

Das DAX-Prognose-Paradox

– oder, warum es heute einfacher ist, einen DAX-Stand von 20.000 vorherzusagen, als eine treffsichere Jahresendprognose zu machen –

Von Karl-Heinz Thielmann

Es ist ein alljährliches Ritual. Zum Jahresende können wir in den Zeitungen die Prognosen der Anlagestrategen von Banken und Investmentfirmen lesen. Sie müssen uns mitteilen, wie sich ihrer Ansicht nach die Zinsen sowie die Kurse von Aktien, Währungen und Rohstoffen entwickeln werden. Manchmal können wir auch noch ihre missglückten Vorhersagen vom Vorjahr begutachten, meist mit einem hämischen Kommentar versehen, dass sie ja wohl dieses Mal völlig schief gelegen haben. In der Tat zeigt die Vergangenheit, dass es praktisch nie gelingt, die Entwicklungen an den Kapitalmärkten auch nur einigermaßen richtig vorherzusagen.

Schaut man sich die Prognosen der sogenannten Börsenexperten genauer an, so stellt man eine erstaunliche Tatsache fest: In jedem Jahr sagt die überwiegende Anzahl der Spezialisten für ihren Aktienmarkt eine Kurssteigerung von ca. 3% - 10% vorher. So finden sich auch in diesem Jahr die meisten Prognosen in einem Bereich von 7.800 bis 8.400 für den DAX zum Jahresende 2013. Laut einer am 2.1.2013 veröffentlichten Handelsblatt-Umfrage liegt die durchschnittliche Schätzung bei 8.029, also bei einem Plus von knapp ca. 5,5%. Zwar gibt es für dieses Ergebnis immer die unterschiedlichsten Argumente, aber komischerweise kommen immer ähnliche Vorhersagen heraus. Nur gelegentlich wagt sich einmal ein Pessimist mit einer negativen Prognose heraus, wie in diesem Jahr die Saxo-Bank mit einem DAX-Stand von 5.000. Vorhersagen, dass der Aktienmarkt 20% oder noch mehr zulegen könnte, sind relativ selten. Allerdings gab es zu diesem Jahreswechsel einige wenige davon, die jedoch – soweit es sich feststellen lässt – alle mit rein charttechnischen und nicht mit fundamentalen Argumenten begründet und auch nicht in die Übersicht vom Handelsblatt aufgenommen wurden.

Dass die Prognosen jedes Jahr trotz der Volatilität der Finanzmärkte so gleichförmig sind, hat einen Grund: Empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass viele Analysten und Strategen an ihre Vorhersagen selbst gar nicht glauben, sondern sie als ein lästiges Ritual betrachten. Nur weil Kunden und Presse von Ihnen angeblich exakte Punktprognosen erwarten, nehmen sie diese vor. Sie orientieren sich dann bei ihren Vorhersagen am Marktkonsens, also dem Durchschnitt der Meinungen der anderen Analysten. Dieser wiederum scheint sich relativ stark an historischen Durchschnittswerten für die Rendite zu orientieren. Hiervon machen einige Strategen noch einen Abschlag von einigen Prozentpunkten, um eher vorsichtig zu erscheinen. Wenn man also eine historische Aktienmarkt-Rendite von 8% p.a. hat und einen Risikoabschlag von 3% macht, ist man bei einer Renditeprognose von 5%. So einfach ist das. Und wenn man sich bewusst gegen den Konsensus positionieren will, schätzt man einfach eine sehr große Abweichung zur Konsensusmeinung.

Doch können die Prognostiker mit einer solchen Methode überhaupt richtig liegen?

Von André Kostolany stammt ein schönes Bild, indem er Wirtschaft und Börse mit einem Spaziergänger vergleicht, der mit seinem Hund einen Weg entlang geht.

Wie der Spaziergänger vorankommt, ist schon nicht ganz einfach vorherzusagen. Es gibt zwar Faktoren, die man kennt und deshalb gut einschätzen kann, so z. B. sein Alter und die Beschaffenheit des Schuhwerks, ob er trainiert oder unsportlich und ob er motiviert oder lustlos ist.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Viel schwieriger ist es, die Beschaffenheit des Weges einzuschätzen, die noch vor ihm liegt. Ist der Weg gerade und flach oder gibt es Hindernisse, die man überwinden bzw. umgehen muss? Allerdings kann man davon ausgehen, dass der Spaziergänger zumindest die eingeschlagene Richtung weiter verfolgt.

Wie der Hund vorankommt, ist praktisch unmöglich vorherzusagen. Mal läuft er voraus, mal bleibt er lange zurück. Mal verschwindet er im Gebüsch, mal geht er eng bei seinem Herrchen. Vielleicht lässt er sich auch von einem anderen Hund ablenken. Bleibt er beharrlich zurück, zwingt er gelegentlich den Spaziergänger sogar zu einem kurzen Halt.

Der Mann ist ein Bild für die Wirtschaft, der Hund für die Börse. Der Spaziergänger folgt einem relativ stabilen Ablauf, hat aber mit Unterbrechungen zu kämpfen. Diese sind schon schwer vorherzusagen, wie die vielen ungenauen Konjunkturprognosen jedes Jahr belegen. Die Anlagestrategen müssen aber den Weg des Hundes vorherzusagen, der völlig erratisch umherläuft. Dies ist kurzfristig praktisch unmöglich, nur langfristig kann

man sagen, dass er sich an seinem Herrchen orientiert.

Dax-Renditen	Inflations-		
	nominal	rate	real
1991	12,9%	2,6%	10,3%
1992	-2,1%	5,0%	-7,1%
1993	46,7%	4,4%	42,3%
1994	-7,1%	2,8%	-9,9%
1995	7,0%	1,8%	5,2%
1996	28,2%	1,4%	26,8%
1997	46,2%	1,9%	44,3%
1998	18,4%	1,0%	17,4%
1999	39,1%	0,6%	38,5%
2000	-7,5%	1,4%	-8,9%
2001	-19,8%	1,9%	-21,7%
2002	-43,9%	1,5%	-45,4%
2003	37,1%	1,0%	36,1%
2004	7,3%	1,7%	5,6%
2005	27,1%	1,5%	25,6%
2006	22,0%	1,6%	20,4%
2007	22,3%	2,3%	20,0%
2008	-40,4%	2,6%	-43,0%
2009	23,8%	0,4%	23,4%
2010	16,1%	1,1%	15,0%
2011	-14,7%	2,3%	-17,0%
2012	29,1%	2,0%	27,1%
Ø	11,3%	2,0%	9,3%

Um zu zeigen, wie schwierig dies in der Praxis ist, wurde hier die jährliche Performance des Deutschen Aktienindex DAX seit 1990 analysiert. Betrachtet man die Wertentwicklung des DAX in den vergangenen 22 Jahren, so stellt man fest, dass es 7 Verlustjahre (ca. 1/3) und 15 Gewinnjahre (ca. 2/3) gab. Die durchschnittliche nominale Rendite lag im arithmetischen Mittel bei 11,3% p.a.. Im geometrischen Mittel, welches die langfristige Zuwachsrate besser beschreibt, lag sie bei 8% p.a.

Bereinigt um die Inflationsentwicklung ergibt dies im geometrischen Mittel eine reale Wertsteigerung von ca. 6% jährlich. Diese Durchschnittsrendite entspricht damit auch in etwa dem unteren Ende der realen jährlichen Durchschnittsrenditen zwischen 4,9% von 9,5% für deutsche Aktien, die (mit Ausnahme von 1960-80) zwischen 1950 und 2000, von Forschern der London Business School in „The Millenium Book“ für mindestens 20jährige Zeiträume ermittelt worden sind. Sie dürfte somit auch ein realistischer Schätzwert für die langfristige jährliche Wertentwicklung deutscher Aktien in Friedenszeiten sein.

Insofern sollte man oberflächlich betrachtet meinen, dass eine Renditeprognose von ungefähr 3%-10% jährlich für den Aktienmarkt gar nicht so falsch sein kann. Allerdings ist bemerkenswert, wie stark die Einzelergebnisse für die einzelnen Jahre von den Durchschnittswerten abweichen.

Lediglich in zwei Jahren (1995,2004) war die tatsächliche Rendite innerhalb dieser Zone von 3%-10%. In nur 4 Jahren war die Rendite weniger als 5% von der Durchschnittsrendite entfernt. Hingegen gab es 8 Jahre, in denen die Wertentwicklung mehr als 20% vom Durchschnittswert abwich. Ein Ergebnis lässt sich also schon festhalten: Es ist relativ unwahrscheinlich, dass ein Durchschnittsergebnis bei einer Renditeprognose heraus-

Mit ruhiger Hand

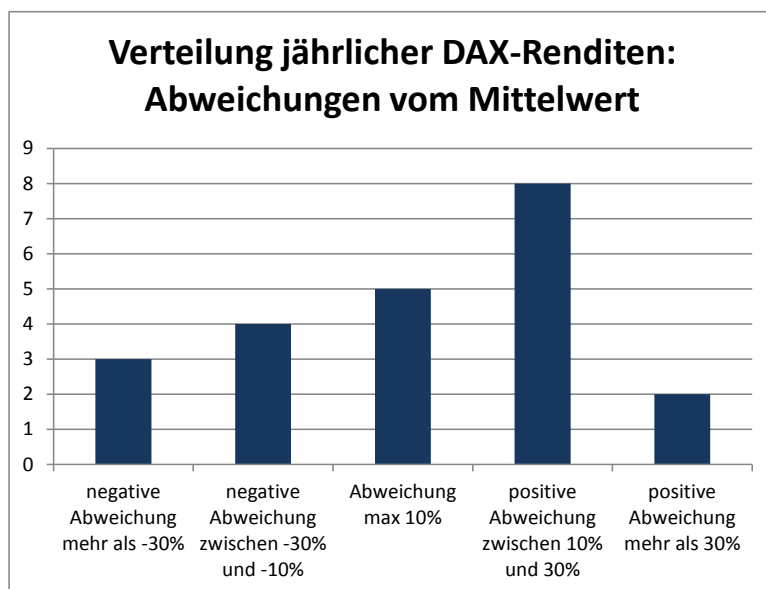
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

kommt. Es ist sogar wahrscheinlicher, dass es zu einer deutlichen Abweichung kommt, als dass sich ein Durchschnittsergebnis ergibt.

Weiterhin fällt auf, dass es genau so viele Jahre mit Renditeschwankungen über 40% (sog. „Fat Tails“) gab wie Jahre, in denen halbwegs durchschnittliche Renditen erwirtschaftete wurden. Die Durchschnittsrendite kam also genau so häufig vor wie ein extremer Ausschlag.

Die negativen Jahre haben einen Kursverlust von durchschnittlich ca. 19,4%. Nur ein Verlustjahr (2001) kommt in die Nähe dieses Durchschnittswertes. In fast einem Drittel der Verlustjahre waren die Einbußen über 40%. In schlechten Jahren gab es also mehr „Fat Tails“ als Durchschnittsergebnisse.

In Jahren mit Kursgewinnen betrug die Durchschnittsrendite ca. 25,6% p.a. 2012 kann mit einem Kursgewinn von 29,1% also als relativ durchschnittliches Gewinnjahr betrachtet werden. Immerhin lagen 6 von 14 Gewinnjahre in der Nähe dieses Durchschnittswertes, 4 allerdings auch mehr als 10% darüber.



In 10 der betrachteten 22 Jahre hat der DAX ein Anlageergebnis von mehr als 20% erwirtschaftet. Für einen Analysten, der am Jahresanfang einen Wertegewinn von 20% und mehr für den Aktienmarkt schätzt, ist die Wahrscheinlichkeit richtig zu liegen, also sehr viel höher wie für einen Strategen, der eine durchschnittliche Performance schätzt. Warum werden also Prognosen mit einer hohen Erfolgswahrscheinlichkeit so stark vermieden? Hierfür dürfte es zwei Gründe geben: Zum einen scheint es eine große Angst zu geben, mit seinen Prognosen vom Marktkonsens abzuweichen. Zum anderen wissen die Analysten ja

von vornherein, dass ihre Prognosen falsch sein werden und nur Marketingzwecken dienen. Insofern richten sie ihre Prognosen nicht daran, was sie selbst erwarten. Stattdessen formulieren sie dass, womit sie die Erwartungen von Kunden und Öffentlichkeit am besten zu erfüllen glauben. Viele denken anscheinend, dass sie sich am besten mit dem Image eines „vorsichtigen Optimisten“ profilieren können. Und zu diesem passt die Prognose von 3-10% p.a. nun einmal besser als die Prognose von 20% p.a., selbst wenn diese eine weit höhere Eintrittswahrscheinlichkeit hat. Allerdings macht es in Hinblick auf die Publikumsreaktion auch eine extrem pessimistische Prognose Sinn, weil man sich dann als „warnende Stimme“ profilieren kann. So hat Anatole Kaletsky einmal formuliert, dass es der sicherste Weg ist, um als Ökonom ernst genommen zu werden, stets Desaster vorherzusagen, egal was sich tatsächlich ereignet. Und tatsächlich hat man mit einer solchen Strategie, wie unsere Zahlen zeigen, eine ungefähr gleich große Wahrscheinlichkeit einer annähernd richtigen Prognose, wie als wenn man die historische Durchschnittsrendite schätzt. Allerdings kann man dann hinterher sagen: „Wir waren die Einzigen, die das Desaster geahnt haben.“

Welche Schlussfolgerungen lassen sich nun aus diesen Überlegungen ziehen:

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

- Seit 1950 hat die langfristige reale Rendite des deutschen Aktienmarktes relativ konstant zwischen 5% und 9,5% p.a. betragen. Insofern sind 6% p.a. real bzw. 8% p.a. nominal gute Erwartungswerte für eine durchschnittliche Renditeerwartung, die über einen mehrjährigen Börsenzyklus geht. Sie sind aber extrem schlechte Prognosewerte für die Renditen eines einzelnen Jahres.
- Analysten, die die langfristige Durchschnittsrendite als Basis für eine Jahresprognose nehmen, liegen daher meistens falsch. Sie nehmen dieses aber bewusst in Kauf, weil für sie das durch ihre Aussage vermittelte Image wichtiger ist als die Prognose selbst.
- Strategen, die extreme Kurseinbrüche vorhersagen, liegen zwar nur selten richtig, können sich aber bei Eintritt ihrer Prognose aber als Crashgurus feiern lassen.
- Die jährlichen Anlageergebnisse sind breit gestreut. Insbesondere bei Verlustjahren lässt sich keinerlei Muster erkennen. Bei Gewinnjahren hingegen gab es zumindest eine gewisse Häufung der Ergebnisse um den Durchschnittswert von 25,6% herum.
- Die Anlageergebnisse für alle Jahre sind nicht normal verteilt, das heißt in Form einer gaußschen Glockenkurve. Konventionelle Risikomodelle, die auf dieser Modellannahme beruhen, müssen zwangsläufig zu falschen Ergebnissen führen.
- Aus der Wertentwicklung eines Jahres lassen sich keinerlei Rückschlüsse über die Wertentwicklung des folgenden Jahres ziehen. Lediglich für mehrjährige und starke Gewinnperioden wie von 1995-1999 oder 2003-2007 lässt sich festhalten, dass sie irgendwann einmal durch heftige Kurskorrekturen beendet wurden.

Eine Jahresprognose für den Dax ist praktisch unmöglich. Ob er nun 2013 um 10% fällt und dann 2014 wieder um 30% steigt oder umgekehrt oder ob er in beiden Jahren um 20% p.a. steigt und dann wieder fällt, keiner kann es erahnen. Genau so wenig, wie man den exakten Weg eines Hundes vorhersagen kann, so ist es völlig unmöglich, auch nur annähernd einen Jahresendstand zu prognostizieren.

Hingegen ist es relativ einfach zu prognostizieren, dass der DAX seinem langfristigen Renditepfad unter heftigen Schwankungen weiter folgen wird. Dies ist das Prognoseparadox: Es ist sehr viel einfacher, eine langfristige Entwicklung vorherzusagen, da diese auf fundamentalen Trends basiert, als eine kurzfristige Prognose zu machen, weil diese von willkürlichen und starken Störfaktoren verzerrt wird.

„Es ist einfacher vorherzusagen, was passieren wird, als wann es passieren wird.“ (“It’s easier to tell what will happen than when it will happen.”) Warren Buffet

Da der deutsche Aktienmarkt aktuell weder besonders über- oder unterbewertet ist spricht vieles dafür, dass wir uns derzeit in der Nähe eines realen Wachstumspfades von ca. 5-7% p.a. befinden, der sich auch langfristig weiter fortsetzen sollte. Unter der Voraussetzung, dass uns keine globalen Katastrophen wie Weltkriege etc. heimsuchen und unter der Annahme einer Inflationsrate von ca. 2% p.a. wage ich deshalb die Prognose, dass der DAX irgendwann in den nächsten 12-15 Jahren einen Stand von 20.000 überschreitet. Fragen Sie mich aber bitte nicht, welchen Weg er dahin nehmen wird und wann dies genau passieren wird. Dann müsste ich den Hund und nicht den Spaziergänger vorhersagen.

Für 2013 erhoffe ich, dass der DAX-Hund nicht allzu sehr abgelenkt wird und ein weiteres durchschnittliches Gewinnjahr produziert. Dies würde immerhin einem Jahresendstand von mindestens 9.000 bedeuten. Erwarren werde ich den DAX allerdings irgendwo zwischen 4.200 und 11.000. Eine präzisere Vorhersage ist leider nicht möglich.

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 2: Karl-Heinz Thielmann

Für den regelmäßigen Bezug von „Mit ruhiger Hand“ können Sie sich unter www.Mit-ruhiger-Hand.de anmelden.

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.
 - 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.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Der Handelsblattartikel, auf den in dem Beitrag „Die fetten Jahre sind vorbei“ verwiesen wurde, ist am 4.12.2012 unter dem Titel „Die Wachstumsbremse“ als Titelgeschichte erschienen. Das angesprochene Video mit Martin Winterkorn ist hier abrufbar: http://www.youtube.com/watch?v=j_3sYEI3njc. Die Vergleichszahlen für das kaufkraftadjustierte Bruttosozialprodukt pro Kopf basieren auf Angaben von <http://www.indexmundi.com/> und der Financial Times.

Für den Beitrag „Das DAX-Prognose-Paradox“ wurde zurückgegriffen auf zwei Texte von Ekaterina Svetlova (Talking About the Crisis: Performance of Forecasting in Financial Markets(2012). In: Culture and Organization, 18(2), 155-169; sowie: Plausibility check of consensus: Expectation building in financial markets(2010). In: Journal of Financial and Economic Practice, 10 (1), 101-113). Als Referenz für langfristige Aktienmarktrenditen diente „The Millenium Book – A Century of Investment Returns“ von Elroy Dimson, Paul Marsh und Mike Staunton (ABN-Amro/London Business School), London, 2000. Zu Anatole Kaletsky vgl. sein Buch: Capitalism 4.0, New York 2010. Eine Übersicht mit den wichtigsten DAX-Prognosen für 2013 findet sich im Handelsblatt vom 2.1.2013 auf Seite 5.

Das Originalzitat von André Kostolany lautet: *„Stellen Sie sich einen Mann vor, der mit seinem Hund eine Straße entlanggeht. Der Mann schreitet gleichmäßig voran; das ist die Industrie. Der Hund stürmt vorwärts, springt hierhin und dorthin, kommt zu seinem Herrn zurück, läuft wieder davon und kommt wieder zurück; sein Weg stellt die Bewegungen der Wert-*

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

papiere dar.“ Es stammt aus seinem Buch „Das ist die Börse“, Stuttgart 1962, und wurde zitiert nach:

<http://www.spiegel.de/spiegel/print/d-45139515.html>.

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 & 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 18.

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 7.1.2013.

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: BBVA-Aktien
- 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.