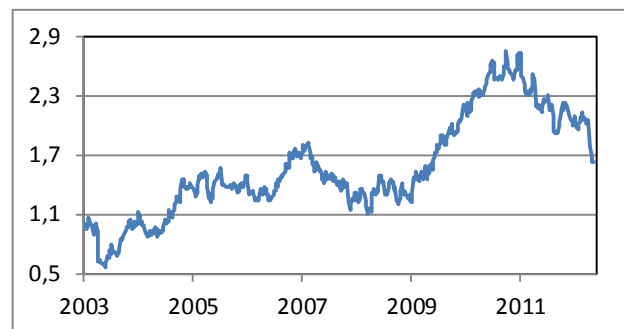


Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,70	3,00
Kursrisiko	Inflationsrisiko
4,00	2,00

Langfristige Kursentwicklung (\$):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Global:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Global 1800.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Infosys musste in den vergangenen Wochen angesichts der schwachen Entwicklung beim Offshore-Outsourcing die Wachstumserwartungen deutlich senken. Angesichts der relativ hohen Bewertung ist daher die Gefahr eines deutlicheren Kursrückgangs im Fall einer weiteren Ertragsenttäuschung relativ hoch. Auch die technische Analyse der Langfristtrends zeigt, dass die Gefahr eines weiteren Rückschlags gegeben ist. In die Aktie sollte daher im Moment nicht investiert werden. Sie könnte aber bei deutlich verbesserten Bewertungsrelationen wieder für chancenorientierte und risikobewusste Anleger interessant werden.

Die Aktie von Infosys ist unserer Einschätzung nach derzeit nicht für ein Investment geeignet.

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

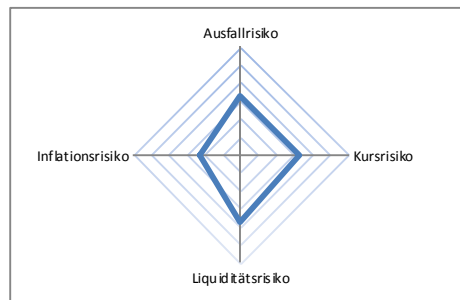
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

SERCO GROUP PLC		
Website: www.serco.com/	Kurs: 4.5.2012: £5,51	WKN: 899328
Hauptbörse: London	Land: Großbritannien	ISIN: GB0007973794

Serco ist ein britisches Unternehmen, das sich seit 40 Jahren auf die Übernahme staatlicher Aufgaben spezialisiert hat. Die Gesellschaft gehört damit zu den Hauptnutznießern des globalen Megatrends zur zunehmenden Privatisierung öffentlicher Dienstleistungen.

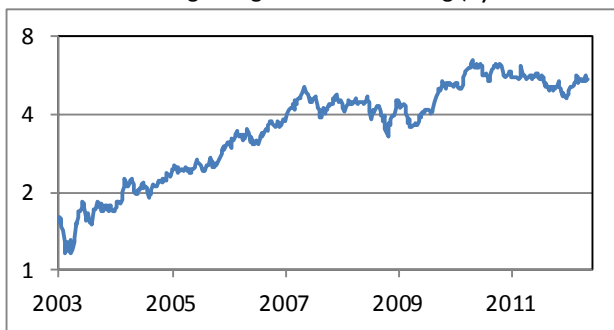
Hierbei deckt Serco so unterschiedliche Bereiche wie öffentlicher Verkehr, kommunale Verwaltung, IT- und Geschäftsprozessoutsourcing, Betrieb von Gefängnissen, militärische Logistik, Flugverkehrskontrolle, Wissenschaft sowie Bildung ab. Regionaler Geschäftsschwerpunkt liegt mit einem Umsatzanteil von ca. 60% in Großbritannien. In den nächsten Jahren plant Serco aber, insbesondere in Australien, den USA sowie dem Mittleren Osten zu expandieren. Ein Indikator für die hohe Qualität bei Serco ist die mit über 90% sehr hohe Rate von Verlängerungen nach Auslauf eines Outsourcing-Kontrakts.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		13%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
13,2	11,8	3,8
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
1,64%	1,82%	0,7

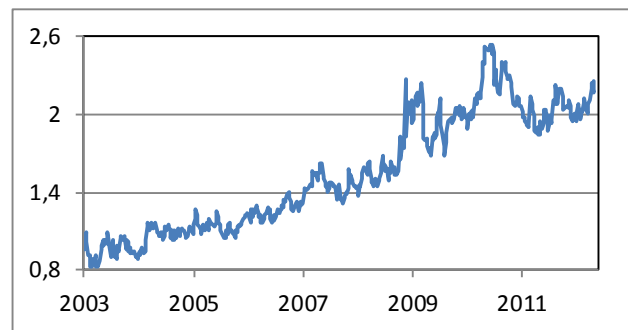


Nachhaltigkeit: ausreichend	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
3,30	3,70
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,30	2,30

Langfristige Kursentwicklung (£):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Serco eignet sich angesichts der mäßigen Liquidität derzeit nicht als Kerninvestment, ist aber aufgrund des stabilen Geschäfts und der niedrigen Bewertung für Langfristinvestoren sehr interessant.

Die Aktie von Serco ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

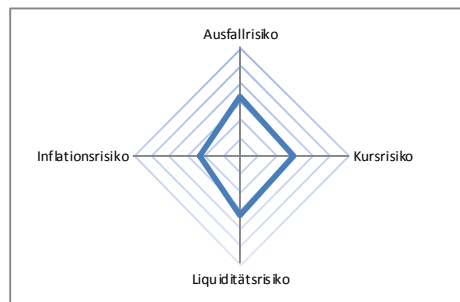
Sodexo S.A.		
Website: www.sodexo.com/en/default.aspx	Kurs: 4.5.2012: 60,24 €	WKN: 870935
Hauptbörse: Euronext	Land: Frankreich	ISIN: FR0000121220

Kerngeschäft von **Sodexo** ist das Catering und damit zusammenhängend die Versorgung von Kantinen. Hier-von ausgehend wurde das Geschäft um eine Reihe von weiteren Serviceangeboten erweitert, wie z. B. Objektmanagement, die Organisation von Empfangsdiensten oder auch der Betrieb von Kinderbetreuungseinrichtungen.

Sodexo und das britische Unternehmen Compass-Group sind Weltmarktführer beim Catering. Compass hat sich aber vor allem auf das Catering konzentriert hat und erzielt insgesamt auch um ca. ¼ höhere operative Margen. Sodexo hingegen hat es in den vergangenen Jahren erfolgreich verstanden, das ursprüngliche Geschäftsmodell in weitere Bereiche auszuweiten. Die Gesellschaft hat sich damit gut positioniert, um von demografischen Trends sowie von Veränderungen der Lebensgewohnheiten zu profitieren und bezeichnet sich selbst als Marktführer bei „Quality of Life Services“.

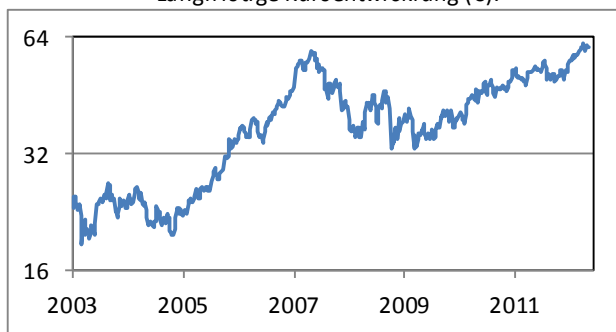
Die Herausforderung von Sodexo besteht in den kommenden Jahren darin, die Expansion in neue Segmente weiter voranzutreiben und gleichzeitig die Margen weiter zu verbessern.

Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		12%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
18,3	16,4	3,6
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,69%	2,95%	0,8



Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfall- risiko	Liquiditäts- risiko
3,30	3,30
Kurs- risiko	Inflations- risiko
3,00	2,30

Langfristige Kursentwicklung (€):



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Anmerkung: Die Angaben für die erwartete Gewinnänderung und die Bewertungskennziffern basieren auf eigenen Prognosen. Vergleichsindex für die relative Kursentwicklung ist der STOXX® Europe 600.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Sodexo erscheint uns derzeit als geeignet für:

- chancenorientierte Investoren als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Interessantes aus der Wissenschaft: Können wir Modelle für die Instabilität von Finanzmärkten verantwortlich machen?

Von Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

Es wird derzeit vielfach als selbstverständlich angenommen, dass formale Modelle einen bedeutenden Teil der Schuld für die Instabilität an den Finanzmärkten während der vergangenen Krisen tragen. Sie haben es nicht geschafft, die Probleme vorauszusagen. Risiken und die Bewertungen von Vermögenswerten wurden vielfach falsch berechnet und damit den meisten Anlegern irreführende Signale gegeben. Modellgesteuerte Fonds haben durch prozyklische Transaktionen Marktschwankungen verstärkt und teilweise spektakuläre Verluste erzielt.

Eine bedeutende Rolle bei der Schuldzuweisung von Finanzmarktproblemen an die formalen Modelle spielt die sogenannte Performativitäts-These, die von den Soziologen Michel Callon und Donald MacKenzie formuliert wurde. Gemäß dieser These beeinflussen Modelle durch ihren Gebrauch in der Praxis Marktereignisse und schaffen sogar neue Märkte. Der Gebrauch der Modelle soll erst die Welt erzeugen, die jene Modelle beschreiben. Wenn Modelle Risiken als zu niedrig beurteilen, erhalten wir eine Welt, wo Risiken zu gering eingeschätzt werden. Wenn Modelle Vermögenswerte falsch bewerten, werden diese Vermögenswerte auch auf den echten Märkten mit einem falschen Preis versehen.

Für das Verständnis von Instabilität an den Finanzmärkten ist es deshalb von größter Wichtigkeit zu untersuchen, wann Modelle tatsächlich zu Handlungen in Finanzmärkten führen und sich hieraus eine ökonomische Realität ergibt. Nur wenn dies der Fall ist, können wir Modelle für die Krisen mitverantwortlich machen.

Wenn man auf die Stimmen von Praktikern hört sowie empirische Untersuchungen aus verschiedenen Bereichen der Finanz-Industrie betrachtet, kommen allerdings an dieser Ansicht Zweifel auf. Die an den Finanzmärkten handelnden Personen vertrauen oft ihren eigenen Modellen nicht und haben Mechanismen entwickelt, die Ergebnisse zu unterlaufen. Modelle werden häufig in den konkreten Marktsituationen nicht mehr beachtet. Sie werden manipuliert, um ein schon vorgefasstes Ergebnis zu erhalten oder werden nur dann zur Entscheidungsfindung hinzugezogen, wenn ihr Ergebnis eine bestimmte Einschätzung stützt. Modelle werden regelmäßig von Menschen verworfen, wenn ihnen die Ergebnisse nicht mehr zu passen scheinen.

Ein Musterbeispiel der Anhänger der Performativitäts-These ist das sogenannte Black Scholes Modell, ein Ansatz zur Wertbestimmung bei Optionen. Die Performativitäts-Schule zeigte, wie dieses Modell allgemein akzeptiert wurde und sich in der Folge der Handel mit Optionen deutlich erhöhte. Es liegt also nahe, zu behaupten, dass durch dieses Modell der Optionshandel in der jetzigen Form eigentlich erst ermöglicht wurde.

Wissenschaftler mit praktischer Erfahrung im Optionsgeschäft wie Nassim Taleb, Espen Haug und Pablo Triana haben an dieser Ansicht aber klare Zweifel angebracht. Sie sind der Meinung, dass das Black Scholes Modell Märkte nicht beeinflussen konnte, weil es in seiner eigentlichen Form nie verwendet worden ist. Diese Kritik bezieht sich vor allem auf den für das Modell zentralen Begriff der implizierten Volatilität. Händler wissen, dass die Volatilität nicht stabil ist, wie es das Modell annimmt. Sie schalten die unzulängliche Mathematik des

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Modells aus, indem sie den Volatilitätsparameter manipulieren. Durch die Setzung einer bestimmten Volatilitätszahl erhalten Optionshändler den Preis, der ihrer Meinung der gegenwärtigen und zukünftigen Marktlage entspricht. Damit hilft das Modell Händlern, ein Urteil auszudrücken, das eigentlich schon gebildet wurde, bevor die Zahlen erzeugt wurden.

Die empirische Forschung in anderen Gebieten von Finanzmärkten liefert ein ähnliches Bild. Soziologen demonstrierten zum Beispiel, dass Wertpapier-Analysten sehr oft bei der Bewertung eines Unternehmens oder einer Industrie zuerst ihre Einschätzung bilden und danach dann die Zahlen in ihren Bewertungsmodellen so anpassen, dass diese mit dieser Einschätzung zusammenpassen.

Auch meine Forschungsergebnisse im Bereich des aktiven Portfoliomanagements haben ergeben, dass professionelle Investoren Modellen im Grunde misstrauen und sie nur sehr vorsichtig anwenden. So verwenden zum Beispiel einige von mir interviewte Portfoliomanager zur Bewertung von Aktien oder Renten Diskontierungs-Modelle wie DCF (Discounted Cash Flow) oder DDM (Dividend Discount Model). Die ermittelten Bewertungszahlen sind wichtig, weil sie anzeigen, ob eine bestimmte Anlage vom Markt unterbewertet wird und man kaufen sollte; bzw. ob sie überbewertet wird und man verkaufen sollte. Das Modell liefert ein konkretes Signal (unterbewertet oder überbewertet), das mit einer genauen Handlungsanweisung (kaufen oder verkaufen) verbundenen ist.

Die Forschung zeigt jedoch, dass Portfoliomanager, obwohl sie Diskontierungs-Modelle verwenden, sich nicht immer nach den quantitativen Empfehlungen von Modellen richten. Sie machen ein so genanntes "qualitatives Overlay", d. h., sie überprüfen die Glaubwürdigkeit ihrer Modell-Schätzung. "Qualitatives Overlay" beruht auf einer Plausibilitätsbetrachtung der Annahmen und der Eingangsdaten des Modells. Zum Beispiel erläuterte ein Fondsmanager, dass sein DCF-Modell vor einigen Jahren anzeigte, dass Aktien in den Schwellenländern überbewertet waren. Diese Bewertung beruhte jedoch nur auf der Tatsache, dass man im Modell eine sehr hohe Risikoprämie für Schwellenländer annahm. Diese Annahme war historisch bedingt, und der Portfoliomanager wusste das. Er wusste auch, dass Eingangsdaten häufig im Allgemeinen nicht quantitativ bestimmbar und folglich so subjektiv wie ungenau sind. Damit wären sie eigentlich für das Modellieren ungeeignet. Darum ist qualitatives Overlay der wichtigste Teil einer Anlageentscheidung: Die Ungenauigkeit von Annahmen und Modellen soll in situ korrigiert werden.

Um das Beispiel fortzusetzen berichtete der Portfoliomanager, dass er die Annahme der hohen Schwellenländer-Risikoprämie anzweifelte, weil er von einigen bedeutenden Fortschritten in diesen Ländern überzeugt war. Er sagte, dass Schwellenländer in den letzten 10 Jahren bedeutende Entwicklungen bezüglich der Unternehmensführung, Wirtschaftspolitik, Stabilität etc. gemacht haben. Modelle erfassen diese strukturellen Änderungen aber nicht und werden daher von Menschen im qualitativen Teil der Entscheidungsfindung verworfen. Schließlich wurde das Ergebnis des DCF-Modells, Schwellenländer niedrig zu gewichtigen, ignoriert. Das persönliche Werturteil des Portfoliomanagers setzte sich gegen die Mathematik des Modells durch.

Aufgrund meiner Forschungsergebnisse kann man annehmen, dass dieses Vorgehen auf den Kapitalmärkten eher die Regel als eine Ausnahme ist. Auch Interviews mit quantitativen, also rein modellgestützt arbeitenden Portfoliomanagern bestätigten, dass sie ihre rein quantitativ ermittelten Rangordnungen von Wertpapieren und durch Computer gelieferte Preissignale vor der Umsetzung noch einmal qualitativ überprüfen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Mit anderen Worten verhalten sich diese Kapitalanleger wie Piloten, die vorwiegend mit Autopilot fliegen, in schwierigen Situationen aber dann doch wieder mit der eigenen Hand das Steuer übernehmen.

Man könnte jetzt einwenden, dass Optionshändler, Wertpapier-Analysten und Portfoliomanager die zurückliegenden Finanzkrisen vielleicht verstärkt, aber nicht verursacht haben; folglich ist es egal, wie sie Modelle verwenden, oder ob sie ihren Empfehlungen folgen.

Es ist das Gebiet des Risikomanagements, wo die Krisen entstanden, und wo der Gebrauch von Modellen dazu führte, dass Risiken von bestimmten Wertpapieren (US-Hypothekenanleihen, Anleihen maroder Staaten) weltweit als zu niedrig veranschlagt wurden. Jedoch gibt es starke Hinweise, dass sich der Umgang mit Modellen in den Risikomanagement-Abteilungen nicht besonders von den anderen Gebieten der Finanzmärkte unterscheidet: Modelle werden von ihren Anwendern selbst infrage gestellt oder irrelevant gemacht.

So hatten zum Beispiel Manager des erfolglosen Hypothekenriesen Fannie Mae ein hoch entwickeltes Risikowarnsystem implementiert. Als dieses dann aber tatsächlich anschlug, wurden die hierdurch erzeugten Warnungen ignoriert. Stattdessen entschieden sich die Verantwortlichen dafür, mehr Risiko einzugehen. Nur aufgrund von menschlichen qualitativen Entscheidungen wurden gefährliche Hypothekenbonds gekauft, obwohl die Modelle gegen jene Transaktionen sprachen.

Ebenso sind Beispiele bekannt, dass Modelle in den Rating Agenturen verworfen wurden, deren Ergebnisse nicht erwünscht waren. Bezahlt von Emittenten wurden Agenturen veranlasst, die Risikobewertungen zu erzeugen, die von Kunden gefragt wurden.

Das erweckt den Verdacht, dass die in Fachkreisen viel diskutierten Mängel von Finanzmodellen (wie z. B. die statischen Probleme mit der Normalverteilung) eher von sekundärer Bedeutung sind, um die Rolle von Modellen bei Finanzmarkt-Instabilitäten zu verstehen. Selbst wenn die in Modellen enthaltene Mathematik vollkommen richtig gewesen wäre, würden die Modelle von handelnden Personen so manipuliert worden sein, dass sie die im Voraus gewünschten Ergebnisse erhalten. Dies scheint das Schlüsselproblem im Umgang mit Modellen zu sein.

Im Allgemeinen zeigen die neuesten Forschungsergebnisse, dass man der Art und Weise, wie Modelle in allen Gebieten der Finanzmärkte gebraucht werden, mehr Aufmerksamkeit schenken sollte. Das Verstehen dessen, wie Kapitalanleger ihre Meinungen geltend machen, indem sie Modell-Signale ignorieren oder korrigieren, würde uns davon abhalten, sich an einer undifferenzierten Kritik an falschen Modellen zu beteiligen und stattdessen zum grundlegenden Verständnis von Entscheidungsprozessen an Kapitalmärkten beitragen.

Prof. Dr. Ekaterina Svetlova hat die Professur für "International Business and Finance" an der Karlsruhochschule International University in Karlsruhe inne. Sie hat zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“ publiziert. Weitere Forschungsschwerpunkte sind:

- *Verknüpfung der Ökonomie mit Geisteswissenschaften wie Philosophie und Soziologie*
- *Methodologie der Wirtschaftswissenschaften*
- *Wirtschaftssoziologie und Soziologie der Finanzmärkte*
- *Modellieren und Umgang mit theoretischen Modellen auf den Finanzmärkten*

Vor ihrer wissenschaftlichen Tätigkeit hat Frau Prof. Dr. Ekaterina Svetlova als Analystin und Fondsmanagerin 7 Jahre lang praktische Kapitalmarkterfahrung gesammelt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Investmentfonds für Langfristanleger

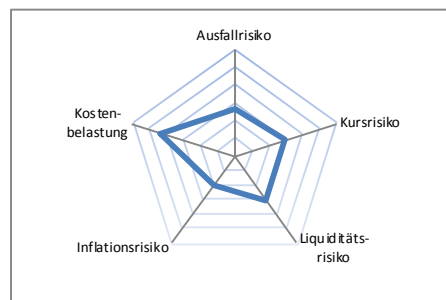
Von Karl-Heinz Thielmann

Nordea-1 Global Stable Eq Unhedged BP

Website:	http://www.nordea.de/	WKN:	591135
KAG:	Nordea Investment Funds S.A.	Kurs 4.5.2012:	10,61 €
		ISIN:	LU0112467450

Der Nordea – 1 Global Stable Equity Fund ist einer der wenigen Investmentfonds, die als Anlageziel explizit das Investment in ertragsstabile Aktien formuliert haben. Im Rahmen des Investmentprozesses werden mithilfe eines quantitativen Auswahlmodells Unternehmen identifiziert, die in etablierten Geschäftsfeldern tätig sind und stetig stabile Gewinne, Dividenden bzw. Cashflows erwirtschaften. Darüber hinaus wird auf Portfolioebene eine ausgeprägte Risikostreuung vorgenommen. Das Portfolio setzt sich üblicherweise aus 100 bis 150 Titeln zusammen, die größten Positionen übersteigen selten 2,5%. Über die Hälfte des Portfolios sind US-amerikanische Unternehmen, ca. 11% britische Gesellschaften. Sektorschwerpunkte sind Gesundheit mit einem Anteil von ca. 24%, Konsumgüter mit ca. 18%; Informationstechnologie mit ca. 12% sowie Telekommunikation mit ca. 11%.

Börsenhandel	Indexfonds	Kostenbelastung
nein	nein	4,30
Ausschüttend	Volumen	
nein	ca. Mio. €	
	342,00	



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,70	3,00
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,00	2,00

Die Konzentration auf stabile Unternehmen führt in unserer Einschätzung nach zu für Aktienfonds überdurchschnittlich guten Werten beim Ausfall- und Kursrisiko. Problematisch ist vor allem die Kostenbelastung, die wir hier analog zur Risikobewertung mit einer Schulnote versehen haben. Der Fonds erreicht eine 4,3; knapp ausreichend. Ca. 2% vom Fondsvolumen fallen jährlich an laufenden Kosten an, der reguläre Ausgabeaufschlag ist mit 5% recht hoch. Negativ auf die Erwerbskosten und die Liquidität wirkt sich zudem aus, dass der Fonds nicht börsennotiert ist. Er ist dennoch für Anleger empfehlenswert, die auf sehr lange Sicht einen Aktienfonds mit einem relativ niedrigen Risikoprofil suchen.

Der Nordea – 1 Global Stable Equity Fund ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

- konservative Anleger als Depotbeimischung (0%-2% Portfoliogewicht)
- chancenorientierte Investoren als Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht)
- risikobewusste Anleger als Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht)

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

LONG-TERM INVESTING Research AG - Institut für die langfristige Kapitalanlage

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann

Aufsichtsrat: Dr. Gregor Seikel (Vorsitzender)

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Tel.: +49 (0)721 – 6293 9773, Fax.: +49 (0)322 2376 4968

E-Mail: info@long-term-investing.de

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, 76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Die Bilder auf Seite 3 stammen von der Website: „The Linde Group“ – News & Media

Anhang:

a) Unser System der Unternehmensanalyse:

1. Mit der **qualitativen Analyse** werden Erfolgsfaktoren identifiziert, durch die Unternehmen eine anhaltende Fähigkeit zur Generierung von freiem Cashflow bzw. Überschusskapital haben: Weil sie a) aufgrund von dauerhaften Wettbewerbsvorteilen über eine überdurchschnittliche Marktposition verfügen; b) ein am langfristigen Unternehmenserfolg ausgerichtetes Management haben; c) den Erfolg nicht auf Kosten der Mitarbeiter oder der Umwelt erzielen (Corporate Governance; Nachhaltigkeit) bzw. d) von globalen Megatrends profitieren.
2. **Finanzstatusanalyse**: Bilanz, Gewinn-und-Verlust-Rechnung sowie Cashflow Rechnungen aus den aktuellsten Geschäftsberichte werden mit Bilanzkennzahlen ausgewertet.
3. Die **Bewertungsanalyse** wird auf der Basis eigener Prognosen mittels allgemein anerkannter und weitverbreiteter Methoden der fundamentalen Analyse wie dem DCF-Modell; der Kennzahlenanalyse (insbesondere Kurs-Gewinn-Verhältnis; Dividendenrendite; Kurs-Buchwert; Unternehmenswert zu Umsatz) sowie von Peergroup-Vergleichen durchgeführt.
4. Bei der technischen Analyse untersuchen wir langfristige Trendverläufe sowohl in der absoluten Kursentwicklung wie auch in der relativen Kursentwicklung zu einem Vergleichsindex. Sofern nicht anders bezeichnet, ist für europäische Aktien dieser Vergleichsindex der STOXX® Europe 600 Preisindex; für außereuropäische Aktien der STOXX® Global 1800 Preisindex.
5. Darüber hinaus erfassen wir auch die **Risikofaktoren**, die einem langfristigen Anlageerfolg entgegenstehen. Dabei werden folgende Risiken einzeln bewertet:
Ausfallrisiko (Renten: das angelegte Geld wird nicht oder nur unvollständig zurückgezahlt; Aktien: Aufgrund von unternehmerischem Misserfolg kommt es zur dauerhaften Wertminderung der Anlage). Die Kriterien für das Ausfallrisiko sind: bei Unternehmen Bonität, Verschuldung (bilanziell und außerbilanziell),

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

freier Cashflow, Produktvielfalt, Marktzutritt-Schranken, etc.; bei Ländern Budgetdefizite, Schattenhaushalte, Leistungsbilanzsalden, Währungssystem, Stabilität.

Kursrisiko (eine Kapitalanlage kann aufgrund von Kursschwankungen nur zu einem ungünstigen Kurs verkauft werden). Kriterien für das Kursrisiko sind Volatilitätskennzahlen wie die Standardabweichung oder β , etc.

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
 - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
 - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
 - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
 - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
 - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

Rechtliche Hinweise:

Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beigesteuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank.

Für Kursdaten haben wir eine eigene Datenbank aufgebaut, die - sofern nicht anders angegeben – die amtlichen und um Kapitalmaßnahmen bereinigten Kurse von der jeweiligen Hauptbörse enthält. Hauptbörsen sind: Aktien Deutschland & ETF's: Xetra; Renten: Börse Stuttgart; USA: NYSE bzw. Nasdaq; Niederlande & Frankreich: Euronext; Spanien: Börse Madrid; Italien: Börse Mailand; internationale Technologieaktien: Nasdaq. Bei nicht als ETF's gehandelten Investmentfonds werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen.

Finanzanalysen werden vor ihrer Veröffentlichung dem Emittenten normalerweise nicht zugänglich gemacht und danach geändert. Abweichungen von dieser Praxis werden gesondert gekennzeichnet.

2) Zur Erstellung genutzte Bewertungsgrundlagen und Methoden: siehe Seite 21.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – der auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 5. Mai 2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom Vortag des Erscheinungsdatums an der genannten Hauptbörse des jeweiligen Finanzinstruments.

5) Aktualisierungen: Für Aktualisierungen der bestehenden Analysen aus der aktuellen Ausgabe ist kein fester Zeitrahmen vorgesehen und besteht auch keine Verpflichtung.

6) Hinweis auf eigene Finanzanalysen aus den der Veröffentlichung vorausgegangenem zwölf Monaten, die sich auf dieselben Finanzinstrumente oder Emittenten beziehen: keine Veröffentlichungen.

Hinweis gemäß § 5 FinAnV:

Interessenkonflikte: Umstände oder Beziehungen werden im Folgenden angegeben, die Interessenkonflikte begründen können, weil sie die Unvoreingenommenheit der Mitarbeiter, die die Analysen in dieser Ausgabe erstellt haben, der LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage als das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen sowie sonstiger an der Erstellung mitwirkenden Personen oder Unternehmen gefährden könnten.

Mitarbeiter an dieser Ausgabe haben oder waren in Bezug auf ein in dieser Ausgabe erwähntes Finanzinstrument bzw. mit einem genannten Emittenten:

- 1) Anteile im Besitz: Mitarbeiter halten Linde-Aktien als Langfristinvestment
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Käufe von Serco-Aktien
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzierung eines Finanzinstruments beteiligt: nein

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Disclaimer:

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen dienen ausschließlich informativen Zwecken. Sie stellen auf keinen Fall Werbung oder ein Angebot, insbesondere einen Prospekt oder eine Aufforderung zum Handel, der Zeichnung, dem Kauf oder dem Verkauf von Wertpapieren bzw. zur Teilnahme an einer Handelsstrategie, dar.

Obwohl unsere Informationen aus Quellen stammen, die wir für zuverlässig halten und der Inhalt dieser Publikation mit großer Sorgfalt zusammengestellt wurde, können wir keine - weder ausdrückliche noch stillschweigende - Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben übernehmen.

Wir behalten uns das Recht vor, jederzeit und unangekündigt Änderungen oder Aktualisierungen der in dieser Publikation enthaltenen Informationen vorzunehmen. Weder die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage noch irgendwelche Aufsichtsräte, Vorstandsmitglieder oder Mitarbeiter dieser Gesellschaft können direkt oder indirekt für in dieser Publikation enthaltenen Informationen und/oder Empfehlungen haftbar oder verantwortlich gemacht werden.

Die in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind auf keinen Fall als Erbringung einer Investmentdienstleistung zu verstehen und sind kein Ersatz für eine persönliche Anlageberatung. Die Verwendung der in dieser Publikation enthaltenen Informationen erfolgt ausschließlich auf eigene Gefahr. Wir sind weder direkt noch indirekt für irgendwelche Verluste oder Schäden, die dem Leser durch die Verwendung dieser Publikation oder durch eine darauf basierende Entscheidung entstehen, haftbar.

Investitionen sind mit Risiken verbunden. Bitte beachten Sie, dass der Wert der Anlage steigen oder sinken kann und die Wertentwicklung in der Vergangenheit nicht notwendigerweise aussagekräftig für die Wertentwicklung in der Zukunft ist und in keinem Fall als aussagekräftig betrachtet wird.

Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen sind streng vertraulich und dürfen zu keinem Zeitpunkt ohne unsere vorherige Zustimmung kopiert, vervielfältigt, verbreitet oder Dritten zugänglich gemacht werden. Jegliche Ansprüche, die sich aus oder im Zusammenhang mit den Bedingungen dieses Haftungsausschlusses ergeben, unterliegen deutschem Recht.

Die in dieser Publikation enthaltenen Analysen und alle darin aufgezeigten Informationen sind nur zur Verbreitung in den Ländern bestimmt, nach deren Gesetz dies zulässig ist. Diese Analyse richtet sich ausdrücklich nicht an Anleger in den USA, Japan und Kanada. In Großbritannien ist sie nur für Personen bestimmt, die in Art. 11 (3) des Financial Services Act 1986 (Investments Advertisements) (Exemptions) Order 1996 (in der jeweils geltenden Fassung) beschrieben sind. Es wird darauf explizit hingewiesen, dass insbesondere auch die Weiterleitung dieser Publikation in die USA und an US-Personen sowie in alle Länder, in denen der Vertrieb dieser Publikation beschränkt ist, nicht zulässig ist.

Allein verbindliche Grundlage für den Erwerb von Investmentfonds sind die jeweiligen Verkaufsprospekte mit Risikohinweisen und ausführlichen Informationen, die Sie kostenlos bei Investmentgesellschaft unter auf ihrer Internetadresse erhalten.

Die Entlohnung der Mitarbeiter von „Mit ruhiger Hand“ hängt weder in der Vergangenheit, der Gegenwart noch in der Zukunft direkt oder indirekt mit den Einschätzungen oder den Sichtweisen, die in dieser Publikation geäußert werden, zusammen.