

EDITORIAL



Der allgemeine Aufschrei kommt so sicher wie Weihnachten. Nach jeder ausgiebigen Hausse folgt das Undenkbare: Aktien fallen. Um mit dem österreichischen Kaiser Ferdinand I. zu sprechen: „Ja, dürfen's denn das?“

Jeder radikale Absturz hat aber auch etwas Gutes: Er prüft auf Herz und Nieren, ob wir bei der Zusammenstellung unseres Portfolios auch den **richtigen Mix aus Risiko und Rendite** erwischt haben. Häufig überschätzen wir in guten Zeiten unsere Risikobereitschaft und unseren Heldenmut, gegen den Trend zu kaufen, wenn alle in Panik zum Ausgang rennen. Vor allem für unerfahrene Investoren, die erst seit 2003 ihr Portfolio aufbauen, ist 2008 *die* Nagelprobe.

Wenn Sie im Moment nicht mehr ruhig schlafen können, sich ernsthaft überlegen, aus dem Wertpapiermarkt auszusteigen und Ihr Geld unter die Matratze zu legen, haben Sie Ihre Risikobereitschaft unterschätzt. Das ist keine Schande, aber ziehen Sie die Konsequenzen daraus. Umgekehrt, wenn Ihr Portfolio seit Anfang des Jahres im *Plus* liegt, sind Sie möglicherweise zu konservativ ausgerichtet (oder haben schlecht diversifiziert). Denn auch das beste Portfolio verliert in manchen Jahren an Wert. Beides lässt sich leicht korrigieren, indem Sie den risikoreichen (aber langfristig gewinnbringenden) Aktienanteil entweder verringern oder erhöhen.

Wenn Sie momentan zwar ein etwas mulmiges Gefühl haben, aber dennoch nicht daran denken, Ihre Portfoliostrategie zu ändern: Gratulation. Sie haben das Portfolio, das zu Ihnen passt. Bleiben Sie dabei, in guten wie in schlechten Tagen.

Ansonsten wünscht Ihnen eine ruhige und sichere Hand beim Investieren

Ihr

Dr. Thomas Winderl

Zum kostenlosen Erhalt zukünftiger Newsletter schicken Sie bitte ein E-Mail an office@portfoliitheorie.com.

KAUFEN ODER NICHT KAUFEN?

Aktien sind momentan so billig wie schon lange nicht mehr. Ist das eine günstige Gelegenheit zum Auf- oder Ausbau eines diversifizierten Portfolios?

Dass Märkte unvorhersehbar sind, braucht in Zeiten wie diesen nicht betont zu werden. Fragen Sie nur die hoch bezahlten (und jetzt arbeitslosen) Investmentbanker, die sich leider um einige Milliarden verspekuliert hatten. Fragen Sie jene Hausbesitzer in den USA, die meinten, Immobilienpreise können nur nach oben gehen. Oder erinnern Sie sich daran, dass noch vor kurzem allen Ernstes Rohölpreise von über 200 Dollar prognostiziert wurden.

Das Jahr 2008 hat uns vor allem eines wieder kristallklar vor Augen geführt: Ein kluger Anleger sollte niemals versuchen, die Märkte zu ‚timen‘ (=den richtigen Zeitpunkt zu erraten). Jeder Versuch, billig einzukaufen, um teurer zu verkaufen, ist Spekulation. Wer behauptet, ganz unten eingestiegen und am höchsten Punkt verkauft zu haben, ist ganz sicher eines: ein Lügner.

Trotzdem kommen wir als private, langfristige Investoren um *ein* Timing nicht herum: **Wann und wie bauen wir unser Portfolio auf?** Warten wir momentan mit dem Kauf, bis sich die Aktienmärkte beruhigen (ein Rat, den man jetzt sehr oft hört)? Greifen wir uns mit vollen Händen die Schnäppchen (wie der mittlerweile reichste Mann der Welt, Warren Buffet)?

Die Frage nach dem Timing stellt sich momentan verstärkt aus zwei Gründen: Erstens sind nach den jüngsten Kursstürzen viele Aktienindizes billiger und attraktiver geworden. Zweitens überlegen sich viele Investoren in Deutschland, noch vor der Einführung der Abgeltungssteuer 2009 ein langfristiges Portfolio aufzubauen (Mehr zur Abgeltungssteuer lesen Sie im zweiten Teil dieses Newsletters).



JEDER ZEITPUNKT IST GLEICH GUT, ABER MANCHE SIND SCHLECHTER

Auch wenn es dem menschlichen Denken widerspricht: Die Vergangenheit sagt rein gar nichts über die Zukunft aus - auch nicht solch starke Kurseinbrüche, wie wir sie 2008 bereits erlebt haben. Eine fundierte Aussage darüber, ob Märkte in Zukunft fallen oder steigen, ist prinzipiell unmöglich. Die logische Konsequenz aus dieser allgemein gültigen Einsicht: **Jeder Zeitpunkt ist prinzipiell so gut oder schlecht wie jeder andere, um ein Portfolio aufzubauen.**

Das gilt mit einer einzigen Einschränkung: **Investoren sollten nicht gerade dann investieren, wenn Unternehmen offensichtlich überbewertet sind.** Wer im September 1923 die unglückselige Idee hatte, amerikanische Aktien zu kaufen, musste verblüffende 38 Jahre, nämlich bis zum November 1958, warten, um die Verluste real wieder auszugleichen. Ähnlich lange dauerte es bei einem Einstieg im Februar 1973. Der S&P 500 erreichte dieses Niveau erst wieder nach 18 Jahren im April 1991. Aber **wie wissen wir, ob Aktien über- oder unterbewertet sind?**

SCHLIMMER GEHT'S NIMMER?

Unbestritten ist, dass Aktienindizes 2008 energisch gefallen sind. Der Weltindex DJ Global Titans ist seit Jahresbeginn um bis zu 42% gesunken, der Eurozonenindex DJ Euro Stoxx bis zu 48% und der US-amerikanische S&P 500 bis zu 40%. Auch Rohstoffe und Immobilien sind radikal billiger geworden.

Wäre das nicht eine günstige Gelegenheit, das langfristige Portfolio auf- oder weiter auszubauen? Eine oberflächliche Analyse des Eurozonenindex Euro Stoxx 50 scheint dies zu bestätigen: Der Index stand Ende Oktober bei etwa 2.300 Punkten. Gewichten wir den Gewinn der Unternehmen wie im Index, kommen wir auf 340 € Gewinn je Indexanteil für das Jahr 2007, 332 € für 2008 und 344 € für 2009. Damit ergibt sich ein **Kurs-Gewinn-Verhältnis** von 6,9 (2007), 7 (2008) und 6,8 (2009). Kehren wir das Kurs-Gewinn-Verhältnis um, erhalten wir eine beeindruckende Unternehmensrendite von 14% bis 15%. Das bedeutet, dass die Unternehmen mit jedem eingesetzten Euro jährlich zwischen 0,14 und 0,15 Euro Gewinn erwirtschaften. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den **Dividendenrenditen**. Momentan zahlen die Unternehmen im Index zusammen etwa 150 € an Dividenden aus. Beim momentanen Indexstand von etwa 2.300 ergibt das eine Dividendenrendite von satten 6,5% im Jahr.

Das kurzfristige Kurs-Gewinn-Verhältnis und die Dividendenrenditen signalisieren oberflächlich ein ideales Umfeld zum Kauf, ein **Schlaraffenland** für langfristige Investoren. Auch die Berufsoptimisten bei Banken, Anlegermagazinen und Börsensendungen werben nach anfänglicher Ratlosigkeit wieder mit billigen Kaufmöglichkeiten. Ihr Motto: „Schlimmer geht's nimmer“ – jetzt *kann* es nur noch aufwärts gehen. Aber ist dem wirklich so? Portfoliotheorie.com hat sich für Sie die Zahlen genauer angesehen.

FRÖHLICHES GEWINNERATEN

Bei der vorherrschenden Art, das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) zu berechnen, gibt es eine bekannte Variable (den Unternehmenskurs bzw. den Indexstand) und eine unbekannte Variable (die zukünftige Gewinnerwartung). Für die zukünftige Gewinnerwartung wird meist eine Konsensusprognose – also der Durchschnitt mehrerer unabhängiger Prognosen – verwendet. Und genau hier liegt der Hund begraben: Wenn wir die Zukunft nicht vorhersagen können, sind auch akkurate Gewinnprognosen ein Ding der Unmöglichkeit. Harte Zahlen zeigen: ganze 59% der Gewinnerwartungen an der Wall

Street sind entweder 15% zu hoch oder 15% zu niedrig.¹ Meist liegen wir mit einer so genannten „naiven Prognose“, also dem einfachen Fortschreiben des aktuellen Gewinns, besser als mit den Konsensusprognosen.

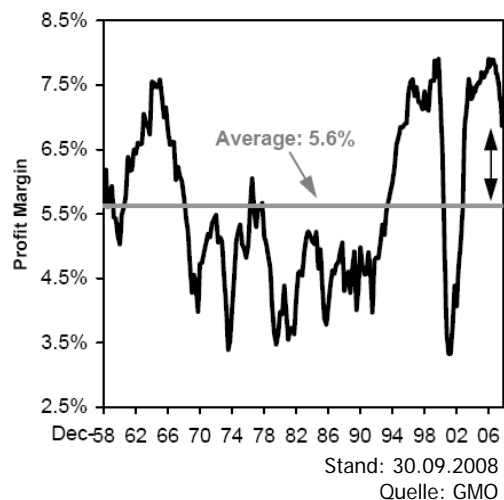
Trotzdem finden sich in den meisten Zeitungen, Zeitschriften und einschlägigen Internetseiten die Gewinnerwartungen des *aktuellen* und des *folgenden* Jahres sowie die dazugehörigen Kurs-Gewinn-Verhältnisse. Die wirklichen Gewinne über die letzten drei, fünf oder zehn Jahre sind viel schwieriger zu finden. Das ist zumindest unseriös, im schlimmsten Falle irreführend. Dazu kommt, dass wir unsere Anlageentscheidung auf Grundlage eines nicht transparenten Vorgangs treffen: Wer schätzt die Gewinne, wann, warum und auf welche Art?

Die eigentlich seriöse Frankfurter Allgemeine Zeitung zum Beispiel behauptet immer noch, dass die erwarteten Gewinne der Euro Stoxx-Unternehmen in diesem und im nächsten Jahr in etwa gleich hoch sein werden wie 2007. Lesen die Damen und Herren der FAZ ihre eigene Zeitung nicht? Zur Erinnerung: Wir steuern möglicherweise auf eine weltweite Rezession zu. Alan Greenspan, ehemals Guru und Chef der Federal Reserve, spricht gar von einem *im Leben einzigartigen finanziellen Tsunami*. Und wir sollen der FAZ im Ernst abnehmen, dass die Firmen ungebrochen hohe Profitmargen einfahren werden?

Wie tief werden Unternehmensgewinne sinken? Das deutsche Handelsblatt wagte eine realistischere Prognose: Die DAX-Konzerne werden eine Halbierung ihrer Nettogewinne im Vergleich zum Vorjahr erleben. Rechnet man die fünf Milliarden Euro an außerordentlichen Verlusten des Versicherungsriesen Allianz aus der Dresdner-Bank-Beteiligung mit ein, dürften die Gewinne sogar um 80% einbrechen (Handelsblatt 27.10). Das würde bedeuten, dass das momentane Kurs-Gewinn-Verhältnis für 2009 nicht bei günstigen 7, sondern bei durchschnittlichen 14 oder gar teuren 34 liegt.

WIE HOCH IST DAS LANGFRISTIGE KURS-GEWINN-VERHÄLTNISS?

Wie können wir ein aussagekräftigeres Kurs-Gewinn-Verhältnis berechnen? Für die USA gibt es – wie üblich - mehr öffentlich zugängliche Daten zu Unternehmensgewinnen. Berechnungen der Investmentfirma GMO ergaben, dass in den letzten 50 Jahren der durchschnittliche Gewinn der S&P 500-Unternehmen bei 5,6% des Marktwertes im Jahr lag. Profitmargen lagen in den 60er Jahren und 90er Jahren klar über dem Durchschnitt, während sie in den 70er und 80er Jahren großteils darunter lagen (siehe Grafik). Auch nach dem Platzen der Dotcom-Blase schnellten die Gewinne rasch wieder auf über 7% nach oben. Ende September lagen die Gewinne US-amerikanischer Unternehmen noch immer 21% über dem historischen Durchschnitt. Dazu kommt, dass Veränderungen bei Profitmargen häufig nicht nur zum Durchschnitt zurückkehren, sondern teilweise heftig überreagieren. Während der schweren Rezession von 1982 oder 1974 fielen Unternehmensgewinne 36% und 39% unter den langfristigen Durchschnitt. Unter den derzeitigen Umständen erwartet GMO eine Überreaktion zwischen 20% und 40% *unter* dem langjährigen Durchschnitt.



Wie können wir den Wert

eines Unternehmens auf Grund eines Gewinnes bewerten, den es noch gar nicht gemacht hat? Das wäre so, als würden wir den Preis eines Hauses auf Grund eines Gerüchtes bewerten, dass Cinderella ihr neues Schloss gleich um die Ecke bauen wird.

Jason Zweig in: Benjamin Graham, The Intelligent Investor, 1973, Auflage 2003, S. 160

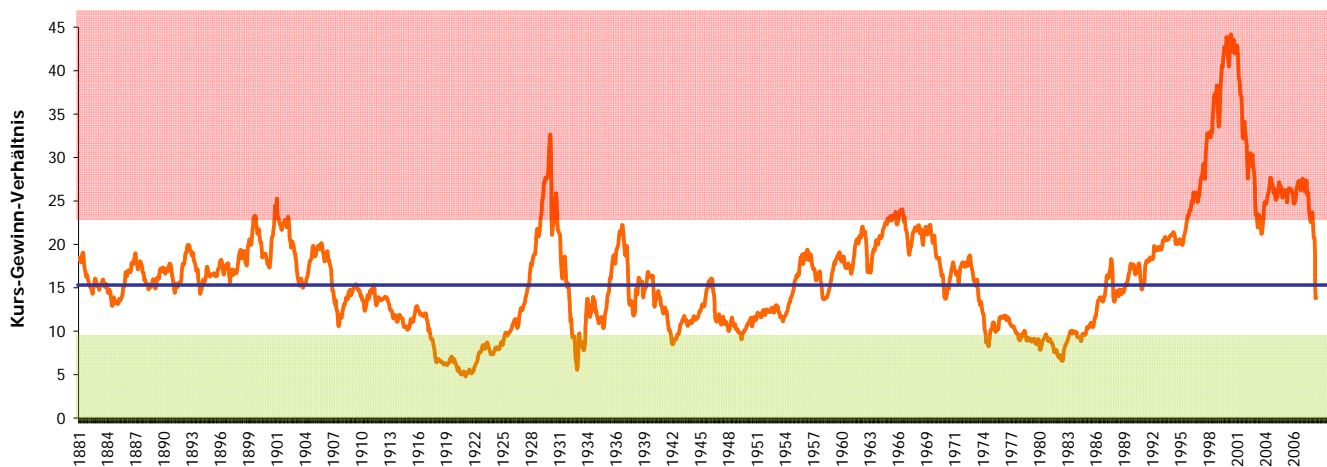
¹ David Dreman (2002), Bubbles and the Role of Analysts' Forecasts, in: The Journal of Psychology and Financial Markets, Vol. 3, Nr. 1, S. 4-14.

1934 schlugen zwei Professoren der Universität Columbia in ihrem Werk *Security Analysis* vor, den durchschnittlichen Gewinn eines Unternehmens der letzten zehn Jahre als Grundlage für das KGV zu benutzen. Einer davon war Benjamin Graham, der ungeschlagene Guru des *Value Investments* und Lehrer von Warren Buffett. Ein Zeithorizont von sieben bis zehn Jahren reiche aus, um mindestens einen ganzen Konjunkturzyklus zu erfassen und zu berücksichtigen, wie sich die Gewinne der Unternehmen bei Hochkonjunktur und Rezession verändern. Außerdem erschwert ein solch langer Zeitraum, dass Unternehmen durch ‚kreative Buchhaltung‘ Gewinne manipulieren.

Grahams Methode lässt sich spielend auf Indizes umlegen. Aber leider ist auch hier die Datenlage – vor allem in Europa – miserabel. Statt Zahlensalate mit Gewinnerwartungen sollten Zeitungen und Onlinemagazine *das* berechnen, was wirklich zählt. Für die USA gibt es exzellente Daten von Robert Shiller. Shiller ist eher bekannt durch seine Arbeiten zu Immobilien (der US/Case-Shiller-Hauspreisindex trägt seinen Namen). Der Yale-Professor hat Grahams Idee aufgegriffen und berechnet bis 1871 zurückreichende KGVs auf Grundlage inflationsangepasster, langfristiger Unternehmensgewinne.

Robert Shillers Daten zeigen, dass in den letzten 127 Jahren das durchschnittliche KGV amerikanischer Unternehmen bei etwa 16,3 lag. Das entspricht einem jährlichen Gewinn von etwa 6,1% (was nicht weit von GMO's Schätzung von 5,8% - siehe oben - entfernt ist). Nehmen wir eine Normalverteilung an, hat das KGV seit 1880 eine Standardabweichung von 6,6. Damit liegt das KGV in zwei Drittel aller Fälle in einem Korridor zwischen etwa 10 und 23. Ein KGV unter 10 ist damit historisch gesehen billig, während ein KGV von über 23 als sehr teuer anzusehen ist.

Kurs-Gewinn-Verhältnis des S&P 500 Index von 1880 bis heute



Quelle: Robert Shiller, eigene Berechnungen

Ende Oktober stand der S&P 500 bei etwa 870 Punkten. Damit ergibt sich für den US-amerikanischen Index ein KGV von momentan 13,8, was leicht unter dem historischen Schnitt von 16,3 liegt. Interessanterweise lag das KGV in den letzten 19 Jahren fast immer über dem Durchschnitt, und seit 1995 meist in der roten Zone über 23. Erst der jüngste Absturz der letzten Wochen ließ den Index in den Korridor zwischen 10 und 23 zurückkehren. In den letzten Wochen erreichte das Index-KGV – zum ersten Mal seit 1991 (!) – die langfristige Durchschnittslinie. Das ist zwar eine Normalisierung von den sehr hohen Ständen zwischen 25 und 30, auf die der S&P 500 nach der Erholung von der Dotcom-Blase wieder gestiegen war, ein Schnäppchen ist der Index beim derzeitigen Stand aber keineswegs.

Wird es mit dem S&P 500 weiter nach unten gehen? Keine Ahnung. Kann es weiter nach unten gehen? Historisch gesehen eindeutig *ja*. Wie weit könnte es nach unten gehen? Nehmen wir Robert Shillers Daten als Grundlage, müsste der S&P auf 630 Punkte fallen, um einem KGV von 10 zu erreichen. Wäre das außergewöhnlich? Keineswegs. In den letzten 130 Jahren hatten US-amerikanische Aktien in einem Sechstel der Zeit, also ca. 20 Jahren lang, ein KGV von unter 10. Das mag insofern überraschen, als Aktien seit den 1980er Jahren nie wieder so günstig waren wie heute. Um ein extrem günstiges KGV von 5 zu erreichen (was in den letzten 130 Jahren nur drei Mal passiert ist), müsste der Index nochmals auf 315 Punkte sinken. Ein Fall *unter* 300 Punkte wäre historisch einzigartig und ist – sogar bei einer starken Rezession – nicht zu erwarten.

Das bedeutet aber, dass es für US-amerikanische Aktien **nach unten noch sehr viel Spiel** gibt. In einer langfristigen Betrachtung ist es nicht unwahrscheinlich, dass der S&P noch einmal um 30% fällt. Auch ein extremer Fall um zwei Drittel wäre langfristig gesehen durchaus im historischen Rahmen.

WAS IST DER FAIRE WERT DER AKTIEN?

Abgesehen von Robert Shillers außergewöhnlicher Arbeit lohnt sich momentan ein weiterer Blick auf die Arbeit von Jeremy Grantham von GMO. An Stelle des Kurs-Gewinn-Verhältnisses berechnet Grantham, wie hoch der S&P 500 auf Grund langfristiger, fundamentaler Daten stehen *sollte*. Graham geht dabei von einer inflationsbereinigten Trendlinie von 2% Gewinn pro Jahr aus.

Granthams Arbeit unterstützt eine altbekannte, eiserne Regel des Investierens: Über- oder unterdurchschnittliche Renditen kehren langfristig immer wieder auf den durchschnittlichen Wert einer Assetklasse zurück. Grantham beweist, dass nach dem Platzen *aller* 28 Aktienblasen seit 1920 (definiert als zwei Standardabweichungen von der Trendlinie) der Index wieder zur Trendlinie zurückkehrt.²



Stand: 30.09.2008
Quelle: GMO

Schauen wir uns die jüngste Aktienblase genauer an, deren explosives Ende wir in den letzten Monaten miterleben mussten. Die Aktienblase Nr. 28 begann schon 1995 - also vor 13 Jahren – mit dem Durchbrechen der Trendlinie nach oben. Interessant ist, dass der Index nach der Dotcom-Blase 2002/2003 nicht auf die Trendlinie zurück fiel, sondern zwischen 2003 und 2007 zu einer neuerlichen Rallye anhub. Der Grund dafür waren das leicht verfügbare Geld (Originalton Grantham: „Genug Geld, um einen toten Mann zum Laufen zu bringen.“) und die gute Konjunktur. Was wir 2008 erlebt haben, ist, so Grantham, das Ende einer Aktienblase, die nicht 2003, sondern schon 1995 begonnen hat.

Auf welcher Höhe liegt die Trendlinie des S&P 500 momentan? Grantham schätzt, dass ein ‚fairer‘ Indexstand des S&P 500 derzeit bei etwa 975 Punkten liegt. Der Index hat erst vor wenigen Wochen diese langfristige Trendlinie nach unten durchbrochen. Mit einem Indexstand von 870 Punkten Ende Oktober lag der Index damit etwa 10% *unter* seinem fairen Wert.

² Diese Rückkehr zum Durchschnitt wird in der Statistiktheorie ‚Regression zum Mittelwert‘ genannt (engl. *mean reversion*).

Bedeutet das eine Bodenbildung des Index auf diesem Niveau? Historisch gesehen *nein*. Indizes kehren nach einer Blase nicht zum langfristigen Durchschnitt zurück, sondern schießen über die Trendlinie hinaus. Grantham hat untersucht, wie stark Indizes nach einer Korrektur überreagieren. Nach den drei größten Aktienblasen des 20. Jahrhunderts (1929, 1965 und in Japan 1989) schossen die Aktienindizes mehr als 50% über die langfristige Trendlinie hinaus. Bei effektivem Krisenmanagement, so hofft Grantham, ist eine Überreaktion von 20% unter die Trendlinie realistisch. Das entspräche beim Index S&P 500 einer Bodenbildung bei etwa 800 Punkten.

QUO VADIS, EUROPA?

Soweit zu Aktien in den USA. Für Privatanleger im Euroraum stellt sich die Frage, was das umgelegt auf den europäischen Aktienmarkt und die Benchmarkindizes der Eurozone heißt. Die Datenlage ist wie gewohnt schlecht, und wichtige Berechnungen wie die von Shiller oder Grantham sind mir für Europa nicht bekannt.

Versuchen wir es stattdessen mit einer höchst unwissenschaftlichen Extrapolation: Das vorwärtsgerichtete KGV des Euro Stoxx 50 für 2009 liegt derzeit bei 6,8. Brechen – wie von der Landesbank Baden-Württemberg und dem Handelsblatt kürzlich berechnet – die Firmengewinne 2009 um die Hälfte ein, verdoppelt sich das KGV bei derzeitigem Indexstand auf 14. Das ist fast identisch mit dem geschätzten langfristigen KGV von Shiller für amerikanische Aktien. Um ein reales KGV von 10 zu erreichen, müsste der Euro Stoxx 50 zum Beispiel um weitere 30% (oder 700 Punkte) nachgeben, was einer mittelfristigen Bodenbildung von etwa 1.600 entspräche.

FAZIT

Welche Konsequenz haben diese langfristigen Analysen für passive Privatanleger? Wie billig sind Aktien momentan wirklich? Und wie weit kann es noch nach unten gehen?

- ✓ **Sind Aktien immer noch überdurchschnittlich teuer? Nein.** Robert Shillers 10-Jahres-KGV für amerikanische Aktien liegt derzeit erstmals seit 17 Jahren *unter* dem durchschnittlichen Stand der letzten 128 Jahre. Auch Jeremy Granthams Berechnungen bestätigen das: Aktien sind seit einigen Wochen zur langfristigen Trendlinie zurückgekehrt und damit fundamental fair bewertet.
- ✓ **Können Aktien noch weiter fallen? Absolut ja.** Amerikanische Aktien haben keineswegs einen historischen Tiefpunkt erreicht. Trotz der teilweise dramatischen Verluste gibt es nach unten noch viel Spiel. Historisch gesehen *können* (ob sie es auch tun, weiß niemand) Aktien noch einmal zwischen 30% (was ein KGV von günstigen 10 bedeuten würde) und 64% (KGV von extrem billigen 5) fallen, ohne historisch gesehen abnormal zu reagieren.
- ✓ **Ist momentan eine gute Zeit, um unser Portfolio auf- oder auszubauen? Ja.** Obgleich Aktien momentan (noch?) nicht spektakulär billig sind, deuten alle Daten darauf hin, dass Aktien im Moment **nicht überteuert** sind. Ich jedenfalls werde beginnen, meine Aktienpositionen vorsichtig und langsam weiter auszubauen.

ÜBERLEGEN SIE, VOR 2009 EINZUSTEIGEN UND EIN STEUERBEGÜNSTIGTES PORTFOLIO
AUFZUBAUEN?

MUSTERPORTFOLIO

für langfristig orientierte Indexanleger in der Eurozone mit mehr als 35.000 €

mit 3-Seiten Special MUSTERPORTFOLIO ZUR ABGELTUNGSSTEUER

Der Editor von Portfoliotheorie.com zeichnet auf 20 Seiten die Gedankenschritte bei der Konstruktion eines diversifizierten Indexportfolios im Detail nach: Die Assetklassen werden ausgewählt und gewichtet, dann werden die passenden Indizes und die dafür am besten geeigneten Exchange Traded Funds beschrieben.

Das Resultat ist ein konkreter, detaillierter Vorschlag für ein diversifiziertes Indexportfolio aus ETFs mit Aktien, Anleihen, Immobilien und Rohstoffen. Die empfohlene Mindestanlagesumme beträgt wegen der Komplexität des Portfolios etwa 35.000 €. Da der Text alle Schritte von der Auswahl der Assetklassen bis hin zur Gewichtung und den geeigneten ETFs beinhaltet, kann dieses Musterportfolio vom Investor sofort umgesetzt werden.



Das Update vom 12.11.2008 enthält ein 3-Seiten Special zur Abgeltungssteuer in Deutschland inklusive einem steueroptimierten Musterportfolio, das auf die Abgeltungssteuer zugeschnitten ist.

mehr Infos unter www.portfoliotheorie.com

IMPRESSUM: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter sind eine Informationsplattform von Dr. Thomas Winderl, Lergetporerstrasse 1, 6130 Schwaz, Tel. +43-664-4533627, Internet: www.portfoliotheorie.com, E-Mail info@portfoliotheorie.com; Portfoliotheorie.com beschäftigt sich mit langfristigem Investieren für Privatanleger im Euroraum. Erscheinungsweise: etwa drei bis fünf Mal pro Jahr (ohne Rechtsanspruch); Bezug: kostenfreies E-Mail-Abonnement;
URHEBERRECHTLICHE HINWEISE: Die Website Portfoliotheorie.com und der Portfoliotheorie.com Newsletter einschließlich aller seiner Teile sind urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung von Inhalten, der Nachdruck oder die Vervielfältigung (auch auszugsweise) bedürfen der ausdrücklichen schriftlichen Einwilligung der Herausgeber. **DISCLAIMER:** Die Ausführungen im Rahmen der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletter stellen weder eine Anlageberatung noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Sämtliche Inhalte der Website Portfoliotheorie.com und des Portfoliotheorie.com Newsletters werden nach bestem Wissen und Gewissen recherchiert und formuliert. Dennoch kann der Herausgeber keine Gewähr für Richtigkeit, Vollständigkeit und Genauigkeit dieser Informationen geben. Eine Haftung des Herausgebers für Vermögensschäden, die durch Anwendung von Hinweisen und Empfehlungen auf persönliche Investitionsentscheidungen eventuell auftreten, ist kategorisch ausgeschlossen.