

Die große Risikoverwirrung Teil 2: Die Risikoalchemisten

Von Karl-Heinz Thielmann und Prof. Dr. Ekaterina Svetlova

In der vorangegangenen Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ wurde erörtert, inwieweit unklare Risikobegriffe und methodische Probleme bei gängigen Risikomaßen zur Verwirrung von Anlegern im Umgang mit Risiken beitragen. Allerdings sind die entstehenden Probleme nicht nur auf die konzeptionelle Begrenztheit der vorgestellten Ansätze zurückzuführen. Ganz entscheidend für die Konfusion ist auch, unter welchen organisatorischen Voraussetzungen und Zwängen die Auseinandersetzung mit Risiko und Unsicherheit im Finanzbereich stattfindet.

In Hinblick auf Kapitalanlagen sind hierbei insbesondere zwei Themenkomplexe wichtig:

- a) Wie sind die institutionellen Rahmenbedingungen, unter denen sich Risikoanalyse vollzieht? Hierbei ist zwischen den Verhältnissen für interne Risikomanager und externe Risikobewerter wie z. B. Rating-Agenturen zu unterscheiden.
- b) Unterschiedliche Investoren verfolgen verschiedene Anlageziele, womit auch jeweils andere Risiken für sie relevant sind. Dennoch erfolgt die Risikobetrachtung zumeist unabhängig von den Zielen eines Anlegers. Hierdurch kommt es zum einen zu missverständlichen Risikoeinschätzungen im Bezug auf den Zeithorizont des Investors, zum anderen in Bezug auf das mit „Benchmarking“ verbundene relative Risikodenken.

1) Die Neigung zur Quantifizierung und übermäßiger Komplexitätsreduktion im Risikomanagement

Risikomanagement ist die systematische Erfassung und Bewertung von Risiken inklusive der Steuerung von Reaktionen auf festgestellte Risiken. Es wird innerhalb eines Unternehmens meist von spezialisierten Mitarbeitern durchgeführt und erfreut sich nicht erst seit der Finanzkrise 2008 wachsender Bedeutung. Gesetzliche und bankaufsichtsrechtliche Vorschriften haben seit den 90er Jahren dafür gesorgt, dass der Einfluss von Risikomanagement insbesondere bei Finanzunternehmen schrittweise zunahm. Die Finanzkrise hat dann weiterhin dazu geführt, dass dessen Notwendigkeit auch zunehmend intern akzeptiert wurde.

Allerdings haben Risiko-Manager speziell im Finanzbereich praktisch eine unmögliche Aufgabe. Einerseits müssen ihre Auftraggeber Geld verdienen, und das können sie nur, indem sie Risiken eingehen. Andererseits ist es Aufgabe des Risikomanagers, ebendiese Risiken zu begrenzen oder einzuschränken. Damit verursacht er Kosten oder verhindert sogar Geschäfte, was operativ tätige Manager meist ziemlich ärgert. Auch kann die Tendenz zur Geschäftsverhinderung gefährliche volkswirtschaftliche Konsequenzen haben, wie die derzeitige Diskussion um den „Credit Crunch“ zeigt. Banken, die zu wenig Kredite vergeben, behindern den Aufschwung der Wirtschaft.

Im Vergleich mit anderen Branchen ist der angesprochene Interessenkonflikt im Finanzbereich viel schwerwiegender, da die Risiken oftmals abstrakter sind und auch in weiter Zukunft liegen können. Insbesondere ist Risikomanagement schwierig, wenn es um komplexe Finanzprodukten geht. Bei ihnen ist das Erkennen und Bewerten von Risiken erheblich erschwert. Darüber hinaus stellt gerade die Komplexität eine Verführung dar, Risiken zu verstecken bzw. an Ahnungslose weiterzureichen. Da heutzutage durch die Verbindung von

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Leistungsanreizen mit Umsatzzielen vor allem der kurzfristige Erfolg belohnt wird, besteht ein erheblicher Anreiz für Finanzanbieter, Produkte mit intransparenten Risiken zu vermarkten.

Erfahrungsgemäß steigt auch der Druck auf Risikomanager, eine vorsichtige Haltung aufzugeben, wenn Konkurrenten risikofreudiger sind und aggressiv den Markt aufrollen. Es gibt daher eine Grundtendenz zum prozyklischen Verhalten beim Risikomanagement, die auch vor der letzten Finanzkrise besonders deutlich geworden war: Gerade zwischen 2004 und 2007 ist von einigen Banken bekannt, dass sie ihre Risikoregeln gelockert hatten. Darüber hinaus stehen Risikomanager im besonderen Fokus der Aufsichtsbehörden. Ihre Aufgabe ist es auch, durch die Ablieferung von Daten und die Umsetzung von Vorschriften als Erfüllungsgehilfen staatlicher Regulierung zu dienen, ohne aber selbst beeinflussen zu können, was in welcher Form reguliert wird.

Wenn es gut läuft, ist der Risikomanager ein Erfolgsverhinderer und Spaßbremse, wenn es schlecht läuft, hatte er vorher nicht eindrucklich genug gewarnt. Da nun Risikomanager ein Beruf ist, indem man grundsätzlich Schuld hat, egal was passiert, so ist es um so verständlicher, wenn man sich gerne auf möglichst formale Regeln zu Risikokontrolle zurückzieht. Dies erklärt die besondere Beliebtheit von mathematischen Modellen, darauf aufbauenden Risikostrategien sowie die Bürokratisierung und sklavische Befolgung von regulatorischen Regeln beim Risikomanagement. Man beschneidet sich zwar selbst die Ermessensspielräume, kann sich damit aber Zweifelsfall durch Rückgriff auf „objektivierbare“ Zahlen bzw. Vorschriften rechtfertigen.

So kritisierte vor Kurzem eine parlamentarische Untersuchungskommission in Großbritannien, die den Zusammenbruch der Bank HBOS 2008 untersuchte, dass das Risikomanagement in dieser Bank sehr stark auf formale Abläufe ausgerichtet war, aber zu wenig auf die inhaltliche Prüfung und Bewertung von Risiken. Genau diese Formalisierung wird aber durch eine ansteigende Regulierung mit immer weiter ausufernden Reporting-Anforderungen durch die Aufsichtsbehörden bewirkt.

Die Tendenz zur Formalisierung des Risikomanagements und einer damit einhergehenden zunehmenden Betriebsblindheit gegenüber der Entstehung von neuen, bisher unbekanntem Problemen hat Michael Powers von der London School of Economics in mehreren Analysen untersucht. Er hat in seinen Arbeiten gezeigt, wie insbesondere die immer stärkeren formalen Anforderungen an das Risikomanagement dazu führen, dass es eine Art „Quantifizierungszwang“ gibt. Unsichere Ereignisse, für die sich sinnvoll keine Eintrittswahrscheinlichkeit bestimmen lässt, werden dann doch wieder in einen mathematischen Rahmen gepresst und erscheinen dann fälschlicherweise als messbar und damit auch kontrollierbar.

Aber nicht nur der permanente Rechtfertigungsdruck verleitet Risikomanager zum Rückzug auf scheinpräzise Zahlen. Es gibt in der modernen Gesellschaft eine grundsätzliche Tendenz, komplexe Sachverhalte stark zu simplifizieren und auf griffige Schlüsselbegriffe oder Kennzahlen zu reduzieren. Top-Manager oder auch Vermögensverwaltungskunden lieben es nicht, wenn man sie mit komplizierten Erläuterungen quält. Übersichtliche Entscheidungsvorlagen sind gefragt; klare Antworten müssen selbst auf Fragen gegeben werden, für die es keine eindeutige Lösungen gibt. Mathematische Risikokennzahlen und auf ihnen aufbauende Absicherungsstrategien entsprechen diesem Bedürfnis. Am besten wird das Ganze noch mit englischen Fachwörtern titulierte, damit sich alles schön professionell anhört. Und so hat merkwürdigerweise das Versagen von mathematischen Ansätzen während der Finanzkrise zu einer eigenartigen Blüte von neuen scheinpräzisen Strategien im Risikomanagement geführt, die unter Namen wie „Constant Proportion Portfolio Insurance“, „Capital Protection Strategies“, „Complex Dynamic Insurance Strategies“ oder „Dynamic Strategy Systems“ vermarktet

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden. Denn alle diese Strategien werden das Schicksal ihrer Vorgänger teilen: Sie funktionieren nur solange, wie die eingehenden Annahmen stimmen. Und die können sich bei wechselnden Marktverhältnissen teilweise recht schnell grundlegend ändern.

Weil es sich mit den üblichen quantitativen Konzepten nicht fassen lässt, gehört das Liquiditätsrisiko beim Risikomanagement von Kapitalanlagen nach wie vor zu den am meisten unterschätzten Risiken. Dabei hat es sich zum Beispiel im Bereich der offenen Immobilienfonds zu einem regelrechten Fonds-Killer entwickelt, weil diese vielfach aufgrund von Mittelabflüssen Zwangsverkäufe zu schlechten Konditionen durchführen mussten, welche die Performance ruiniert haben und wiederum weitere Mittelabflüsse auslösten. Auch die bisher spektakulärste Fondspleite des Hedgefonds LTCM in 1998 ist letztlich auf die plötzliche Illiquidität vieler Anlagen zurückzuführen.

Gerade in Hinblick auf das Liquiditätsrisiko zeigt sich die grundsätzliche Problematik des Widerspruchs zwischen kurzfristigem Erfolgsdruck und der Abschätzung langfristiger, relativ abstrakter Risiken besonders deutlich. Die Performance von Vermögensverwaltern wird ständig gemessen. Kunden orientieren sich zumeist an denjenigen, die kurzfristig die besten Wertentwicklungszahlen produzieren. Dabei ist es für sie relativ unerheblich, ob der Anlageerfolg des Investmentmanagers auf Zufall, Können oder dem Eingehen hoher Risiken beruht. Für Portfoliomanager, die in den Rankings zurückfallen, steigt der Druck, ihre Performance durch das Eingehen riskanterer Engagements zu verbessern. Die Fixierung der Risikokontrolle auf Kennzahlen, die auf der Basis von Volatilitäten errechnet werden, erleichtert dabei das versteckte Eingehen von Risiken. So erscheinen illiquide Aktien aufgrund ihres geringen Handels oft als weniger volatil und damit auch als nicht so riskant wie viel gehandelte Aktien. Sie sind i.d.R. auch weniger stark mit anderen Aktien korreliert, womit sie scheinbar die Risikostreuung verbessern. Für den einen oder anderen Fondsmanager mag es auch die Verführung geben, die Beeinflussbarkeit der Kurse von illiquiden Aktien zur Verbesserung der eigenen Performance zu nutzen. Im Fall einer Fehleinschätzung sind aber genau diese illiquiden Aktien aufgrund der geringen Umsätze kaum noch verkäuflich und belasten dann dauerhaft als sog. „Depotleichen“ die Wertentwicklung.

Das Liquiditätsrisiko wird aber auch deshalb oft vernachlässigt, weil bei ihm die Geschäftsverhinderung relativ offensichtlich ist. Die einfachste Form des Risikomanagements – Liquidität halten oder in sehr liquide Anlagen investieren – kostet Performance und damit Kunden. Solange die Kunden von Anlagemanagern nicht unterscheiden, ob die Wertentwicklung ihrer Anlagen auf dem Eingehen hoher Risiken oder auf dem Können des Vermögensverwalters beruht, führt ein Versuch der Begrenzung von Risiken automatisch zu kommerziellen Problemen für ein Finanzprodukt. Risikomanagement wird dann zur Farce.

2) Der gewackelte Hund: Rating-Agenturen und ihre Risikobewertungen

Während Risikomanager im Wesentlichen für organisationsinterne Kontrollen des Risikos zuständig sind, haben sich an den Finanzmärkten auch Unternehmen etabliert, die Kapitalanlegern eine zweckmäßige externe Einschätzung von Ausfall-Risiken versprechen. Am bekanntesten sind die sogenannten Rating-Agenturen.

Dies sind unabhängige Unternehmen, welche die Ausfallwahrscheinlichkeiten von Forderungen der Emittenten von Wertpapieren einschätzen. Sie entwickelten sich in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts in den USA, als mit der fortschreitenden Entwicklung der Kapitalmärkte auch die Nachfrage nach unabhängigen Investoreninformationen entstand. Den Durchbruch erlangten Rating-Agenturen aber erst 1936, als die US-Bankenaufsicht in Reaktion auf die damalige Finanzkrise anordnete, dass die Banken nur noch Emissionen und

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Forderungen mit einem Mindest-Rating übernehmen durften. In den kommenden Jahrzehnten gingen auch Finanzaufseher außerhalb der USA immer mehr dazu über, Ratingurteile als Mindestvoraussetzungen für die Kapitalanlagen bestimmter Investorengruppen vorzuschreiben.

Ratingagenturen unterliegen staatlicher Aufsicht. 1975 legte die amerikanische Börsenaufsicht SEC fest, dass die Rating-Agenturen die Einzigen sein sollten, die die gesetzliche Verpflichtung der Unternehmen erfüllen dürfen, sich bewerten zu lassen, ehe sie für den amerikanischen Kapitalmarkt zugelassen werden. Zugelassen wurden dafür ausdrücklich nur Standard & Poor's, Moody's und Fitch Ratings. Damit wurde implizit auch ein Industriestandard für die globalen Kapitalmärkte definiert und dafür gesorgt, dass die 3 genannten Agenturen ein Oligopol bilden konnten, das nach wie vor weltweit den Markt für Ratings dominiert.

Die Agenturen fassen das Ergebnis ihrer Risikobewertung in einer Buchstabenkombination, dem sog. Rating zusammen. Ratings reichen in der Regel von AAA bzw. Aaa (beste Qualität) bis D (zahlungsunfähig). Die Ratings spiegeln dabei zunächst nur eine Rangfolge wider, geben aber keine Aussage über konkrete Ausfallwahrscheinlichkeiten.

Wer jetzt dachte, dass der Verzicht auf exakte Risikomaße und die Bevorzugung von relativen Risikoeinschätzungen möglicherweise zu stabileren Ergebnissen führen würde als die aus der Modern Portfolio Theory abgeleiteten Risikokennzahlen (vgl. hierzu Teil 1 in „Mit ruhiger Hand 13“), sah sich insbesondere in der jüngsten Vergangenheit besonderen Enttäuschungen ausgesetzt. So waren die letzten Jahre gekennzeichnet von teilweise krassen Fehleinschätzungen sowie massivsten Rating-Änderungen in kürzester Zeit.

Ein Hauptgrund für die Finanzkrise 2007 war, dass Ratingagenturen in USA die Risiken von Wertpapieren zur Immobilienfinanzierung völlig falsch darstellten. Im Nachhinein stellte sich heraus, dass nicht nur fehlerhafte Modelle der Grund für die Fehleinschätzungen waren, sondern auch teilweise bewusste Manipulationen oder Fahrlässigkeit bei der Informationseinschätzung von Analysten. Ratingansätze haben sich damit sehr viel anfälliger für menschliche Fehler gezeigt als quantitative Verfahren.

Ein gut dokumentiertes Beispiel für die prozyklische Vorgehensweise der Agenturen sind die Ratingänderungen für Griechenland, hier dargestellt auf Basis der Rating-Änderungen der Agentur Fitch (die Unterschiede zu den anderen Rating-Agenturen sind minimal).

So ging den Downgrades von Fitch ab Oktober 2009 die Enthüllung durch die neu gewählte griechische Regierung voraus, dass das Budgetdefizit bei ca. 12,7% des BIP liegt, sowie die voraussichtliche Staatsverschuldung für 2010 bei 125%. Jedem Analysten mit ökonomischen Grundkenntnissen, der sich zu diesem Zeitpunkt die Entwicklung des Defizits der griechischen Leistungsbilanz von -7,6% des BIP (2006) zu -11,4% des BIP (2007) weiter zu -14,6% des BIP (2008) bis zu -18% des BIP (2009) vergegenwärtigt hätte, müsste klar geworden sein, dass Griechenland nicht nur überschuldet war, sondern auch in nicht durchhaltbarer Weise vom Ausland abhängig war und sich die Situation schon seit Jahren dramatisch verschlechterte. Konsequenterweise wäre eine Einschätzung des Länderrisikos von Griechenland als sehr hoch zu rechtfertigen gewesen.

Dennoch wurde nur schrittweise und in Reaktion auf die Bekanntgabe von schlechten Nachrichten das Rating zurückgenommen, bis es auf Ramschstatus war.

Inzwischen ist Griechenland ein Teil der Schulden erlassen worden. Die Wettbewerbsfähigkeit ist deutlich verbessert und die Leistungsbilanz hat sich wieder einigermaßen stabilisiert. Insofern haben sich jetzt die Risi-

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ken von Griechenland wieder zwar vermindert, dennoch bleibt das Länderrisiko laut Fitch sehr schlecht. Erst am 14. Mai 2013, nach dem es eine Reihe von guten Nachrichten zu Griechenland gegeben hatte, wurde das Rating vom niedrigsten Stand CCC auf B- angehoben, was aber immer noch einem Junk Bond-Status entspricht. Offenbar erst, wenn sich gute Nachrichten manifestieren, kann anscheinend das Rating erhöht werden. Erst nach einer Erholung Griechenlands werden weitere Upgrades kommen, nicht in deren Erwartung.

Am Beispiel Griechenland wird deutlich, dass die Ratingagenturen auf ökonomische Ereignisse vor allem reagieren, sie aber nicht prognostizieren oder versuchen, mögliche Ausfallrisiken im Voraus zu quantifizieren. Der Eindruck drängt sich damit auf, dass Ratingagenturen nicht versuchen, Risikoereignisse und ihre Eintrittswahrscheinlichkeit zu bestimmen, sondern die Ratings im Gegenteil Resultate dieser Ereignisse sind. Dies ist, als würde der Schwanz mit dem Hund wackeln.

Dennoch bleibt zu fragen, ob Ratings grundsätzlich fragwürdig sind oder nur die Methodik der etablierten Ratingagenturen.

Diese Frage ist schwierig zu klären, weil die Rating Agenturen trotz öffentlicher Kritik nach wie vor sehr intransparent sind, wenn es darum geht, die Methodik zu offenbaren. Allerdings sind z. B. Risikorankings nicht nur bei Ratingagenturen üblich. So gibt es z. B. auch einige Banken, die mittels ihrer auf Scoring basierenden Risikomodelle ihre Kreditrisiken erfolgreich gesteuert haben und in Abschwungphasen keine oder sehr viel geringere Forderungsausfälle hatten als ihre Wettbewerber. Zwar gelingt es auch ihnen nicht, Ausfälle völlig zu verhindern, sie schaffen es aber zumindest, diese zu begrenzen.

Diese Scorings basieren im Wesentlichen auf Erfahrungen von Banken aus der Vergangenheit, mit denen für die Qualität von Kreditnehmern zusammenhängende Faktoren bewertet wurden. Seit Jahr-

zehnten werden systematisch Informationen gesammelt, die über die Eigenschaften von Kreditnehmern Auskunft geben, die Rückschlüsse auf die Fähigkeit eines Schuldners erlaubten, seinen Verpflichtungen nachzukommen. Bei Banken mit Problemen im Kreditportfolio liegt dies meist daran, dass sie aus geschäftspolitischen Gründen von ihren Kriterien abgewichen sind oder sie aufgeweicht haben, während erfolgreiche Banken sich meist durch eine besondere Stringenz bei der Einhaltung ihrer Scorings auszeichnen.

Insofern scheint es zumindest möglich, Rankings wie Scoring-Verfahren als grobe Richtschnur in der Risikobewertung einzusetzen, sofern ausreichend historische Erfahrungswerte über Risikofaktoren vorliegen. Wenn Risiko-Rankings in der Breite versagen wie bei Rating-Agenturen, liegt dies wahrscheinlich mehr an der unprofessionellen Handhabung dieser Verfahren durch die Rating-Analysten als an den Verfahren selbst. Wenn Ratings so erstellt werden, wie es nach wie vor üblich ist, können sie nur eins: Verwirrung stiften.

Änderungen von Fitch im Rating bzw. im Ausblick für Griechenland

	Rating		Ausblick
	langfristig	kurzfristig	
17.05.2012	CCC	C	-
13.03.2012	B-	B	stabil
09.03.2012	RD	C	-
22.02.2012	C	C	-
13.07.2011	CCC	C	-
20.05.2011	B+	B	Rating Watchlist negativ
14.01.2011	BB+	B	negativ
21.12.2010	BBB-	F2	Rating Watchlist negativ
09.04.2010	BBB-	F2	negativ
08.12.2009	BBB+	F2	negativ
22.10.2009	A-	F1	negativ
12.05.2009	A	F1	negativ
20.10.2008	A	F1	stabil
05.03.2007	A	F1	positive
16.12.2004	A	F1	stabil
28.09.2004	A+	F1	Rating Watchlist negativ
20.10.2003	A+	F1	stabil
23.10.2002	A	F1	positive
20.06.2001	A	F1	stabil
21.09.2000	A-	F1	stabil
27.07.2000	A-	F1	-
13.03.2000	BBB+	F2	Watchlist positiv
25.10.1999	BBB+	F2	-
10.08.1999	BBB	F3	Rating Watch positive
04.06.1997	BBB	F3	-
13.11.1995	BBB-	F3	-

Quelle: Fitchratings.com

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

3) Anlageziele und Risiko: Was ist die richtige Zeitperspektive?

Einer der Hauptkritiker der Modern Portfolio Theory und der aus ihr hervorgegangen Risikomaße ist Warren Buffet, der aufgrund seiner Anlagerfolge mit der Holding "Berkshire Hathaway" nicht zu Unrecht als einer der erfolgreichsten Investoren weltweit gilt. So bemerkte er in seinem Brief an die Aktionäre für das Geschäftsjahr 2011 zum Thema Risiko:

„Das Risiko einer Kapitalanlage wird nicht durch das Beta gemessen (dies ist ein Wall Street Begriff, der Volatilität umfasst und oft zur Risikomessung verwandt wird), sondern durch die Wahrscheinlichkeit – die begründete Wahrscheinlichkeit –, dass ein Investment seinem Eigentümer einen Verlust an Kaufkraft über die angestrebte Haltedauer verursacht.“ (“The riskiness of an investment is not measured by beta (a Wall Street term encompassing volatility and often used in measuring risk) but rather by the probability – the reasoned probability – of that investment causing its owner a loss of purchasing-power over his contemplated holding period.”)

In Hinblick auf das Anlageziel von Warren Buffet, der erklärtermaßen Langfristanleger ist, macht ein auf Kursschwankungen ausgerichtetes Risikoverständnis keinen Sinn. Denn Kursschwankungen sind nur kurzfristige Abweichungen auf einem längerfristigen Weg zu Erträgen. Wichtig ist, dass ein Investment am Ende mehr bringt als vorher, und zwar bereinigt um Kaufkraftverluste durch Inflation. Kursschwankungen können aus Sicht eines Langfristanlegers wie Buffet sogar eher Chancen eröffnen, interessante Kapitalanlagen zu günstigen Preisen zu erwerben und damit sogar die langfristige Rendite zu erhöhen.

Für Buffet, der seine eigene Anlagegesellschaft hat und damit von institutionellen Zwängen unabhängig ist, zählen vor allem das Ausfallrisiko durch ökonomische Fehlschläge und das Risiko der Geldentwertung, aber weniger das Kursrisiko oder potenzielle Liquiditätsprobleme.

Ganz anders sieht das Risikobild für z. B. den Treasury Manager einer Bank aus, der die Liquidität seines Instituts steuern muss. Für ihn sind vor allem Kurs- und Liquiditätsrisiko bedeutsam, längerfristige Ausfallrisiken weniger und Inflationsrisiken überhaupt nicht. An der Volatilität ausgerichtete Risikomaße sind für ihn essenziell, um kurzfristige Veränderungen zu erkennen und flexibel agieren zu können.

Wiederum anders sieht das Risikobild für den Manager eines Publikumsfonds für Aktien oder Renten aus. Er soll das Geld langfristig anlegen, muss aber kurzfristig auf Mittelzuflüsse oder –abzüge reagieren können. Zudem wird seine Leistung auch in kurzfristigen Performancevergleichen gemessen. Um seine Anleger nicht zu verärgern, darf er auch kurzfristig nicht gegen die Konkurrenz zurückfallen. Für ihn sind sowohl die langfristigen Inflations- und Ausfallrisiken wie auch Kurs- und Liquiditätsrisiken maßgeblich.

Dass die Relevanz von Risikomaßen davon abhängt, welche Anlageziele man verfolgt und welchen Zeithorizont man dabei hat, ist erschreckend wenigen Investoren klar. Gerade institutionelle Anleger unterliegen aufgrund formaler Zwänge bei ihrem Risikomanagement dem bereits beschriebenen „Quantifizierungszwang“ und achten vor allem auf an der Volatilität ausgerichtete Risikomaße, selbst wenn ihre Anlageziele sehr langfristig sind. Privatanleger werden z. B. bei Investmentfonds – auch aufgrund rechtlicher Vorschriften – vor allem mit auf der Volatilität basierenden Risikoangaben versorgt, die in Hinblick auf ihre langfristigen Anlageinteressen aber eher als Desinformation zu betrachten sind.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

4) Anlageziele und Risiko: das Abweichungsrisiko-Paradox

Eine der tragenden Voraussetzungen der Modern Portfolio Theory und ihrer Weiterentwicklungen ist die sogenannte Markt-Effizienz-Hypothese. Sie sagt aus, dass Finanzmärkte in der Lage sind, neue Informationen immer schnell und korrekt zu verarbeiten. Eine Veränderung der Informationslage führt zu einer sofortigen Preisanpassung. Unter einer solchen Konstellation ist es nicht möglich, mittels einer speziellen Anlagestrategie oder tiefgründiger Fundamentalanalyse eine bessere Performance als der Gesamtmarkt zu haben, es sei denn durch Zufallstreffer.

Trotzdem wurde die Gesamtmarktentwicklung zum Maßstab der Performancebetrachtung auch bei aktiv gesteuerten Fonds gemacht. Daher müssen sich inzwischen fast alle Fondsmanager weltweit an einem für ihre Anlageklasse repräsentativen Marktindex, einer Benchmark orientieren. Sie werden dahin gehend beurteilt, inwieweit es ihnen gelingt, ob sie sich mit ihrem Fonds besser entwickeln können als ihre Benchmark. In diesem Vorgehen steckt aber ein Grundwiderspruch: Glaubt man an effiziente Märkte, können Fondsmanager auch nicht besser als eine Benchmark sein. Dann wäre ihre Tätigkeit sinnlos. Glaubt man nicht an effiziente Märkte, ist ein Marktindex als Beurteilungs-Maßstab sehr fragwürdig.

Doch nicht nur in Hinblick auf die Wertentwicklung dient ein Marktindex normalerweise als Vergleichsmaßstab, sondern auch in Hinblick auf die Risikosteuerung. Wenn sich Fondsmanager über die weiteren Marktentwicklungen nicht sicher sind, gilt es als Mittel der Risikoreduktion, die Abweichungen zum Marktindex klein zu halten. Dies führt aber dann oft dazu, dass Fondsmanager nur deshalb in Wertpapiere investieren, weil diese Titel in Indizes hochgewichtet sind. Titel werden gekauft, auch wenn diesen misstraut wird und die sie absolut als zu riskant angesehen werden. Damit wird dann das sogenannte Abweichungsrisiko zum Index reduziert. Die relative Risikominderung zum Index verstärkt dann aber das absolute Risiko für den Anleger.

Als Messgröße für das Abweichungsrisiko eines Portfolios zum Benchmark-Index hat sich der sogenannte Tracking Error als Standard etabliert. Er misst die Streuung der Abweichungen zwischen Anlageportfolio- und Benchmarkrendite. Die Berechnungsmethode für den Tracking Error ist in der Literatur aber nicht einheitlich definiert. Es gibt verschiedene Formeln, die gebräuchlich sind. Zudem hat sich der Tracking Error in der Praxis ebenfalls als relativ instabile Kennzahl erwiesen. So tendiert ein Tracking Error in der Praxis immer wieder dazu, wenn man ihn nach einem gewissen Zeitraum nachrechnet, auf einmal viel größer zu sein als vorher. Ein regelmäßiges Ärgernis für Benchmark-orientierte Investoren sind deshalb regelmäßige „Rebasierungen“. Dies sind Umschichtungen, die nur den Sinn haben, den Tracking Error eines Portfolios wieder zu senken. Sie generieren aber letztlich nur überflüssige Transaktionskosten.

Die Ideologie, dass es ein Mittel der Risikominderung ist, „den Markt zu kaufen“, hing natürlich auch mit der Zeit zusammen, in der sie entwickelt und richtig populär wurde. Dies waren die Wachstumsjahre nach dem Zweiten Weltkrieg sowie die 80er und 90er Jahren des vergangenen Jahrhunderts. In Zeiten eines hohen Wirtschaftswachstums mit einem inflationären Umfeld war es für potenzielle Verliererunternehmen gut möglich, sich sowohl operativ wie auch am Aktienmarkt gut zu entwickeln. Das Potenzial für aktives Fonds-Management ist in guten Zeiten begrenzt, weil fast alle in gewisser Weise Gewinner sind. Schwierige Zeiten hingegen führen zu einer klaren Performancedifferenzierung zwischen Gewinnern und Verlierern, während der Gesamtmarkt oft richtungslos ist. In schwierigen Zeiten am Kapitalmarkt führt die Orientierung der Risikosteuerung an einen repräsentativen Marktindex zu einem scheinbar paradoxen Ergebnis: Die Minimierung des relativen Risikos kann das absolute Risiko erhöhen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Fazit:

Der Umgang mit Risiko an den Finanzmärkten ähnelt in vieler Hinsicht den Versuchen mittelalterlicher Alchemisten, eine Formel für die künstliche Herstellung von Gold zu finden.

Zum einen kämpfen die Risikomanager unserer Tage genau wie die Alchemisten des Mittelalters mit den unrealistischen Anforderungen ihrer Auftraggeber. Mittelalterliche Fürsten erwarteten von den Alchemisten, dass sie aus normalen Stoffen künstlich Gold herstellen konnten. Moderne Unternehmensleiter und Kapitalanleger erwarten von den Risikomanagern, dass sie Risiken klar bestimmen, einfach darstellen und kontrollieren können, ohne dabei Rentabilität oder Performance zu stark zu begrenzen.

Zum anderen fehlen den Risikomanagern heutzutage genauso wie den Alchemisten früher die richtigen wissenschaftlichen Methoden. An den Kapitalmärkten herrscht nach wie vor ein grundsätzliches Unverständnis über die Zusammenhänge zwischen Risiken, Unsicherheiten und möglichen Renditen, das dem Nichtwissen der Alchemisten über die elementaren Grundlagen der Welt sehr ähnlich ist. Im Umgang mit finanziellen Risiken wird nach wie vor sehr mechanistisch vorgegangen, obwohl spätestens nach der Finanzkrise jedem Experten klar geworden sein müsste, dass Kapitalmärkte komplexe adaptive Systeme sind, die sich permanent durch Anpassung verändern und zudem auch noch böse Überraschungen produzieren können. Nur eine Methodik, die auf dieser grundlegenden Erkenntnis aufbaut, kann das Umgehen mit der unsicheren Zukunft verbessern. Hiervon sind wir aber noch sehr weit entfernt. Nassim Taleb hat mit seinen Büchern „Der schwarze Schwan“ und „Anti-Fragilität“ wichtige Denkanstöße geliefert, die aber bisher von etablierten Risiko-Forschern kaum aufgenommen wurden. Stattdessen arbeiten weltweit Tausende von Mathematikern weiter unverdrossen an der Verbesserung von immer komplizierteren Modellen, die im Krisenfall aber dann wieder versagen werden, weil so banale Dinge wie die eingehenden Korrelationskoeffizienten sich kurzfristig ändern oder sie schlicht und einfach den Liquiditätsaspekt vernachlässigen.

Andererseits darf aber auch nicht übersehen werden, dass im Mittelalter das erfolglose Herum-Gemurkse der Alchemisten die Grundlagen für die moderne Chemie gelegt hat. Ihnen sind nebenbei einige wichtige Entdeckungen geglückt. Aus ihren methodischen Fehlern haben die ersten richtigen Chemiker viel gelernt. Nur eines ist ihnen nicht gelungen: Gold herzustellen. Insofern muss auch anerkannt werden, dass vor allem die Modern Portfolio Theory und ihre Weiterentwicklungen vieles geleistet haben, um die Visibilität einiger Teilaspekte des Risikos und damit auch das Risikomanagement zu verbessern. Sie ist allerdings nicht, wie viele ihrer Anhänger unbeirrt behaupten, eine universelle Theorie zum Umgang mit Kapitalanlage-Risiken. Begrenzt man die Modern Portfolio Theory allerdings auf die Betrachtung der Kursrisiken von liquiden Wertpapieren innerhalb relativ kurzer Zeiträume, sind manche Kennzahlen oder Aussagen durchaus noch brauchbar. Für alles, was darüber hinaus geht, wie langfristige Ausfallrisiken, Liquiditätsrisiken und vor allem auch Inflationsrisiken gibt es nach wie vor keinen wissenschaftlich validen Ansatz.

Das Eingeständnis der Unvollkommenheit des bisherigen Umgangs mit dem Risiko würde schon viel dazu beitragen, die bestehenden Risikoverwirrungen aufzulösen. Risiko und Unsicherheit sind Begriffe, die unklarer zu werden scheinen, je präziser man sie zu fassen versucht. Wie man sich ihnen trotzdem annähern kann und Aussagen zu ihrer verbesserten Einschätzung ableiten kann, wird in einem weiteren Beitrag in einer der nächsten Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ dargestellt werden.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Impressum:

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

Vorstand: Karl-Heinz Thielmann, Oliver Clasen

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, D-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.

Die Analyse „Die große Risikoverwirrung Teil 2: Die Risikoalchemisten“ entstand in Co-Autorenschaft mit Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlshochschule.de/de/lehrkraefte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>). Sie hat die Professur für „International Business and Finance“ an der Karlshochschule International University in Karlsruhe inne und publizierte zuletzt insbesondere zum Thema „Risiko und Unsicherheit“. Ihre weiteren Forschungsschwerpunkte sind:

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

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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.

Die Kurszeitreihen im Artikel „Der Rekord, der keiner war“ basieren im Wesentlichen auf Zeitreihen bei der Deutschen Bundesbank, die wiederum auf die Deutsche Börse bzw. des Statistischen Bundesamtes zurückgehen. Sie sind abrufbar unter: http://www.bundesbank.de/Navigation/DE/Statistiken/Zeitreihen_Datenbanken/Makrooekonomische_Zeitreihen/makrooekonomische_zeitreihen_node.html. Die Vergleichsdaten zum S&P 500 TR basieren auf Daten der CBOE (<http://www.cboe.com/>), Berechnungen von Robert Shiller (<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>) sowie Angaben von Bloomberg bzw. S&P zu Indexgewinnen, die nach <http://www.longrundata.com/spearnings.php> zitiert wurden. Quelle für die Angaben zum Nordic 30 war <http://www.stoxx.com/index.html>. Zur Konstruktion des DAX, CDAX etc. vgl. den „Leitfaden zu den Aktienindizes der Deutschen Börse“ (http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/Equity_L_6_19_d.pdf), zum REX vgl.: http://www.dax-indices.com/DE/MediaLibrary/Document/REX_L_3_10_d.pdf.

Das Standardwerk zur Entwicklung des Risikobegriffs ist Peter L. Bernstein: *Against the Gods*, Wiley, New York 1996.

Zur grundsätzlichen Problematik der übermäßigen Komplexitätsreduktion vgl. Dirk Elsner: *Das Dilemma des Komplexitätsreduktionismus in der Wirtschaftspraxis* (Teil 1: <http://www.blicklog.com/2013/05/22/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-1/#more-31984>; Teil 2: <http://www.blicklog.com/2013/05/24/blick-log-retro-das-dilemma-des-komplexittsreduktionismus-in-der-wirtschaftspraxis-teil-2-wie-umgehen-mit-komplexitt/>)

Zum Risikomanagement vgl. Michael Power: *„Organized Uncertainty“*, Oxford University Press New York 2009 und die Artikel auf der Website: <http://www2.lse.ac.uk/accounting/facultyAndStaff/profiles/power.aspx>. Zur Bürokratisierung des Risikomanagements vgl. Ellen Kelleher: *Risk managers fear*, in FTFM vom 8. April 2013

Zu HBOS vgl. <http://www.parliament.uk/business/committees/committees-a-z/joint-select/professional-standards-in-the-banking-industry/news/an-accident-waiting-to-happen-the-failure-of-hbos/>

Fitch veröffentlicht historische Länderratings unter www.fitchratings.com/.../ratings/sovereign_ratings

Warren Buffet wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2011 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2011ltr.pdf>, „the riskiness of an investment....“).

Zu Nassim Taleb vgl.: *„Der schwarze Schwan“*, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: *„Antifragilität: Anleitung für eine Welt, die wir nicht verstehen“* München 2013.

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

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

werden die von der KAG veröffentlichten Rücknahmekurse genommen. Volkswirtschaftliche Zeitreihen beziehen wir - sofern nicht anders angegeben - bei der Deutschen Bundesbank und beim IWF.

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 23.

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 3.6.2013.

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: 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.