

Nummer 4, 6. August 2012

In der aktuellen Ausgabe wird kein Schwerpunkt gesetzt, sondern ein breites Spektrum von kapitalmarktrelevanten Themen behandelt. Zwar haben auch im abgelaufenen Monat Europas Politiker wieder einmal mit teilweise kabarettreife Auftritten und konfuse Statements für ein Wechselbad von Hoffnung und Panik bei Investoren gesorgt. Aber gerade deshalb sollte der Blick für das Wesentliche wie z. B. die strukturellen Ursachen der Eurokrise nicht verloren gehen.

Das Editorial „**Nifty Bonds**“ beschäftigt sich in dieser Ausgabe mit den Bewertungsrelationen am Rentenmarkt und den Parallelen zu dem hohen Bewertungskennzahlen vor 40 Jahren am US-Aktienmarkt. Nach dem Wirtschaftsaufschwung der Nachkriegszeit galten nicht wie heute Anleihen als sicher, sondern vor allem Aktien von soliden Wachstumsunternehmen. Sicherheit wurde damals wie heute als Argument dafür verwandt, um absurde Preise für Wertpapiere zu rechtfertigen.

In der Analyse „**Bureau Veritas – geprüftes Wachstum**“ wird ein Unternehmen vorgestellt, das sich auf die Überprüfung von Qualitäts-, Gesundheits- und Sicherheitsstandards sowie Umweltanforderungen spezialisiert hat. Damit profitiert es von dem zunehmenden Bedarf an unabhängigen Analysen und Bewertungen in einer immer globaler und technisch komplexer werdenden Welt.

Der ökonomische Beitrag „**Die wahre Eurokrise: Wachstumsschwäche**“ untersucht einen oft vernachlässigten Aspekt der europäischen Wirtschaftsmisere: Der eigentliche Grund, warum die Krisenländer ihre Schulden nicht zurückzahlen können, liegt in ihrem schwächlichen Wachstum begründet. Dieses wiederum hat mit einem Mangel an Kapitalbildung und unternehmerischer Initiativen zu tun.

„**Der große Hedgefonds-Schwindel**“ befasst sich mit genauer mit dem Phänomen, dass Hedgefonds trotz einer insgesamt enttäuschenden Performance und hohen Kosten immer mehr zu einer etablierten Anlagekategorie geworden sind. Die öffentliche Wahrnehmung wird von flexiblen und renditestarken Fonds dominiert, die Industrie selbst aber von mittelmäßigen und überbewerteten Produkten. Wir untersuchen die Gründe für die offensichtliche Diskrepanz zwischen Wahrnehmung und Realität.

Im Mittelpunkt der Rubrik **Investmentfonds für Langfristanleger** steht dieses Mal der **Templeton Global Bond A YDis €**. Dieser Fonds investiert unabhängig vom Benchmarkdenken an internationalen Anleihemärkten und wählt seine Investments vor allem auf der Basis ökonomischer Analysen aus.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Nifty Bonds

Liebe Langfristanleger,

in den 60er und Anfang der 70er Jahre wurde in den USA der Begriff der Nifty Fifty geprägt, zu deutsch der „Flotten Fünfzig“. Gemeint waren damit die Lieblingsaktien der institutionellen Investoren dieser Tage, die sich durch eine vorteilhafte Marktposition, stabile Ertragslage und gute Wachstumsperspektiven auszeichneten. Sie galten somit als besonders sicher und wurden sehr hoch bewertet. Ihr Kauf schien für fast jeden Preis gerechtfertigt.

So lagen 1972 die Kursgewinnverhältnisse von Merck und von Coca-Cola bei 45; Johnson & Johnson erreichte einen Wert von fast 60. McDonald's und Walt Disney waren mit dem über 70fachen des Jahresgewinns bewertet. Die Ölkrise 1974 und der folgende Börseneinbruch brachte aber den Wendepunkt

für die Wertentwicklung der Nifty Fiftys. Ihre Aktienkurse gingen überdurchschnittlich stark zurück, ihre Bewertung schrumpfte wieder auf normale Relationen.



Inhalt:

*Seite 4: Bureau Veritas –
geprüftes Wachstum*

*Seite 9: Die wahre Eurokrise:
Wachstumsschwäche*

*Seite 11: Der große
Hedgefonds-Schwindel*

*Seite 18: Investmentfonds für
Langfristanleger: Templeton
Global Bond A YDis €*

Seite 19: Impressum, Anhang

Seite 22: Disclaimer

Tatsächlich waren aber nicht nur die bereits Genannten, sondern auch viele der anderen Nifty Fifty-Unternehmen wie General Electric oder IBM operativ in den folgenden Jahrzehnten überdurchschnittlich erfolgreich. Ihre Kursentwicklung konnte aber erst nach längerer Durststrecke wieder die Investoren erfreuen. Die alten Rekorde bei der Bewertung wurden nicht mehr erreicht.

Es gab aber auch einige Misserfolge bei den Nifty Fiftys wie den Computerhersteller Digital Equipment oder die Fotokonzerne Polaroid und Eastman Kodak, die am Technologiewandel scheiterten. Wiederum andere wie die Warenhauskette Sears oder das Transportunternehmen Emery Air Freight wurden durch schlechtes Management zugrunde gerichtet. Unternehmen wie Dow Chemical konnten zwar wachsen, aber deutlich schwächer als der Gesamtmarkt.

Heutzutage haben wir wieder eine den Nifty Fifty ähnliche Konstellation, aber nicht mehr bei Aktien, sondern an den internationalen Rentenmärkten. Die Anleihen solider (und auch einiger weniger soliden) Staaten sind aufgrund ihrer angenommenen relativ großen Sicherheit extrem hoch bewertet.

Nimmt man den Kehrwert der aktuellen Renditen für 10jährige Anleihen, so kann man ein Rentenmarkt-Kursgewinnverhältnis (KGV) berechnen. Dieses beträgt derzeit für Bundesanleihen 78 sowie für US-Treasuries und britische Gilts 68. Für die Schweiz ergibt sich sogar ein KGV von 217, bei Hongkong 156.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Kann das so weiter gehen? Ich glaube nicht. Ähnlich wie die Nifty Fiftys das Ende eines 30jährigen Bullenmarktes für Aktien nach dem Zweiten Weltkrieg signalisierten, so sind die gegenwärtigen Verhältnisse am Rentenmarkt ein Signal für einen endenden 30jährigen Bullenmarkt bei festverzinslichen Wertpapieren. Spielt die Bewertung bei der Anlageentscheidung nur noch eine untergeordnete Rolle und wird stattdessen vor allem auf das gesetzt, was auch in den vergangenen Jahren gut war, ist dies ein untrüglicher Indikator für eine anstehende Trendwende.

Insbesondere wenn „Sicherheit“ als Hauptargument für ein Investment genannt wird, sollte Vorsicht angebracht sein. Vor 40 Jahren misstraute man Anleihen, weil Inflation befürchtet wurde. Wachstumsunternehmen hingegen galten als sicher, weil sich niemand vorstellen konnte, dass es Grenzen für ihre Expansion gab. Dies mag heute absurd erscheinen. Man sollte aber nicht vergessen, dass ein Gefühl der Sicherheit immer auch aus der Vergesslichkeit des Menschen resultiert. Gefahren, die für einen längeren Zeitraum nicht mehr aufgetreten sind, werden irgendwann komplett vergessen. Nach einer Zeit jahrzehntelangen Wirtschaftsaufschwungs glaubte man, die Konjunktur mit den Mitteln keynesianischer Fiskal- und Geldpolitik kontrollieren zu können. Man hatte schlicht und einfach verlernt, dass es auch strukturelle Krisen geben kann. Als dann 1974 die Ölkrise kam, gab es ein böses Erwachen.

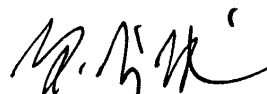
Gegenwärtig gelten Anleihen bestimmter Staaten als sicher, weil sich niemand vorstellen kann, dass sie Pleite gehen können. Natürlich ist es äußerst unwahrscheinlich, dass diese Länder rein technisch gesehen insolvent werden. Notfalls kann immer eine Notenbank eingreifen und Staatsanleihen aufkaufen. Großbritannien hat übrigens schon in großem Stil damit begonnen.

Zurzeit ignorieren die Anleihekäufer aber anscheinend, dass dies langfristig gesehen eine Inflationierung der Wirtschaft zur Folge haben kann. Das niedrige Ausfallrisiko von Staatsanleihen geht einher mit einer hohen Anfälligkeit gegenüber der Geldentwertung. Ob die Kaufkraft investierten Geldes durch einen staatlichen Schuldenschnitt oder durch Inflation sinkt, wird unterschiedlich wahrgenommen: Ein Schuldenschnitt vernichtet das Kapital schnell und brutal; bei Inflation löst sich der Geldwert langsam und kaum spürbar auf. Die Konsequenz für den Anleger ist aber die gleiche: Er hat am Ende weniger als vorher und damit das Gegenteil von dem erreicht, was normalerweise Ziel einer Kapitalanlage ist.

Zwar ist derzeit noch nicht abzusehen, welcher Katalysator eine Trendwende am Rentenmarkt einleitet und wann dies passiert. Meine persönliche Vermutung ist, dass dies noch einige Zeit dauern wird, da die expansive Geldpolitik zur Krisenbekämpfung als Nebenwirkung die Rentenmärkte stützt. Aber keine Krise dauert ewig. Unabhängig, ob wir in den kommenden Monaten ein Auseinanderbrechen der Eurozone oder eine Lösung der Schuldenkrise sehen werden, irgendwann müssen die Notenbanken den Geldhahn wieder zudrehen. Spätestens dann wird den niedrigen Zinsen für Staatsanleihen die Grundlage entzogen.

Achten Sie bei Ihren Kapitalanlagen nicht nur auf die Sicherheit, sondern auch auf die Bewertung. Nur wenn beide in einem angemessenen Verhältnis zueinanderstehen, sind die Voraussetzungen für erfolgreiche Langfristinvestments gegeben.

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



Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bureau Veritas – geprüftes Wachstum

Von Karl-Heinz Thielmann

Bureau Veritas ist eine weltweit tätige Inspektions-, Klassifikations- und Zertifizierungsgesellschaft, die aus einem im Jahr 1828 in Antwerpen gegründeten Informationsbüro für maritime Versicherungen hervorging. Seit 1833 befindet sich der Hauptsitz des Unternehmens in Paris.

Kerngeschäft ist die Überprüfung von Qualitäts-, Gesundheits- und Sicherheitsstandards sowie Umwelanforderungen. Darüber hinaus werden ergänzende Dienstleistungen wie z. B. Mitarbeitertrainings angeboten, die dem Kunden die Einhaltung seiner Normen und Anforderungen erleichtern.



Zum Jahresende 2011 lagen der Umsatz bei 3,4 Mrd. € und die Mitarbeiterzahl bei 52.100.

Nur noch ca. 20% der Umsätze werden im Heimatland Frankreich erzielt; 30% kommen aus dem übrigen Westeuropa und Nordamerika. Weitere 50% der Umsätze werden in der übrigen Welt erwirtschaftet mit einem besonderen Schwerpunkt in den Wachstumsregionen Asiens und Lateinamerikas.

Das Unternehmen ist in acht Geschäftsbereiche aufgegliedert, für die es spezifische Dienstleistungen anbietet:

- Marine (10% Umsatzanteil; operative Marge 29,5%): Umsetzung und Überprüfung von Standards in der Schifffahrtsindustrie
- Industrie (21% Umsatzanteil; operative Marge 11,5%): Bewertung von Industrieanlagen und Produktionsprozessen
- Inspektionen & wiederkehrende Prüfungen (13% Umsatzanteil; operative Marge 11,0%): regelmäßige Überprüfungen von in Gebäuden fest installierten Ausrüstungen und Installationen
- Bau & Immobilien (12% Umsatzanteil; operative Marge 10,9%): Planungshilfe und Überprüfung der Einhaltung von Standards bei der Durchführung von Bau- und Infrastrukturprojekten
- Zertifizierung (10% Umsatzanteil; operative Marge 20,7%): Bescheinigungen über die Einhaltung bestimmter Standards und Normen
- Konsumgüter (11% Umsatzanteil; operative Marge 25,6%): Produktprüfung, Inspektion und Zertifizierung von Konsumgütern
- Regierungsverträge und Internationaler Handel (7% Umsatzanteil; operative Marge 18,5%): Durchführung von Importkontrollen
- Rohstoffe (16% Umsatzanteil; operative Marge 12,7%): Wareninspektionen und Prüfungen von Mineralölen & Petrochemikalien; Metallen & Mineralien sowie landwirtschaftlichen Produkten

Wettbewerbssituation:

Es gibt nur eine Gesellschaft, die in ähnlichen Geschäftsfeldern wie Bureau Veritas global und in einer vergleichbaren Größenordnung tätig ist, SGS aus der Schweiz. Beide Gesellschaften sind als Marktführer anzusehen, wobei die Schwerpunkte bei den Geschäftssegmenten und regional etwas unterschiedlich sind. Bureau Veritas ist insbesondere in den Wachstumsmärkten der Schwellenländer führend. Andere Wettbewer-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ber wie Intertek in Großbritannien oder Dekra, TÜV Süd und TÜV Rheinland in Deutschland sind deutlich kleiner und relativ stark auf die jeweiligen Heimatmärkte fokussiert.

Management:

Das Top-Management hat sich vor Kurzem relativ stark verändert. Nach 17 Jahren an der Unternehmensspitze hat Frank Piedelièvre in diesem März die operative Unternehmensleitung an Didier Michaud-Daniel übergeben, der bisher die Otis Elevator Company leitete, den Weltmarktführer bei Aufzügen.

Auch Finanzvorstand Sami Badarani ist erst seit November 2011 bei Bureau Veritas. Seine vorherigen beruflichen Stationen waren General Electric und Alliance Boots, wo er seit 2004 Positionen als CFO innehatte. Er gilt als Spezialist für Corporate Finance.

Beide Manager sind international ausgerichtet und operativ sehr erfahren. Allerdings lässt sich derzeit noch nicht beurteilen, inwieweit sie den bisherigen Stil weiterverfolgen oder eigene Akzente setzen. Insbesondere die Berufung von Sami Badarani könnte aber ein Indiz dafür sein, dass Bureau Veritas in Zukunft einen stärkeren Fokus auf Akquisitionen richtet.

Hauptaktionär ist mit einem Anteil 51,5 % die Finanzholding Wendel, derzeit Frankreichs größte Beteiligungsgesellschaft. Beim Management liegen gegenwärtig 2,5 % der Aktien, Mitarbeiter halten 0,8 %. Quelle: (COFISEM).

Nachhaltigkeit:

Als Service-Unternehmen hat Bureau Veritas aufgrund des geringen Ressourcenverbrauches einen natürlichen Vorteil gegenüber industriellen Unternehmen in Hinblick auf die Umweltbelastung. Das Unternehmen misst seine Nachhaltigkeit an vier Indikatoren: Arbeitssicherheit, Papierverbrauch, Wasserbedarf sowie Energiekonsum. Die Ergebnisse werden veröffentlicht und zeigen insbesondere bei der Einsparung von Energie und Papier Fortschritte.

Auch in Hinblick auf die geschäftlichen Perspektiven wird Nachhaltigkeit für Bureau Veritas immer wichtiger. Die Beratung von Unternehmen bei der nachhaltigen Gestaltung ihrer Geschäftsprozesse spielt eine wachsende Rolle. Immer neue Umweltnormen und Schutzvorschriften sorgen für einen ständig wachsenden Bedarf an Tests und Zertifizierungen.

Abhängigkeit von langfristigen Trends:

Das Marktwachstum wird in wird von uns in den nächsten Jahren auf mindestens 5% p.a. geschätzt und liegt damit deutlich über dem Wachstumstrend der Weltwirtschaft. Ausschlaggebend hierfür sind folgende Faktoren:

- Die Zunahme von Regulierungen für Sicherheits-, Qualitäts- und Gesundheitsstandards in den entwickelten Volkswirtschaften
- In den Schwellenländern führen die zunehmende Industrialisierung sowie steigende Lebensstandards zu einer überproportional wachsenden Nachfrage nach Zertifizierungen
- Ein wachsendes Umweltbewusstsein erfordert unabhängige Prüfungsinstanzen zur Einhaltung von Umweltstandards

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Die zunehmende Komplexität von Liefer- und Produktionsketten macht immer häufiger Prüfungen an den einzelnen Stellen dieser Ketten notwendig
- Die Trends zu Outsourcing und Privatisierung eröffnen Potenzial zur Übernahme von bisher staatlichen Dienstleistungen

Wir gehen davon aus, dass Bureau Veritas als einer der Marktführer hiervon überproportional profitieren kann. Insbesondere die starke Präsenz in Entwicklungs- und Schwellenländern sollte helfen, von den Wachstumsmöglichkeiten in diesen Ländern zu profitieren.

Gewinnentwicklung und Bilanz:

Übersicht Finanzkennzahlen		2007	2008	2009	2010	2011
Umsätze	in Mio. €	2.067	2.549	2.648	2.930	3.359
Operatives Ergebnis	in Mio. €	312	388	433	491	544
Operative Marge	in %	15,1	15,2	16,4	16,7	16,2
Nettogewinn	in Mio. €	193	231	274	315	348
Free Cash Flow	in Mio. €	134	189	310	288	247
Nettoverschuldung	in Mio. €	667	908	679	1.070	1.022

Getrieben von der geschäftlichen Expansion konnte Bureau Veritas in den vergangenen Jahren Gewinne und Umsätze auch in Krisenzeiten beständig steigern. Angesichts der positiven Marktfaktoren gehen wir davon aus, dass sich dieses Wachstum auch in den nächsten Jahren mit durchschnittlich 14% p.a. fortsetzen kann. Positiv für die Bewertung ist, dass ein hoher Anteil der Gewinne in freien Cashflow transformiert werden kann.

Gewinn- und Dividendenentwicklung		Schätzungen		
		2012	2013	2014
Gewinn je Aktie	in €	3,65	4,14	4,60
Dividende je Aktie	in €	1,46	1,64	1,86

Eine Schwachstelle ist die Bilanz. Aufgrund vieler Akquisitionen hat Bureau Veritas eine sehr hohe Goodwill-Position aufgebaut, die mit 1,38 Mrd. € (Ende 2011) das ausgewiesene Eigenkapital um 28% übersteigt.

Analyse der Aktie von Bureau Veritas:

Bureau Veritas			
Website:	www.bureauveritas.com/	Kurs 3.8.2012: 73,22 €	Börsenwert (Mrd.€): 8,0
Hauptbörse:	Euronext	Land: Frankreich	WKN: A0M45W
			ISIN: FR0006174348

Bewertung:

Mit einem Kursgewinnverhältnis von 17,7 für das nächste Geschäftsjahr ist die Aktie sowohl im Vergleich zum Gesamtmarkt wie auch mit Blick auf die eigene Historie relativ hoch bewertet. Allerdings haben viele Analysten in den letzten Wochen ihre Gewinnerwartungen nach oben revidiert, während der Gesamtmarkt unter Gewinnenttäuschungen litt, sodass sich offenbar eine „Zuverlässigkeitsprämie“ für die Bewertung ergeben hat.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Risikokennzahlen:

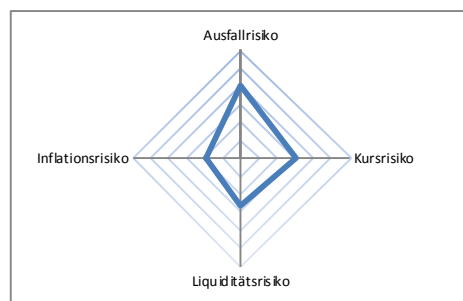
Das Ausfallrisiko wird trotz der stabilen Marktposition mit 4 bewertet. Die hohe Bewertung macht die Aktie anfällig für Ertragsenttäuschungen; negativ kann sich auch der hohe Goodwill auswirken.

Relativ zu anderen Aktien ist das Kursrisiko gemessen an Volatilitätskennzahlen unterdurchschnittlich, deshalb wird hierfür eine 3 vergeben.

Als mittelgroßer Wert an der französischen Börse ist der Titel relativ gut handelbar, der Auf- oder Abbau von größeren Positionen kann allerdings Probleme bereiten. Das Liquiditätsrisiko wird daher mit 2,7 benotet.

Angesichts relativ guter Preisüberwälzungsmöglichkeiten bei Kostensteigerungen sowie einer sehr niedrigen Kapitalintensität ist das Inflationsrisiko mit 2 relativ gering.

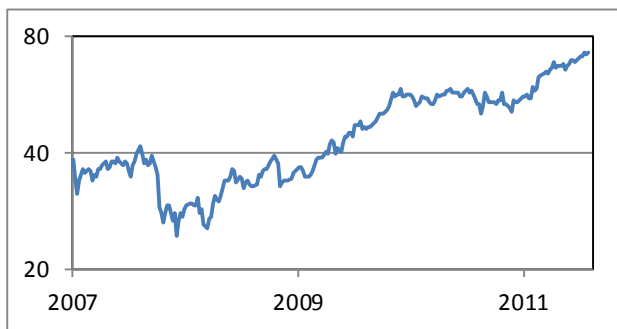
Gewinnänd. bis 2014e p.a.:		14%
Bewertungskennziffern		
KGV	KGV	KBV
2012e	2013e	aktuell
20,1	17,7	7,4
Divrend.	Divrend.	Unt.wert
2012e	2013e	zu Umsatz
2,0%	2,2%	2,7



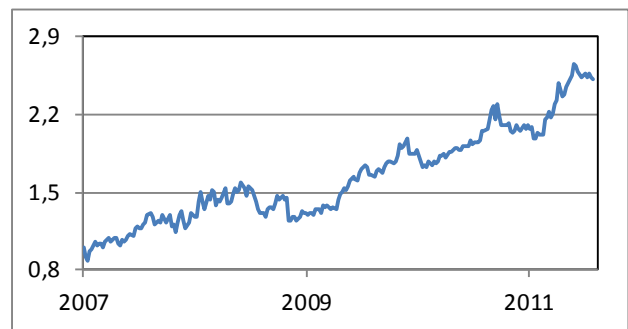
Nachhaltigkeit: gut	
Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
4,0	2,7
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	2,0

Technische Analyse Langfristrends:

Langfristige Kursentwicklung in €:



Kursentwicklung relativ zu Aktien Europa:



Die Aktie befindet sich in einem stabilen langfristigen Aufwärtstrend sowohl absolut wie auch relativ zum Gesamtmarkt. Nach der starken Outperformance erscheint insbesondere in der relativen Betrachtung ein kurzfristiger Rücksetzer wahrscheinlich.

Anlageeinschätzung der Aktie:

Die Aktie von Bureau Veritas 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

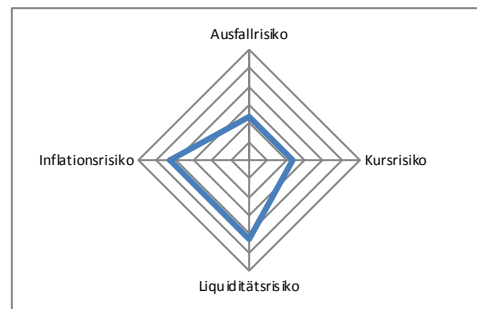
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Bewertung der Anleihe Bureau Veritas 12/17:

Bureau Veritas 12/17		
Website: www.bureauveritas.com/	Kurs: 3.8.2012: 104,15%	WKN: A1G46C
Kleinste Stückelung: 100.000 €	Laufzeitende: 24.05.2017	ISIN: FR0011257260

In diesem Jahr ist Bureau Veritas erstmals an Anleiheemittent in großem Stil an dem Kapitalmarkt gekommen. Bei dieser Anleihe handelt es sich um ein Papier mit einer Restlaufzeit von ca. 5 Jahren, das mit einem Renditeaufschlag von 147 Basispunkten zu Bundesanleihen grundsätzlich sehr attraktiv als Investment für konservative Anleger sein sollte. Allerdings ist bei einer Rendite von 2,81 % für Anleger ein Inflationsausgleich nur knapp möglich; insbesondere, wenn man die Besteuerung von Kapitalerträgen in die Betrachtung mit einbezieht. Bei der Bewertung des Inflationsrisikos kann daher auch nur die Note 4,3 vergeben werden. An der Börse wird dieser Titel kaum gehandelt, Anleger müssen auf den außerbörslichen Handel ausweichen, weshalb mit 4,3 ein relativ hohes Liquiditätsrisiko gesehen wird. Auch steht die relativ große Mindeststückelung von 100.000 den Erfordernissen der meisten privaten Anleger entgegen, sodass diese Anleihe vor allem für institutionelle Investoren infrage kommt. Angesichts der hohen Fähigkeit zur Cashflow-Generierung ist die Anleihe trotz der bilanziellen Schwächen als relativ sicher anzusehen, das Ausfallrisiko wird mit 2,3 bewertet. Das Kursrisiko befindet sich mit 2,3 auf einem für die Bonität normalen Wert.

Bewertungskennziffern		
Zins	Rendite	Duration
3,75%	2,81%	4,47
Renditedifferenz zum Bund in Basispunkten		Modified Duration
147		4,35



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

Anlageeinschätzung der Anleihe:

Die Anleihe EO-MTN 2012(17) von Bureau Veritas ist unserer Einschätzung derzeit nur Großanleger interessant. Unter der Voraussetzung einer genügend großen Gesamtanlagesumme sehen wir sie als geeignet an für:

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

Empfehlungshistorie: bisher keine Empfehlungen.

Die wahre Eurokrise: Wachstumsschwäche

Von Karl-Heinz Thielmann

In den vergangenen 2 Jahren ist viel über Europa und seine Probleme geschrieben worden. Über Staatsschulden, unsolide Banken, Rettungsprogramme, angekündigte und nicht eingehaltene Sparziele sowie vieles anderes mehr.

Und die gleichen Fragen werden immer wieder gestellt, ohne dass man zu überzeugenden Antworten kommt: Wie viel Milliarden muss ein Rettungsschirm groß sein und wie viel muss Deutschland einzahlen? Reichen die Reformen in den Krisenländern aus? Werden sie wirklich umgesetzt? Brauchen wir ein Konjunkturprogramm oder noch mehr Sparsamkeit? Können Eurobonds oder Infrastrukturanleihen die Lösung bringen? Oder sind die Kosten der Eurorettung im Endeffekt höher als der Nutzen eines Weiterbestehens der Währungsunion?

Die Summen, die für die Stabilisierung der Eurozone veranschlagt werden, steigen immer weiter in gigantische Dimensionen, ein Ende ist nicht abzusehen. Denn ein Teufelskreis zieht die Problemstaaten immer weiter in die Krise: Hohe Schulden führen zu Sparmaßnahmen, die wiederum eine schwache Konjunktur mit sich bringen. Arbeitslosigkeit, sinkende Steuereinnahmen und steigende Sozialausgaben sind die Folge. Dies führt zu noch höheren Staatsschulden, die mit neuen Sparprogrammen angegangen werden.

Insbesondere in Spanien muss davon ausgegangen werden, dass die anfängliche Fixierung der Regierung Rajoy auf die mit Brüssel vereinbarten Defizitziele die Krise entscheidend verschärft hat. Die Notwendigkeit einer Bankenrettung wurde lange verleugnet, die dramatische Verschlechterung der Finanzlage der Regionen wurde nicht konsequent angegangen. Inzwischen ist klar: Selbst die inzwischen verwässerten Defizitziele für 2012 und 2013 werden sich nicht halten lassen. Die Regierung hat ihre Glaubwürdigkeit verloren und Spanien wird sich ohne Hilfgelder nicht mehr finanzieren können. Die Frage ist nur, ob Anleihekäufe der EZB bzw. des Rettungsschirms ausreichen oder ob Spanien ein vollständiges Hilfsprogramm unter IWF-Beteiligung benötigt.

Eine erstaunlich geringe Rolle bei der Diskussion über die Eurokrise spielt die Suche nach den tieferen Gründen für die Misere. Wenn die Krise nur auf fehlende Haushaltsdisziplin und gierige Investment-Banker zurückzuführen wäre, hätte man das Problem schnell in den Griff bekommen können. Tatsächlich liegt aber die Verschärfung der ökonomischen Krise vor allem darin begründet, dass in Europa eine strukturelle Wachstumsschwäche besteht, die in den Krisenstaaten Südeuropas besonders ausgeprägt ist. Unternehmerische Aktivitäten wurden hier schon vor der Krise durch eine ausufernde Bürokratie behindert. In den vergangenen Monaten sind sie dann richtig eingebrochen. Sie aber sind der Schlüssel für eine Wiederbelebung der wirtschaftlichen Aktivität, die wiederum eine Grundvoraussetzung dafür ist, dass die Schulden irgendwann einmal abgetragen werden können.

Dies zeigt sich besonders gut am Beispiel Spanien: Während Sparkassen an den internationalen Kapitalmärkten Pfandbriefe platzierten, um den Immobilienboom zuhause zu finanzieren, investierten spanische Unternehmen vor allem im Ausland. Angesichts restriktiver Kündigungsschutzgesetze verbunden mit einer niedrigen Arbeitsproduktivität war dies auch nicht verwunderlich. Telefónica wuchs durch Akquisitionen in Südamerika zu einem führenden internationalen Telekommunikationskonzern heran. Santander schuf eine globale Finanzgruppe mit führenden Positionen in Brasilien und Großbritannien. ACS mischte mit dem Kauf von Hochtief die europäische Bauindustrie kräftig auf. Lediglich der durch die Marke Zara bekannt gewordene

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Textilkonzern Inditex errichtete Produktionsstätten in seinem Heimatland und schuf mit der Auslandsexpansion einhergehend auch Arbeitsplätze in der Heimat.

Mit Ausbruch der Finanzkrise 2008 ebnete zwar die Einkaufstour spanischer Konzerne im Ausland ab, dies führte aber nicht zu höheren Investitionen im Inland. Im Gegenteil gingen die Investitionen immer weiter zurück. In Spanien, Portugal und Griechenland kollabierte die reale Kapitalbildung geradezu. Dies mag zwar auch mit den hohen Zinsen zusammenhängen. Der ungünstige Vergleich mit dem ebenfalls krisengeschüttelten Italien zeigt jedoch, dass in diesen Ländern weit mehr im Argen liegen muss.

Reale Kapitalbildung (in % ggü. Vorjahr):				
	2010	2011	2012e	2013e
Deutschland:	5,2	6,6	2,0	3,7
Griechenland:	-15,0	-20,7	-13,4	-2,0
Italien:	1,7	-1,2	-4,7	-0,8
Portugal:	-4,1	-11,4	-10,1	-3,2
Spanien:	-6,3	-5,1	-9,3	-2,4
USA:	2,0	3,7	4,4	6,3
Eurozone	-0,7	1,5	-1,8	1,3
OECD:	2,4	3,2	2,2	4,2

Quelle: OECD Economic Outlook

So zeigen Untersuchungen des Global Entrepreneurship Monitor, dass in den besonders hart getroffenen Krisenstaaten Südeuropas die Chancen unternehmerischer Aktivität im internationalen Vergleich relativ pessimistisch gesehen werden und die Angst vor einem Scheitern sehr groß ist. Generell ist in Kontinentaleuropa die Bereitschaft, sich selbstständig zu machen, unterdurchschnittlich. Dies führt zu einer relativ geringen Quote an jungen Unternehmen, die aber für wirtschaftliche Entwicklung besonders wichtig sind. So sind in den USA oder Australien (ca. 12%) ungefähr doppelt so viele Menschen in oder mit Start-up Gesellschaften beschäftigt wie in Europa (ca. 6%) (Quelle: Global Entrepreneurship Monitor).

Der Fokus einer echten Krisenbekämpfung muss deshalb auf der Förderung des Wachstums liegen. Dies darf aber nicht durch Konjunkturprogramme geschehen, die eine ohnehin schon untragbar große Verschuldung nur weiter aufblähen würden. Die USA versinken derzeit nicht in Stagnation, obwohl der hoch verschuldete Staat sich immer mehr aus der Wirtschaft zurückzieht, weil der private Sektor an Dynamik gewinnt. Europa hingegen ist noch voll mit bürokratischen Vorschriften, komplizierten Steuerregeln und restriktivem Arbeitsrecht. Auch in Südeuropa gibt es viele talentierte Menschen mit guten Ideen, die sich aber im Moment eher für die Auswanderung als für eine Firmengründung entscheiden.

Deutschland hat mit den Ich-AGs ein besonders erfolgreiches Instrument der Förderung junger Unternehmen geschaffen. So zeigen Zahlen der Bundesagentur für Arbeit, dass bis eineinhalb Jahre nach dem Start nur 20 % der geförderten Gründer aufgeben mussten. Ein Drittel konnte sogar zusätzliche Arbeitsplätze schaffen. Doch anstatt diesen Ansatz in andere Länder zu exportieren, werden jetzt die Mittel im Rahmen allgemeiner Einsparungen um mehr als drei Viertel gekürzt.

Hilfsprogramme haben nur dann Sinn, wenn nicht nur kurzfristig Löcher gestopft werden, sondern wenn die Hilfspfänger dauerhaft in die Lage versetzt werden, sich ihre Schulden tilgen zu erarbeiten. Dies ist nur möglich, wenn der private Sektor zum Wachstumstreiber wird. Hierzu muss viel mehr getan werden. Sonst wächst die Gefahr, dass die Krisenländer zu dauerhaften Empfängern von internationalen Transferzahlungen werden und wir uns von einer Eurorettung zur nächsten hangeln.

Der große Hedgefonds-Schwindel

Von Karl-Heinz Thielmann

Das vergangene Jahrzehnt war in der Finanzindustrie mit dem Aufstieg sogenannter Alternativer Investments bzw. Hedgefonds verbunden. Nach dem Platzen der Aktienblase im Jahr 2000 und angesichts niedriger Renditen bei festverzinslichen Papieren suchten viele institutionelle Investoren ihr Heil bei Produkten, die frei von den Beschränkungen für konventionelle Finanzinstrumente hohe und risikoarme Renditen versprachen. Nach Schätzungen von Hedge Fund Research Inc., (HFRI) sind weltweit derzeit ca. 1.750 Mrd. Euro in ca. 9.500 Hedgefonds angelegt. Das Anlagevolumen dürfte damit mehr als 8-mal so groß sein wie noch vor 12 Jahren.

Hedgefonds sind geschlossene Investmentgesellschaften, die keinen rechtlichen Beschränkungen über die Verwendung ihrer Anlagemittel unterliegen. Sie sind oftmals an Offshore Finanzplätzen beheimatet. Die Fondsmanager erhalten für ihre Arbeit neben einer Grundvergütung (normalerweise 2% vom Fondsvolumen p.a.) eine Vergütung auf der Basis der tatsächlich von dem Fonds erzielten Erträge (i.d.R. 20% der Gewinne).

Als Argumente, warum Hedgefonds besser seien sollen als konventionelle Geldanlagen, werden von den Befürwortern folgende Gründe genannt:

- Hedgefonds zielen auf eine positive und risikoeffiziente Wertentwicklung unabhängig vom Marktumfeld ab.
- Sie sind nicht den gesetzlichen Beschränkungen für Vermögensverwalter unterworfen und können damit zur Erzielung ihrer Performanceziele alle Finanzinstrumente i.d.R. unbeschränkt einsetzen. Mit Leerverkäufen können sie auf negative Entwicklungen spekulieren. Über Derivate und Kredite können sie durch Hebelwirkung ihre Performance quasi verstärken.
- Die Interessen von Kunden und Fondsmanagern sind miteinander verbunden, da sich die Entlohnung der Manager an den tatsächlich erzielten Wertsteigerungen orientiert.
- Es gibt zahlreiche Hedgefondsindizes, die – mit Ausnahme des Krisenjahres 2008 – im langfristigen Vergleich eine den traditionellen Aktien- oder Rentenindizes überlegene Performance ausweisen.

Anlagestrategien von Hedgefonds sind sehr heterogen und lassen sich nur schwer kategorisieren. Dennoch kann man sie in Anlehnung an die Systematik von Hedge Fund Research, Inc. in vier große Gruppen aufteilen:

- Equity Hedge: Equity Hedge Strategien beruhen auf dem Verkauf oder Leerverkauf von Aktien oder ihnen zugehörigen Derivaten. Hierbei gibt es große Unterschiede, welche Investmentprozesse genutzt werden. So gibt es sowohl quantitative wie auch fundamentale Techniken; Strategien können breit diversifiziert oder auf spezifische Bereiche fokussiert sein.
- Event Driven: Investment Manager investieren in Finanzinstrumente bestimmter Unternehmen, bei denen strukturelle Änderungen erwartet werden, sei es durch Akquisitionen, Merger, Restrukturierungen, Kapitalschnitte, Aktienrückkäufe oder Ähnliches. Hierbei wird nicht nur in konventionelle Aktien oder Renten investiert, sondern gerne auch in eine Vielzahl von spezifischen Hybridpapieren, die unterschiedliche Sensitivitäten zu gesamtwirtschaftlichen oder unternehmensspezifischen Entwicklungen haben. Investmententscheidungen werden typischerweise auf der Basis fundamentaler Analysen getroffen, quantitative Methoden spielen keine Rolle.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Global Macro: Investments sollen die Veränderungen globaler ökonomischer Variablen ausnutzen. Hierzu werden Analysen ökonomischer Zusammenhänge durchgeführt sowie ihr Einfluss auf Aktien-, Zins-, Währungs- und Rohstoffmärkte prognostiziert. I.d.R. werden dann Anlagen mit hoher Hebelwirkung eingegangen, um einen möglichst hohen Anlageerfolg zu erzielen.
- Relative Value: Bei diesem Anlagestil geht es darum, fundamental nicht gerechtfertigte Bewertungsunterschiede zwischen einzelnen Wertpapieren auszunutzen. Hierbei wird typischerweise eine Position in einem unterbewerteten Finanzinstrument aufgebaut und im Gegenzug das überbewertete Instrument leer verkauft. Die Funktionsweise dieses Ansatzes ist davon abhängig, dass es einen Marktmechanismus gibt, der Bewertungsunterschiede ausgleicht, was in Zeiten von Finanzmarkturbulenzen aber nicht immer funktioniert. Investment Manager benutzen hierbei eine Vielfalt von fundamentalen and quantitativen Verfahren zur Identifikation von Investmentchancen und investieren praktisch in alle Arten von Finanzprodukten.

Der erste Fonds, dem man im heutigen Sinne als Hedgefonds bezeichnen kann, wurde im Jahr 1949 durch den Investor Alfred W. Jones gegründet. Jones investierte in vornehmlich in Aktien, wobei er typischerweise Positionen von Titeln, zu denen er positiv eingestellt war, durch kreditfinanzierte Käufe verstärkte, während er Aktien, die er negativ einschätzte, leer verkaufte. In dem Saldo von Leerverkäufen und Kreditengagements drückte sich seine generelle Markteinschätzung aus: Im Fall einer positiven Marktwartung wurden die Kreditengagements erhöht und die Leerverkäufe zurückgefahren; im Fall einer negativen Einschätzung wurden die Leerverkäufe verstärkt und die Kreditengagements verringert. 20% aller realisierten Gewinne des Fonds gingen an den Manager als Performancevergütung. Der Begriff Hedgefonds wurde im Jahr 1966 in einem Bericht über Alfred W. Jones von der Zeitschrift Fortune geprägt, in dem festgestellt wurde, dass er trotz der hohen Performancevergütungen über einen Zeitraum von 10 Jahren eine um 87% bessere Wertentwicklung hatte als der beste konventionelle Investmentfonds. Diese positive Berichterstattung löste einen ersten kleinen Boom bei Hedgefonds-Gründungen aus, die von der Kombination aus Hebelwirkung und Performancevergütungen profitieren wollten. Angesichts der Börsenturbulenzen zwischen 1969 und 1974 verloren aber die meisten dieser Neugründungen relativ schnell viel Kapital und wurden wieder aufgelöst.

Zu den wenigen Überlebenden dieser wilden „Gründerzeit“ der Hedgefondsindustrie gehörten neben dem Stammvater Jones auch die später sehr erfolgreichen George Soros und Michael Steinhardt.

Bis 1986 blieb es relativ ruhig um die Hedgefonds. Eine überschaubare Anzahl von Managern investierte vorwiegend von Offshore Finanzplätzen aus Gelder vermögender Kunden, wobei die Volumen selten einige Mio. US\$ überstiegen. Doch dann berichte der „Institutional Investor“ über den Tiger Management Fonds von Julian Robertson, der in den 6 Jahren nach seiner Gründung eine durchschnittliche jährliche Performance von 43% erzielen konnte. Durch die aggressive Nutzung der stark an Bedeutung gewinnenden Derivatemarkte für konzentrierte Wetten auf bestimmte ökonomische Entwicklungen und zum Ausnutzen von Marktineffizienzen konnte diese spektakuläre Wertsteigerung erzielt werden. Viele Anleger wollten mit ähnlichen Strategien an diesem Erfolg teilhaben, und im Gegensatz zu den turbulenten Jahren um 1970 herum gelang es auch etlichen. Zwar scheiterten zwischenzeitlich immer wieder einige Fonds. Insbesondere auf Arbitrage ausgelegte Fonds, deren Erfolg auf der systematischen Ausnutzung von Marktineffizienzen beruht, kamen in Phasen steigender Marktunsicherheiten und damit einhergehender irrationaler Kursbewegungen unter Druck. So mussten 1994 einige große Fonds aufgeben, als Turbulenzen an den US-Zinsmärkten eine Reihe von Handelsstrategien ad absurdum führte. 1998 kam es zum bisher spektakulärsten Bankrott eines Hedgefonds,

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

als der Fonds Long-Term Capital Management (LTCM) so große Wetten eingegangen war, dass diese bei ihrem Fehlschlagen nicht nur zu groß waren, um sie wieder abzuwickeln, sondern ein Ausmaß erreicht hatten, dass sie das Weltfinanzsystem gefährdeten. Nur aufgrund einer massiven Intervention der US-Notenbank sowie einiger führender Banken konnte der Kollaps abgewendet werden.

Im Großen und Ganzen waren die 90er Jahre des abgelaufenen Jahrhunderts ein erfolgreiches Jahrzehnt für die Hedgefonds, in dem sie sich als Anlageform an den Finanzmärkten etablieren konnten. Dennoch blieben sie vergleichsweise unbedeutend im Vergleich zu konventionellen Finanzanlagen. Dies änderte sich mit dem Ende des Aktienbooms im Jahr 2000. Nach zwei Jahrzehnten kontinuierlicher Kurssteigerungen waren Aktien hoch bewertet und wurden von der Wachstumsschwäche 2001-2003 besonders hart getroffen. Die Rentenmärkte konnten zwar stabile, aber nur sehr niedrige Erträge liefern. Hedgefonds schienen in diesem Umfeld eine vielversprechende Lösung zu sein. Einerseits versprachen sie hohe Erträge, andererseits sollten diese Gewinne unabhängig von den allgemeinen Finanzmarktrends erwirtschaftet werden und somit relativ risikoarm sein. Eine ganze Industrie von auf Hedgefonds spezialisierten Consulting-Firmen, Investmentbanken sowie Research-Instituten entstand. Sie vermarkteten Hedgefonds bei vielen Anlegergruppen, die dieser Kategorie bisher skeptisch gegenüberstanden. Vor allem aber die spektakulären Erfolge von David Swensen, des Anlagemanagers der Stiftung der Yale-Universität, der durch Investments in Hedgefonds das Kapital innerhalb weniger Jahre verdoppeln konnte, führten dazu, dass Hedgefonds auch von vielen sicherheitsorientierten institutionellen Investoren als erstzunehmende Investments akzeptiert wurden. Zwischen 2000 und 2007 stieg das von Hedgefonds verwaltete Vermögen jährlich um durchschnittlich 40% an. Mit der Finanzkrise 2008 kam es zu einem Bruch in der Erfolgsgeschichte. Obwohl ein Hedgefonds Manager – John Paulson – mit seiner Wette gegen den US-Immobilienmarkt mit 15 Mrd. US\$ den bis dahin größten Gewinn erzielen konnte, der jemals durch Finanztransaktionen erwirtschaftet wurde, verloren die meisten anderen Wettbewerber deutlich an Wert. Auf der Basis des HFRX-Indizes war der durchschnittliche Verlust in diesem Jahr 23,3%. Eine Reihe von Hedgefonds musste noch weit höhere Einbußen verkraften und wurde liquidiert. Zudem wurde noch der Fonds des New Yorker Brokers Bernhard Madoff als Betrugsfall entlarvt, weil er seine Kunden jahrzehntelang mit erfundenen Erträgen getäuscht hatte.

Seitdem hat sich die Summe der verwalteten Gelder wieder etwas positiver entwickelt, liegt aber immer noch gut 20% unter ihrem Höchststand im Jahr 2007. Insgesamt haben aber die Ereignisse von 2008 die großen Schwächen von Hedgefonds offengelegt. Viele der angeblichen Vorteile haben sich ins Gegenteil verkehrt.

Dennoch wird von vielen Investmentconsultants, weiten Teilen der Finanzpresse und in Marketing-Materialien der Hedgefondsanbieter das Bild eines „überlegenen Investmentprodukts“ mit eigentlich nicht mehr haltbaren Argumenten aufrecht erhalten. Deswegen wurde dieser Artikel auch in Anlehnung an Julian Temples Film „The Great Rock’n’Roll Swindle“ von 1980 benannt, der auf satirische Art den Aufstieg einer Punkgruppe mit Hilfe von manipulierten Informationen beschreibt. Denn vieles an dem noch positiven Image von Hedgefonds lässt sich darauf zurückführen, dass über sie nur sehr selektive Informationen veröffentlicht werden.

Insgesamt fünf Problemfelder gibt es bei Hedgefonds, bei denen unserer Einschätzung nach ein zu positiver Eindruck besteht und auch weiter gepflegt wird:

- 1) Der Performance-Swindel: Die Performance von Hedgefonds wird oftmals zu positiv dargestellt.
- 2) Der Konsistenz-Swindel: Die Fähigkeit zum Erzielen konsistenter Erträge wird meist überschätzt.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- 3) Der Risiko-Schwindel: Die mit Hedgefonds verbundenen Risiken werden meist unterschätzt.
- 4) Der Gebühren-Schwindel: Die übliche Gebührenstruktur sorgt weniger für Leistungsanreize, als dass sie Anleger benachteiligt.
- 5) Hedgefonds als Schwindel an sich: Die rechtliche Gestaltung von Hedgefonds begünstigt Finanzbetrug.

Im Folgenden werden die einzelnen Punkte genauer erläutert:

1) Der Performance-Schwindel

Zur Performance-Darstellung von Hedgefonds und zum Vergleich mit traditionellen Aktien- oder Rentenanlagen werden meist Hedgefondsindizes herangezogen. Es gibt eine Vielfalt von Indizes, die sowohl von konventionellen Indexanbietern wie Dow Jones oder Standard & Poors berechnet werden wie auch von spezialisierten Datenlieferanten wie Hedge Fund Research Inc. (HFRI) oder Barclay Hedge. Alle Anbieter liefern einen Gesamtindex für alle Hedgefonds sowie Subindizes für verschiedene Strategien, wobei diese aufgrund unterschiedlicher Abgrenzungen oft nur schwer vergleichbar sind.

Im Gegensatz zu den normalen Indizes für börsengehandelte Finanzprodukte basieren die in die Indexberechnung eingehenden Werte nicht auf transparent ermittelten Börsenkursen, sondern auf freiwilligen Angaben der Fondsmanager. Da es sich um nicht regulierte Produkte handelt, sind diese im Prinzip keinerlei Beschränkungen und Kontrollen bei der Wahl ihrer Bewertungsmethoden unterworfen. Es ist daher anzunehmen, dass vor allem solche Fondsmanager zur Indexberechnung beitragen, die eine positive Performance haben.

Um in die Indizes aufgenommen zu werden, müssen Hedgefonds bestimmte Mindestanforderungen an Größe, Liquidität und Transparenz erfüllen. HFRI hat für seine breiten, monatlich berechneten Indizes 2.200 Fonds ausgewählt. Angesichts von weltweit ca. 9.500 Fonds dürfte diese Auswahl jedoch kaum als repräsentativ gelten.

Insbesondere Fonds, die relativ früh scheitern, tauchen in den Indexberechnungen nicht auf. Insofern gibt es einen sogenannten „Survivors Bias“, da in die Berechnung von Indizes nur diejenigen eingehen, die tatsächlich schon über einen gewissen Zeitraum erfolgreich sind. Die Zahl der gescheiterten Fonds ist nicht unerheblich, wie sich aus der erheblichen Fluktuation innerhalb des Hedgefondsuniversums erkennen lässt. So wurden 2011 laut Daten von HFRI 1.197 neue Hedgefonds gegründet und 775 liquidiert.

Ein weiteres Problem bei der Performance-Darstellung mit Hedgefondsindizes ergibt sich bei populären Indizes wie dem HFRX-Monthly Indizes, weil sie die Fonds gleich gewichten. Somit gehen erfolgreiche kleine und mittelgroße Fonds in die Berechnung genauso ein wie schwerfällige große Fonds, sind also überrepräsentiert. Darüber hinaus berücksichtigen die Indizes nicht das Volumen der Hedgefondsindustrie insgesamt. So hat Simon Lack in seinem Buch „The Hedge Fund Mirage“ (Wiley Verlag, Hoboken 2012) darauf hingewiesen, dass für Zeitraum 1998-2010 für die Hedgefonds gemessen am HFRX-Index eine Gesamtpformance von 7,3 % p.a. ausgewiesen wird. Die gute Performance wurde aber vor allem zu Beginn der Berichtsperiode erwirtschaftet, als nur wenige Investoren engagiert waren. Nach den Mittelzuflüssen zur Mitte des Jahrzehnts sackten aber die Performancezahlen ab, die große Masse der Anleger konnte nur geringe oder sogar negative Anlageergebnisse erzielen. Berücksichtigt man diesen Volumeneffekt, kommt man auf eine durchschnittliche Performance von 2,2% p.a., eine wenig beeindruckende Zahl.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Selbst wenn man die Hedgefondsindizes trotz aller ihrer methodischen Probleme als Maßstab akzeptiert, so zeigen diese gerade in den letzten Jahren eine im Vergleich zu konventionellen Finanzprodukten sehr enttäuschende Performance an. So verlor der auf große Fonds konzentrierte HFRX Global Hedge Fund Index seit 2009 3% an Wert, der breitere HFRX Aggregate Index konnte in 2,5 Jahren insgesamt nur 4,5% zulegen.

2) Der Konsistenz Schwindel

Viele Hedgefondsmanager werben damit, dass sie eine Methodik gefunden haben, mit der sie auch auf längere Frist gesehen in der Lage sind, stabile Erträge aus der Ausnutzung von Marktineffizienzen zu generieren. Dies erscheint jedoch als sehr fragwürdig.

Zum einen lassen sich Finanzmärkte als „komplexe adaptive Systeme“ begreifen, also als lernfähige Systeme. Die Identifikation von spezifischen Marktineffizienzen durch einen Investor führt dazu, dass er zunächst hohe Erträge hieraus generieren kann. Dies zieht andere Investoren an, die eine ähnliche Strategie versuchen, was zu einer Verminderung der Gewinnmöglichkeiten für alle und damit letztendlich zu einer Beendigung der Marktineffizienz führt. Dieser „Lernprozess“ der Märkte führt oft dazu, dass eine auf einer spezifischen Methodik beruhende Strategie immer nur für einen gewissen Zeitraum funktioniert. Dies spiegelt sich auch in der Performance vieler Hedgefonds wider, die nach einer sensationellen Performance in der Frühphase nur noch geringe Erträge erwirtschaften konnten.

Wenn man große und längerfristig erfolgreiche Hedgefonds betrachtet, so stellt man fest, dass diese im Wesentlichen aus zwei Gruppen bestehen: Global Macro Fonds wie Bridgewater Pure Alpha oder George Soros Quantum Endowment Fund sowie Aktienfonds wie Baupost von Seth Klarman. Bei Global Macro Fonds resultiert die Performance aus der Fähigkeit des Management Teams, flexibel auf Marktsituationen zu reagieren und aggressive Wetten einzugehen. Sie agieren opportunistisch und liegen auch nicht immer richtig. Dies kann zu teilweise heftigen Performanceschwankungen führen, womit sie alles andere als konsistent sind. Ihr Erfolgsrezept ist weniger eine bestimmte Systematik als die Qualität des Managements. Langfristig erfolgreiche Aktienfonds wie Baupost arbeiten letztlich ähnlich wie klassische Fondsmanager bzw. wie Urvater Alfred W. Jones: Auf der Basis fundamentaler Analyse werden Aktien selektiert und Positionen über Derivate bzw. Leerverkäufe verstärkt. Der kurzfristige Erfolg dieser Strategie ist aber von Marktschwankungen abhängig und kann damit auch nicht als konsistent bezeichnet werden.

Insofern muss die Annahme einer längerfristig erfolgreichen und konsistenten Hedgefondsperformance als sehr fragwürdig angesehen werden. Gerade über mehrere Jahrzehnte erfolgreiche Fonds erscheinen kurzfristig oftmals relativ inkonsistent.

3) Der Risiko-Schwindel

Ein Hauptgrund für die wachsende Beliebtheit von Hedgefonds bei vielen institutionellen Investoren im vergangenen Jahrzehnt waren angebliche Verbesserungen der Risikoeigenschaften von Portfolios durch den Einsatz von Hedgefonds. Insbesondere zwei Argumente wurden genannt:

- Hedgefonds sind nicht korreliert zu anderen Anlageklassen und eignen sich daher als Bestandteil eines Portfolios zur Risikominderung durch Diversifikation.
- Hedgefonds weisen vielfach konventionellen Finanzprodukten überlegene Ertrags/Risikorelationen auf.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Eine geringe Korrelation zwischen Hedgefonds und anderen Finanzmarktindizes lässt sich aber nur für bestimmte Gruppen für die Zeit vor der Finanzkrise 2008 belegen. Nach 2008 zeigen Hedgefonds insgesamt eine ähnliche Richtung bei der Performance wie die großen Aktienindizes. Eine Erklärung hierfür könnte darin liegen, dass ihre Entwicklung letztlich doch von der globalen Wirtschaftsentwicklung abhängig ist, selbst wenn das Gegenteil behauptet wird.

Zudem sind Hedgefonds angesichts ihres großen Volumens nicht mehr wie noch vor 20 Jahren kleine und unabhängige Akteure, sondern inzwischen selbst bedeutender Bestandteil des Marktkonsensus geworden und reflektieren mit ihren Positionen auch die Marktmeinung. Deshalb sollte es nicht verwunderlich sein, wenn die Performance auch der allgemeinen Marktentwicklung entspricht.

Ein Problem bei der Berechnung von individuellen Risikomaßen ist ähnlich wie bei der Berechnung der Performance, dass die Daten für Hedgefonds zumeist nur monatlich ermittelt werden und von den Angaben der Anbieter abhängen. Insbesondere die Verwendung der Volatilität als Messgröße für das Risiko ist bei nur monatlichen Daten sehr problematisch und liefert nur unzureichende Vergleichszahlen. Hinzu kommt, dass die Volatilität nur das Kursrisiko reflektiert, nicht aber das Ausfallrisiko und auch nicht das Liquiditätsrisiko. Das Ausfallrisiko ist bei allen Hedgefonds überdurchschnittlich hoch, da sie mit Hebelwirkung ihre Performance zu steigern versuchen und deshalb extrem anfällig zu gegenläufigen Marktbewegungen sind. Zudem sind Hedgefonds von der Bonität ihrer Geschäftspartner abhängig, meist internationale Investmentbanken. So hat die Pleite von Lehman Brothers auch viele hiermit verbundene Hedgefonds mit in den Abgrund gerissen. Auch das Liquiditätsrisiko ist insbesondere für große Hedgefonds ein nicht zu unterschätzendes Risiko. LTCM scheiterte 1998 vor allem daran, dass die eigenen Positionen für eine reibungsfreie Auflösung viel zu groß geworden waren.

4) Der Gebühren-Schwindel

Die Beteiligung des Fondsmanagements an den absolut erwirtschafteten Erträgen des Fonds soll nach Aussage vieler Hedgefonds-Befürworter dafür sorgen, dass für die Manager ein wirtschaftlicher Anreiz besteht, langfristig verantwortlich mit dem ihnen anvertrauten Geld umzugehen. Sie sollen nur dann sehr viel Geld verdienen können, wenn auch der Kunde sehr viel Geld verdient. Leider sieht die Praxis aber anders aus. So berechnete Simon Lack in seinem Buch „The Hedge Fund Mirage“, dass die Hedgefonds im HFRX-Index zwischen 1998 und 2010 für die Kunden zwar 70 Mrd. US\$ an Gewinnen erwirtschafteten, aber für die Manager 379 Mrd. US\$ an Gebühren generierten. 84 % der erzielten Gewinne flossen also an die Manager, nur 16% verblieben bei den Kunden. Dieses ungünstige Ergebnis kommt durch die stark schwankenden Anlageergebnisse zustande. Während in guten Jahren für die Investoren Grundgebühren (typischerweise 2% p.a. vom Fondsvolumen) sowie eine Performance-Vergütung (normalerweise 20% der ausgewiesenen jährlichen Erträge) anfallen, muss auch in Verlustjahren die Grundgebühr gezahlt werden.

Für einen Manager, dessen Hedgefonds auf einem Handelssystem beruht, das nur für eine bestimmte Zeit funktioniert, ergibt sich hieraus eine Anreizstruktur, kurzfristig möglichst hohe Risiken einzugehen, um in dem Zeitraum, indem das Handelssystem funktioniert, möglichst viel zu verdienen. Scheitert das System, trägt das volle Verlustrisiko der Kunde. Insofern bewirkt die typische Vergütungsstruktur keinen Anreiz für langfristig verantwortlichen Umgang mit Kundengeldern. Im Gegenteil fördert sie auf kurzfristige Abzocke ausgelegte Anlagestrategien und das Eingehen übertriebener Risiken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

5) Hedgefonds als Schwindel an sich

Die Domizilierung an Offshore-Finanzplätzen ohne nennenswerte Aufsicht sowie die von den Managern selbst durchgeführten Bewertungen können quasi als Einladung für Finanzbetrüger verstanden werden, sich diese rechtliche Konstruktion als Mantel für ihre unlauteren Aktivitäten zu geben. Ein Betrug kann nur dann aufgedeckt werden, wenn Kunden massiv Gelder zurückfordern und die fälligen Auszahlungen aus den Mitteln des Fonds nicht mehr gedeckt werden können.

Das spektakulärste Beispiel hierfür ist der Fonds von Bernhard Madoff, der über Jahrzehnte mit erfundenen Erträgen Tausende von Anlegern und Investment Consultants getäuscht hatte und einen Schaden von wahrscheinlich 18 Mrd. US\$ verursachte. Da seine Zahlen fiktiv waren, gelang es ihm nicht nur, stabile Erträge darzustellen, sondern auch günstige Risikowerte zu erreichen und sein Investment insbesondere in Hinblick auf Ertrags- und Risikorelationen günstig darzustellen. Er stolperte darüber, das Ende 2008 Investoren mehr Gelder abziehen wollten, als er zurückzahlen konnte.

In den USA wurden nach 2008 noch einige weitere betrügerische Hedgefondsmanager entlarvt und verurteilt wie Scott Rothstein, der innerhalb von 2 Jahren über 1 Mrd. US\$ durchbrachte; oder Alan Sanford, der innerhalb von 20 Jahren 7 Mrd. US\$ veruntreute.

In Deutschland nutzte Helmut Kiener zwischen 1995 und 2009 verschiedene Hedgefonds unter der Bezeichnung K1 dazu, Anlegergelder im Umfang von ca. 300 Mio. € zu veruntreuen. Interessant an dem Fall Kiener ist, dass die Finanzaufsicht Bafin seit 2001 versuchte, gegen den Fondsmanager vorzugehen, aber mehrfach vor Gericht scheiterte.

Ein weiteres dunkles Kapitel bei Hedgefonds ist, dass einige Fonds Insider-Informationen nutzen oder gegen Finanzmarktregeln verstoßen, um sich Vorteile zu verschaffen. Hier dürfte allerdings vieles noch unbekannt sein. Von den an das Licht der Öffentlichkeit gekommenen Fälle ist der des Fonds Galleon Group bisher am spektakulärsten. Sein Gründer Raj Rajaratnam wurde 2011 zu 11 Jahren Haft und einer Geldstrafe von 150 Mio. US\$ verurteilt. Ihm war es gelungen, über Jahre hinweg ein Insider-Netz aus Führungskräften von renommierten Unternehmen wie Goldman Sachs, McKinsey, Intel oder IBM aufzubauen, die ihm mit exklusiven Informationen versorgten.

Zusammenfassend kann man festhalten, dass es durchaus erfolgreiche Hedgefonds gibt, die auch über mehrere Jahre für ihre Anleger gute Erträge erwirtschaftet haben. Dennoch bilden diese Fonds inzwischen die Ausnahme. Viele der erfolgreichen Fonds verweigern inzwischen zudem die Annahme neuer Kundengelder, um sich ihre Flexibilität zu erhalten. Sie und ihre Managementkulturen stammen des weiteren zumeist aus einer Zeit, als Hedgefonds noch relativ unbedeutend und flexibel waren. Inzwischen ist ein Hedgefonds aber typischerweise ein intransparentes Massenprodukt mit mäßigen Ergebnissen und hohen Gebühren. Anleger sollten sich hiervon fernhalten.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Investmentfonds für Langfristanleger

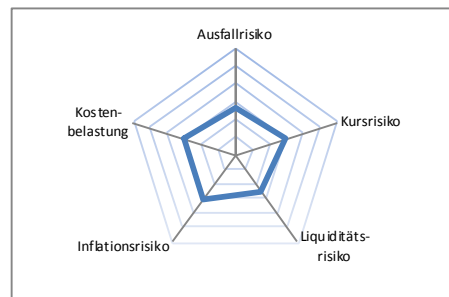
Von Karl-Heinz Thielmann

Templeton Global Bond A YDis €			
Website:	http://www.franklintempleton.de/de/index.jsp	WKN:	A0MR7X
KAG:	Franklin Templeton Investments	Kurs 3.8.2012:	16,49 €
		ISIN:	LU0300745303

Beim Templeton Global Bond A YDis € handelt es sich um eine €-Tranche eines weltweit anlegenden Rentenfonds, der mit einem Volumen von ca. 32,5 Mrd. € derzeit einer der größten Fonds in seinem Segment ist. Der Fonds existiert seit 28.02.1991. Fondsmanager sind Dr. Michael Hasenstab (seit 2001) sowie Sonal Desai (seit 2011), denen ein Team aus 20 Analysten zuarbeitet.

Anlageschwerpunkt sind fest- oder variabel verzinsliche Anleihen und Schuldtitel, die von staatlichen oder halbstaatlichen Emittenten weltweit begeben werden. Die Investments werden auf der Grundlage eingehender ökonomischer Analysen vorgenommen, die teilweise auch auf Research vor Ort beruhen. Bei der Anlage orientiert man sich nicht an den großen Indizes. Im Gegenteil werden oftmals Positionen in Indextiteln der etablierten Märkte Japan, Europa oder USA vermieden, da diese in Relation zu ihrer Kreditqualität eine vergleichsweise niedrige Rendite abwerfen.

Börsenhandel	Indexfonds	Kostenbelastung
ja	nein	3,0
Ausschüttend	Volumen	
ja	ca. Mrd. €	32,5



Risikokennziffern	
Ausfallrisiko	Liquiditätsrisiko
2,7	2,5
Kursrisiko	Inflationsrisiko
3,0	3,0

Derzeit ist der Fonds vor allem in Südkorea, Polen und Malaysia stark engagiert. Die Laufzeitenstruktur ist mit einer Duration von 1,5 Jahren sehr kurzfristig ausgerichtet, worin die Skepsis des Fondsmanagements gegenüber der aktuellen Niedrigzinsphase zum Ausdruck kommt.

Die Wertentwicklung des Fonds hängt vor allem von der Qualität des Fondsmanagements ab, das bisher eine sehr gute Arbeit abgeliefert hat. Da es sich bei Franklin Templeton um eine bankenunabhängige Investmentfirma mit einem langjährigen Track Record für langfristige Anlagestrategien handelt, sollte dies auch so bleiben. Die laufende Kostenbelastung ist mit einer Total Expense Ratio von 1,41% p.a. für einen Rentenfonds relativ hoch, dies erscheint angesichts des Aufwandes beim Research noch vertretbar.

Der Templeton Global Bond A YDis € ist unserer Einschätzung nach geeignet für:

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

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), 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank. In dieser Ausgabe wurde zusätzlich die aktuellen Ausgaben des Global Entrepreneurship Monitor sowie des OECD Economic Outlook zurückgegriffen. Die Zahlen im Artikel über Hedgefonds basieren auf Angaben aus dem Buch:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Simon Lack, *The Hedge Fund Mirage* (Wiley Verlag, Hoboken 2012) sowie von Hedge Fund Research Inc. Die Schätzungen über den Umfang der Schäden von Finanzbetrug entstammen den jeweils aktuellsten Wikipedia-Artikeln über den jeweiligen Sachverhalt.

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 19.

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 6. 8. 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: keine
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: keine
- 3) eine vertragliche Beziehung eingegangen: nein
- 4) an einer Emission oder Sekundärmarktplatzerung 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.