

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Nummer 17, 2. September 2013

In „**Klartext: Dumb German Money**“ wird der unprofessionelle Ruf von deutschen Anlegern an den internationalen Kapitalmärkten thematisiert. Dieses negative Image kommt nicht von ungefähr: Seit 2006 wurden laut Zahlen des DIW 600 Mrd. € mit Auslandsinvestments verloren.

Im Wesentlichen lassen sich drei Gruppen von Anlegern unterscheiden, die für diese ungeheure Vermögensvernichtung verantwortlich sind: 1) die Risikonaiven, die festverzinslich mit sicher verwechseln; 2) die Zocker, die von Gewinn gier getrieben auf höchst spekulative Anlagen setzen; sowie 3) die Pseudowissenschaftlichen, die Finanzmathematik anwenden, ohne sie zu verstehen.

Charakteristisch für alle Gruppen ist, dass sie schlauer sein wollen als diejenigen, die auf konventionelle Anlagen wie Renten, Aktien oder Immobilien vertrauen. Damit überlisten sie aber nur sich selbst. Weiterhin vereint alle drei Gruppen eine unreflektierte Zahlengläubigkeit, denn Zahlen werden oftmals unbesehen übernommen und nicht wirklich hinterfragt. Mangelnde Finanzbildung ist in Deutschland entgegen der allgemeinen Ansicht deswegen weniger ein Problem von „Otto Normalverbraucher“; stattdessen weisen gerade sogenannte Experten eklatante Mängel auf.

Der Beitrag „**Aktienanleihen als Langfristanlage**“ untersucht die Wertentwicklung einer langfristigen Anlagestrategie, die auf Aktienanleihen basiert, mit derjenigen einer Direktanlage in Aktien (repräsentiert durch den DAX) sowie Renten (repräsentiert durch den REX).

Entgegen einer weitverbreiteten Meinung erweisen sich Aktienanleihen bei dieser Untersuchung als sehr riskantes Investment. Sie sind von Kursschwankungen am Aktienmarkt stark negativ betroffen, überdurchschnittliche Zinsen können die bei Einbrüchen entstehende Verluste nur unvollkommen kompensieren. Mit Aktienanleihen zu derzeitigen Marktkonditionen wären in der Vergangenheit nur minimale Erträge erzielt worden. Selbst mit jährlich um 2,5% höheren Zinsen wäre ein Werterhalt nach Inflation, Steuern und Transaktionskosten über die vergangenen 22 Jahre nicht möglich gewesen. Im Gegensatz dazu haben konventionelle Anlagen wie DAX und REX hohe Gewinne erzielt.

In „**Charttechnik für Langfristanleger Teil 2: Die DAX-Werte**“ werden die langfristigen Charts der Bestandteile von Deutschlands populärstem Index, dem DAX 30, dargestellt. Hierbei werden sie in Hinblick auf ihre Entwicklung seit 2003 sowohl in absoluter wie auch in relativer Entwicklung zum Gesamtindex gezeigt.

Dabei lässt sich erkennen, dass für die meisten DAX-Aktien eindeutige Langfristtrends identifizierbar sind. Bei einigen Titeln gibt es allerdings widersprüchliche Signale oder Warnzeichen für Trendbrüche bzw. Trendänderungen, die anzeigen können, dass sich die bisherige Entwicklung nicht fortsetzt.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Klartext: Dumb German Money

Liebe Langfristanleger,

vor einigen Monaten war die Empörung groß, als Telefonate irischer Pleite-Banker aus dem Jahr 2008 bekannt wurden. In diesen verspotteten sie neben Politikern, Zentralbankern und Finanzaufsehern auch deutsche Investoren, die ihnen bereitwillig Geld geliehen hatten. Insbesondere amüsierte sie, dass die Deutschen einer Garantie des irischen Staates für Bankeinlagen vertrauten. Denn ihnen war klar, dass ihr Bankrott über diese Garantie auch die irische Staatspleite bedeutet hätte, wäre 2010 nicht die EU zu Hilfe geeilt.



### *Inhalt:*

*Seite 5: Aktienanleihen als  
Langfristanlage*

*Seite 12: Charttechnik für  
Langfristanleger Teil 2: Die  
DAX-Aktien*

*Seite 23: Impressum, Anhang*

*Seite 26: Disclaimer*

Angela Merkel, Wolfgang Schäuble und andere deutsche Spitzenpolitiker äußerten ihre Verachtung über die Arroganz der Banker. Einigen Pressekommentatoren fiel allerdings auf, dass abschätzigste Bemerkungen über Kunden in der internationalen Finanzbranche nicht selten sind. So hatte ja auch vor einigen Monaten der Ex-Goldman Sachs Banker Greg Smith enthüllt, dass seine ehemaligen Kollegen ihre Klienten als „Muppets“ – also als manipulierbare Puppen – bezeichneten. Speziell aus Deutschland stammende Investoren werden allerdings als besonders vertrottelt angesehen. „Dumb German Money“ (manchmal auch als „Stupid German Money“ bezeichnet) ist seit Jahren schon ein fester Begriff an den globalen Finanzmärkten.

Dieser Begriff wurde ursprünglich von US-amerikanischen Filmproduzenten für Gelder aus geschlossenen Medienfonds geprägt, die im grauen Kapitalmarkt in Deutschland aufgelegt wurden. Hiermit wurden vorwiegend erfolglose Filme produziert, an denen sich aufgrund der großzügigen Fondsgelder für Produzenten und Initiatoren trotzdem eine goldene Nase verdienen lies. Die Anleger gingen natürlich leer aus.

Seitdem wurde dieser Begriff auf eine Vielzahl von Finanztransaktionen ausgeweitet, mit denen deutsche Anleger oder Banken Geld verlieren konnten. Ob nun kurz vor dem Platzen der Immobilienblasen in USA oder Spanien noch schnell Finanzierungen für bankrottverdächtige Großprojekte angeschoben werden mussten, ob griechische Staatsanleihen gekauft wurden, immer waren deutsche Banken an vorderster Front mit dabei. Wenn chinesische Schwindelfirmen an die Börse gingen, dann machen sie dies nicht in Schanghai, sondern in Frankfurt, weil hier die Leichtgläubigen Schlange standen. Wenn Geld für überflüssige Schiffe, Riesenräder in Singapur oder unrentable Ölsandprojekte in Kanada benötigt wurde, dann sammelte man dies nicht in den Heimatländern der Initiatoren ein, sondern bei deutschen Zahnärzten, Lehrern und Ingenieuren.

Das DIW in Berlin hat vor Kurzem ermittelt, was deutsche Investoren alleine im Ausland verloren haben. Die Kalkulationen haben seit 1999 einen Verlust von ca. 400 Mrd. € ergeben. Rechnet man seit 2006, also unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise, waren es ca. 600 Mrd. €. Für eine Exportnation wie Deutschland ist es normal, Kapital im Ausland zu investieren. Nicht normal hingegen ist es, wenn dieses Kapital stattdessen sinnlos verbrannt wird.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Doch nicht nur im Ausland haben Deutsche vielfältige Möglichkeiten gefunden, Kapital zu vernichten. Ob Ostimmobilien, Strategiezertifikate oder Mittelstandsanleihen; Jahr um Jahr gab und gibt es neue inländische Anlageprodukte, mit denen Investoren ihr Ersparnis in den Sand setzen können. Schätzungen über die Größenordnung fehlen aber bisher.

Die Neigung der Deutschen, unrentable Kapitalanlagen zu machen, hat schwerwiegende ökonomische Konsequenzen. Trotz der enormen Wirtschaftskraft Deutschland, trotz der ausgeprägten Sparsamkeit der Einwohner ist die Vermögensbildung hier im Vergleich mit anderen europäischen Ländern klar unterdurchschnittlich, wie unlängst Zahlen der EZB zeigten.

Warum sind die Deutschen immer die Ersten, die „hier“ schreien, wenn skrupellose Investmentbanker nach „Muppets“ suchen, die sie manipulieren und denen sie das Geld aus der Tasche ziehen können? Wieso gibt es gerade in Deutschland einen scheinbar unerschöpflichen Vorrat an Bankern, Vermögensverwaltern oder Privatanlegern, die ihre Gelder zielsicher in verlustreiche Anlagen stecken?

Insgesamt lassen sich drei Gruppen von Investoren mit unterschiedlichen Motivationen identifizieren, die für die ungeheure Vermögensvernichtung in Deutschland verantwortlich sind:

- die Risikonaiven, die festverzinslich mit sicher verwechseln;
- die Zocker, die von Gewinn gier getrieben auf höchst spekulative Anlagen setzen;
- die Pseudowissenschaftlichen, die Finanzmathematik anwenden, ohne sie zu verstehen.

Die erste Gruppe der Risikonaiven ist sowohl bei privaten wie auch institutionellen Investoren weitverbreitet. Sie suchen Anlagen, die einigermaßen stabile Zinszahlungen versprechen, die höher sind als bei konventionellen „sicheren“ Pfandbriefen oder Bundesanleihen. Dass mit diesen Anlagen dann aber signifikant höhere Ausfallrisiken eingegangen werden, wird ignoriert bzw. unterschätzt. Insbesondere wenn man von einem Risikoverständnis ausgeht, das auf Volatilität basiert, sehen diese Investments sicherer aus, als sie sind. Ob es sich um Mittelstandsanleihen, Discountzertifikate oder geschlossene Fonds handelt, sie schwanken meist nur sehr gering im Kurs und fallen auch über längere Zeiträume nur gelegentlich aus. Wenn aber etwas Unerwartetes passiert, dann kollabieren diese Anlagen auf einmal und generieren fürchterliche und nachhaltige Verluste.

Die Zocker sind vor allem bei privaten Anlegern anzutreffen. Sie saugen aus der Finanzpresse und Börsenbriefen Tipps zum schnellen Reichwerden. Dabei springen sie aber oft auf längst bekannte Trends auf, nicht selten kurz vor deren Ende. Egal ob es sich um Solaraktien, Internetwerte, Chinatitel oder dubiose Goldminen geht, deutsche Kleinanleger lassen sich immer wieder bereitwillig dazu verleiten, zu Höchstkursen in Zockeraktien oder damit zusammenhängenden Optionsscheinen einzusteigen.

Die Pseudowissenschaftlichen haben sich gerade bei professionellen Anlegern breitgemacht. Damit sind sie in der Lage, auch fremdes Geld in nicht unerheblichem Umfang zu vernichten. Sie versuchen, mittels finanzmathematischer Verfahren Mechanismen zu identifizieren, mit denen man die Kapitalmärkte überlisten kann. Ob es sich dabei nun um Optimierungsverfahren, Trendfolgesysteme oder Asset Allocation Modelle handelt, regelmäßig liegen sie damit schief und generieren Verluste.

Ihr großes Mantra ist der sog. „Backtest“. Hierbei handelt es sich um die Überprüfung einer Anlagestrategie mit Vergangenheitsdaten. Unzählige Strategien, die im Backtest wunderbar funktioniert haben, sind später in der Praxis kläglich gescheitert. Den den Pseudowissenschaftlichen fehlt ein Verständnis dafür, dass die von

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

ihnen ermittelten Regeln und Strategien immer nur in einem bestimmten Kontext stimmen. Aus dem Zusammenhang gerissene Daten produzieren auch mit den besten wissenschaftlichen Methoden nur Unfug.

Erschreckend an den Pseudowissenschaftlichen ist ihre mangelnde Lernfähigkeit, da sie sich selbst für wissenschaftlich halten und damit glauben, Andern überlegen zu sein. Wenn ihre Ergebnisse nicht stimmen, muss die Realität falsch oder noch nicht richtig erfasst sein. Logische Konsequenz aus dem Scheitern ist für sie, weiter in den bereits ausgetretenen Pfaden zu forschen und noch kompliziertere Modelle zu entwickeln, die dann aber später noch grandioser scheitern. Insofern ist es den Pseudowissenschaftlichen gelungen, einen Teufelskreis aus Forschung, neuen komplizierten Investmentstrategien und Kapitalvernichtung zu generieren. Und wir Deutschen mit unserer ausgesprochenen Wissenschaftsgläubigkeit schauen fasziniert zu und stecken immer mehr Geld hinein.

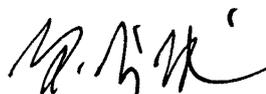
Charakteristisch für alle Gruppen ist, dass sie schlauer sein wollen als diejenigen, die auf konventionelle Anlagen wie Renten, Aktien oder Immobilien vertrauen. Damit überlisten sie sich aber nur selbst. Weiterhin vereint alle drei Gruppen eine unreflektierte Zahlengläubigkeit. Egal ob man ihnen absurde Renditeprognosen, irreführende Risikokennzahlen oder undurchschaubare Optimierungsmodelle präsentiert, sie nehmen Zahlen immer für bare Münze, ohne zu prüfen, wie diese zustande kommen und was sie wirklich bedeuten. Unabhängig davon, ob sie aus dubiosen Umfragen, bunten Werbebroschüren oder nüchternen Excel-Spreadsheets stammen, Zahlen werden geglaubt und nicht wirklich hinterfragt. Wenn sie sich dann hinterher als Kokolores herausstellen, sind immer „unvorhersehbare Ereignisse“ daran schuld.

In der Presse wird oft die mangelnde Finanzbildung in Deutschland beklagt. Diese ist bei „Otto-Normalverbraucher“ allerdings weder besser noch schlechter als in anderen Ländern. Katastrophal hingegen ist die Finanzbildung bei vielen sogenannten Finanzexperten, die Investmentprodukte herstellen und vermarkten, welche für Anleger unkalkulierbare Verlustmöglichkeiten mit sich bringen. Insofern ist es völlig rational für einen Kleinanleger, lieber das Geld auf dem Sparbuch zu lassen, anstatt es einen Anlagespezialisten zur Vernichtung anzuvertrauen.

Die deutsche Industrie spielt im globalen Kontext in der Champions League, weite Teile der Finanzbranche aber in der Kreisklasse. Für private oder institutionelle Anleger, die mehr wollen als nur Sparbucherträge, ist es extrem schwierig, innerhalb der Kakophonie von Expertenstimmen diejenigen herauszufiltern, die wirklich kompetent sind. Dies ist sogar fast noch schwieriger, als sich selbst Fachwissen anzueignen und die Kapitalanlage in die eigene Hand zu nehmen. Für eine führende Wirtschaftsnation kann der Finanzheimwerker aber keine Lösung sein.

„Selbsterkenntnis ist der erste Schritt zur Besserung“ lautet ein beliebtes Sprichwort. Leider ist hiervon bisher nichts zu merken. Wenn die deutsche Finanzbranche aber nicht anerkennt, was in den vergangenen Jahren falsch gelaufen ist, und bereit ist hieraus zu lernen, wird „Dumb German Money“ ein fester Begriff an den internationalen Kapitalmärkten bleiben. Ich persönlich habe die Hoffnung noch nicht aufgegeben, dass wir vielleicht eines Tages einmal sogar „Intelligent German Money“ haben werden. Dazu gehört aber auch, dass wir alle uns nicht mehr mit der ignoranten Art und Weise zufriedengeben, mit der hier in Deutschland Geld vernichtet wird.

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



## Aktienanleihen als Langfristanlage

Von Karl-Heinz Thielmann

Eine bei deutschen Anlegern sehr beliebte Form der Zertifikate ist die sogenannte Aktienanleihe. Laut Angaben des Deutschen Derivateverbandes DDV gibt es derzeit ca. 53.000 Aktienanleihen, in denen ca. 6 Mrd. € investiert sind. Weitere 4,5 Mrd. € sind in den vergleichbar strukturierten Discountzertifikaten angelegt.

Beide Formen von Zertifikaten funktionieren ähnlich, indem sie die verbrieft Form eines Optionsgeschäfts darstellen, bei dem der Zertifikatekäufer die Rolle eines Stillhalters im Rahmen eines Optionsverkaufs übernimmt: Bei der Aktienanleihe entspricht dies einem sog. Short-Put-Geschäft (auch Verkauf einer Verkaufsoption genannt). Bei diesem Geschäft wird das Recht verkauft, eine Aktie oder ein anderes Finanzinstrument zu einem bestimmten Zeitpunkt dem Optionsverkäufer anzudienen. Hierfür erhält der Verkäufer der Option ein Entgelt, die „Optionsprämie“, die im Vergleich mit üblichen Zinsen sehr hoch ausfällt. Dafür trägt er aber auch das Risiko, dass er Aktien zu einem über dem über dem aktuellen Wert liegenden Kurs erwerben muss, wenn ihr Marktwert unter den Ausübungskurs sinkt. Hiermit wäre dann ein unmittelbarer Verlust verbunden.

Normalerweise muss für den Verkauf einer Verkaufsoption Liquidität hinterlegt werden, damit im Ausübungsfall der Erwerb gesichert ist. Bei den Aktienanleihen werden alle die mit dem Verkauf einer Verkaufsoption verbunden Schritte in einem Zertifikat (Hinterlegung der Liquidität und Optionsverkauf) kombiniert. Die Optionsprämie fließt in Form von Zinsen zurück; bzw. durch einen Preisabschlag, wenn die Zertifikate unter dem Nominalbetrag ausgegeben werden.

Aktienanleihen werden von Finanzvertrieben und Banken gerne mit dem Argument empfohlen, dass sie eine interessante Alternative zu konventionellen Anlagen darstellen: Risikoärmer als die Aktie, da sie weit weniger schwanken, und höher verzinst als die konventionelle Rentenanlage. Insbesondere in der derzeitigen Niedrigzinsphase sollen sie vergleichsweise attraktiv sein.

Doch stimmt dieses Bild einer hochrentierlichen und einigermaßen sicheren Alternative zu Aktien und Renten wirklich?

Die Derivatebörse Scoach errechnet Indizes zu verschiedenen Zertifikat-Typen. Diese werden auf Basis von Zertifikaten für den Eurostoxx 50-Index ermittelt. Der Index für Aktienanleihen wird seit 1.1.2009 ermittelt und weist seitdem einen Gewinn von 27,6% aus (der Eurostoxx 50 Total Return erzielte im gleichen Zeitraum 33,3%). Allerdings werden diese Zertifikat-Indizes – auch der für Aktienanleihen – in ihrer Zusammensetzung von relativ kurz laufenden Zertifikaten dominiert. Die Indexkomponenten werden also permanent ausgetauscht, was ihre Aussagekraft für einen langfristigen Performancevergleich erheblich einschränkt. Hierdurch würde es zudem in der Praxis zu erheblichen Transaktionskosten kommen. Um ein realistisches Bild der Anlageergebnisse von Aktienanleihen zu bekommen, erscheinen diese Indizes daher ungeeignet.

Der Deutsche Derivateverband DDV (eine Interessenvereinigung der wichtigsten Emissionsbanken für Zertifikate in Deutschland, die nach eigenen Angaben zusammen einen Marktanteil von ca. 95% haben) veröffentlicht eine Risikokennzahl für Aktienanleihen, die auf dem Value at Risk-Modell (VaR) basiert. Diese Risikokennzahl wird auf Finanzinformationsseiten im Internet und von Finanzvertrieblern übernommen. Auf der Basis dieser Risikokennzahl werden zudem Anlageprodukte vom DDV in Risikoklassen von 1 (niedriges Risiko) bis 5

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

(hohes Risiko) eingeordnet. Aktienanleihen werden aufgrund der VaR-Berechnungen meist in die niedrige Risikoklasse 2 (begrenzt risikobereit) oder in die mittlere Klasse 3 (risikobereit) eingeordnet. Zum Vergleich: DAX-Indexzertifikate – die den Index genau nachbilden – sind derzeit ebenfalls in Klasse 3 eingeordnet. Insofern sollte nach der Methodik des DDV zumindest ein Teil der Aktienanleihen ähnlich riskant sein wie der Aktienmarkt selbst.

Ganz abgesehen von den grundsätzlichen methodischen Problemen mit VaR ist allerdings auffällig, dass sich die angegebene Berechnung i.d.R. auf eine Haltedauer von 10 Tagen bezieht, die aber für die meisten Käufer von Aktienanleihen unrealistisch kurz ist. Selbst wenn man davon ausgeht, dass VaR sinnvolle Zahlen zur Risikobewertung liefert, müsste dieser dann aber auf die Haltedauer gerechnet werden, die bei Aktienanleihen i.d.R. mehrere Monate dauert oder bis zur Endfälligkeit geht. Weiterhin liefert der Value-at-Risk-Ansatz konstruktionsbedingt keine Information über das durchschnittliche Schadensausmaß bei ungünstigen Szenarien. Hierfür müsste man es das Risikomaß Conditional Value at Risk (CVaR) verwenden. Zudem sind die Erträge aus Aktienanleihen nicht „normal verteilt“. Damit fehlt aber die wesentliche Voraussetzung für die Anwendbarkeit des VaR-Modells.

Ein zusätzliches Problem bei Aktienanleihen ist das Emittentenrisiko. Dieses ergibt sich daraus, dass der Herausgeber der Aktienanleihe i.d.R. ein Finanzinstitut ist, das gegenüber der eigentlichen Aktie zusätzliche Risiken aufweist. Es trifft den Anleger bei Aktienanleihen gleich zweifach: Zum einen in Form eines erhöhten Ausfallrisikos, weil diese Anleihen (wie z. B. bei Lehman Brothers 2008 geschehen) in der Form von Inhaberschuldverschreibungen herausgegeben werden, die im Konkursfall gegenüber anderen Gläubigern benachteiligt sind. Zum anderen in der Form eines Liquiditätsrisikos, da zumeist der Emittent der Aktienanleihe auch der Market Maker für diese Anleihe ist, der während der Laufzeit an der Börse oder außerbörslich Kurse stellt und die laufende Handelbarkeit garantiert. Will ein Anleger vorzeitig verkaufen, ist also davon abhängig, dass die Emissionsbank ihm faire Kurse stellt. Genau dies ist aber oft nicht der Fall, wie vor Kurzem ein von der Rating-Agentur Scope durchgeführter Vergleich von Zertifikatekursen mit ihren aus der Optionspreistheorie abgeleiteten „fairen Werten“ zeigte.

Insofern muss man man sehr stark infrage stellen, inwieweit das Bild der Aktienanleihe einer attraktiven Anlage hinsichtlich Performance und Risikoeinschätzung wirklich zutreffend ist. Doch wie ist die Risikosituation bei Aktienanleihen wirklich? Um die Eignung der Aktienanleihe für mittel bis langfristig ausgerichtete Anleger zu überprüfen, wurde deshalb für diese Untersuchung folgender Ansatz gewählt: Welche Anlageergebnisse hätte ein Investor erzielt, der über Jahre hinweg immer wieder in den gleichen Typ von Aktienanleihe investiert hätte? Wie sehen diese Ergebnisse im Vergleich mit anderen Anlageformen aus?

Um eine möglichst repräsentative Basis zu bekommen, wurde von Aktienanleihen auf den DAX ausgegangen. Diese unterscheiden sich jedoch in Hinblick auf diejenigen, welche auf Einzelwerte lauten, in Bezug auf die Rückzahlung: Fällt eine Aktienanleihe auf den DAX unter ihren Basispreis, erfolgt die Rückzahlung normalerweise in Form eines um den Kursverlust gekürzten Geldbetrages. Bei einer Aktienanleihe auf einen Einzelwert erfolgt stattdessen i.d.R. eine Lieferung von effektiven Aktien.

Leider lassen sich die historischen Renditen für Aktienanleihen nicht mehr rekonstruieren. Daher wurde für die Performancesimulationen seit 1991 eine konstante jährliche Verzinsung angenommen. Im Basisszenario wurde deswegen zuerst die aktuelle Verzinsung für verschiedene Typen von Aktienanleihen untersucht.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Allerdings ist die Preisgestaltung abhängig von den Volatilitäten, die durchaus steigen können und damit höhere Zinsen erlauben. Auch sind die Volatilitäten auf Einzelwerte höher und ermöglichen deswegen größere Optionsprämien und somit auch höhere Zinsen. Diesem Tatbestand wird durch ein zweites Szenario Rechnung getragen, bei denen diese möglicherweise höheren Zinsen durch eine jährliche Pauschale von zusätzlichen 2,5% p.a. abgegolten werden, sowie durch ein drittes – allerdings relativ unrealistisches - Szenario, bei dem eine jährliche Pauschale von zusätzlichen 5% p.a. unterstellt wird.

Für die Untersuchung wurde angenommen, dass ein Anleger zu Beginn des Jahres 1991 den Gegenwert von 10.000€ angelegt hat. Hierfür wurden folgende Anlagestrategien simuliert:

1. 100% Aktien: Er hatte diese 10.000€ komplett in den DAX investiert.
2. 100% Staatsanleihen: Er hatte diese 10.000€ komplett in den REX investiert.
3. Werterhalt: Bei der Berechnung von DAX, REX sowie der Performance von Aktienanleihen werden Inflation, Steuern und Transaktionskosten nicht berücksichtigt. Um diesen Effekt zu kompensieren, soll angenommen werden, dass eine Pauschale von jährlich 3% erwirtschaftet werden soll, die einen realen Wertehalt nach Inflation, Steuern und Transaktionskosten ermöglichen.
4. Aktienanleihen: Der Anleger investiert sein Anlagegeld jedes Jahr in eine DAX-Aktienanleihe mit einem Jahr Restlaufzeit. Im Folgenden werden die Ergebnisse für verschiedene Ausstattungen simuliert.

## Szenario 1: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen

Derzeit bringen Aktienanleihen auf den DAX mit einem Jahr Restlaufzeit, wenn die Ausübungsschwelle (Basispreis) beim aktuellen Kurs des DAX liegt, ca. 7,5% Rendite p.a.

Aktienanleihen, deren Ausübungskurs 5% unterhalb des aktuellen Kurses des DAX liegt – die also eine gewisse Sicherheitsschwelle gegenüber Kursrückgängen beinhalten – rentieren derzeit mit ca. 5,5% p.a.

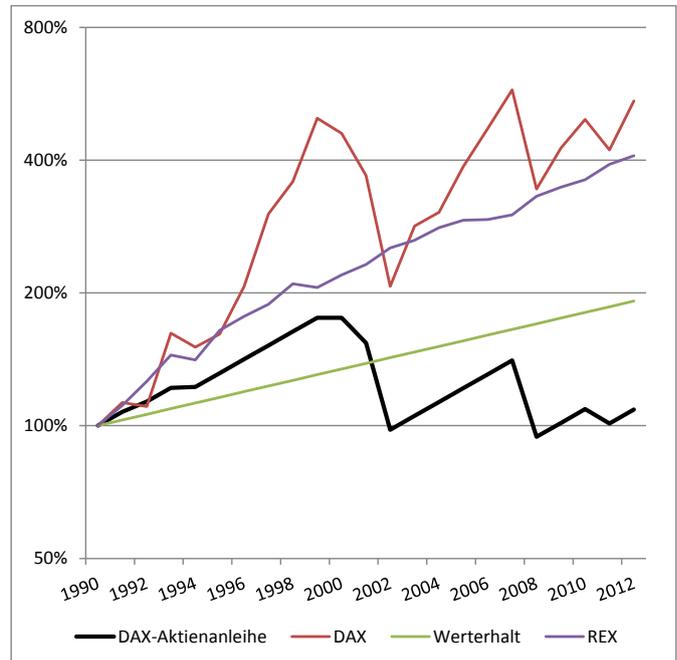
Hätte ein Anleger seit 1991 jeweils zum Jahresanfang in eine Aktienanleihe des ersten Typs (Basispreis = aktueller Kurs des unterliegenden Finanzinstruments) angelegt und die Rückzahlung sowie die Erträge jeweils zum Jahresbeginn wieder investiert, hätten sich bei einer Verzinsung von 7,5% p.a. rechts stehende Anlageergebnisse ergeben. Die Anlage von 10.000 € in den DAX hätte einen Gewinn von 44.444 € ergeben; beim REX hätte man mit deutlich niedrigeren Kursschwankungen 30.940 € erzielt. Um einen Werterhalt nach Steuern und Inflation zu garantieren, hätten aufgrund des Zinseszinses Erträge in Höhe von 9.160 € erzielt werden müssen, was sowohl mit Aktien wie auch mit Renten deutlich übertroffen wurde. Die Anlage in die Aktienanleihen des heute üblichen Typs hätte hingegen nur zu einem geringen nominalen Gewinn von 870 € geführt. Unter Berücksichtigung der Inflation hätte es sogar einen sehr deutlichen Wertverlust gegeben.

Basispreis = aktueller Kurs	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Walterhalt	Aktienanleihe 7,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	7,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	5,4%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	7,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	0,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	7,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	7,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	7,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	7,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	7,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	0,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-12,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-36,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	7,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	7,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	7,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	7,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	7,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-32,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	7,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	7,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-7,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	7,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	8,7%

# Mit ruhiger Hand

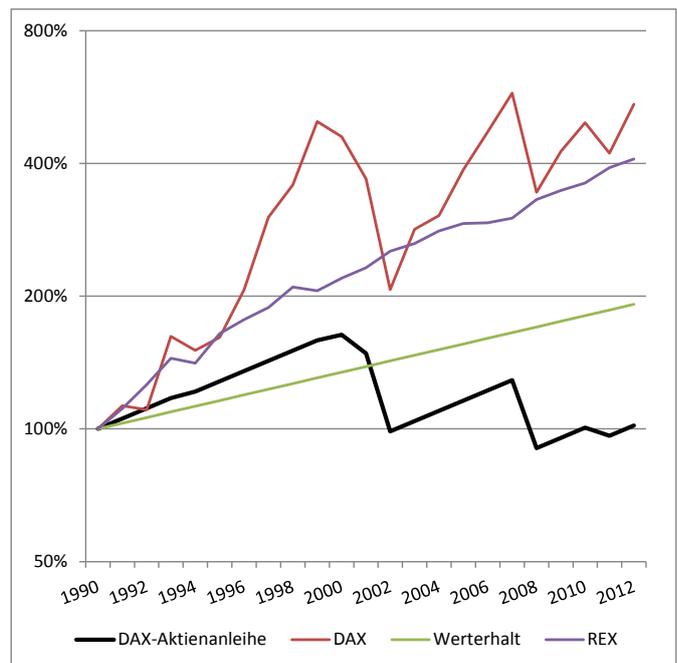
Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Sowohl mit einem Investment in den DAX wie auch in den REX hätten sich also Anlageergebnisse erzielen lassen, die einen Werterhalt nach Steuern und Inflation ermöglicht hätten. Mit der Aktienanleihe hingegen wäre nicht nur dies nicht gelungen, sondern nur ein sehr geringer Ertrag entstanden. Zwar stimmt das Bild, dass dieser Typ zwar bei einer Seitwärtsentwicklung des Aktienmarktes der Direktanlage in Aktien ebenbürtig oder überlegen zeigt. Allerdings waren diese Phasen in den letzten 22 Jahren sehr selten. Zumeist zeigte der Aktienmarkt starke Ausschläge nach oben oder unten. In Abwärtsphasen verliert die Aktienanleihe zwar weniger, kann aufgrund ihrer Performancebeschränkung die Anstiegsphasen nur stark unterproportional mitmachen. Auch im Vergleich zur konventionellen Rentenanlage schneidet die Aktienanleihe negativ ab: die starken Einbrüche gleichen zeitweise Zusatzerträge mehr als aus.



Bei einer Anlage mit „Sicherheitsschwelle“ sieht das Ergebnis mit einem Gesamtgewinn von 170€ nach 22 Jahren noch ungünstiger aus, da sie mit der Inkaufnahme signifikant niedriger Zinsen verbunden ist. Dieser Zinsnachteil wirkt sich stark auf die Langfristperformance aus, während aufgrund der starken Kursschwankungen des Aktienmarktes eine Sicherheitsschwelle von 5% völlig unzureichend ist, um bei den seltenen, aber heftigen Einbrüchen größere Verluste zu vermeiden. Vier Verlustjahre gleichen die Erträge aus 18 Jahren aus.

Basispreis = aktueller Kurs -5%	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Wertesahrt	Aktienanleihe 5,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	5,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	5,5%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	5,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	3,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	5,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	5,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	5,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	5,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	5,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	3,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-9,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-33,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	5,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	5,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	5,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	5,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	5,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-29,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	5,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	5,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-4,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	5,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	1,7%



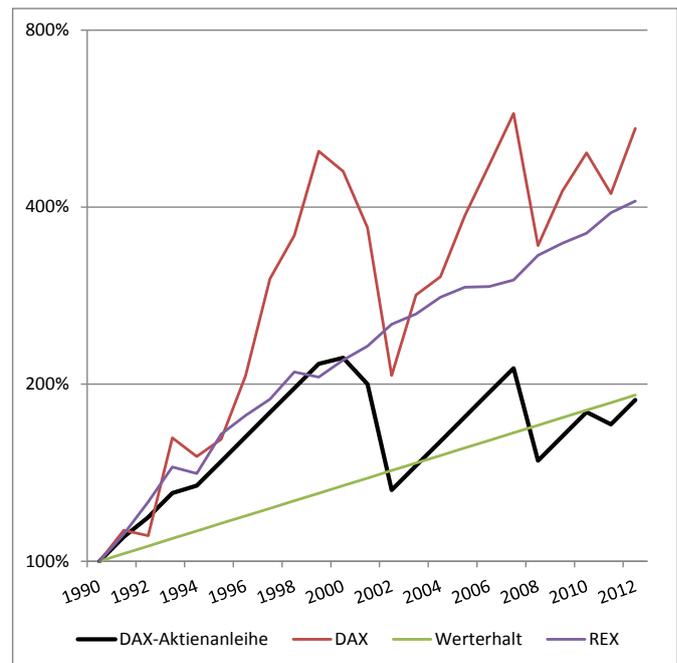
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

## Szenario 2: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen plus 2,5% p.a.

Kritiker der vorangegangenen Simulation mögen einwenden, dass historisch aufgrund höherer Volatilitäten bzw. bei volatileren Einzelwerten höhere Zinsen zu erzielen gewesen wären. Unterstellt man für eine DAX-Aktienanleihe – deren Basispreis am Kauftag dem aktuellen Kurs entspricht – eine jährliche Verzinsung von 10%, um diesen Faktor auszugleichen, hätte sich folgende Performance ergeben:

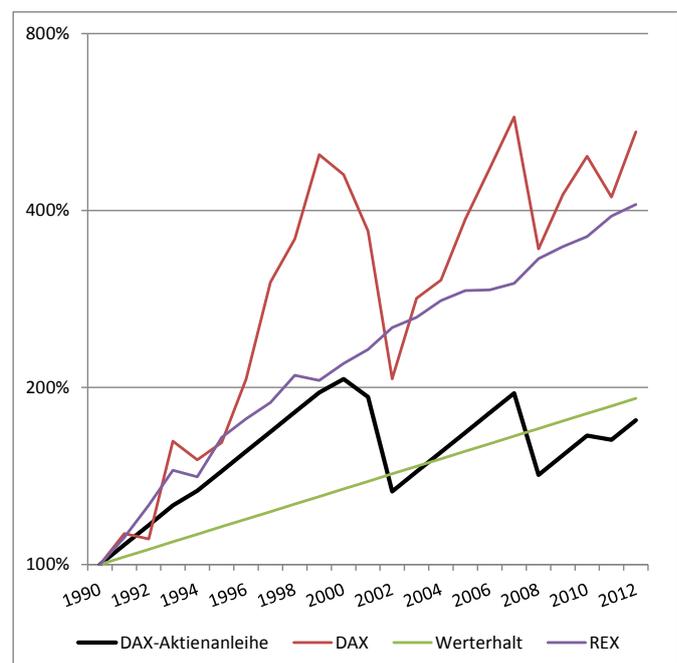
	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Werterhalt	Aktienanleihe 10,0%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	10,0%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	7,9%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	10,0%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	2,9%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	10,0%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	10,0%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	10,0%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	10,0%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	10,0%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	2,5%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-9,8%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-33,9%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	10,0%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	10,0%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	10,0%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	10,0%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	10,0%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-30,4%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	10,0%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	10,0%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-4,7%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	10,0%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	88,0%



Selbst bei einer Verzinsung, die 2,5% p.a. über dem aktuellen Niveau liegt, wäre der Werterhalt nach Steuern und Inflation also kaum geglückt, wenn auch zumindest nominale Gewinne erzielt worden wären.

Ein noch unbefriedigenderes Ergebnis hätte auch hier wieder die Anlage mit der Sicherheitsschwelle erzielt:

	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Werterhalt	Aktienanleihe 8,0%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	8,0%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	8,0%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	8,0%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	5,9%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	8,0%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	8,0%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	8,0%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	8,0%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	8,0%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	5,5%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-6,8%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-30,9%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	8,0%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	8,0%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	8,0%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	8,0%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	8,0%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-27,4%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	8,0%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	8,0%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-1,7%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	8,0%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	75,9%



# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

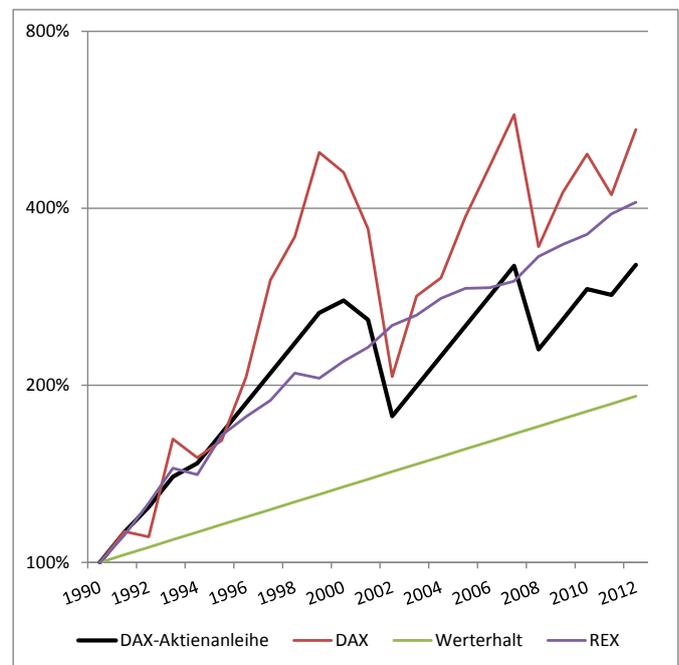
Trotz einer jährlichen Verzinsung von 8% sind die Einbußen in den Verlustjahren so stark, dass zwar nominal ein positives Ergebnis erzielt wird, das aber bei Weitem nicht ausreicht, um einen Werterhalt nach Inflation und Steuern zu ermöglichen.

## Szenario 3: historische Wertentwicklung von Aktienanleihen bei aktuellen Konditionen plus 5% p.a.

5% Zinsen, die über den aktuellen Werten liegen, dürften allgemein als unrealistisch positiv angesehen werden. Dennoch sind sie bei sehr volatilen Einzeltiteln nicht unmöglich. Daher soll eine Simulation mit diesen für Aktienanleihen äußerst vorteilhaften Bedingungen durchgeführt werden, um zu ermitteln, ob sie auch dann mit anderen Finanzinstrumenten vergleichbare Anlageergebnisse hätten erzielen können.

Im Folgenden wird wieder zunächst eine Berechnung für Aktienanleihen vorgenommen, deren Basispreis bei dem jeweils aktuellen Kurs zum Kaufzeitpunkt liegt, in diesem Fall zu einer Rendite von 12,5% p.a.

Basispreis = aktueller Kurs	jährliche Renditen im Vergleich			
	100% DAX	100% REX	Walterhalt	Aktienanleihe 12,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	12,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	10,4%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	12,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	5,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	12,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	12,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	12,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	12,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	12,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	5,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-7,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-31,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	12,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	12,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	12,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	12,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	12,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-27,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	12,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	12,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	-2,2%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	12,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	220,6%



Jetzt wäre zwar der Werterhalt nach Steuern und Inflation gelungen. Aber selbst zu diesen unrealistisch guten Konditionen hätten es DAX-Aktienanleihen nicht geschafft, DAX oder REX zu schlagen.

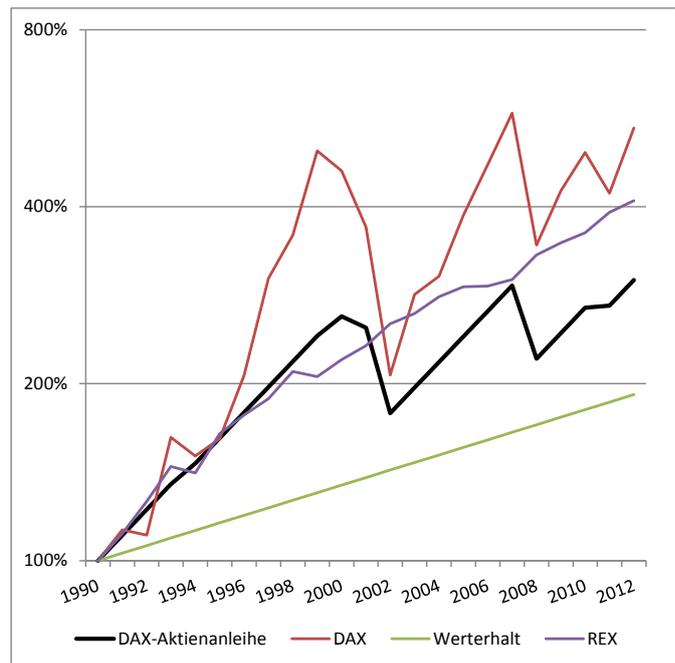
Bei der Aktienanleihe mit der Sicherheitsschwelle von 5% würde die Simulation bei einer Verzinsung von 10,5% p.a. die auf der nächsten Seite abgebildeten Werte ergeben. Auch hier wiederholt sich wieder das bekannte Bild: Es gelingt weder, DAX noch REX zu schlagen. Die Sicherheitsschwelle kompensiert nur unvollständig für die niedrigeren Zinsen.

Kurioserweise sind es gerade die Aktienanleihen mit Sicherheitsschwelle, die nach dem vom DDV verwendeten VaR-Modell als relativ risikoarm (i. d. R. Risikostufe 2) eingeschätzt werden. Dies ist vor allem darauf zurückzuführen, dass das einfache VaR-Modell nur die Schadenshäufigkeit, aber nicht die Schadenshöhe berücksichtigt. Diese ist aber zentral zur Bestimmung des tatsächlichen Risikogehalts.

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Basispreis = aktueller Kurs -5%	jährliche Renditen im Vergleich			
	DAX	REX	Werterhalt	Aktienanleihe 10,5%
1991	12,9%	11,2%	3,0%	10,5%
1992	-2,1%	13,4%	3,0%	10,5%
1993	46,7%	14,7%	3,0%	10,5%
1994	-7,1%	-2,5%	3,0%	8,4%
1995	7,0%	16,7%	3,0%	10,5%
1996	28,2%	7,5%	3,0%	10,5%
1997	46,2%	6,6%	3,0%	10,5%
1998	18,4%	11,2%	3,0%	10,5%
1999	39,1%	-1,9%	3,0%	10,5%
2000	-7,5%	6,9%	3,0%	8,0%
2001	-19,8%	5,6%	3,0%	-4,3%
2002	-43,9%	9,0%	3,0%	-28,4%
2003	37,1%	4,1%	3,0%	10,5%
2004	7,3%	6,7%	3,0%	10,5%
2005	27,1%	4,1%	3,0%	10,5%
2006	22,0%	0,3%	3,0%	10,5%
2007	22,3%	2,5%	3,0%	10,5%
2008	-40,4%	10,1%	3,0%	-24,9%
2009	23,8%	4,9%	3,0%	10,5%
2010	16,1%	4,0%	3,0%	10,5%
2011	-14,7%	8,3%	3,0%	0,8%
2012	29,1%	4,6%	3,0%	10,5%
Gesamt:	444,4%	309,4%	91,6%	200,0%



## Fazit:

Angesichts der von uns ermittelten Ergebnisse erscheint die Aktienanleihe als hochriskantes Finanzinstrument. Seltenen, aber hohen Kursverlusten stehen regelmäßige, aber nur begrenzte Erträge gegenüber.

Zu derzeitigen Marktkonditionen hätten diese Erträge gerade einmal ausgereicht, um einem Anleger den nominalen Werterhalt zu sichern. Selbst bei deutlich besseren Konditionen wären nur nominale, aber keine realen Wertgewinne möglich gewesen. Nur bei unrealistisch guten Konditionen hätte ein Anleger auch real ein positives Ergebnis gehabt, das aber nach wie vor noch schlechter gewesen wäre als eine „Buy and Hold“ Anlage entweder in dem REX oder dem DAX.

Eine Aktienanleihe erscheint nur als Anlage in einem seitwärtsgerichteten Aktienmarkt sinnvoll. Hierzu müsste man aber den Aktienmarkt prognostizieren können, was sich ja bekanntlich als sehr schwierig herausgestellt hat. Historisch gesehen sind Seitwärtsphasen zudem sehr selten, wie die hier dargestellten Zahlen zeigen. Sie kommen ungefähr genau so häufig vor wie extreme Kursschwankungen, die wiederum für Aktienanleihen äusserst gefährlich sind.

Als insbesondere trügerisch erweist sich die „Sicherheitsschwelle“, also der Kursabschlag vom Basispreis zum aktuellen Kurs des unterliegenden Finanzinstruments. Sie nützt wenig bei tatsächlichen Kurseinbrüchen; ist aber mit einem niedrigeren Zins verbunden, der die Performance nachhaltig negativ beeinflusst.

Ein Anleger, der längerfristig in Aktienanleihen investiert, handelt im wahrsten Sinne des Wortes „risikonaiv“. Die asymmetrische Verteilung von Chancen und Risiken – sowohl in Hinblick auf die Größenordnung wie auch auf die historische Verteilung der Ergebnisse – sorgt dafür, dass er von Kurseinbrüchen am Aktienmarkt überproportional negativ betroffen wird.

Wenn einige Aktienanleihen von Presse, Finanzinformationsplattformen oder Anbietern als nur „begrenzt risikant“ bewertet werden, ist dies symptomatisch für die nach wie vor bestehende „grosse Risikoverwirrung“ an den Kapitalmärkten, die in vorangegangenen Ausgaben von „Mit ruhiger Hand“ thematisiert wurde.

## Charttechnik für Langfristanleger Teil 2: Die DAX-Aktien

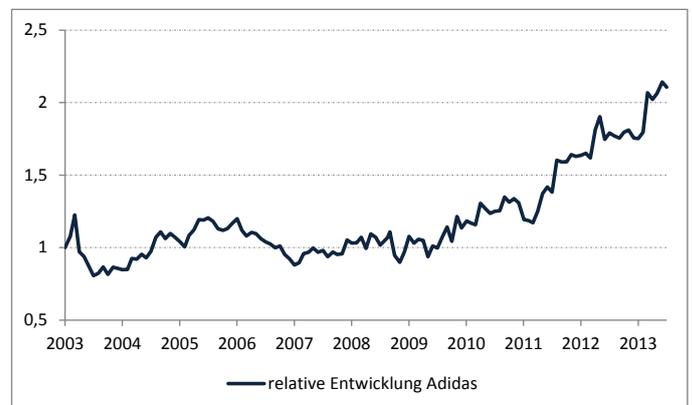
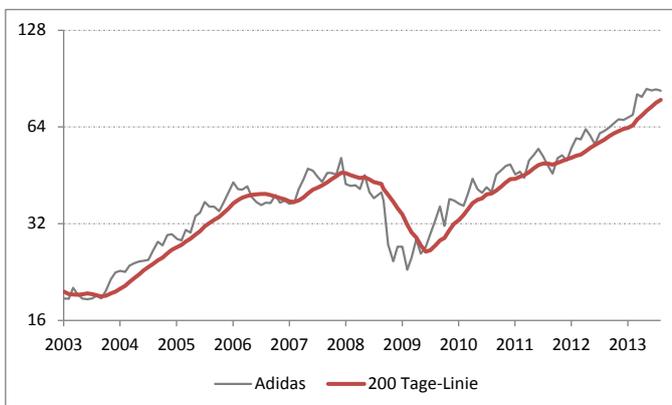
Von Karl-Heinz Thielmann

In der August-Ausgabe von „Mit ruhiger Hand“ wurden einige grundlegende Analysetechniken der Charttechnik vorgestellt, die auch für Langfristanleger aussagekräftig sind. Diese Methoden sollen hier am Beispiel der Bestandteile des DAX 30 sowie eines Nachrückkandidaten für die in diesem Monat anstehende Indexumstellung erläutert werden.

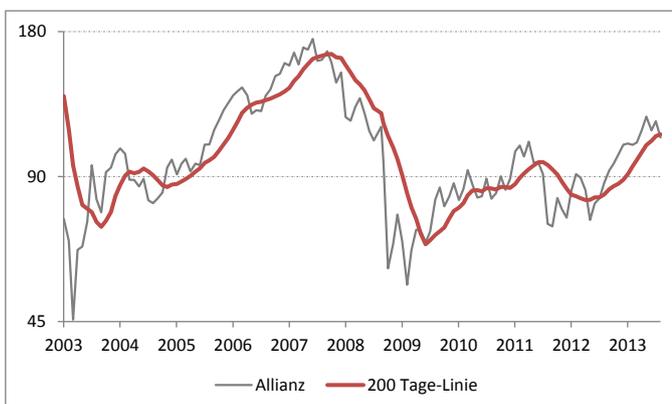
Um die langfristigen Entwicklungen klarer zu zeigen, wurden in diesem Beitrag im Gegensatz zu üblichen Darstellungen Monatsdaten verwendet.

Ich möchte noch einmal ausdrücklich darauf hinweisen, dass wir alleine aus dem Chartbild keine Kauf- und Verkaufsempfehlungen ableiten. Allerdings sehen wir die Chartanalyse als sehr hilfreich an, um 1) bestehende fundamentale Einschätzungen zu überprüfen; sowie um 2) neue Investmentideen zu erhalten.

**Adidas:** Die Aktie der Sportartikelhersteller zeigt ein relativ eindeutiges Chartbild: Sowohl absolut wie auch relativ sind die Aufwärtstrends voll intakt. Allerdings hatte sich der Kurs zuletzt relativ weit von der 200-Tagelinie entfernt, sodass kurzfristig das Potenzial begrenzt ist.



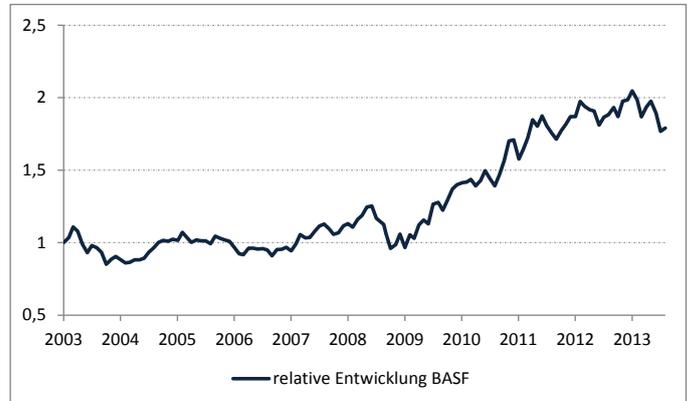
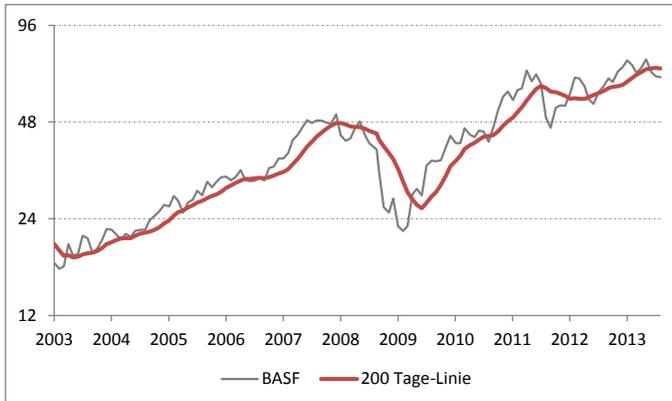
**Allianz:** Bei dieser Aktie haben sich neue Aufwärtstrends sowohl absolut wie auch relativ zum Gesamtmarkt etabliert, die derzeit getestet werden.



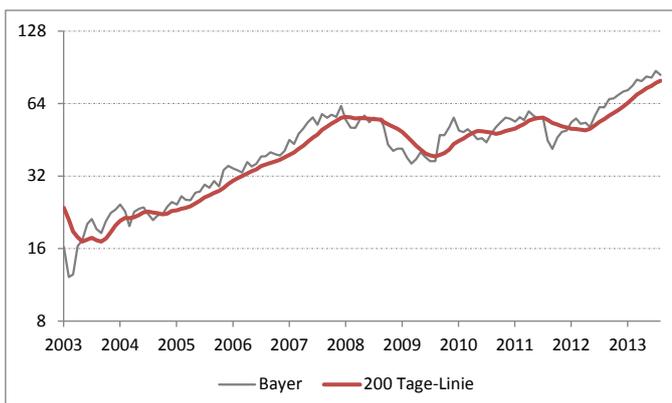
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

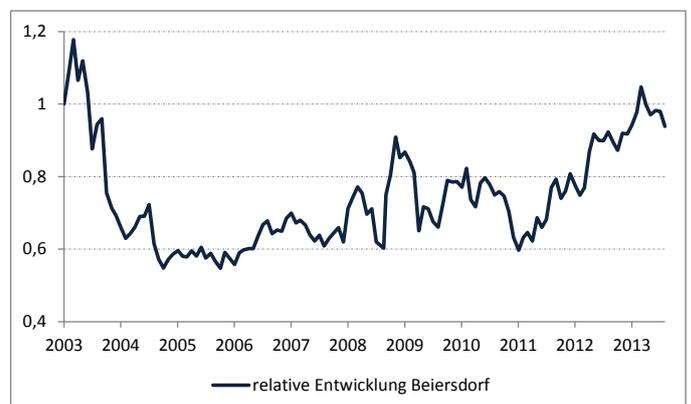
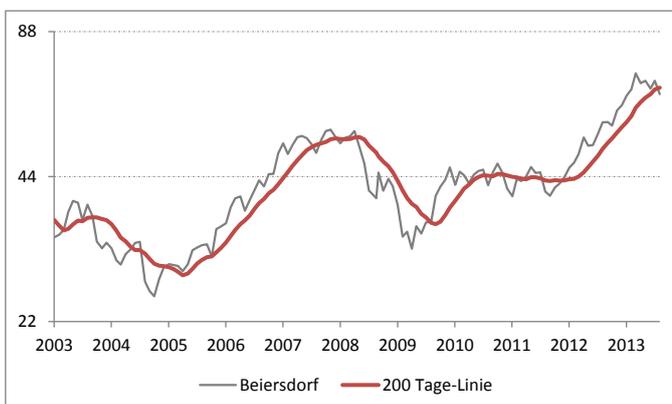
**BASF:** Die Aktie des Chemiekonzerns bewegt sich innerhalb der Korrekturphase eines langfristigen Aufwärtstrends. Nach der weit überdurchschnittlichen Performance in den letzten Jahren hat die Aufwärtsdynamik zuletzt starke Ermüdungserscheinungen gezeigt.



**Bayer:** Auch hier bestehen langfristige Aufwärtstrends sowohl relativ wie absolut. Interessant ist der Vergleich mit BASF in der relativen Entwicklung: Bei diesen Aktien haben sich die Phasen der überdurchschnittlichen Entwicklung in den vergangenen Jahren abgewechselt.



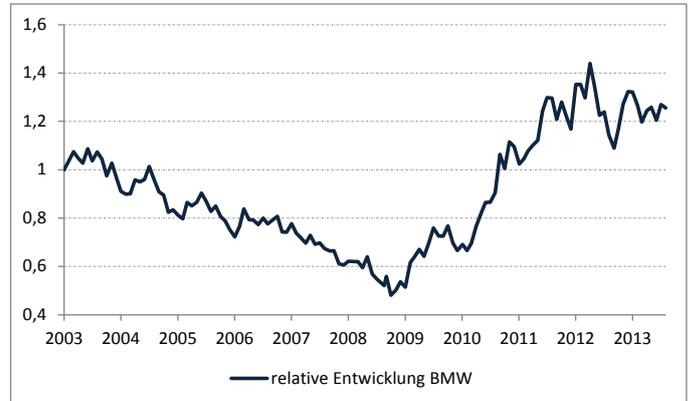
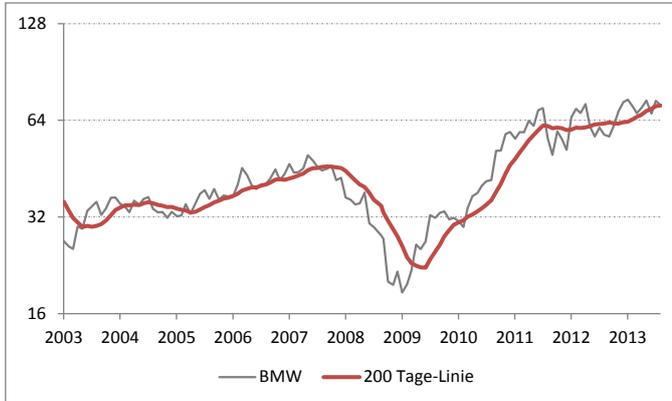
**Beiersdorf:** Der Konsumgüterkonzern hat lange im Vergleich mit internationalen Wettbewerbern enttäuscht. Seit dem Managementwechsel 2012 hat sich jedoch sowohl absolut wie relativ ein neuer Aufwärtstrend etabliert, der gegenwärtig getestet wird.



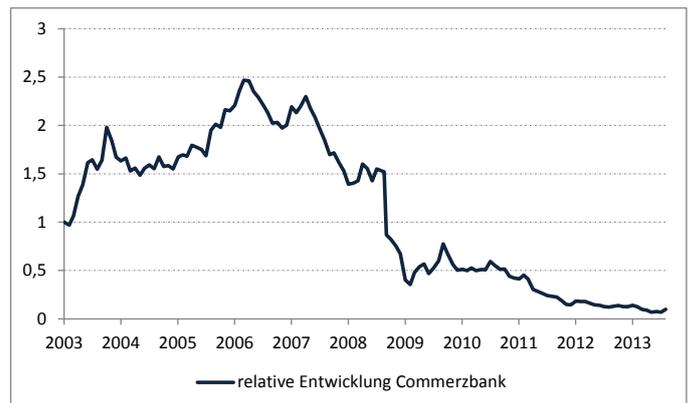
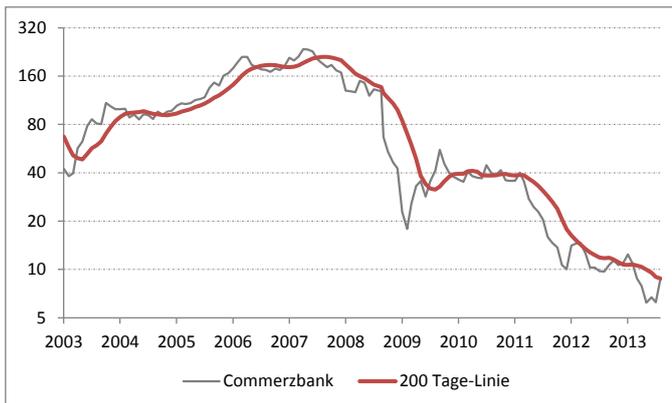
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

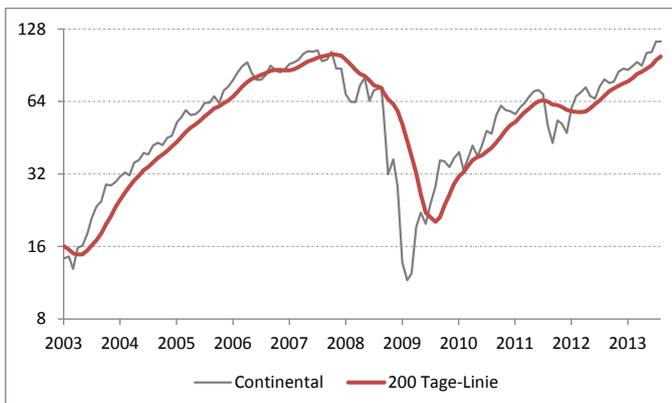
**BMW:** Kein klares Bild zeigt im Moment diese Aktie. Hier besteht sowohl die Möglichkeit, dass sich bei einem Kursverfall unter die 200-Tagelinie ein neuer Abwärtstrend etabliert, wie auch, dass bei einem Überwinden des Widerstandes bei 75 € die kurzfristige Bewegung in einen neuen Aufwärtstrend einmündet.



**Commerzbank:** Ein deprimierendes Bild vermitteln diese Charts. Sowohl lang- wie kurzfristig sind die Abwärtstrends intakt. Die jüngste Aufwärtsbewegung ist bisher nur eine Korrektur nach starkem Ausverkauf. Allerdings wird auch deutlich, dass es sich bei diesem Wert um eine ausgesprochen zyklische Aktie handelt. Vor der Finanzkrise war eine weit überdurchschnittliche Entwicklung zu verzeichnen.



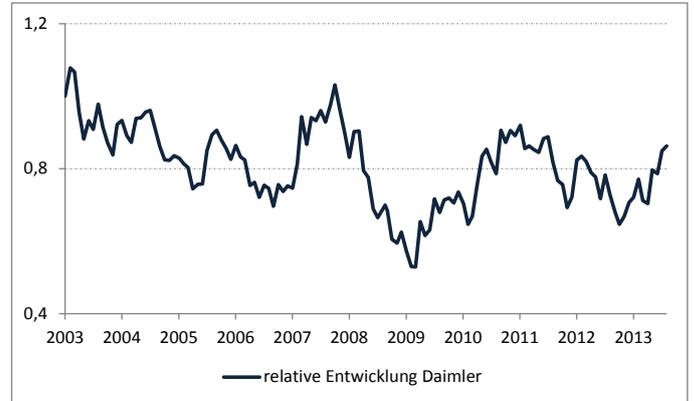
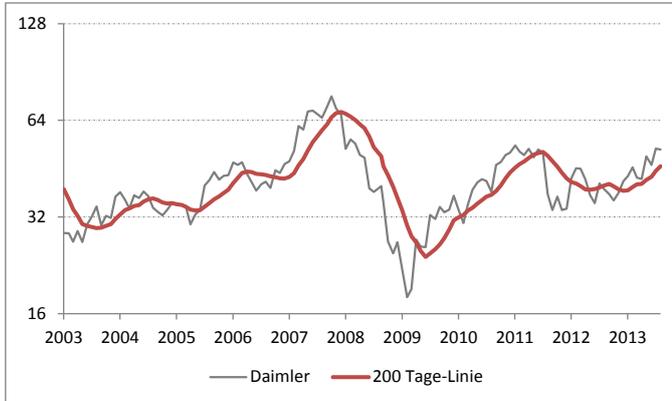
**Continental:** Die Aufwärtstrends sind sowohl relativ wie absolut intakt. Allerdings sind die Kurse aus ihren jeweiligen Trends nach oben ausgebrochen, was ein Anzeichen für eine spekulative Überhitzung sein kann. Zudem ist zu erkennen, dass es sich um eine ausgesprochen zyklische Aktie handelt. Insofern erscheint hier im Moment Vorsicht angebracht.



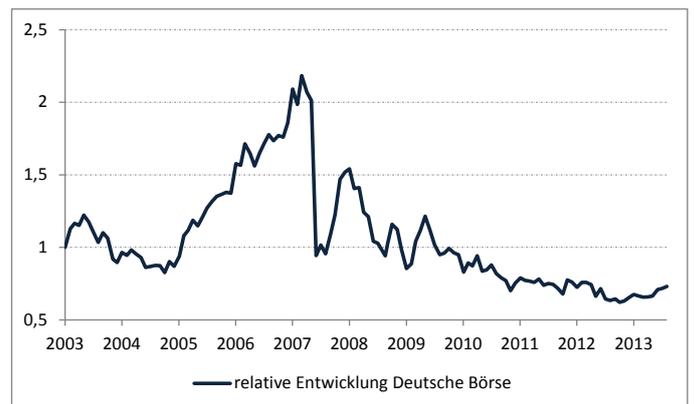
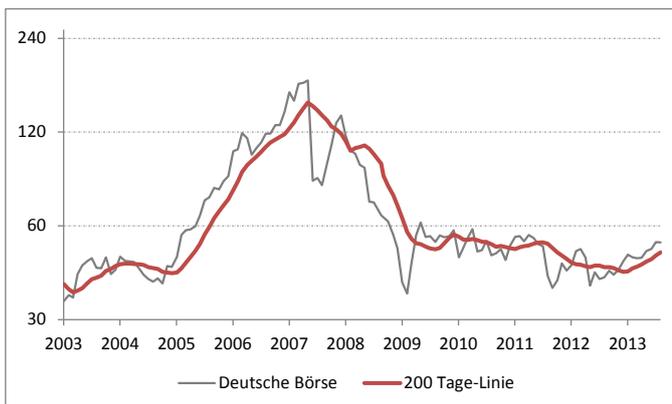
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

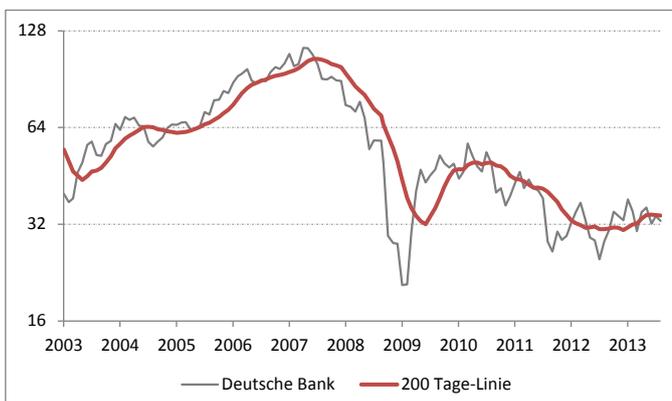
**Daimler:** Auch hier (noch) kein eindeutiges Bild. Absolut sieht es so aus, als ob sich ein neuer Aufwärtstrend etablieren kann. Relativ hingegen befindet sich die Aktie im Abwärtstrend, der allerdings bald gebrochen werden könnte.



**Deutsche Börse:** Nach langer Durststrecke machen die Chartbilder Hoffnung auf einen Turnaround. Die Aktie hat eine Bodenbildung durchlaufen. Die mittelfristigen Abwärtstrends sind gebrochen, die 200-Tagelinie ist wieder aufwärts geneigt.



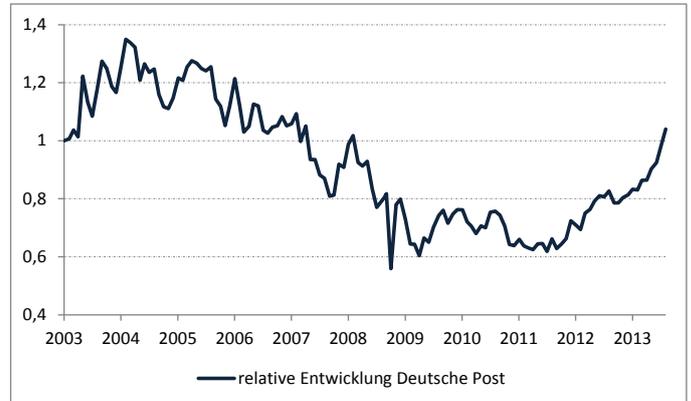
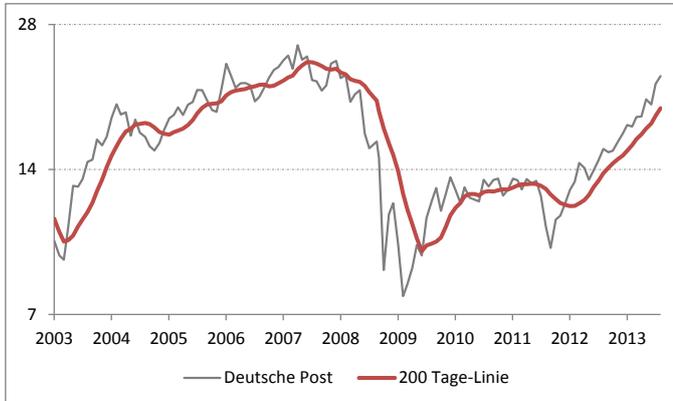
**Deutsche Bank:** Absolut betrachtet gibt es Anzeichen der Stabilisierung. Allerdings sind die Abwärtstrends sowohl relativ wie absolut noch voll intakt, sodass das Gesamtbild nach wie vor eindeutig negativ ist. Insbesondere beunruhigend ist, dass die 200-Tagelinie trotz der positiven Gesamtmarktentwicklung sich wieder negativ neigt.



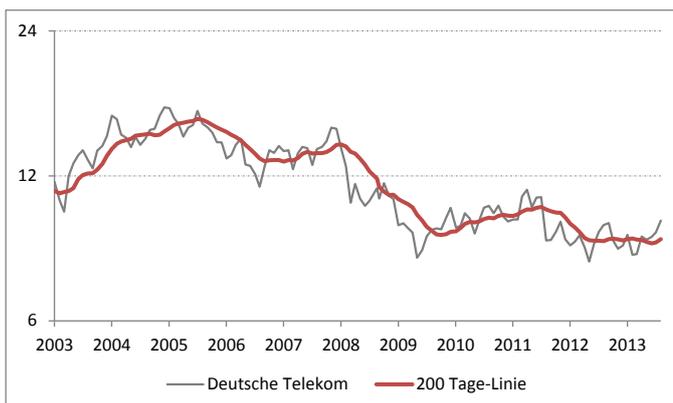
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

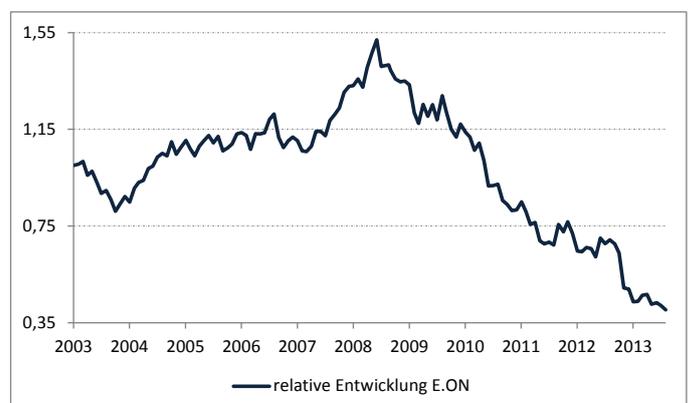
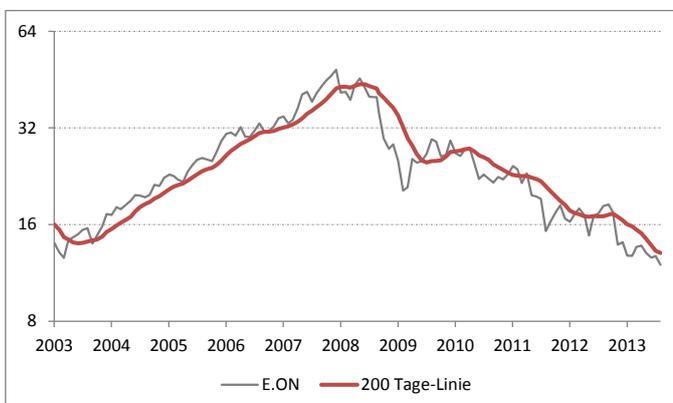
**Deutsche Post:** Bei dieser Aktie haben sich sowohl absolut wie relativ betrachtet neue Aufwärtstrends etabliert. Allerdings hat sich die Dynamik des Anstiegs in den letzten Wochen stark beschleunigt, sodass die Entwicklung möglicherweise in eine Phase spekulativer Überhitzung einmündet.



**Deutsche Telekom:** Hier sind die langfristigen Abwärtstrends sowohl absolut wie relativ intakt. Allerdings zeichnet sich seit ca. 1 Jahr eine gewisse Stabilisierung ab.



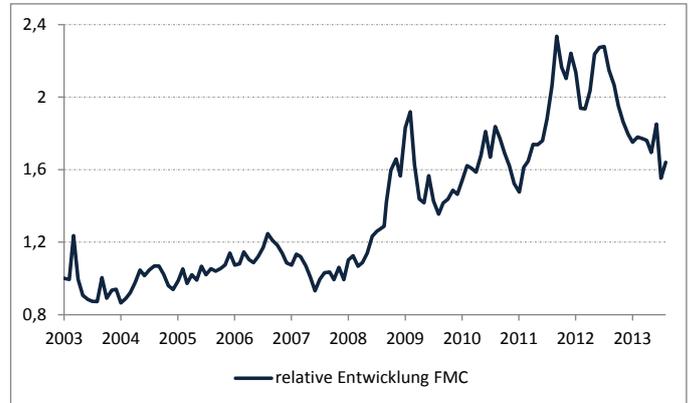
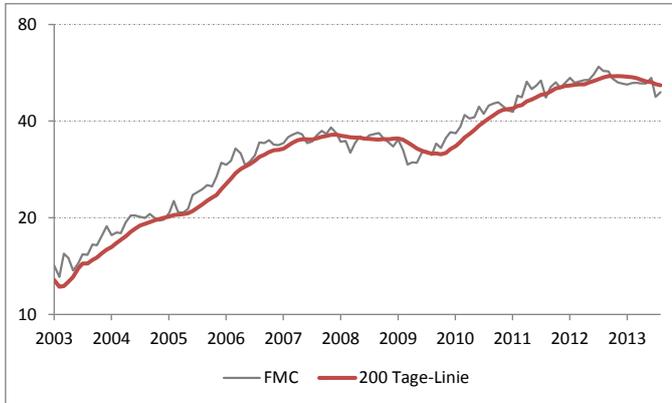
**E.ON:** Bei dieser Aktie gibt es auch nach den jüngsten Kursrückgängen keinerlei Anzeichen für eine Stabilisierung oder einer spekulative Überhitzung bei der Abwärtsbewegung. Ein eindeutig negatives Bild.



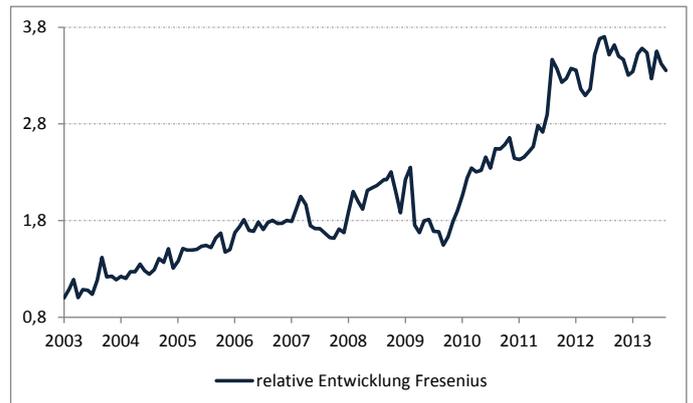
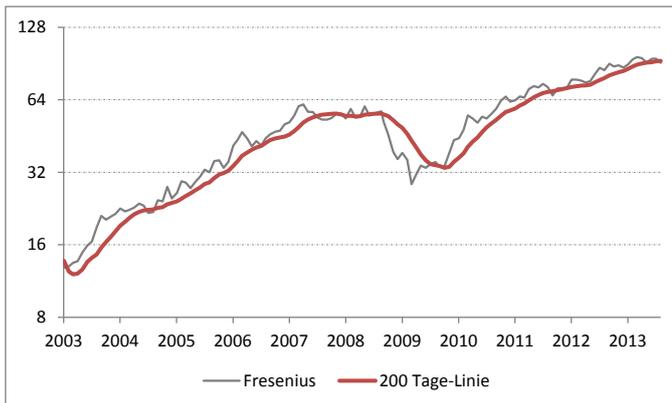
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

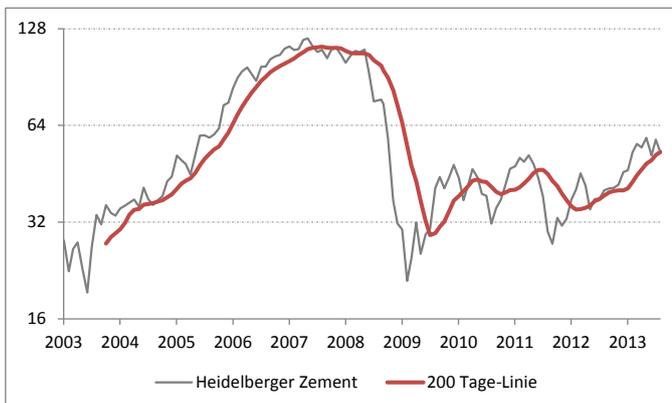
**FMC:** Bei dieser Aktie deutet alles auf die Herausbildung eines neuen Abwärtstrends hin. Die 200-Tage-Linie hat sich negativ geneigt, der Kurs liegt darunter und konnte sie nicht mehr überwinden. Der relative langfristige Aufwärtstrend ist eindeutig gebrochen. Bei diesem Wert ist äußerste Vorsicht angebracht.



**Fresenius:** Obwohl der Kurs im letzten Monat unter die 200-Tagelinie gefallen ist, sind sowohl der relative wie auch der absolute Aufwärtstrend der Aktie des Mutterkonzerns von FMC nach wie vor intakt. Die Divergenz zwischen diesen beiden fundamental eng verbundenen Aktien ist allerdings ein deutliches Warnsignal für die weitere Entwicklung.



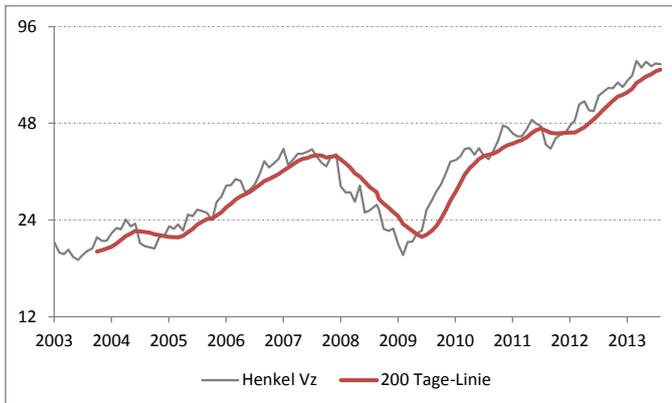
**Heidelberger Zement:** Diese Aktie könnte einen absoluten Aufwärtstrend zu etablieren, wenn sie es schafft, sich oberhalb der 200-Tagelinie zu etablieren. Allerdings befindet sie sich relativ zum Gesamtmarkt noch in einer Seitwärtsbewegung.



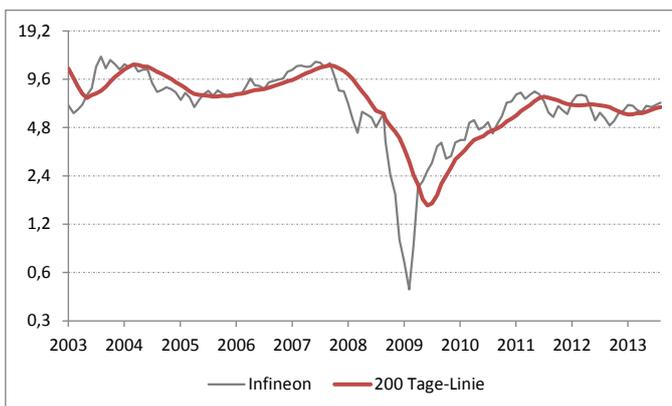
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

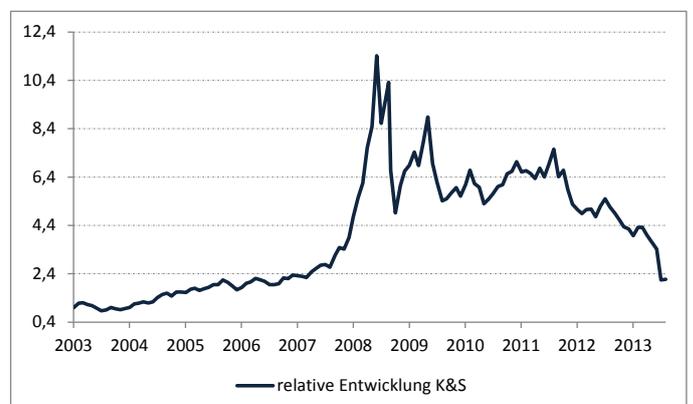
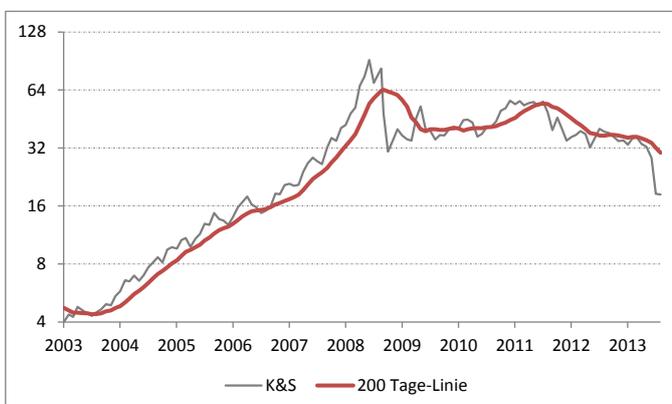
**Henkel Vz \*)**: Der Titel befindet sich sowohl absolut wie auch relativ in einem ungebrochenen Aufwärtstrend.



**Infineon**: Trotz einer wieder leicht positiv geneigten 200-Tagelinie sind die langfristigen Abwärtstrends sowohl absolut wie auch relativ voll intakt. Hier kommt es aber demnächst zur Entscheidung. Entweder können diese Trends gebrochen werden, oder der Titel wird sich wieder sehr negativ entwickeln.



**K&S**: Dieser Titel befindet sich im freien Fall. Die jüngste Beschleunigung der Abwärtsentwicklung könnte aber darauf hindeuten, dass der Kursverfall in eine Phase spekulativer Überhitzung eingetreten ist. Da man sich aber erst am Anfang eines solchen akzelerierten Abschwungs befindet, könnten weitere Panikverkäufe den Kurs kurzfristig weiter stark belasten.

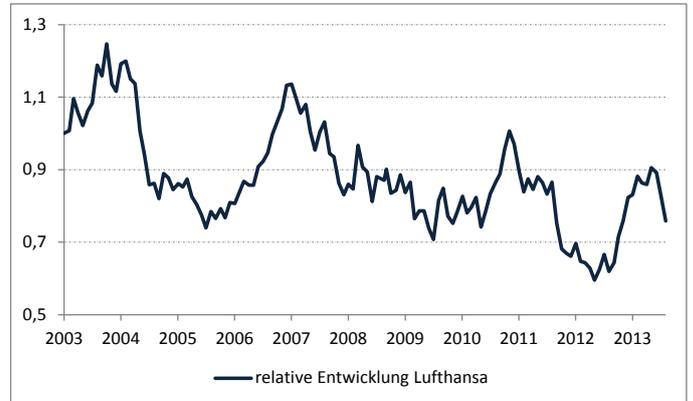
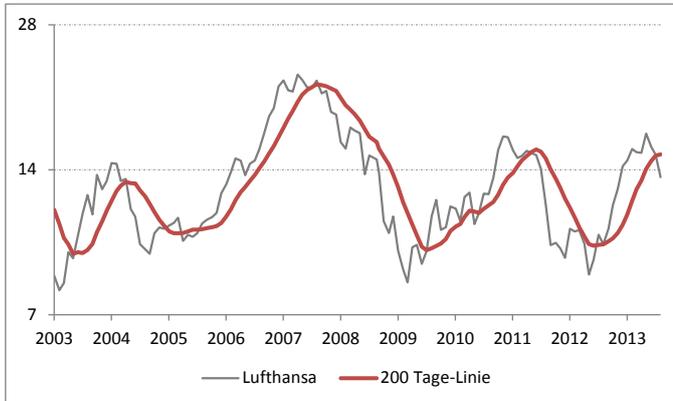


\*) zur fundamentalen Einschätzung von Henkel vgl. „Mit ruhiger Hand“ Nummer 7 vom 5. November 2012

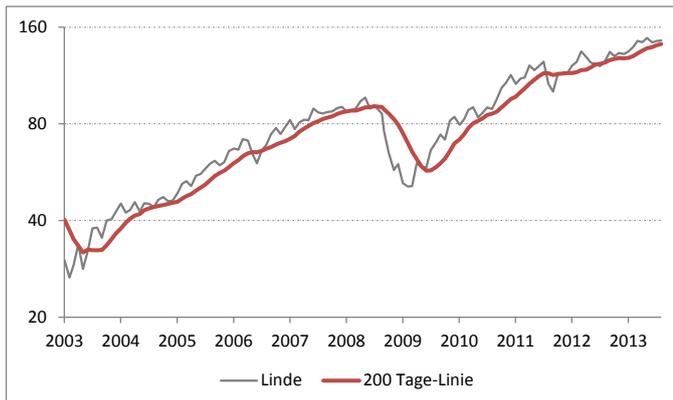
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

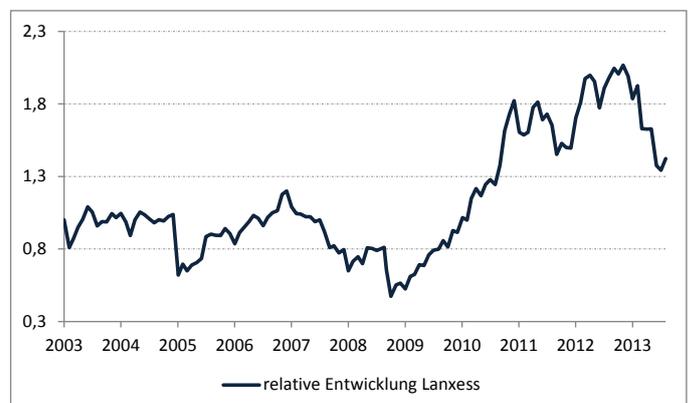
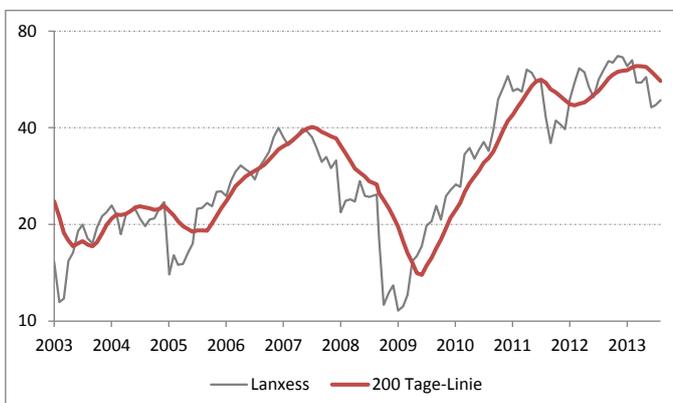
**Lufthansa:** Die Aktie ist vom oberen Ende ihres absoluten Seitwärtstrends bzw. des relativen Abwärtstrends stark zurückgeprallt. Das Chartbild signalisiert die Gefahr einer stärkeren Kurskorrektur. Äußerste Vorsicht ist angebracht.



**Linde\*):** Sowohl absolut wie auch relativ in einem klaren Aufwärtstrend. Das Lehrbuchbeispiel des Chartbildes eines soliden Langfristinvestments.



**Lanxess:** Hier gibt es Anzeichen, dass sich ein neuer Abwärtstrend sowohl absolut wie auch negativ herausbildet. Allerdings benötigt die negative Entwicklung noch eine Bestätigung, wie z. B. durch den Abprall einer kurzfristigen Gegenbewegung an der 200-Tagelinie.

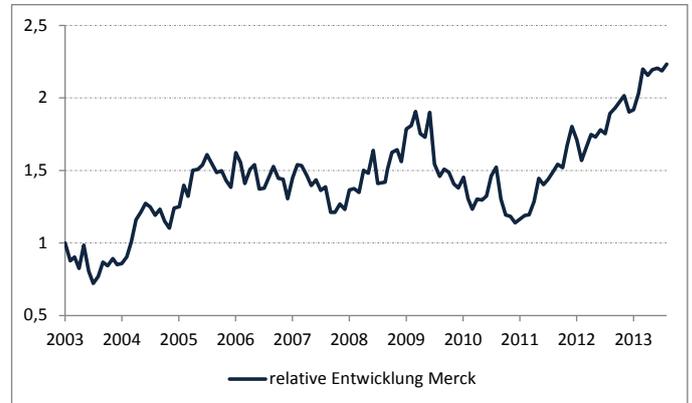
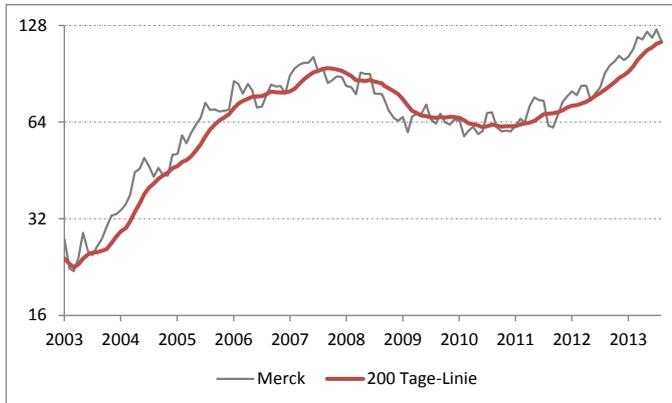


\*) zur fundamentalen Einschätzung von Linde vgl. „Mit ruhiger Hand“ Nummer 1 vom 5. Mai 2012

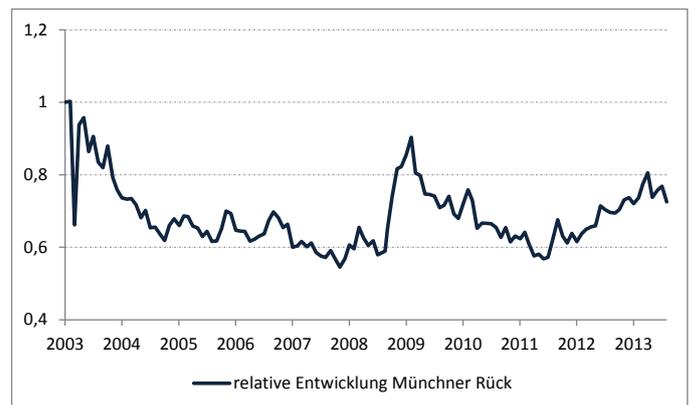
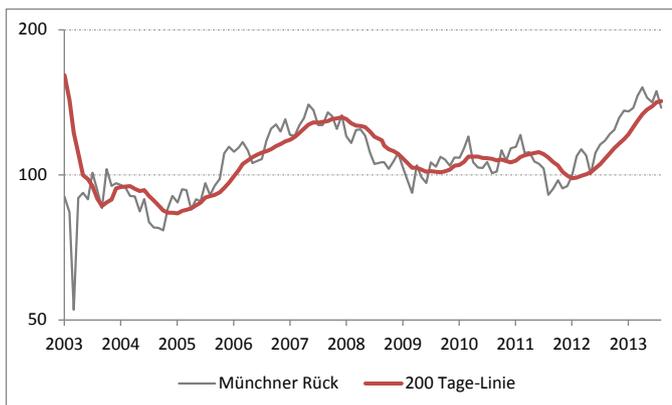
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

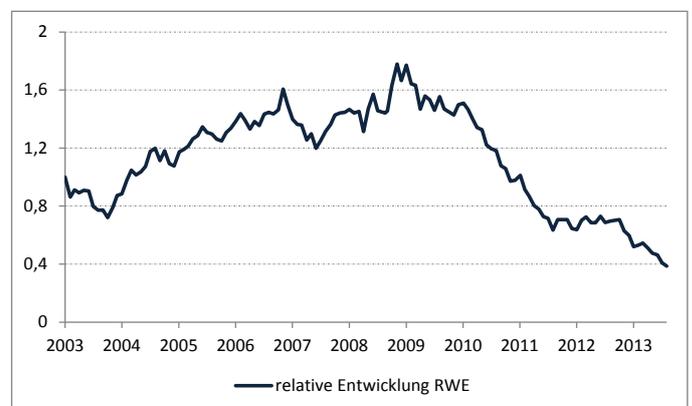
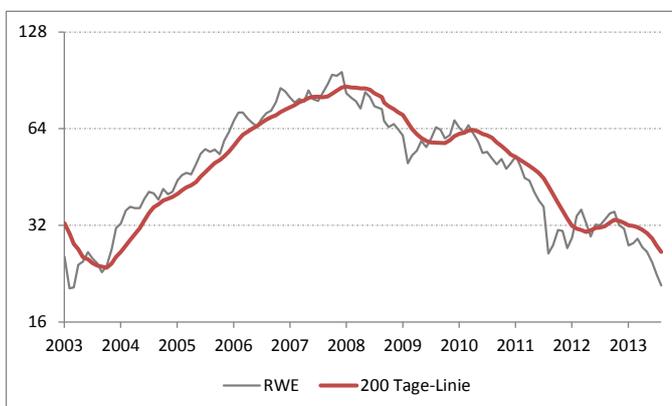
**Merck KGaA:** Die Aktie von Merck KGaA befindet sich in einem eindeutigen Aufwärtstrend, sowohl absolut wie auch relativ zum DAX-Index.



**Münchner Rück \*):** Die Aktie hat vor Kurzem mit dem Überschreiten der alten Höchststände von 2007 einen wichtigen Widerstandsbereich überwunden, der jetzt als Unterstützung fungiert. Diese wird derzeit getestet. Hält sie, kann der Titel sowohl absolut wie auch relativ zum DAX-Index seinen Aufwärtstrend fortsetzen.



**RWE:** Der Chart ähnelt sehr dem von E.ON aus dem gleichen Sektor. Intakte Abwärtstrends sowohl absolut wie auch relativ zum DAX-Index und auch eine unlängst nach unten durchbrochene Unterstützung lassen wenig Hoffnung aufkommen.

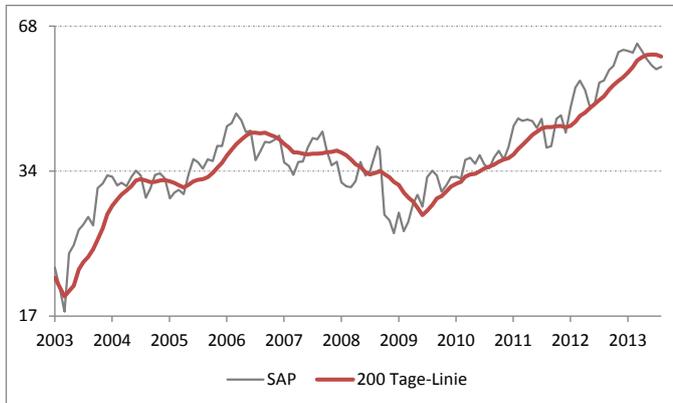


\* ) zur fundamentalen Einschätzung von Münchner Rück vgl. „Mit ruhiger Hand“ Nummer 5 vom 3. Sept. 2012

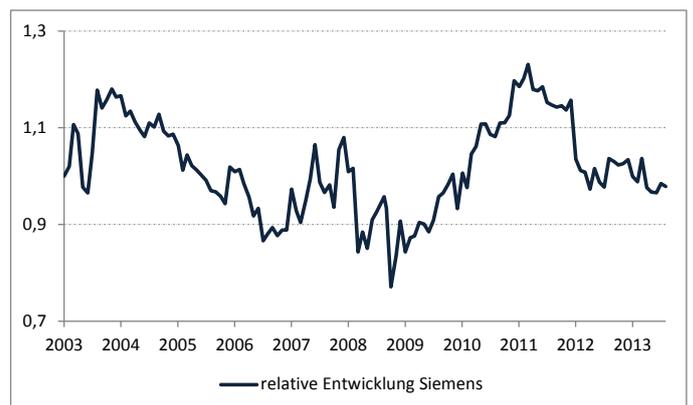
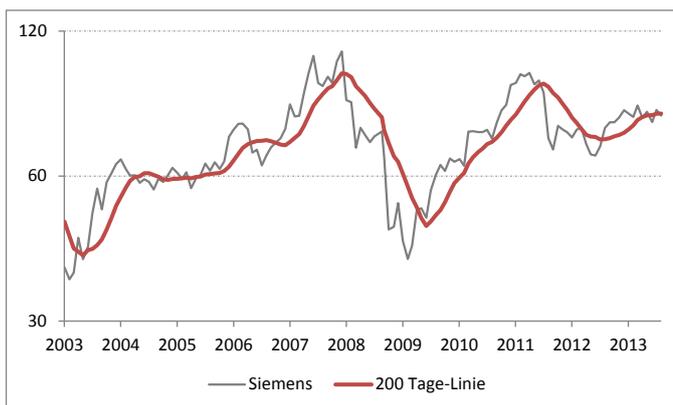
# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

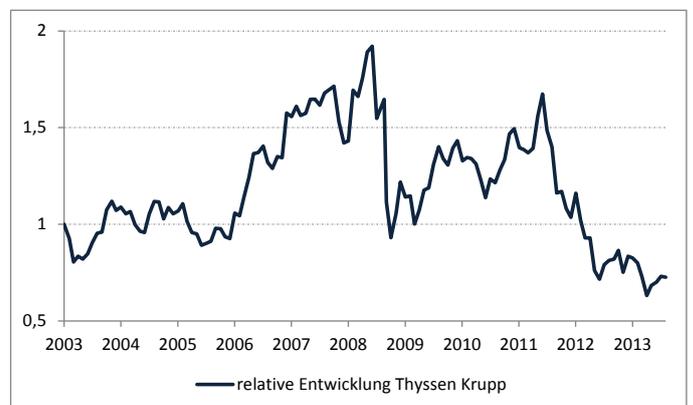
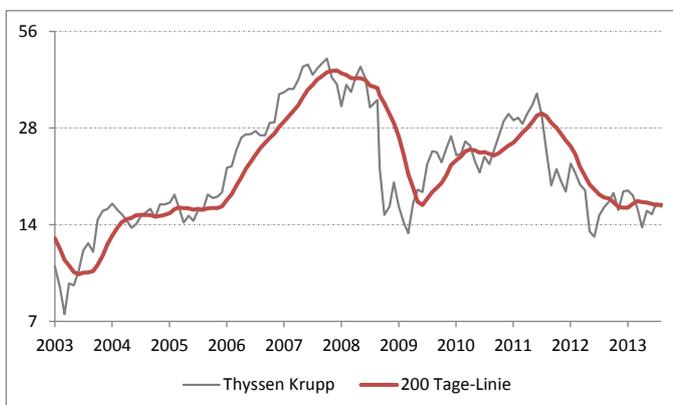
**SAP:** Die Aufwärtstrends sind noch intakt, allerdings befindet sich der Kurs unterhalb der 200-Tagelinie. Die relative Entwicklung ist kurzfristig abwärts geneigt. Noch ist es zu früh, um klar zu sagen, ob es sich bei SAP um eine Trendwende oder nur um die Korrektur innerhalb einer Aufwärtsbewegung handelt. Auf jedem Fall gibt das Chartbild ein Warnsignal ab.



**Siemens:** Das Chartbild reflektiert die wechselhafte Entwicklung des Unternehmens und liefert keine klaren Signale. Eine eindeutige Tendenz ist derzeit nicht auszumachen.



**Thyssen Krupp:** Die Abwärtstrends sind intakt. Es gibt Anzeichen für eine Stabilisierung, allerdings konnte in der Gegenbewegung die 200-Tagelinie nicht dauerhaft überwunden werden. Die Gefahr von weiteren Kursverlusten ist daher eminent.



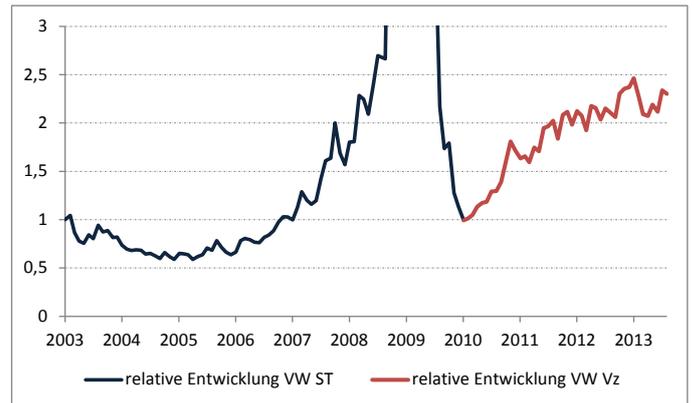
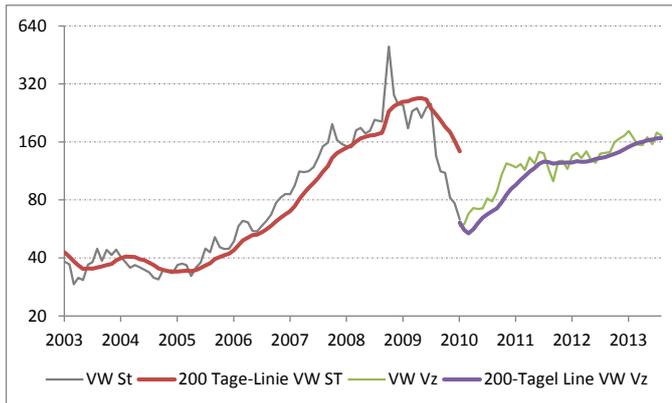
\*) zur fundamentalen Einschätzung von SAP vgl. „Mit ruhiger Hand“ Nummer 15 vom 1. Juli 2013

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

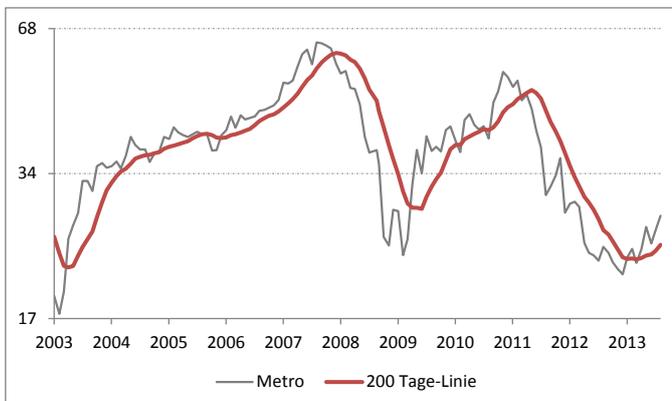
**Volkswagen:** Die Kursentwicklung ist stark durch den Übernahmerversuch durch Porsche 2008 sowie den anschließenden Tausch von Stammaktien in Vorzugsaktien im DAX-Index in 2009 verzerrt. In dem hier abgebildeten Chart sind die jeweiligen Indexkomponenten abgebildet, d. h. bis zur Indexumstellung die Stammaktien und danach die Vorzugsaktien.

Gegenwärtig zeigt sich nach wie vor das Bild eines intakten Aufwärtstrends sowohl absolut wie auch relativ zum Gesamtmarkt.



Am 4. September berät die Deutsche Börse über die Neuzusammensetzung des DAX. Sehr wahrscheinlich erfüllt K&S nicht mehr die Voraussetzungen für einen Verbleib. Als Ersatz kommen derzeit Kabel Deutschland, Brenntag und Metro infrage. Kabel Deutschland befindet sich jedoch derzeit im Prozess der Übernahme, bei Brenntag sind voraussichtlich die Handelsumsätze zu gering. Favorit als K&S-Ersatz ist deshalb die Aktie von Metro, die deshalb hier auch behandelt wird.

**Metro:** Die Aktie hat sich nach einem starken Kursverfall sowohl absolut wie relativ stabilisiert, die 200-Tagelnie überschritten und auch erfolgreich getestet. Die Aussichten für eine kurz- bis mittelfristige Aufwärtsbewegung sind sehr gut. Langfristig gefährlich ist, dass bei den jüngsten Kurszyklen der Tiefststand unter dem vorherigen lag sowie der jüngste Höchststand auch deutlich unter dem vorangegangenen. Insofern dürfte eine Kurserholung zunächst einmal nur eine Gegenbewegung innerhalb eines langfristigen Abwärtstrends sein, aber keine grundsätzliche Trendwende.



# 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.

## 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.

# Mit ruhiger Hand

## Informationen für die langfristige Kapitalanlage

Liquiditätsrisiko (eine Kapitalanlage kann mangels Nachfrager nicht oder nur unter Wert verkauft werden). Kriterien für das Liquiditätsrisiko sind: Tiefs bei Börsenumsätzen; Bid Ask Spread; Transaktionskosten, etc.

Inflationsrisiko (eine Kapitalanlage wird durch Steigerungen des allgemeinen Preisniveaus entwertet). Kriterien für das Inflationsrisiko sind: Duration, Kapitalintensität, Zinssensitivität, Preiselastizität der Nachfrage, etc.

Die Risikoarten werden nach Schulnoten eingestuft. Im Einzelnen vergeben wir folgende Bewertungen:

- 1: sehr gut (minimales Risiko)
  - 2: gut (praktisch kein Risiko; erhöhtes Risiko nur unter sehr unwahrscheinlichen theoretischen Extremumständen)
  - 3: befriedigend (normalerweise geringes Risiko; unter Extremumständen erhöhtes Risiko)
  - 4: ausreichend (normalerweise leicht erhöhtes Risiko; unter Extremumständen stark erhöhtes Risiko)
  - 5: mangelhaft (hohes Risiko, für Langfristanleger nicht geeignet; möglicherweise aber für Spezialisten mit kontinuierlicher Risikokontrolle oder kurzfristige Anleger noch geeignet)
  - 6: ungenügend (unverantwortlich hohes Risiko)
6. Bei Investmentfonds wird zusätzlich noch die Kostenbelastung bewertet. Hierbei wird ein Schulnotensystem analog zur Risikobewertung verwandt.

### b) Empfehlungssystem:

Die Empfehlungen richten sich an einen Anleger mit einem Anlagehorizont von 5-10 Jahren und werden je nach der Risikoausrichtung der Investoren (risikoavers, konservativ, chancenorientiert, risikobewusst) differenziert. Hierbei gibt es 4 Abstufungen: Nicht empfehlenswert (0% Portfoliogewicht); zur Depotbeimischung geeignet (0%-2% Portfoliogewicht); Basisinvestment (2%-4% Portfoliogewicht); Kerninvestment (4%-8% Portfoliogewicht). Ein Anleger sollte bei der Auswahl einzelner Investments auf Risikozusammenhänge zwischen den einzelnen Finanzinstrumenten achten und einen qualifizierten Anlageberater hinzuziehen.

### Rechtliche Hinweise:

#### Hinweise gemäß FinAnV:

Die LONG-TERM INVESTING Research AG – Institut für die langfristige Kapitalanlage erstellt Finanzanalysen im Sinne der „Verordnung über die Analyse von Finanzinstrumenten (Finanzanalyseverordnung - FinAnV)“.

Hinweis gemäß § 4 FinAnV:

1) Wesentliche Informationsquellen: Hauptinformationsquelle sind Geschäfts- und Quartalsberichte des Emittenten sowie von der Investorenbetreuung des Emittenten auf Webseiten, Investorenkonferenzen oder Analystenveranstaltungen zur Verfügung gestellte Informationen. Diese Quellen wurden bei den in dieser Ausgabe veröffentlichten Analysen nur passiv genutzt, die Emittenten haben nicht aktiv Informationen beige-steuert. Darüber hinaus werten wir auch Beiträge der seriösen Wirtschaftspresse sowie Nachhaltigkeitsreports über den jeweiligen Emittenten aus.

Die EZB-Studie zur Vermögensbildung in Europa heißt: „The Eurosystem Household Finance and Consumption Survey“; Statistics Paper Series NO 2 / April 2013

(<http://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ecbsp2en.pdf?82169ee8a91182dca538abfd4b27f19c>)

Die DIW-Zahlen zu Vermögensverlusten der Deutschen im Ausland sind dem DIW Wochenbericht Nr. 26 2013 entnommen [http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw\\_01.c.423458.de/13-26.pdf](http://www.diw.de/documents/publikationen/73/diw_01.c.423458.de/13-26.pdf)

Zur Größenordnung des Zertifikatemarktes vgl. den Monatsbericht des Deutschen Derivaten Verband DDV <http://deutscherderivateverband.de/DE/MediaLibrary/Document/PM/06%20PM%20Marktvolumen%20Juni%202013.pdf>

Zur den Risiko-Bewertungen von Aktienanleihen beim DDV vgl. <http://www.deutscher-derivateverband.de/DEU/Transparenz/Risikokennzahl>; zu den Fair-Value Bewertungen von Zertifikaten vgl. [www.scooperatings.com/aktuelles/mitteilung-details?id=109823&spracheID=1&KeepThis=true&](http://www.scooperatings.com/aktuelles/mitteilung-details?id=109823&spracheID=1&KeepThis=true&)

# Mit ruhiger Hand

Informationen für die langfristige Kapitalanlage

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. Die Kursdaten für Gold kommen vom World Gold Council (<https://www.gold.org/>).

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 2.9.2013.

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 BASF, Henkel, Münchner Rück, SAP
- 2) in den vergangenen 12 Monaten an Transaktionen beteiligt: Aktien BASF, Henkel, Münchner Rück, SAP
- 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.