

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

Wissenschaft

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) verbunden 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

Wissenschaft

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

Wissenschaft

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

Wissenschaft

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 INVESTIING 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

Wissenschaft

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 4.

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 vorausgegangenen 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

Wissenschaft

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.