

Warum sind so viele Investmentfonds so schlecht?

Von Karl-Heinz Thielmann

Auch zum Ende dieses Jahres wird es wieder soweit sein: Fondsstatistiken werden für das abgelaufene Jahr veröffentlicht, und diese werden als Ergebnis haben, dass bei europäischen Publikumsfonds innerhalb einer Kategorie ca. 80% ein Anlageergebnis haben, das schlechter ist als der jeweilige Vergleichsindex. Bei US-amerikanischen Fonds wird das Ergebnis etwas besser sein, aber auch hier werden wahrscheinlich nur ca. 30% ihren Vergleichsindex übertreffen.

Weitet man den Performancevergleich über mehrere Jahre aus, sinkt allerdings die Zahl der überdurchschnittlichen Fonds. Betrachtet man Zeiträume von mehr als 5 Jahren, sieht man nur noch wenige Publikumsfonds, die besser sind als ein Marktindex.

Eine weitere Auffälligkeit ist, dass in vielen Kategorien bei Aktienfonds der durchschnittliche jährliche Performancerückstand zum Vergleichsindex relativ konstant ca. 2% beträgt. Es gibt immer wieder Ausnahmen von der Regel, doch wiederholt sich im Großen und Ganzen jedes Jahr das gleiche Bild.

Woran liegt dies? Sind die Fondsmanager größtenteils unfähig? Dies fällt schwer zu glauben, wo sich doch so viele hoch qualifizierte Spezialisten in diesem Beruf tummeln, die zudem noch bevorzugten Zugang zu erstklassigen Informationsquellen haben. Oder haben die Anhänger der Theorie effizienter Märkte recht, die behaupten, dass Kurse nicht prognostizierbar sind, weil alle Informationen sofort im Preis verarbeitet werden. Dann würden Fondsmanager in ihrem Versuch, besser als die Märkte zu sein, ein aussichtsloses Spiel spielen. Allerdings spricht die augenscheinliche Erfahrung an den Finanzmärkten gegen die Theorie effizienter Märkte. Insbesondere die Krise von 2008 hat drastisch vor Augen geführt, wie ineffizient die globalen Finanzmärkte tatsächlich sind. Zudem gibt es einige Investoren, die es geschafft haben, über mehrere Jahrzehnte deutlich besser zu sein als ein Marktindex wie z. B. Warren Buffet, Peter Lynch oder Bill Miller. Die Frage ist allerdings: Warum gibt es nur so wenige?

Eine augenfällige Erklärung für die enttäuschende Wertentwicklung der meisten Investmentfonds ist die Kostenbelastung. Hierbei unterscheidet man zwischen den direkten und sichtbaren Kosten einerseits und den indirekten, auf den ersten Blick unsichtbaren Kosten andererseits.

Direkte Kosten bei Investmentfonds

Die sichtbaren Kosten für einen Investor bestehen aus seinen eigenen Transaktionskosten beim Kauf und manchmal auch beim Verkauf, den Transaktionsspesen innerhalb des Fonds sowie den laufenden Kosten, die sich vor allem aus der Verwaltungsvergütung und den administrativen Gebühren ergeben.

Die Transaktionskosten bei Investmentfonds können verglichen mit anderen Wertpapieranlagen relativ hoch sein. Kauft man seinen Fonds direkt bei der Investmentgesellschaft, einem Finanzvertrieb oder einer Bank, so fällt i.d.R. ein sog. Ausgabeaufschlag an, der bis zu 5% der Anlagesumme betragen kann. Viele Fonds sind allerdings inzwischen börsengehandelt und man kann sie an der Börse zu Spesen erwerben, die nur einen Bruchteil des Ausgabeaufschlags betragen. Hier muss der Anleger aber beachten, dass zwischen An- und Verkaufskurs oft beachtliche Spannen bestehen.

Die Erwerbskosten belasten zwar den Anleger, werden aber in Performancestatistiken normalerweise nicht ausgewiesen. Dies hat zum einen damit zu tun, dass diese Kosten vom Fondsmanagement nicht beeinflusst

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden können, sondern sich aus dem Vertrieb ergeben. Zum anderen sind Ausgabeaufschläge uneinheitlich und verlieren zunehmend an Bedeutung. Direktbanken ermäßigen sie oder erlassen sie ihren Kunden ganz. Bei großen Privatanlegern ist der Ausgabeaufschlag Verhandlungssache; institutionelle Anleger zahlen keinen Aufschlag.

Direkte Kosten innerhalb der Fonds ergeben sich auch aus den Transaktionsspesen, der Verwaltungsvergütung für den Fondsmanager sowie aus den administrativen Aufwendungen.

Die Transaktionsspesen hängen relativ stark davon ab, wie oft ein Fonds umschichtet und ob er viele Mittelzuflüsse oder -abflüsse hat. Messgröße für die Umschichtungen ist der Umschlagfaktor. Bei langfristig ausgerichteten Fonds ohne Mittelbewegungen liegt dieser Faktor i.d.R. bei ca. 20% p.a.; die durchschnittliche Verweildauer eines Wertpapiers ist 5 Jahre. Bei den meisten Fonds liegt der Umschlagfaktor allerdings bei 150% p.a. bis 200% p.a. Bei diesen Fonds können die Transaktionskosten sehr performancerelevant werden.

Ein Faktor bei der Verursachung zu vieler Transaktionen dürfte der bei vielen Fondsgesellschaften vorherrschende Investmentstil des sog. "Enhanced Indexing" sein. Das Anlageziel des Fonds wird durch die Wahl eines Marktindex definiert. Der Fondsmanager soll durch das kontrollierte Eingehen von Abweichungen gegenüber diesem Marktindex Zusatzperformance generieren. Das Problem dabei ist, dass Fondsmanager nicht nur langfristig beurteilt werden, sondern ihre Performance vor allem kurzfristig gemessen und bewertet wird; bei einigen Fondsgesellschaften sogar täglich. Sie sind damit irrationalen Kursschwankungen hilflos ausgeliefert, weil bei kurzfristigen Performanceabweichungen sofort Druck von internen Risikomanagern und Vorgesetzten aufgebaut wird, sich wieder an den Index anzupassen. Insofern werden viele Erfolg versprechende Wetten vorzeitig zurückgefahren, was einerseits erhöhte Transaktionskosten bedeutet, andererseits aber auch die Festschreibung von Werteinbußen. Viele Fondsmanager resignieren aber auch und verzichten ganz auf signifikante Abweichungen zum Index. Die Fondsgesellschaften kassieren aber dann auch weiterhin hohe Gebühren für aktives Management, selbst wenn dies eigentlich nicht mehr erfolgt.

Ein wichtiges Instrument zur Verminderung der Transaktionskosten ist der sog. Programmhandel geworden. Hierbei werden große Aktienkörbe mit Brokern gehandelt, die ihr Risiko über Derivate absichern. Hierdurch sind sie in der Lage, sowohl günstige Spesen wie auch gute Ausführungskurse zu garantieren. Insbesondere Indexfonds machen von dieser Möglichkeit Gebrauch, aber auch für die meisten aktiven Fonds ist es inzwischen üblich geworden, bei Umschichtungen oder auch bei größeren Mittelbewegungen den Programmhandel einzusetzen.

Banken hatten ihre Fondsgesellschaften ursprünglich gegründet, um ihre Handelsabteilungen mit Aufträgen zu versorgen. Inzwischen haben sich aber viele der großen Investmentgesellschaften von ihren Müttern emanzipiert und stehen nicht mehr unter dem Druck, Provisionseinnahmen für ihre verbundene Handelsabteilung generieren zu müssen. Bei einigen kleineren Banken sieht es aber noch anders aus, hier steht das Fondsmanagement nach wie vor in der Pflicht, permanent Gebühren zu produzieren und wird daher zu vielen überflüssigen Transaktionen verleitet.

Allerdings hat die Bedeutung der reinen Handelskosten inzwischen abgenommen. Der Provisionssatz ist i.d.R. inzwischen auf niedrige Promillesätze geschrumpft, kann aber bei bankabhängigen Vermögensverwaltern auch noch etwas höher liegen. Insgesamt erscheint die Annahme einer jährlichen Belastung der Fonds durch direkte Transaktionskosten in Höhe von 0,2% bis 0,3% realistisch, in Ausnahmefällen wird mehr erreicht.

Wichtigster Kostenblock bei den direkten Kosten ist die Verwaltungsvergütung. Sie gilt als eigentliche Entlohnung des Fondsmanagers. Allerdings hat die abnehmende Bedeutung von Ausgabeaufschlägen dazu geführt, dass Vertriebspartner an ihr beteiligt werden. Als Faustregel kann man derzeit sagen, dass die

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Verwaltungsvergütung bei Aktienfonds jährlich ungefähr 1% bis 2% des Nettoinventarwertes beträgt. In der Regel verbleibt ca. die Hälfte hiervon beim Fondsmanager und die andere Hälfte fließt an den Vertrieb zurück.

Diese Beteiligung des Vertriebs an den Verwaltungskosten hat zwei positive Aspekte gehabt: Zum einem wird er am langfristigen Erfolg des Fonds beteiligt. Damit hat er grundsätzlich einen Anreiz, möglichst gute Fonds zu verkaufen. Eine Entlohnung des Vertriebs mit Ausgabeaufschlägen verführte früher oft dazu, dass Kunden zu überflüssigen Transaktionen verleitet wurden. Dies wird mit einer Umstellung auf die Beteiligung an der Verwaltungsvergütung vermieden. Darüber hinaus werden die Vertriebskosten in die Performancerechnung einbezogen, damit quasi in Performancevergleichen sichtbar und für auch den Kunden vergleichbarer. Andererseits muss man natürlich auch festhalten, dass der Vertriebsanteil zu einer strukturellen Erhöhung der Grundkosten geführt hat, die insbesondere für Langfristanleger nachteilig ist.

Ein weiterer fester Block bei den direkten Kosten sind die administrativen Kosten. Hierzu gehören neben der Depotbankvergütung die auf den Fonds bezogenen Verwaltungskosten. Weiterhin enthalten sind Aufwendungen, die sich aus den Verpflichtungen der Fondsgesellschaft ergeben, sich regelmäßig von einem Wirtschaftsprüfer testen zu lassen. Anleger werden dann in Pflichtveröffentlichungen über ihre Aktivitäten informiert. Diese Kosten dienen letztlich dem Anlegerschutz und sind unbedingt notwendig. So gab es unseres Wissens nach bei in Deutschland oder der Schweiz zugelassenen Publikumsfonds schon sehr lange keinen Skandal mehr über die Veruntreuung von Fondsgeldern, lediglich sehr wenige Beanstandungen wegen missbräuchlicher Verwendung einiger Mittel. In anderen schwächer regulierten Bereichen wie geschlossenen Fonds, Hedgefonds oder Managed Accounts werden hingegen immer wieder schwere Betrugsfälle bekannt.

Ein zunehmend umstrittener Punkt bei den Verwaltungsgebühren sind sog. Performancefees, also Zusatzgebühren, die bei besonders guter Wertentwicklung fällig werden. Die Grundidee hinter den Performancefees ist richtig, nämlich den Fondsmanager ähnlich wie bei Hedgefonds an einer außergewöhnlich guten Entwicklung auch finanziell zu beteiligen. Allerdings ist die praktische Umsetzung bei vielen Fondsgesellschaften mehr als problematisch. Zum einen orientiert sich die Performancevergütung i.d.R. an einem Jahr. Dies ist aber für Langfristanleger viel zu kurz, zumal die Kursentwicklung von Aktien erfahrungsgemäß sehr stark schwanken kann. Eine solch kurze Frist fördert das Eingehen von kurzfristigen Risiken zulasten einer langfristigen Positionierung. Während Hedgefonds ihre Performancevergütung an der absoluten Wertentwicklung orientieren, sind viele Publikumsfonds an der relativen Entwicklung zu einem Index ausgerichtet. Dieser Ansatz mag zwar aus Sicht des Fondsmanagers gerechter sein, weil er sich an der tatsächlichen Managementleistung relativ zu einer Benchmark orientiert, aus der Sicht des Kunden kann dies aber dazu führen, dass er auch in absoluten Verlustjahren Performancefee zahlen muss. Weiterhin fehlt bei vielen Fonds eine ausreichende Regelung zur Verrechnung zwischen Jahren, in denen der Fonds sein Performanceziel schafft mit den Jahren, in denen er sein Ziel verfehlt.

Derzeit kann deshalb jedem Anleger vom Engagement in einem Fonds mit Performancefees dringend abgeraten werden, es sei denn, er studiert vorher eingehend das Kleingedruckte im Fondsprospekt.

Als Maß zur Bestimmung der Kostenbelastung wird oftmals die sogenannte Gesamtkostenquote TER (Total Expense Ratio) verwendet. Sie erfasst alle Kosten, die sich aus der laufenden Verwaltung des Fonds ergeben. Diese Kosten werden über ein Geschäftsjahr ermittelt und durch den durchschnittlichen Nettoinventarwert des Fonds während dieses Jahres geteilt. Nicht erfasst werden allerdings Transaktionskosten sowie die indirekten Kosten. In einigen Ländern werden auch Performancefees herausgerechnet. Insofern ist der Begriff eigentlich irreführend, da er 1) nur den offensichtlichen Fixkostenanteil beinhaltet und 2) bei Fonds mit hohen Mittelbewegungen oder Umschichtungen nur einen Bruchteil der tatsächlichen Kosten erfasst.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

In den USA ist die Kostenbelastung durch Verwaltungsaufwendungen grundsätzlich niedriger als in Europa, was auf das stärkere Kostenbewusstsein von Anlegern zurückgeführt werden kann. Darüber hinaus werden mehr Anlagegelder durch von Banken unabhängige Fondsgesellschaften verwaltet, die erfahrungsgemäß eine sehr viel größere Rolle auf die Minimierung der Kosten legen. Diese beiden Faktoren erklären relativ gut, warum amerikanische Fonds normalerweise etwas besser sind als ihre europäischen Wettbewerber. Allerdings sollte dies keinen europäischen Anleger dazu verleiten, jetzt grundsätzlich amerikanische Produkte zu bevorzugen. Die großen amerikanischen Fondsgesellschaften haben extra für ihre europäischen Kunden Tranchen mit "europäischen" Gebühren aufgelegt, um vom niedrigen Wettbewerb in Europa zu profitieren.

Indirekte Kosten bei Investmentfonds

Indirekte Kosten sind Belastungsfaktoren für die Wertentwicklung, die sich durch das Marktumfeld oder das Handeln des Fonds bzw. der Anleger ergeben.

Hierzu zählen zum einen die indirekten Handelskosten, die sich aus dem Unterschied zwischen An- und Verkaufskursen (Geld Brief Spanne bzw. Bid Ask Spread) bei Wertpapierhändlern ergeben. Diese sind allerdings je nach Liquidität des Wertpapiers sehr unterschiedlich. Dennoch dürfte ihre Bedeutung inzwischen genauso hoch sein wie diejenige der offen ausgewiesenen Transaktionskosten. Bei kleinen und illiquiden Aktien dürfte diese Handelsspanne sogar wichtiger sein. Eine Studie des amerikanischen Professors Richard B. Evans (<http://www.darden.virginia.edu/web/Faculty-Research/Directory/Full-time/Richard-B-Evans/>) schätzt in den USA die Kostenbelastung durch Handelsspannen mit ca. 0,13% je Transaktion als ungefähr genau so hoch ein wie die Belastung durch direkte Transaktionskosten. In Europa dürfte die Zahl etwas höher sein.

Eine weitere Art von indirekten Kosten ist der sogenannte Market Impact. Größere Fonds verändern mit ihren Orders die Angebots-/Nachfragerelationen an den Märkten. Wissen Wertpapierhändler, dass ein großer Fonds auf der Käuferseite ist, erhöhen sie ihre Preise. Das Umgekehrte geschieht bei Verkäufen.

Bei sehr kleinen Werten lässt sich der Market Impact auch durch die Fondsmanager für die Manipulation von Kursen nutzen. In der Vergangenheit gab es einige Beispiele von Small Cap Fonds, die ihrer Performance durch Beeinflussung von Kursen nachgeholfen haben. Diese Manipulationen funktionieren meist aber nur kurzfristig und haben i.d.R. fatale Folgen für die langfristige Performance.

Das Problem des Market Impact hat sich in den vergangenen Jahren durch autonome Handelsprogramme von High Frequency Tradern verschärft. Inzwischen gibt es Algorithmen, die systematisch die Aktienmärkte nach Auffälligkeiten durchsuchen, die sich aus großen Orders ergeben. Diese Algorithmen setzen sich auf einen durch eine Order erzeugten kurzfristigen Trend drauf und verstärken dann den Market Impact. Die Belohnung für den Algorithmus besteht in einer Abschöpfung der erhöhten indirekten Handelskosten, geschädigt wird der Fondsanleger.

Der bereits erwähnte Richard B. Evans hat für den Market Impact eine Größenordnung von durchschnittlich 0,49% je Transaktion ermittelt. Auch hier ist in Europa tendenziell von einem etwas höheren Wert auszugehen. Der Market Impact wäre nach den Ergebnissen von Prof. Evans ungefähr doppelt so wichtig wie ausgewiesene Transaktionskosten und Handelsspanne zusammengenommen.

Weitere indirekte Kosten sind diejenigen Belastungen, die sich durch die mittelbaren Auswirkungen von Mittelbewegungen auf die Fondsperformance ergeben. Das Problem hierbei ist, dass Anleger mit ihren Aktionen Kosten verursachen, die aber nicht von ihnen allein getragen werden, sondern mit einer gewissen Verzögerung von der Gesamtheit der Anteilsbesitzer.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Diese Kosten ergeben sich aus der Tatsache, dass Fondspreise unabhängig davon ermittelt werden, zu welchem Zeitpunkt und zu welchen Kosten angelegte Mittel investiert werden bzw. für abgezogene Mittel Liquidität geschaffen wird.

Der Wert eines Anteils ergibt sich aus dem Gesamtvermögenswert zum Bewertungszeitpunkt geteilt durch die Summe aller Anteile. Die Zahlen zu Käufen und Rückgaben von Fondsanteilen werden täglich gesammelt und dann an den Fondsmanager weitergegeben. Dies dauert einige Stunden bis zu einem Tag. Erwirbt ein Anleger neue Anteile, so kann der Fondsmanager das neue Geld erst mit einer gewissen Verzögerung anlegen. Genauso kann er die Liquidität für Rückzahlungen erst mit Verzögerung schaffen, wenn der Anleger seine Anteile zurückgibt.

Da sich Anleger oftmals prozyklisch verhalten, d. h. in steigende Kurse kaufen und in fallende Kurse verkaufen, hat der Fondsmanager i.d.R. das Problem, dass er die Kundenorders zu ungünstigeren als den Bewertungskursen ausführen muss. Hinzu kommen dann noch die direkten und indirekten Transaktionskosten.

Steigt ein Anleger neu bei einem Fonds ein, werden die Kosten seines Einstiegs auf alle Anteilsinhaber des Fonds verteilt. Je früher ein Anleger sich also bei einem Fonds engagiert, desto mehr Kosten von anderen Investoren muss er tragen. Bei Zuflüssen macht dieser Effekt normalerweise neu aufgelegten Fonds stark zu schaffen. Er kann sich auch gravierend auswirken, wenn bei steigenden Märkten starke Mittelzuflüsse kommen.

Ich selbst habe aus meiner beruflichen Praxis ein Beispiel dokumentiert, bei dem ein populärer Publikumsfonds im Laufe eines Jahres bei steigenden Kursen starke Mittelzuflüsse hatte. Im Vergleich mit einem identisch strukturierten Spezialfonds, der keinerlei Mittelbewegungen verzeichnete, wies er am Jahresende eine um 11,5% schlechtere Wertentwicklung aus. Insbesondere in den Monaten mit starken Mittelzuflüssen weitete sich die Performancedivergenz stark aus. Nur ca. 10% des Performanceunterschiedes ließen sich durch die abweichende Belastung mit Verwaltungskosten erklären. Ungefähr 90 % der Abweichung sind auf Transaktionskosten und indirekte Kosten zurückzuführen. Leider lassen sich die einzelnen Faktoren analytisch nicht weiter genau aufgliedern. Allerdings ist zu vermuten, dass die Hauptursache für den Performanceunterschied war, dass in einen steigenden Markt hinein gekauft wurde, d. h. der Fondsmanager fast immer zu höheren Kursen investieren musste, als vorher die Fondsanteile verkauft wurden. Da vorwiegend relativ liquide Aktien gehandelt wurden, spielten die erhöhten Transaktionskosten und der Market Impact wahrscheinlich nur eine Nebenrolle.

Noch gravierender kann sich dieser Effekt bei Abflüssen auswirken, speziell bei umfangreichen. Da bei Rückgaben die Bewertung und Rückzahlung der zurückgegebenen Fondsanteile zuerst erfolgt, die Wertpapierverkäufe aus dem Fonds aber erst später vorgenommen und verbucht werden, tragen die Kosten voll die im Fonds verbliebenen Anleger. Ihre Performance verschlechtert sich, während der Fondsverkäufer als Verursacher nicht belastet wird. Dieser Effekt ist umso höher, je größer die Abflüsse sind. Hohe Mittelabflüsse können einen Teufelskreis für Fonds verursachen: Sie beeinflussen die Performance negativ, was wiederum mehr Anleger zum Abspringen bringt. Wenn die Abflüsse in Relation zum Fondsvolumen immer größer werden, wird dann auch das Performanceproblem immer größer.

Die hohen indirekten Kosten durch Mittelzuflüsse und -abflüsse dürften die Hauptursache dafür sein, dass viele erfolgreiche Fonds nach mehreren Jahren Performanceprobleme bekommen. Wenn kurzfristig orientierte Anleger anfangen, ihr Geld abzuziehen, fallen diese Fonds immer weiter zurück. Darüber hinaus werden Fonds mit hohen Zuflüssen irgendwann einmal zu groß und unflexibel. Performancerelevante Transaktionen erreichen dann ein Volumen, mit dem der Kurs der gehandelten Aktien deutlich beeinflusst wird. Der Erfolg

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

der Vergangenheit wird dann für diese Fonds zum Fluch: Zuerst erodieren die massiven Mittelzuflüsse die Basis des Erfolgs, die später folgenden Mittelabflüsse zerstören die Performance dann endgültig.

Diese Entwicklung hat insbesondere mit der Tendenz vieler Investoren zu tun, Fonds zu bevorzugen, die in der jüngsten Vergangenheit überdurchschnittlich waren. Dieses Verhalten wird durch das Marketing der Finanzvertriebe, aber auch durch die Performanceanalysen von Investmentconsultants verstärkt, die vergangene Performance als Indikator für zukünftige Performance herausstellen. Grundsätzlich ist die Überlegung richtig und hat sich in vielen Bereichen des Lebens bewährt, lieber auf die Gewinner zu setzen. Bei Fonds ist aber das Problem, das Investor und Fondsmanager interaktiv sind: Belohnen Investoren eine gute Performance mit Mittelzuflüssen, verschlechtern sie gleichzeitig die Voraussetzungen für die Fortsetzung der überdurchschnittlichen Wertentwicklung. Ungeduldige Anleger können mit ihren Mittelabflüssen die Performance signifikant beschädigen. Je größer die Summen sind, die in Relation zum Fondsvolumen bewegt werden, um so geringer sind die Aussichten für den Manager, seine guten Zahlen zu halten.

Empirische Studien aus den USA und Großbritannien zeigen für die Zeit vor 2000, dass hier tatsächlich ein Zusammenhang zwischen vergangener und zukünftiger Performance gegeben war. Dieser Zusammenhang scheint jedoch inzwischen verloren gegangen. Unserer Vermutung nach - leider sind hierzu keine Zahlen öffentlich zugänglich, die unsere These belegen oder widerlegen könnten - liegt dies am wachsenden Einfluss der Dachfonds und Investmentfondsvermögensverwaltungen, die ihr Anlagekapital immer schneller zwischen den einzelnen Fonds hin und her schieben und damit gewaltige indirekte Kosten induzieren.

Sie sollen eigentlich Kleinanlegern die Vorteile eines auf die jeweilige Risikoklasse zugeschnittenen professionellen Anlagemanagements ermöglichen. Empirisch gesehen lässt sich allerdings nicht belegen, dass der durchschnittliche Dachfonds oder Investmentfondsvermögensverwalter einen Zusatznutzen zu einem ähnlich strukturierten Mischfonds erzielt. Im Gegenteil sind diese Dachfonds i.d.R. etwas schlechter, und die Performancedifferenz entspricht in etwa den zusätzlichen Kosten durch das Dachfondsmanagement bzw. den Vermögensverwalter.

Allerdings schichten Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds ihre Fondsanteile sehr viel häufiger um als normale Privatanleger. Weiterhin bewegen sie sehr viel größere Summen. Ihre Aktionen werden dem Fondsmanagement oftmals nicht rechtzeitig oder manchmal auch überhaupt nicht angekündigt, sodass eine kostengünstige Implementierung mittels Programmhandel oft nicht möglich ist. Dies macht die Steuerung der Liquidität durch den Fondsmanager unkontrollierbar.

Mir selbst ist aus meiner beruflichen Praxis ein Beispiel bekannt, bei dem eine Vermögensverwaltung mit Investmentfonds ca. 70% des Volumens eines Schwellenländer-Fonds an einem Tag abzog. Der Abzug wurde zwar vorher angekündigt, allerdings war das Timing extrem unglücklich, weil ein Tag mit sehr nervösen Märkten gewählt wurde, an dem die Kurse stark ins Rutschen kamen und die Verkäufe einen deutlichen Market Impact hatten. Der Fondsmanager war gezwungen, in fallende Märkte zu verkaufen und konnte nur deutlich niedrigere Kurse erzielen, als der Rückgabepreis implizierte. Die Performance brach an diesem Tag sowohl absolut wie auch relativ zum Vergleichsindex ein. Die Kosten der Rückgabe wurden voll auf die verbliebenen Investoren verteilt. Der Track Record des Fondsmanagers wurde ohne seine Schuld auf Jahre hinaus ruiniert.

Gerade für Dachfondsmanager besteht ein hoher Anreiz zu überflüssigen Transaktionen. Wenn sie eine einmal gefundene langfristig angemessene Struktur mit Fonds umsetzen, sind sie danach eigentlich überflüssig. Um ihre Existenz gegenüber ihrem Arbeitgeber zu rechtfertigen, sind sie daher gezwungen, sich permanent neue Umschichtungsgründe als Rechtfertigung für ihren Arbeitsplatz auszudenken.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Auch der zunehmende Verzicht auf Ausgabeaufschläge hat in Hinblick auf die Mittelbewegungen eine unangenehme Nebenwirkung gehabt: Fonds erfreuen sich steigender Beliebtheit bei kurzfristigen Investoren. Kauft ein Trader beispielsweise eine Aktie und verkauft sie wieder drei Tage später, so hat dies keine Konsequenzen für die gehandelte Aktie. Wird hingegen ein Fonds gehandelt, so ist der Fondsmanager gezwungen zu agieren: Er muss erst kaufen und dann drei Tage später wieder verkaufen. Die direkten und indirekten Kosten aus diesen Transaktionen werden wie gehabt auf das Fondsvermögen aufgeteilt, die Gesamtperformance geschädigt. Diese Schäden durch Trading sind jeder für sich kaum wahrnehmbar, können sich aber aufsummieren, insbesondere wenn größere Volumen betroffen sind.

Mir ist sogar ein Fall bekannt, bei dem der Eigenhandel einer kleineren Privat-Bank die Fonds des eigenen Hauses für Spekulationsgeschäfte genutzt hat. Hierbei wurde auch noch der Effekt ausgenutzt, dass die offiziellen Bewertungskurse des Fonds (z. B. für US-Aktien) manche Marktbewegungen verzögert reflektierten, sodass der Händler quasi zu garantierten Vortageskursen einkaufen konnte. Auf Kosten der Fondsvermögen der eigenen Kunden wurden so relativ risikofrei Eigenhandelsgewinne erzielt.

Bei börsengehandelten Indexfonds hat man das Problem indirekter Kosten durch Mittelbewegungen entschärft, indem zwischen Anleger und Fondsgesellschaft ein Market Maker dazwischengeschaltet wurde, der Fonds in großen Blöcken von der Investmentgesellschaft erwirbt. Damit kann die Fondsgesellschaft ihre Mittelbewegungen über Handelsprogramme umsetzen. Der Market Maker kauft und verkauft die Fonds dann an die Anleger in kleineren Stückzahlen, sein Abnahmerisiko wird über Derivatgeschäfte abgesichert.

Fazit:

Ein Fondsmanager, der heutzutage antritt, um seinen Marktindex zu schlagen, gleicht einem Marathonläufer, dem noch zusätzliche Bleigewichte angehängt werden. Dazu wird von ihm erwartet, dass er nicht nur am Ende vorne liegt, sondern auch noch jeden Abschnitt für sich entscheidet. Wenn er es schafft, eine Teilstrecke zu gewinnen, bekommt er noch zusätzliche Gewichte angehängt; wenn er stark zurückfällt, ebenfalls. Wenn sich für die Gesamtheit der Fonds dann hieraus eine Tendenz zur Mäßigkeit ergibt, sollte dies eigentlich niemanden wundern.

Die sichtbaren fixen Kosten dürften im Moment bei europäischen Aktienfonds im Durchschnitt ca. 2% p.a. betragen. Hinzu kommen noch Transaktionskosten durch Gebühren, Handelsspanne und Market Impact in Höhe von ca. 1,5% p.a. Die impliziten Kosten aufgrund von Mittelbewegungen variieren stark von Fonds zu Fonds. Als Faustregel kann man aber sagen: Je erfolgreicher ein Fonds in der Vergangenheit war, um so ausgeprägter sind die Mittelbewegungen und umso stärker ist er belastet. Zuverlässige Schätzungen oder Messungen liegen uns nicht vor. Nach Gesprächen mit Insidern der Fondsindustrie gehen wir allerdings davon aus, dass diese Kosten derzeit im Normalfall 0,5% bis 2% p.a. ausmachen. Sie können bei populären Fonds wie in dem im Text erwähnten Beispiel aber noch sehr viel höher liegen.

Insofern muss der durchschnittliche Fondsmanager jedes Jahr mindestens ca. 4% seines Fondsvolumens an Kosten aufholen, praktisch eine unmögliche Aufgabe. Wenn wir eine durchschnittliche Underperformance von 2% p.a. bekommen, heißt dies effektiv, dass die Fondsmanager durch ihre Leistung vor Abzug der Kosten noch mindestens ca. 2% Outperformance gerettet haben.

Entgegen einem weitverbreiteten Vorurteil schaffen Fondsmanager es also, Mehrwert für ihre Kunden zu schaffen. Dieser reicht aber nicht aus, um die Kostenbelastung aufzuholen. Eine Performanceverbesserung für die Industrie ist nur möglich, wenn Banken und Fondsgesellschaften ihre Publikumsfonds nicht mehr als

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Melkmaschinen für Kundenvermögen ansehen. Die Ausgestaltung vieler Performancefees in den vergangenen Jahren lässt dieses Verständnis allerdings nicht erkennen, ganz im Gegenteil. Performancefees sind ein gutes Beispiel dafür, wie eine an sich gute Idee durch ihre praktische Ausgestaltung negativ wirkt. Ein weiteres Beispiel für die kontraproduktive Umsetzung einer an sich guten Idee sind Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds. An sich ist nichts dagegen zu sagen, Kleinanlegern ein Finanzinstrument anzubieten, bei dem ihnen die konkrete Anlageentscheidung zur Diversifikation ihrer Investments abgenommen wird. Allerdings haben sich viele Dachfonds und Vermögensverwaltungen mit Investmentfonds bei der Performance traditionellen Mischfonds unterlegen gezeigt. Sie tendieren zu überflüssigen Umschichtungen, mit denen sie sowohl die eigene Performance ruinieren wie auch überflüssige Kosten für die Fonds induzieren, in denen sie anlegen.

Das grundsätzliche Problem, dass die Kosten von Zu- und Abflüssen andere Anleger belasten als diejenigen, die sie verursachen, ließe sich lösen, indem man zur Abdeckung der Handelskosten für Ein- und Ausstieg eine Gebühr verlangen würde, die dem Fondsvermögen gutgeschrieben wird. Dies würde aber eine Kulturrevolution bei Vertriebsorganisationen und Investmentfirmen voraussetzen, für die es derzeit völlig undenkbar ist, anfallende Gebühren nicht selbst einzusacken.

Wesentlich entschärft werden könnte das Problem der indirekten Kosten, wenn beim Fondsvertrieb grundsätzlich ein Market Maker eingeschaltet wird, der die Fonds zu vorab vereinbarten Volumen und Zeitpunkten von der Fondsgesellschaft kauft oder an diese zurückgibt. Dies würde dem Fondsmanager erlauben, bei Mittelbewegungen den Bewertungszeitpunkt und die Wertpapiertransaktionen besser zu synchronisieren. Zudem könnte der kostensparende Programmhandel öfters eingesetzt werden. Bei börsengehandelten Indexfonds ist diese Vorgehensweise üblich, bei aktiv gemanagten Publikumsfonds die Ausnahme. Dies liegt in den Interessen der traditionellen Fondsvertriebe begründet. Die Zwischenschaltung eines Market Makers und der Verkauf über die Börse würde sie schlicht und einfach überflüssig machen.

Weiterhin wäre grundsätzlich ein transparenterer Umgang mit dem Thema Kosten wünschenswert. Hierzu würde zuallererst gehören, dass man die Gesamtkostenquote umbenennt in Fixkostenquote und versucht, die übrigen Kosten besser aufzubereiten. Allerdings ist in Deutschland inzwischen der von uns bemängelte Gebrauch des Wortes Gesamtkostenquote in § 41 Investmentgesetz rechtlich vorgeschrieben, was eine umfassende Kostendarstellung nicht einfacher macht.

Man könnte alle Kosten sichtbar machen, wenn man Fondsmanager dazu verpflichtet, parallel zum tatsächlichen Portfolio ein virtuelles Portfolio zu führen. Dieses enthält alle Umschichtungen, aber keine Mittelbewegungen. Umschichtungen werden zu den Kursen erfasst, zu denen auch die tägliche Fondsbewertung stattfindet, Transaktionskosten aber nicht eingeschlossen. Die Wertentwicklung dieses virtuellen Portfolios (incl. Dividenden, Bezugsrechteerlöse, etc.) muss von einem Wirtschaftsprüfer testiert werden, um Manipulationen entgegenzuwirken. Am Ende eines Jahres könnte man aus der Performanceabweichung von realem und virtuellem Portfolio die tatsächliche Kostenbelastung ablesen. Die indirekten Kosten ließen sich dann relativ einfach durch Abzug der fixen Kosten sowie der Transaktionskosten von den Gesamtaufwendungen ermitteln. Darüber hinaus würde das virtuelle Portfolio eine bessere Beurteilung der Leistung des Fondsmanagers ermöglichen.

Die Frage ist allerdings, inwieweit die Investmentindustrie tatsächlich selbst an größerer Transparenz interessiert ist. Wenn alljährlich „unfähige“ Fondsmanager als Sündenböcke für eine schlechte Fondsbewertung vorgeschoben werden können, lenkt dies natürlich auch von den eigentlichen Gründen für eine enttäuschende Wertentwicklung ab. An der Unfähigkeit von Fondsmanagern ist wenig zu ändern. Kritischen Kunden

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

könnte aber auffallen, dass sich einige der tatsächlichen Gründe für eine schlechte Fondsperformance relativ einfach abstellen lassen würden.

Wie soll sich nun der Anleger verhalten?

Wenn Anleger an den Erwerb eines Fonds denken, sollten sie versuchen, möglichst viele Informationen über die Kostenbelastung ermitteln. Die Angabe der Gesamtkostenquote ist inzwischen gesetzlich vorgeschrieben, sagt aber für sich allein noch wenig aus. Viele Anbieter geben inzwischen auch in ihren Jahresberichten eine Zahl zu den Transaktionskosten an, wobei diese Zahl i.d.R. nur die direkt ausgewiesenen Handelsgebühren enthält und keine impliziten Spesen bei Nettokursen. Dennoch kann sie eine nützliche Indikation für Kostenbelastung liefern. Nach den Ergebnissen von Prof. Evans muss man realistischerweise davon ausgehen, dass die Gesamtbelastung aus Transaktionskosten, Handelsspanne und Market Impact ungefähr dem 5-6fachen der ausgewiesenen Transaktionsspesen entspricht. Die indirekten Kosten aus Zu- und Abflüssen lassen sich aus öffentlich zugänglichen Informationsquellen weder ableiten noch prognostizieren. Hier kann der Anleger nur hoffen, dass sein Fonds möglichst lange von starken Mittelbewegungen verschont wird. Wenn er merkt, dass der Fonds immer öfter auf Empfehlungslisten von Banken, Consultants oder der Presse auftaucht, sollte er ihn lieber in ein weniger populäres Produkt tauschen.

Des weiteren sollten Anleger von Fonds mit Performancefees Abstand nehmen, es sei denn, sie wollen mehrere Abende damit verbringen, das Kleingedruckte in Fondsprospekten genau zu analysieren.

Indexfonds liefern eine indexnahe Wertentwicklung. Anleger sollten sich aber klar sein, dass es auch bei ihnen zu einer Kostenbelastung kommt, die bis zu 0,5% - 0,7% p.a. betragen kann. Damit ist man aber immer noch besser bedient als mit einer regelmäßigen Underperformance von ca. 2% p.a. beim durchschnittlichen Aktienfonds. Wenn man in ein bestimmtes Thema oder eine spezifische Anlageklasse investieren will und nicht in einen bestimmten Fondsmanager oder spezifischen Investmentstil, ist man mit einem Indexfonds fast immer besser bedient. Indexfonds sind durch die Zwischenschaltung eines Market Makers zudem vor den negativen Auswirkungen indirekter Kosten viel besser geschützt als populäre Publikumsfonds.

Dachfonds oder Investmentfondsvermögensverwaltungen richten überwiegend mehr Schaden an, als dass sie dem Anleger nützen. Die wenigen guten erkennt man daran, dass sie nur sehr wenig umschichten. Nicht nur für Kleinanleger sind zudem traditionelle Mischfonds wie der Jyske Stable Strategy oder der Kapital Plus-Fonds A von Allianz Global Investors eine gute Alternative. Wir stellen beide Fonds in unserer Rubrik „Investmentfonds für Langfristanleger“ ausführlicher vor.

Anleger sollten weiterhin Fonds vermeiden, die in den Medien und der Werbung, aber auch von Investmentconsultants besonders herausgestellt werden. Bei ihnen ist die Gefahr am größten, dass sie "hei-ßes Geld" anziehen, sodass bei Mittelabflüssen die Performance wieder kollabiert. Paradoxi-erweise sind gerade die für einen mehrjährigen Zeitraum herausragenden Produkte besonders gefährdet.

Grundsätzlich sollten Anleger - wenn möglich - ihren Fonds an der Börse bei einem Market Maker kaufen oder verkaufen und nicht über die traditionellen Fondsvertriebe. Erstens spart dies i.d.R. direkte Transaktionskosten und zweitens schafft man es so, die indirekte Kostenbelastung für den Fonds möglichst gering zu halten.

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

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 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.

Umsatz-, Gewinn- und Dividendenschätzungen basieren auf eigenen Bewertungsmodellen.

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 & Frank-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

reich: 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 10.

3) Das Datum der ersten Veröffentlichung unserer Analysen ist – sofern nicht anders gekennzeichnet – das Wochenende vor dem auf der ersten Seite angegebene Erscheinungstag von „Mit ruhiger Hand“; für diese Ausgabe also der 1.10.2012.

4) Datum und Uhrzeit der darin angegebenen Preise von Finanzinstrumenten entsprechen – sofern nicht anders gekennzeichnet – dem Schlusskurs vom letzten Handelstag vor dem Erscheinungsdatum 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 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.