

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Das Margen-Wirtschaftswunder

Liebe Langfristanleger,

wie lange soll das noch gut gehen? Die globale Wirtschaft schwächelt, die Aktienkurse befinden sich aber weiter auf Rekordfahrt. Skeptiker sehen den Börsenaufschwung vor allem durch überquellende Geldschöpfung der Notenbanken angetrieben und warnen vor irrationalen Übertreibungen. Optimisten verweisen auf die glänzende Ertragslage der meisten börsennotierten Unternehmen und auf die nach wie vor nur moderaten Bewertungen. Wer hat nun recht?



### *Inhalt:*

*Seite 4: Der Rekord, der keiner war*

*Seite 14: Die große Risikoverwirrung  
Teil 2: Die Risikoalchemisten*

*Seite 22: Impressum, Anhang*

*Seite 26: Disclaimer*

Eine Schlüsselrolle bei der Beantwortung dieser Frage spielt die weitere Entwicklung der Gewinnmargen bei den großen börsennotierten Unternehmen. Denn eines ist in diesem Börsenzyklus erstaunlich: Frühere Schwächephasen waren meist auch mit starkem Druck auf die Gewinne verbunden, steigender Wettbewerb setzte die Margen unter Druck. Dies ist derzeit anders: So lauteten die typischen Analystenkommentare für viele Unternehmenszahlen in den letzten Quartalen: Umsatz leicht unter Erwarten, Gewinn aufgrund stabiler Margen etwas besser als vorher eingeschätzt. Die wirtschaftliche

Schwäche schlägt sich nur bei den Umsätzen nieder, die Profitabilität hingegen konnte teilweise sogar noch ausgeweitet werden.

Was sind die Gründe für für diese außergewöhnliche Entwicklung? Eine ganze Reihe von Ursachen kommt als Erklärung infrage:

- Zum einen gibt es generell einen starken Managementfokus auf Kosten. Die ökonomischen Belastungsfaktoren der vergangenen Jahre sind allgemein bekannt. Überoptimistische Szenarien, die Unternehmensleiter in früheren Jahrzehnten immer wieder zu kostspieligen Fehlern oder Toleranz gegenüber Ineffizienzen verleitet hatten, sind Mangelware. Organisatorisch werden Kostensenkungen darüber hinaus durch die immer stärker voranschreitende Globalisierung und Integration der Weltwirtschaft begünstigt. Produktionsverlagerungen zu kostengünstigen Standorten werden immer einfacher.
- Die Globalisierung hat aber auch einen starken Einfluss auf die Verbesserung der Nachsteuergewinne. So ist die legale Steuervermeidung in weltweit operierenden Konzernen zu einem wichtigen Erfolgsfaktor geworden. Durch die Gestaltung von Verrechnungspreisen bzw. die Zwischenschaltung von Tochterfirmen in Steuerparadiesen ist es inzwischen fast allen international operierenden Konzernen möglich, ihre Steuerlast deutlich zu drücken. Dieses Verhalten wird zwar von Politikern und von der Presse gerne kritisiert, andererseits werden niedrige Steuern im Standortwettbewerb bei der Ansiedlung ausländischer Firmen ein immer wichtigerer Faktor. Solange z. B. Länder wie die USA es Bundesstaaten wie Delaware erlauben, aggressiv ausländische Investoren mit massiven Steuervergünstigungen zu locken, bleiben die Bekundungen der Politiker zum Kampf gegen Steuervermeidung nur Lippenbekenntnisse.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage


- Die Börsen selbst haben sich verändert. Die Bedeutung von traditionellen kapitalintensiven Industrien, die mit der Verarbeitung von Grundstoffen befasst sind, nimmt ab. Stattdessen steigt das Gewicht von wissensbasierten Unternehmen, die sehr viel weniger anfällig sind für konjunkturelle Störfaktoren als die altergebrachten Großkonzerne.
- Einhergehend mit der wachsenden Bedeutung von wissensbasierten Industrien ist eine zunehmende Komplexität von Produkten. Damit wird Wettbewerb erschwert. Zudem steigt die Bereitschaft von Kunden, für Qualität und Zuverlässigkeit hohe Preise zu bezahlen.
- Weiterhin hat gerade im Konsumbereich die zunehmende Bedeutung von immateriellen Nutzen, die mit Produkten vermittelt werden, die Anbieter mit starken und glaubwürdigen Marken gestärkt. Einige Produzenten von langlebigen Konsumgütern haben es zudem erfolgreich geschafft, durch richtige Positionierung der Marke ihr Geschäft von zyklischen Schwankungen unabhängiger zu machen, womit sie auch ihre Profitabilität dauerhaft verbessern konnten.
- Ein nicht unerheblicher Grund für die Margen-Resistenz gerade bei US-Technologiekonzernen ist, dass sie inzwischen global in ihren Marktsegmenten einen dominierenden Marktanteil erreicht haben. Noch beruht diese Dominanz meistens auf der geschickten Ausnutzung von Größenvorteilen. Sie kann allerdings problematisch werden, wenn Marktmacht ausgenutzt wird, um Wettbewerb zu verhindern.

Für die nächste Zeit sieht es so aus, als ob die Argumente für steigende operative Margen weiter ihre Gültigkeit behalten werden. Insbesondere die strukturelle Verschiebung hin zu wissensbasierten Industrien wird langfristig zu höheren Gewinnspannen führen als in der Vergangenheit üblich.

Allerdings ist auch klar, dass der Prozess der Margenausdehnung nicht unendlich weitergehen kann. Insbesondere in Hinblick auf Fragen der Steuergestaltung und Marktdominanz profitieren die global tätigen Konzerne derzeit von der Zerstrittenheit und Doppelzüngigkeit der internationalen Politik. Dies kann sich in Zukunft ändern, vor allem wenn die Finanzierungsprobleme öffentlicher Haushalte weiter zunehmen. So sollen auf Ebene der G8 demnächst Maßnahmen gegen die Steuervermeidung koordiniert werden. Gegenwärtig sieht es gerade in den USA so aus, als ob ein Prozess des Umdenkens eingesetzt hat. Ob dieser dann aber tatsächlich zu konkreten Maßnahmen führt, ist noch zweifelhaft. Denn solange es in großen Wirtschaftsnationen wie den USA, Großbritannien oder den Niederlanden gängige Praxis bleibt, ausländische Konzerne oder Superreiche durch Steuervorteile zu locken und nur bei heimischen Unternehmen genau auf die Zahlungsmoral zu achten, ist der Kampf gegen Steuervermeidung eine Farce.

Das Margen-Wirtschaftswunder kann zunächst weitergehen. Anleger sollten sich aber genau ansehen, worauf die hohen Profite der Unternehmen beruhen, in denen sie investiert haben. Mit hochwertigen und qualitativ herausragenden Produkten bzw. Dienstleistungen lassen sich auch in Zukunft hohe Margen zu erwirtschaften. Steuergestaltung und Ausnutzung von Marktmacht hingegen sind keine dauerhaften Erfolgsrezepte.

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



# 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](mailto: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](http://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  $\beta$ , 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](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](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](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](http://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.