

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Klartext: Repressive Easing

Liebe Langfristanleger,

merkwürdige Dinge gehen vor in dieser Welt: Die Notenbanken pumpen Geld in die Volkswirtschaften, ohne dass man in der realen Wirtschaft bisher große Wirkungen erkennen kann. Die meisten öffentlichen Kommentatoren überschlagen sich dennoch mit ätzender Kritik wegen der angeblich schädlichen Folgen dieser Politik. Abwechselnd kann man sich in Negativszenarien über Horrorinflation oder Dauerwirtschaftskrise weiden. Eine seltsame Koalition von Zentralbankkritikern hat sich gebildet, die von prominenten Hedgefonds-Managern bis zu Globalisierungsgegnern reicht. Ben Bernanke und Mario Draghi haben die Rolle der Erzböse-



Inhalt:

Seite 5: Die asymmetrische Welt

Seite 15: Die große Risikoverwirrung

Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit

Seite 25: Impressum, Anhang

Seite 29: Disclaimer

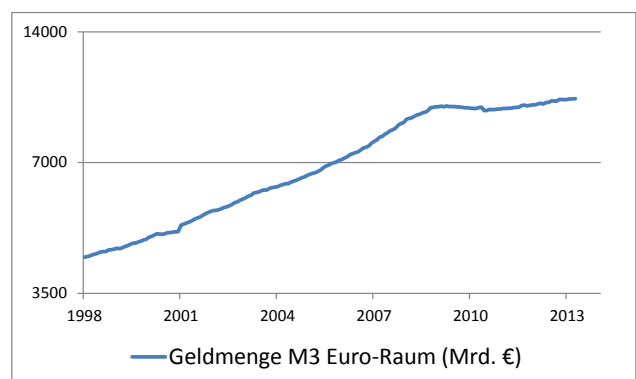
wichte zugewiesen bekommen, die für zukünftige ökonomische Desaster schon jetzt die Verantwortung übernehmen sollen.

Aber ist die derzeitige Geldpolitik des „Quantitative Easing“ wirklich eine solche Gefahr für die Weltwirtschaft? Ökonomen und Journalisten begründen die angebliche Fahrlässigkeit der Geldpolitik vor allem mit den ausgeufernten Bilanzen der Zentralbanken. Diese sind – zugegebenermaßen – extrem aufgebläht. Die Notenbanken haben ihren Geldhahn bis zum Anschlag aufgedreht. Aber woran liegt dies wirklich:

etwa an kollektiver Fahrlässigkeit der Zentralbanker weltweit?

Falsch, denn sie reagieren hiermit nur auf einen sehr problematischen Trend: Der Geldumlauf wird immer träger. Die monetäre Expansion bleibt schlicht und einfach stecken. Wenn man sich die Geldmenge M3 (also in ihrer weitesten Abgrenzung, welche auch die Geldschöpfung durch Banken mitberücksichtigt) betrachtet, sieht man, dass diese im Euroraum in den vergangenen Jahren kaum noch gestiegen ist.

Ist die Geldpolitik im Endeffekt dann im Endeffekt sogar zu restriktiv? Auch falsch, die Quasistagnation bei M3 offenbart vor allem eines: Hilflosigkeit. Die Expansion von Zentralbankgeld versickert und führt nicht zu mehr Krediten, kommt also in der Wirtschaft nicht an. Stattdessen haben sich die Kapitalmärkte zum Auffangbecken für überschüssiges Geld entwickelt. Als größte Sickergrube für die Zentralbankliquidität hat sich dabei insbesondere der Markt für „sichere“ Staatsanleihen erwiesen. Trotz niedrigster Zinsen, die sich inzwischen eindeutig unter den Inflationsraten befinden, werden diese Papiere den Rentenhändlern aus den Händen gerissen.



Quelle: Europäische Zentralbank

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

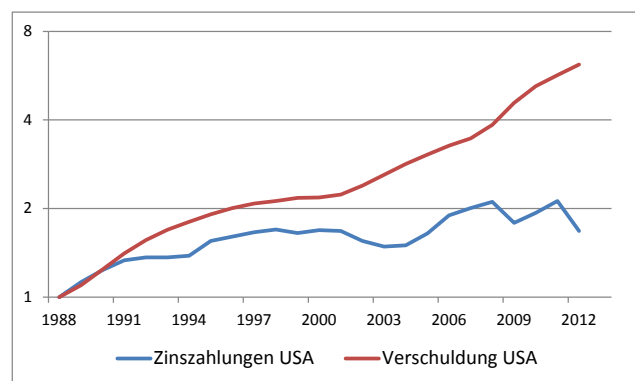
Dabei ist es relativ irrelevant gewesen, ob die Zentralbanken wie in USA oder Großbritannien massiv selbst in den Markt eingegriffen haben oder sich wie die EZB auf Interventionen bei Anleihen von Krisenstaaten beschränkt haben. Entscheidend für den Run auf Staatspapiere war vor allem ein Faktor: Viele private Investoren werden seit ungefähr einem Jahrzehnt massiv gezwungen, vor allem in Wertpapiere zu investieren, die höchsten Anforderungen in Hinblick auf ihr Ausfallrisiko genügen. Und als solche gelten nun einmal die Schuldtitel der Staaten der größten Industrienationen.

Angefangen hat dies vor etwas über 10 Jahren, als der Aktiencrash nach dem Platzen der großen Internetblase bei einigen institutionellen Investoren zu heftigsten Verlusten geführt hatte, u. a. auch bei Pensionskassen und Lebensversicherungen. Finanzaufseher in der ganzen Welt kamen zu dem Schluss, dass diese in Zukunft verpflichtet werden sollten, vorwiegend in relativ stabile Anlagen mit geringem Kursrisiko zu investieren. Damit kamen für viele der größten Institutionen nur noch erstklassige Staatsanleihen als Kerninvestments infrage, völlig unabhängig von deren Verzinsung.

Dies war aber erst der Auftakt. Als besonders heimtückisch haben sich gerade nach der Finanzkrise die Eigenkapitalregeln für Banken (Basel II etc.) erwiesen, welche für die Finanzinstitute eine unterschiedliche Risikogewichtung ihrer Aktiva vorschreiben, die jeweils mit Eigenkapital in verschiedenen Quoten abgesichert werden müssen. Denn wofür braucht man kein Eigenkapital zu hinterlegen? Richtig, in „risikofreie“ Staatsanleihen mit einem Mindestrating von AA- kann völlig ohne Kapitalbindung investiert werden. Warum also noch Risiken eingehen durch die Vergabe von Krediten? Wenn man seinen Sparern nur 0,5% p.a. Zinsen zahlt, wird dann auch eine Bundesanleihe mit 1,5% p.a. Rendite zum Bombengeschäft. Jeder Banker, der stattdessen lieber kapitalfressende Kredite vergibt, wäre wahnsinnig.

Quantitative Easing versorgt den Kapitalmarkt mit Liquidität, finanzielle Repression sorgt dafür, dass das Geld zu niedrigsten Zinsen beim Staat landet. Und Sparer sowie sicherheitsorientierte Anleger werden zur Finanzierung der Staatshaushalte herangezogen, ohne es richtig zu merken. Private Unternehmen mit Finanzierungsbedarf werden dafür am Kapitalmarkt diskriminiert. Dies kann nicht richtig sein, kommt es hierdurch doch zu massivsten Verzerrungen und Ungerechtigkeiten. Aber was wären die Alternativen?

In den USA haben sich in den vergangenen 25 Jahren die Staatsschulden mehr als versechsfacht, die Zinszahlungen auf die Staatsschuld aber nur knapp verdoppelt. Ohne finanzielle Repression wären die USA schon längst bankrott, genau wie Japan, Großbritannien und vielleicht auch Deutschland. Sollten diese Länder ihre Staatsausgaben senken oder Steuern erhöhen, um sich zu sanieren? Dies würde möglicherweise eine Rezession mit sich bringen; ganz sicher aber politischen Selbstmord für die jeweiligen Regierungen bedeuten. In den USA scheint eine konstruktive Sanierung grundsätzlich nicht mehr möglich: Die Polarisierung der politischen Lager hat dazu geführt, dass die eine Seite Ausgaben senkungen verweigert, die andere Seite Steuererhöhungen blockiert.



1988 = 100%; Quelle: US Treasury

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Oder soll man versuchen, durch eine Reflationierung der Wirtschaft aus der Misere herauszukommen? Japan versucht dies im Moment, allerdings als Verzweiflungstat nach 20 Jahren Stagnation. Für übrige Welt wäre eine Reflationierung eine klare Katastrophe, wie viele historische Beispiele hinreichend belegen.

Wir werden in den nächsten Jahren wohl oder übel mit „repressive Easing“, der Kombination aus „quantitative Easing“ und „finanzieller Repression“ leben müssen. Wenn große Volkswirtschaften wie die USA in der Schuldenfalle stecken und fiskalpolitische Maßnahmen zur Sanierung verhindert werden, müssen wenigstens die Finanzierungskosten minimiert werden. Sonst werden die negativen Prognosen der vielen Weltuntergangspropheten doch noch war.

„Repressive Easing“ ist das Resultat eines klassischen Widerspruches zwischen kollektiver und individueller Rationalität. Der einzelne Anleger betrachtet Staatsanleihen als Vermögenswert. Gesamtwirtschaftlich gesehen sind genau diese Wertpapiere aber in die Zukunft verschobene Steuerzahlungen. Ein Investment in Staatsanleihen macht also nur Sinn, wenn ein Investor davon ausgeht, dass jemand anderes als er selbst für die Rückzahlung geradestehen muss. Wenn zukünftige Generationen die Zahlungspflichtigen sind, ist die Verführung um so größer, da ihre Belastung heute noch relativ abstrakt erscheint.

Das permanente Verschieben von Belastungen mag auf individueller Basis auch funktionieren, für eine Nation oder eine Währungsunion aber nicht. Aus Italien ist das Phänomen bekannt, dass Steuerhinterzieher ihr Schwarzgeld vor allem in Staatsanleihen investiert hatten. So landeten hinterzogene Steuern am Ende oftmals doch beim Staat, und die Steuerhinterzieher fühlten sich auch noch reicher, weil sie a) Steuern gespart und b) in sicheren Staatsanleihen investiert hatten. Ergebnis war eine nationale Vermögensillusion, die dann mit der Eurokrise platzte, als die Gesamthöhe der aufgetürmten Staatsschulden ins Blickfeld rückte und Zweifel an der Zahlungsfähigkeit des Staates aufkamen. Massive Steuererhöhungen waren deshalb 2011 ein zentrales Element des ersten Rettungspaketes der Regierung Mario Monti, was ihm die Wähler allerdings sehr übel nahmen.

Einer ähnlichen Illusion unterliegen aber die meisten Wähler in den großen entwickelten Volkswirtschaften: Sie wollen weder eine Verminderung staatlicher Leistungen noch Steuererhöhungen hinnehmen. Gegenüber Inflation haben die meisten Menschen inzwischen eine gewisse Sensibilität entwickelt. Um sich aber über zu niedrige Zinsen aufzuregen, müsste man in Opportunitätskosten denken. Dies überfordert aber noch viele.

„Repressive Easing“ ist die politische Konsequenz dieser Illusion: Wenn Regierungen die Bürger nicht durch Steuern, Leistungskürzungen oder Geldentwertung zur Sanierung der Staatsfinanzen heranziehen können, weil sie sonst angewählt werden, so müssen sie dieses durch künstlich niedrige Zinsen machen.

Dies heißt aber nicht, dass Sie sich als Investor hieran beteiligen müssen. Sofern Sie nicht dazu gezwungen werden, in Langfrist-Anlagen zu investieren, die wie Staatsanleihen direkt oder wie Lebensversicherungen indirekt von finanzieller Repression betroffen sind, können Sie sich nach besseren Alternativen umsehen. Für die Liquidität wird man im Moment geringe Renditen hinnehmen müssen. Wer sich aber für einen längeren Anlage-Zeitraum freiwillig für niedrigst verzinsliche Investments entscheidet, kann nur die eigene Dummheit, Ignoranz oder Paranoia dafür verantwortlich machen.

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

Inhaltlich verantwortlich: Karl-Heinz Thielmann

Weinbrennerstr. 17, D-76135 Karlsruhe

Bildnachweis: Seite 2: Karl-Heinz Thielmann; Seite 5: <http://www.martinhilbert.net/WorldInfoCapacityPPT.html>

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

Die Analyse „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ entstand in Co-Autorenschaft mit Prof. Dr. Ekaterina Svetlova (<http://karlshochschule.de/de/lehkrafte/#prof-dr-ekaterina-svetlova>). Sie hat die Professur für „International Business and Finance“ an der Karlsruhochschule 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 Analystin 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 für die Grafiken in „Klartext: Repressive Easing“ wurden bei der Deutschen Bundesbank sowie beim US Treasury (<http://www.treasurydirect.gov>) bezogen.

Für den Artikel „Die asymmetrische Welt“ wurden folgende Quellen verwendet:

George A. Akerlof: The Market for "Lemons": Quality Uncertainty and the Market Mechanism; The Quarterly Journal of Economics, Vol. 84, No. 3. (Aug., 1970), pp. 488-500 (<https://www.iei.liu.se/nek/730g83/artiklar/1.328833/AkerlofMarketforLemons.pdf>); Beunza, D., and D. Stark (2004). "Tools Of the Trade: The Socio-Technology Of Arbitrage In A Wall Street Trading Room. Industrial and Corporate Change" 13(2), 369-400. Zitat von Seite 369; Martin Hilbert & Priscila López: "The World's Technological Capacity to Store, Communicate, and Compute Information"; Science 1 April 2011: Vol. 332 no. 6025 pp. 60-65 (<http://www.sciencemag.org/content/332/6025/60.abstract>); die Website von Martin Hilbert: <http://www.martinhilbert.net/index.html>. Zur International Data Corporation (IDC) vgl. <http://www.idc.com/>. Zu Fehlern bei Wikipedia vgl. Oliver Klatt, „Schwindeleien auf Wikipedia: Diese Geschichten sind ein Witz“, Spiegel online, 29.5.2013 <http://einestages.spiegel.de/external/ShowTopicAlbumBackgroundXXL/a28578/I0/I0/F.html>.

Für den Beitrag „Die große Risikoverwirrung Teil 3: Die Krux mit der Unsicherheit“ wurden folgende Quellen verwendet:

Warren Buffet wurde zitiert nach seinem einleitenden Aktionärsbrief in dem Geschäftsbericht für Berkshire Hathaway 2012 (<http://www.berkshirehathaway.com/letters/2012ltr.pdf>, "Of course, the immediate future"); Zum „Economic Policy Uncertainty Index“ vgl.: <http://www.policyuncertainty.com/index.html>; Croft, J. (2009), 'Modeling adapts as catastrophic clouds clear', Financial Times, 21, 5 October; Grosby, P. and J. Bohn (2003), Modeling Default Risk, San Francisco: KMV; Knight, F.H. (1921), Risk, Uncertainty and Profit, Mineola, NY: Dover Publ.; Salmon, F. (2009), 'Recipe for disaster: the formula that killed Wall Street', Wired, 24 September 2009, available at: http://www.wired.com/techbiz/it/magazine/17-03/wp_quant?currentPage=all, last access on June 25, 2013; Skidelsky, R. (2009), Keynes: The Return of the Master, London: Penguin; Svetlova, E. and Fiedler, M. (2011): Understanding Crisis: On the Meaning of Uncertainty and Probability. In: Asenjo, O. and Marcuzzo, C. (eds.): The Recession 2008. Competing explanations. Camberley, UK: Edward Elgar publishing, 42-62.

Zu David F. Swensen vgl. seine Bücher: Pioneering Portfolio Management: An Unconventional Approach to Institutional Investment, (Fully Revised and Updated 2009) sowie Unconventional Success: A Fundamental Approach to Personal Investment (2005). Das Interview mit dem Zitat von Swensen ist in der Financial Times am 12. Oktober 2009 erschienen und unter <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/dd91a3ec-b461-11de-bec8-00144feab49a.html#axzz2WxXt0KKU> abzurufen.

Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Weitere Angaben zu seinem Vorgehen sind auf der Website <http://investments.yale.edu/> einsehbar.

Warren Buffet wurde zum Thema Investieren unter Unsicherheit zitiert nach Robert G. Hagstrom (2000) „Investieren mit Warren Buffet“, Seite 190. Das Zitat “Risk comes from not knowing what you’re doing” wurde von http://www.searchquotes.com/quotes/author/Warren_Buffett/ übernommen. Zum Thema Risiko bei Warren Buffet vgl. auch Lawrence A. Cunningham (3. Auflage 2009):“ The Essays of Warren Buffett: Lessons for Investors and Managers”. Zum Auswahlprozess von Anlagen bei Buffet vgl.: Mary Buffett, David Clark (2. Auflage (2012): „So liest Warren Buffett Unternehmenszahlen: Quartalsergebnisse, Bilanzen & Co - und was der größte Investor aller Zeiten daraus macht“.

Zu Nassim Taleb vgl.: „Der schwarze Schwan“, 4. dt. Auflage München 2012; sowie: „Anti-Fragilität: 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 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 26.

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 1.7.2013.

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: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien von Halma, SAP und SGS
- 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.