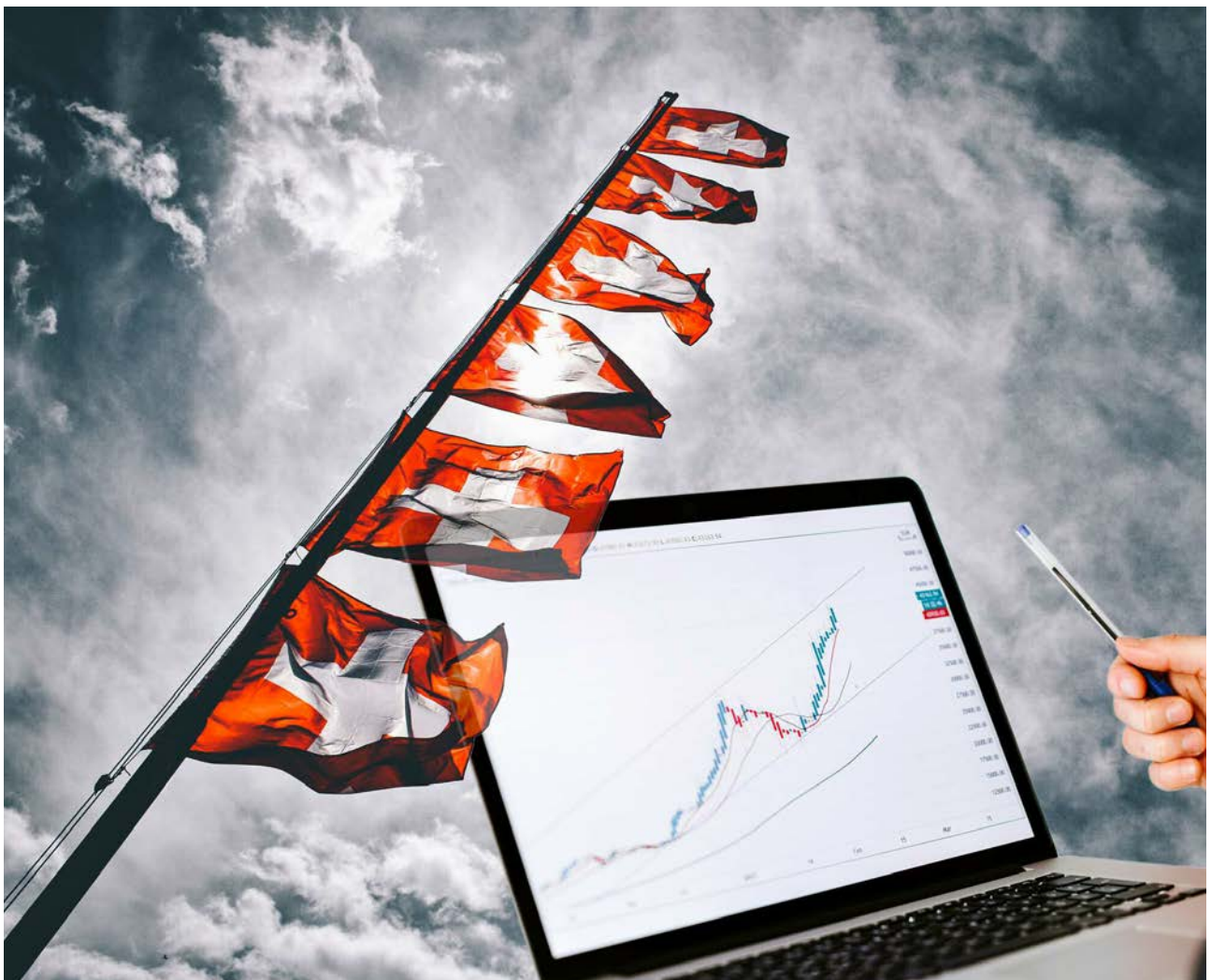


Schweizer Pensionskassen

Mehr Risiko – mehr Rendite

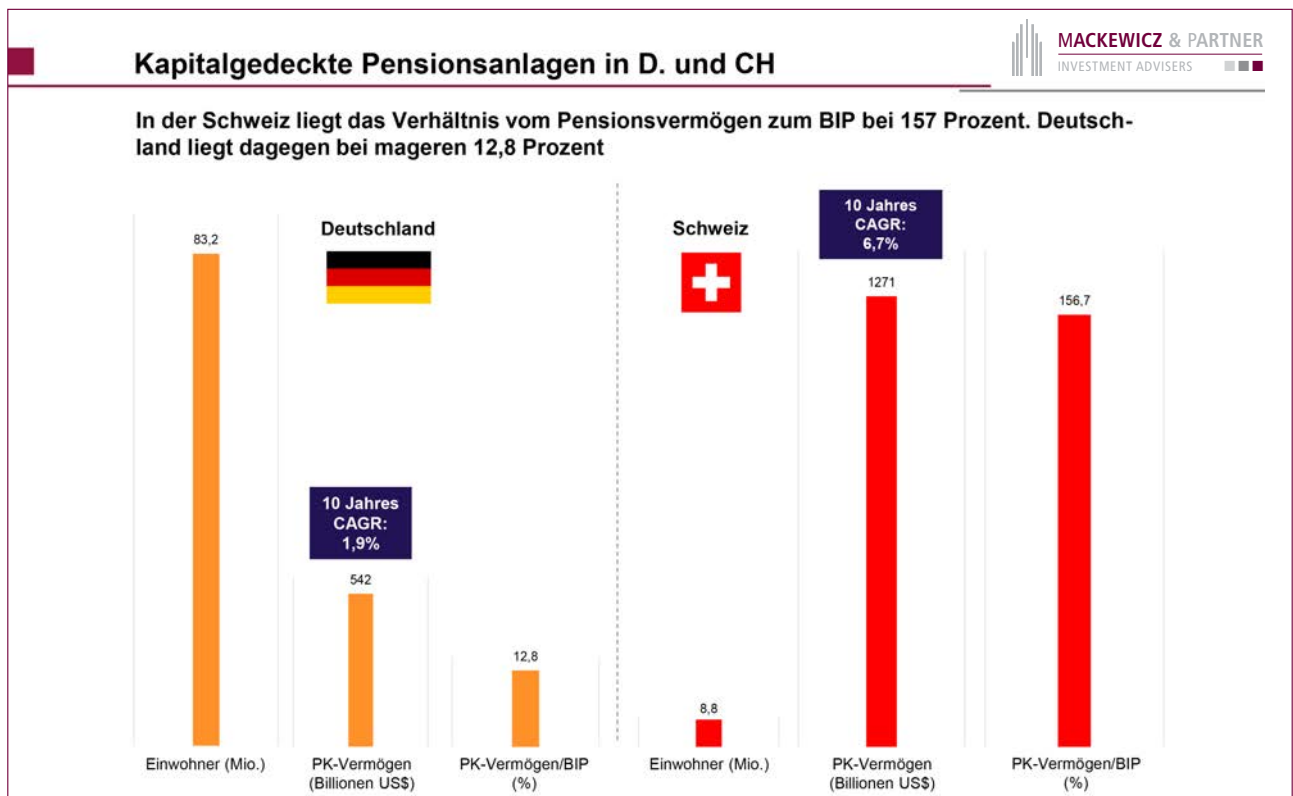


Wer durchs Leben sich frisch will schlagen, muss zu Schutz und Trutz gerüstet sein! – Dies wissen nicht nur die Leser von Friedrich Schillers Schauspiel Wilhelm Tell, sondern auch die Anlageverantwortlichen von Schweizer Pensionskassen. Letztere rüsten sich mit alternativen Anlagen gegen Marktturbulenzen und Zinsarmut. Wie unsere Analyse zeigt, konnten sie so attraktive Renditen erzielen. Dabei hilft den Leitern Kapitalanlage zwar keine Armbrust – aber Private Equity.

„Der Starke ist am mächtigsten allein.“ So lautet ein berühmtes Zitat des Schweizer Nationalhelden Wilhelm Tell. Doch ihre Altersvorsorge betreiben die Eidgenossen bevorzugt im Kollektiv. In der Schweiz beträgt das in der zweiten Säule unter dem BVG („Bundesgesetz über die berufliche Alters-, Hinterlassenen- und Invalidenvorsorge“) seit 1985 gebildete Vermögen knapp 1,3 Billionen Schweizer Franken. Mit weniger als einem Zehntel der Einwohner bewirtschaften die Pensionskassen unseres Nachbarlands damit ein mehr als doppelt so hohes Pensionsvermögen als wir in Deutschland – und dies recht erfolgreich. Während das Pen-

sionsvermögen in Deutschland in den vergangenen zehn Jahren um 1,9 Prozent p.a. gewachsen ist, können sich die Rentner in der Schweiz über ein Wachstum von 6,7 Prozent im gleichen Zeitraum freuen.

Dazu tragen nicht zuletzt die Kapitalanlagen bei. Dies, obwohl das Zinsumfeld für Schweizer Anleger sogar meist noch widriger war als für deutsche Investoren. Zehnjährige Schweizer Staatsanleihen waren erstmalig bei der Ausgabe bereits im April 2015 negativ. Erst 14 Monate später, als das Brexit-Votum im Juni 2016 anstand, tauchten auch zehnjährige Bundesanleihen in den negativen Bereich ab. In der Schweiz rutschte damals aber sogar die Rendite von 30-jährigen „Eidgenossen“ unter null. Die Rendite von Schweizer Staatsanleihen lag aber auch schon vor 2015 unter der von Bundesanleihen. Doch so wie sich Wilhelm Tell gegen den tyrannischen Reichsvogt Gessler auflehnt, kämpfen die Schweizer Pensionskassen erfolgreich gegen die Tyrannei des Zinses. Dabei ist eine höhere Risikobereitschaft erkennbar. Während Tell mit der Armbrust einen Apfel vom Kopf seines Sohns schoss, zielen die Anlageverantwortlichen bei



Schweizer Pensionskassen mit risikoreicheren Anlagen wie Private Equity auf höhere Renditen ab. Manche Schweizer Pensionskassen kommen auf Private Equity-Quoten im zweistelligen Bereich. Zudem sind im Nachbarland auch die Quoten für Aktien und andere alternative Anlagen höher als hierzulande. Dies ist ein wichtiger Grund dafür, dass die 1.449 Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im vergangenen Jahr im Durchschnitt nach Angaben der OBERAUFSICHTSKOMMISSION BERUFLICHE VORSORGE, OAK BV, auf eine Netto-Vermögensrendite von beachtlichen acht Prozent kamen. So verhalfen die Kapitalanlagen den Pensionsvermögen in 2021 zu einem Wachstumsschub von etwa 85 Milliarden Euro. Dieses Risiko macht sich auch langfristig betrachtet bezahlt. Die Performance-Mittelwerte der Schweizer Pensionskassen waren von 2011 bis 2021 nur 2011 mit minus 0,34 Prozent und 2018 mit minus 2,81 Prozent negativ.

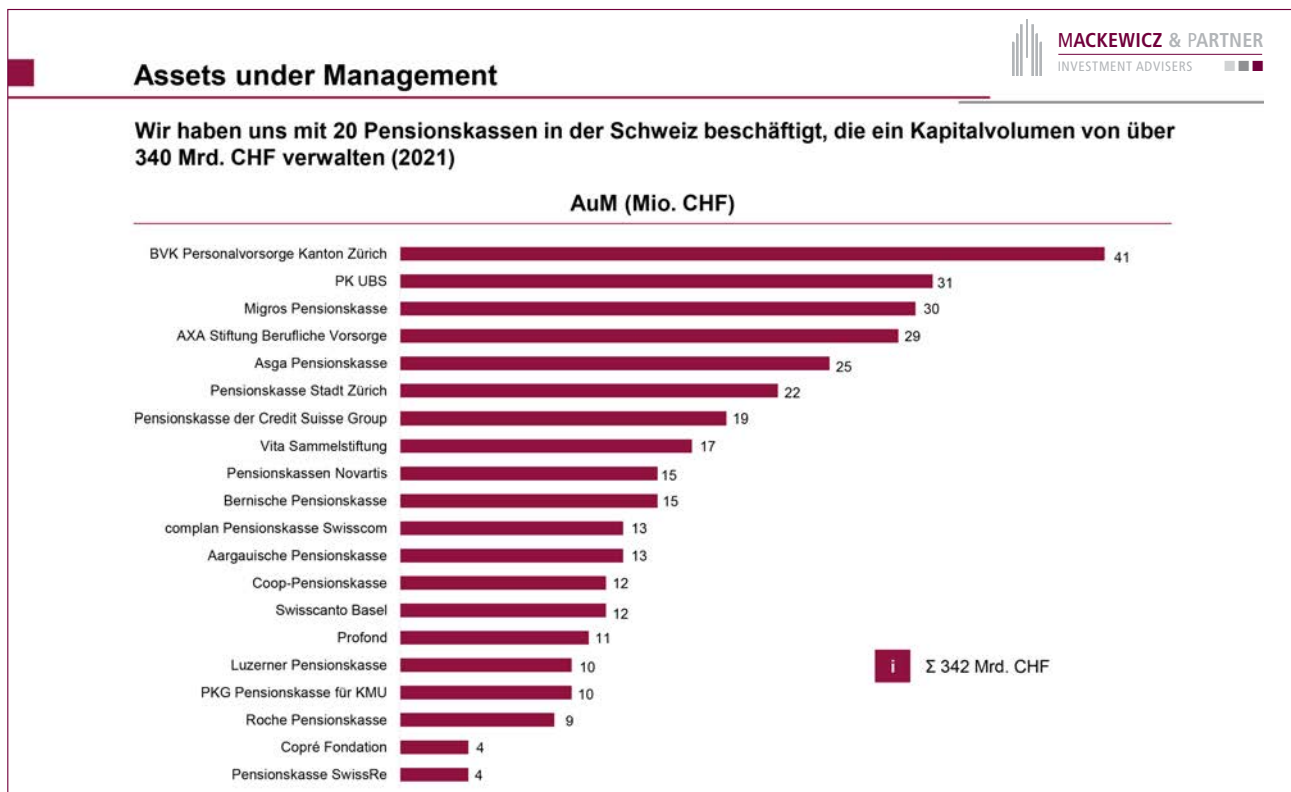
Ermöglicht werden die höheren Quoten für riskantere Assets durch einen größeren regulatorischen Spielraum. Anders als ihre von Garantiezinsen geplagten deutschen Pendant sind

Schweizer Pensionskassen in gewissem Rahmen auch Unterdeckungen erlaubt. Womöglich entfalten also die in Friedrich Schillers Schauspiel geschilderten Freiheitskämpfe der Schweizer im 13. Jahrhundert auch noch im 21. Jahrhundert Wirkung auf die OAK BV in Form von mehr Anlagefreiheiten.

Pensionskassen allokkieren sehr unterschiedlich in Private Equity

In einer Analyse haben wir uns eingehender mit der Anlageklasse Private Equity bei zwanzig Schweizer Pensionskassen befasst, die ein Kapitalvolumen von über 340 Mrd. CHF verwalten (2021). Im Rahmen unserer Analyse haben wir für die Jahre 2019, 2020 und 2021 Angaben über die Gesamtperformance, die Private Equity-Quote und die Private Equity-Performance erfassen wollen.

Dabei mussten wir feststellen, dass nicht alle Vorsorgeeinrichtungen nach einem einheitlichen Prinzip berichten. Während einige Pensionskassen z.B. explizit über die



Quelle: Unternehmensangaben, Recherche Mackewicz & Partner (Zahlen gerundet)

Anlageklasse Private Equity berichten, fassen andere Pensionsinstitutionen Private Equity unter alternative Anlagen oder Private Markets zusammen. Überraschenderweise gibt es auch größere Einrichtungen, die keine Private Equity-Investitionen getätigt haben. Konkret haben uns für eine erste durchgängig vergleichbare Analyse leider die Daten und Informationen von mehreren Vorsorgeeinrichtungen gefehlt. Wir sind aber zuversichtlich, dass sich der Kreis der Vorsorgeeinrichtungen, die uns entsprechende Daten zur Verfügung stellen und auch die Veröffentlichung autorisieren, im nächsten Jahr erweitern wird.

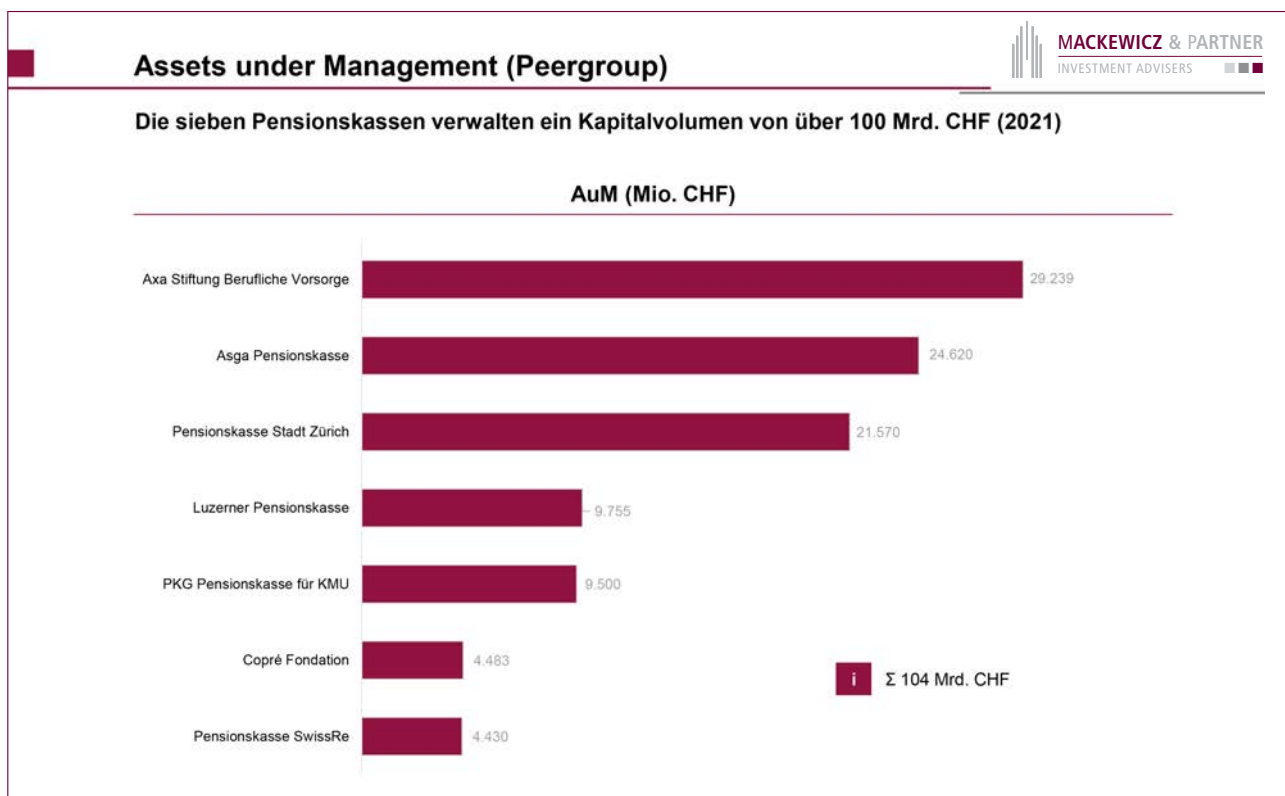
Wir möchten auch dem Missverständnis vorbeugen, die betreffenden Vorsorgeeinrichtungen würden weniger detailliert berichten. Bei allen Adressen ist die Informationsqualität sehr gut und werden zeitnah wichtige Einzelheiten über die Kapitalanlage und die Ergebnisse der Vorsorgeeinrichtungen veröffentlicht.

Eine Adresse, die wir zum Beispiel nicht in unsere Peergroup übernommen haben, ist die Profond Vorsorgeeinrichtung in

Zürich, die mit einem hohen Aktien- und Immobilienanteil im Portfolio für Spitzenresultate im Asset Management bekannt ist und in 2021 eine Rendite von knapp 13 Prozent erzielt hat. Das sind Ergebnisse, von denen deutsche Pensionsinstitutionen nur träumen können. Profond ist wie die Nestlé Pensionskasse auch im Bereich Private Markets aktiv, weist aber keine expliziten Zahlen für Private Equity aus, womit wir diese Pensionsinstitutionen aus Gründen der Vergleichbarkeit nicht in unsere Peergroup übernommen haben.

Die UBS veröffentlicht eine detaillierte, monatliche und viel beachtete Aktualisierung zur Entwicklung der Anlageperformance von Schweizer Pensionskassen. Umso erstaunlicher, dass ausgerechnet die Pensionskasse der UBS keinen Geschäftsbericht veröffentlicht.

Bei der von uns gebildeten „homogenen“ Peergroup mussten wir uns leider auf eine kleine Gruppe von nur sieben Vorsorgeeinrichtungen konzentrieren, für die uns lückenlos alle Daten zur Verfügung standen. Diese haben insgesamt 104



Mrd. CHF unter Management. Die Gruppe wird angeführt von der Axa Stiftung (29,2 Mrd. CHF), gefolgt von der Asga Pensionskasse (24,6 Mrd. CHF) und der Pensionskasse der Stadt Zürich (21,6 Mrd. CHF). Danach folgen die Luzerner Pensionskasse (9,7 Mrd. CHF) und die PKG Pensionskasse für KMU (9,5 Mrd. CHF). Es folgen die Copré Fondation (4,5 Mrd. CHF) und die Pensionskasse der SwissRe (4,4 Mrd. CHF).

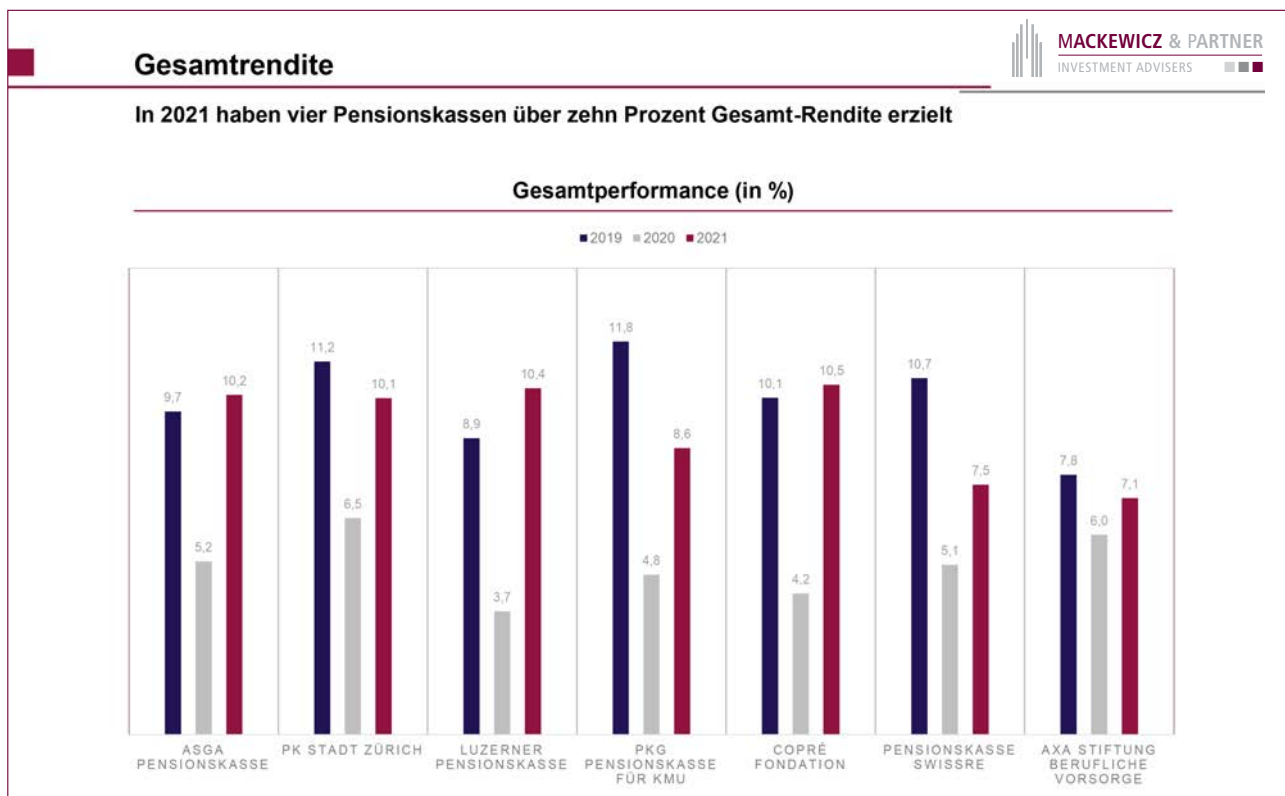
Die guten Anlagejahre 2019 bis 2021 sind nun eine Stütze

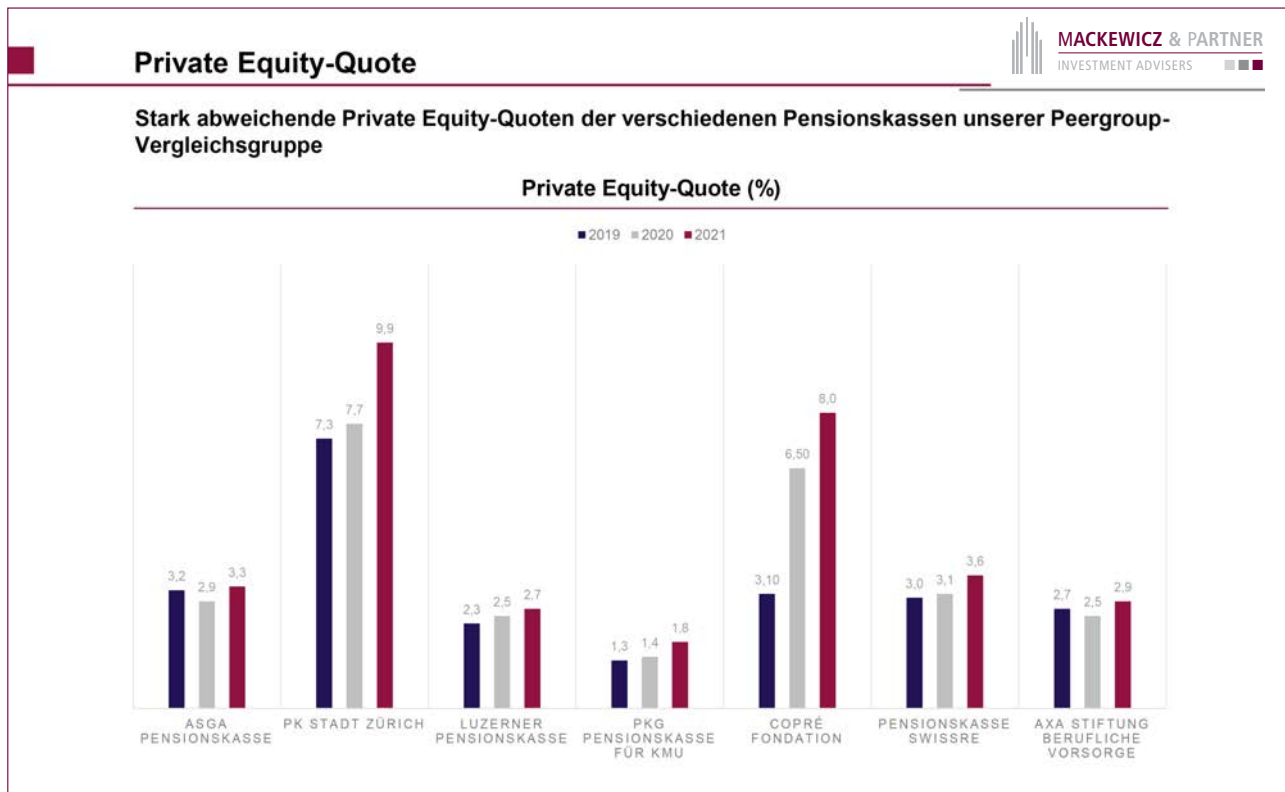
Das überdurchschnittlich gute Anlagejahr 2021 hat sich sehr positiv auf die finanzielle Lage der Pensionskassen in der Schweiz ausgewirkt. Das Jahr 2022 ist dagegen schlecht angefallen. Die Kapitalanlagen haben Minusrenditen verzeichnet und die Deckungsgrade sind abgerutscht. Die sehr guten Jahre von 2019 bis 2021 haben es den meisten Pensionskassen erlaubt, Reserven zu bilden – die allerdings noch

stärker beansprucht werden, wenn sich die aktuelle Entwicklung mit negativen Ergebnissen verstetigen würde.

In 2021 haben vier Pensionskassen aus unserer Peergroup zwischen 10,1 und 10,5 Prozent Rendite erzielt. Keine der Vorsorgeeinrichtungen hat 2021 weniger als 7,1 Prozent Rendite erzielt. Die höchsten Renditen wurden tendenziell in 2019 erreicht.

Wenn man den Blick schließlich auf die Allokation der Portfolios richtet, so zeigt sich ein unterschiedlich starkes Risikoverhalten in Bezug auf die Anlageklasse Private Equity. Wie die Angaben über die Private Equity-Quoten unserer sieben Peergroup-Teilnehmer zeigen, weichen diese stark voneinander ab und reichen von 1,8 Prozent bei der PKG Pensionskasse für KMU bis knapp zehn Prozent bei der Pensionskasse der Stadt Zürich. Obwohl seit Jahren viel Überzeugungsarbeit für Private Equity und andere alternative Anlageklassen geleistet wird, fallen die Quoten über den Gesamtmarkt hinweg betrachtet eher bescheiden aus. So entfallen laut Swisscanto im Durchschnitt über alle Vorsor-





Quelle: Unternehmensangaben, Recherche Mackewicz & Partner

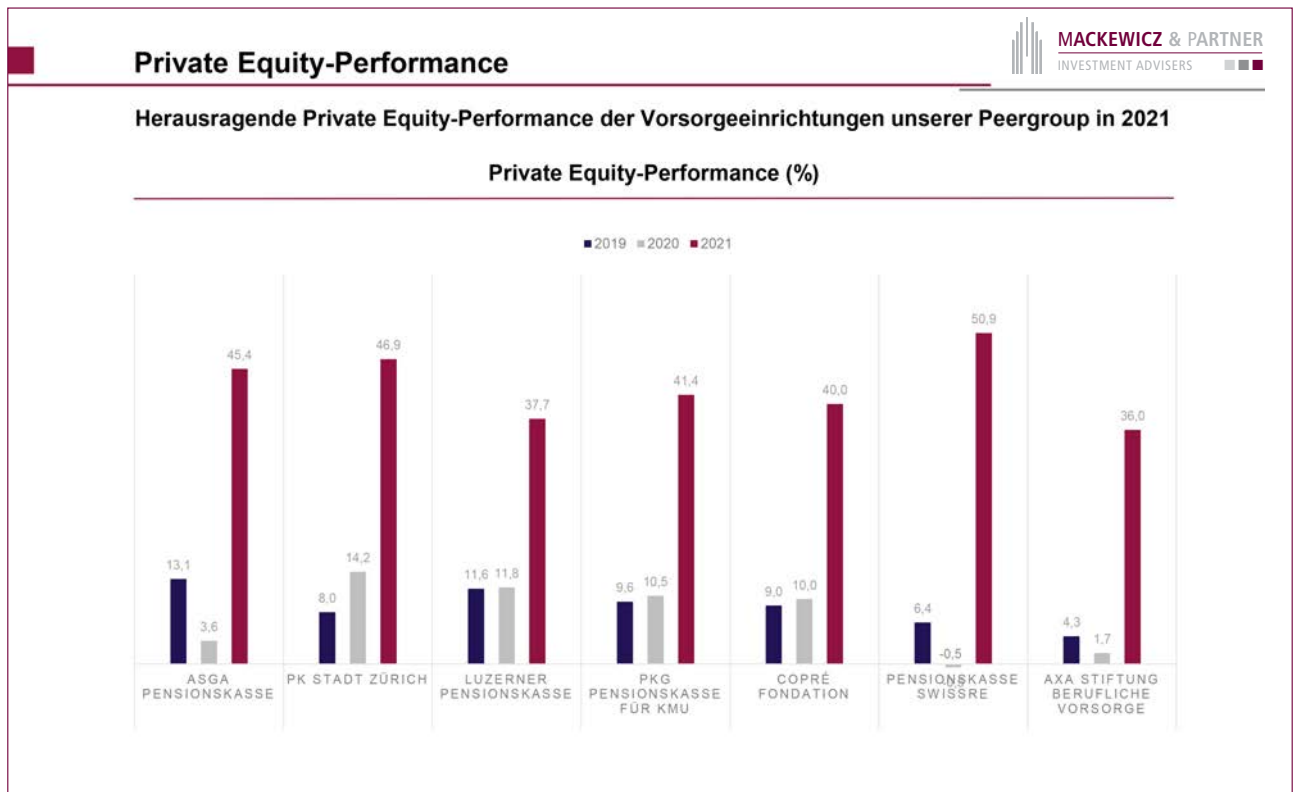
geeinrichtungen in der Schweiz in 2020 auf Private Equity nur 1,2 Prozent der Kapitalanlagen. Die Oberaufsichtskommission hat für 2021 einen Anteil von 1,9 Prozent ermittelt. Auf Infrastrukturanlagen entfallen sogar nur 0,7 Prozent. Gerade letztere geben aber Anlass zur Hoffnung, weil laut Swisscanto hier der politische Wille besteht, Hindernisse für die Kassen zu beseitigen und Investitionen zu erleichtern.

Das Déjà-vu-Erlebnis mit dem „Denominator-Effekt“

Wenn altgediente Portfoliomanager mit Allokationen in Private Equity-Fonds in Diskussionsrunden versammelt sind, wird aktuell wieder über ein Déjà-vu-Erlebnis gesprochen: Die Zielallokationen für die illiquiden Asset-Klassen werden oder wurden bereits erreicht oder sogar überschritten. Der Grund für dieses Phänomen ist, dass das Gesamtportfolio der Investoren durch den Einbruch an den öffentlichen

Märkten an Wert verliert und relativ hierzu der Portfolioanteil von illiquiden Assets wie Private Equity und Infrastruktur – auch wegen der hervorragenden Performance im vergangenen Jahr – gewachsen ist. Dieser Zusammenhang wird als „Denominator-Effekt“ bezeichnet und lässt die Secondary-Fondsmanager frohlocken, die sich vermutlich als Gewinner der Krise fühlen dürfen. Die Erfahrungen verschiedener Pensionseinrichtungen machen deutlich, dass alternative Anlagen insbesondere in Krisenperioden eine wertvolle Ergänzung zu den traditionellen Anlagen darstellen können.

Wie der UBS Pensionskassen-Index und andere Studien zeigen, findet sich im historischen Vergleich keine Anlageklasse, die eine so hohe Performance bei einer derart geringen Volatilität erreicht wie Private Equity. Dieses vorteilhafte Risiko-Rendite-Profil hat allerdings auch einen Preis – und zwar die Illiquidität. Das investierte Kapital ist für die Dauer von fünf bis zehn Jahren gebunden. Bei der Festlegung ihrer strategischen Asset-Allokation sind vor allem Pensionseinrich-



Quelle: Unternehmensangaben, Recherche Mackewicz & Partner

tungen wegen ihrer laufenden Zahlungsverpflichtungen dazu gezwungen, ihre Investitionen auf die Cashflows abzustimmen.

Das Jahr 2021 wird, was die Rendite von Private Equity-Fonds betrifft, als ein Rekordjahr in Erinnerung bleiben. Unsere sieben Peergroup-Vorsorgeeinrichtungen haben im letzten Jahr herausragende Ergebnisse mit Ihren Private Equity-Investitionen erzielt. Alle Peergroup-Pensionskassen haben deutlich mehr als 30 Prozent Rendite erzielt.

Bei der Performance-Messung von Private Equity-Fonds handelt es sich um ein komplexes Verfahren. Die Anteile von Private Equity Fonds werden nicht an öffentlichen Märkten gehandelt. Dasselbe gilt auch für die Unternehmen, die sich in den Portfolios der Private Equity-Fonds befinden. Die Performance-Messung wird durch unterschiedliche Zeitpunkte von Kapitalabrufen und Ausschüttungen zusätzlich erschwert. Die Performance der Private Equity-Programme verschiedener Pensionskassen ist auch deshalb schwer mit-

einander vergleichbar, weil die Programme unterschiedliche Startzeitpunkte haben, die einen befinden sich noch in der J-Curve, andere haben bereits ein reifes Programm aufgebaut, Vintage-Jahre wurden unterschiedlich gewichtet, die Investitionen haben unterschiedliche regionale Schwerpunkte oder die Investitionsstile weichen voneinander ab (Venture Capital, Small Buyout, Large Buyout, Mega Buyout, Secondaries, Co-Investments).

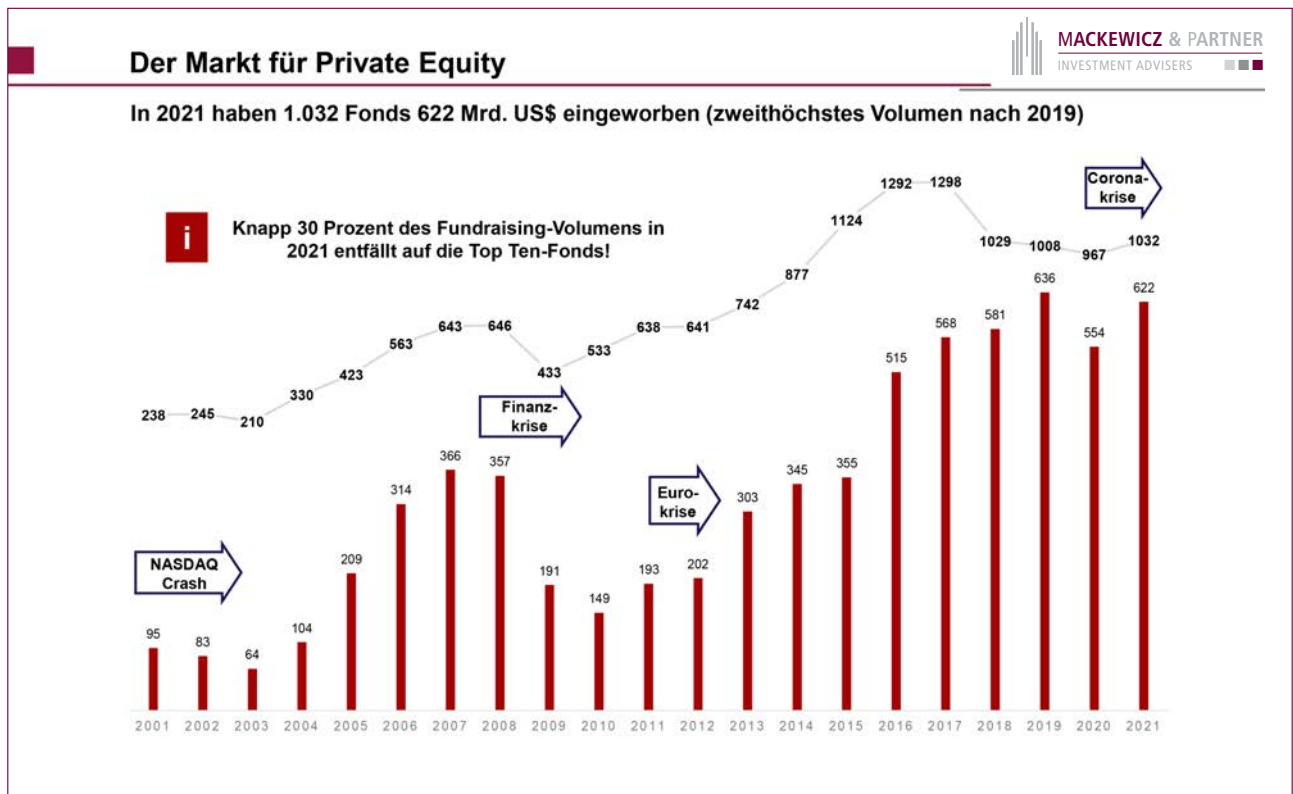
Das Klima für Private Equity-Investitionen wird rauer

Auch wenn es etwas gedauert hat: Inzwischen haben Inflation, höhere Zinsen, Lieferengpässe, Personalsorgen und Energieknappheit besorgniserregende Dimensionen angenommen. Die Sorgen gehen so weit, dass mit den Zinserhöhungen (den ersten seit elf Jahren) der Euroraum wieder in Schwierigkeiten gerät und wir es mit einer neuen Eurokrise zu tun bekommen könnten.

Der Zuwachs der Renditen macht Anleihen wieder attraktiver und reduziert das Chance-Risiko-Verhältnis für Aktien und Private Equity. Es ist auch davon auszugehen, dass die steigenden Zinsen den Einsatz von Fremdkapital verteuern werden und sich die Eigenkapitalrendite einzelner Transaktionen aufgrund der vorsichtigeren Nutzung von Leverage reduzieren wird. Die Verantwortlichen der Vorsorgeeinrichtungen haben zwar grundsätzlich die Erwartung, dass die Unternehmen, die sich in den Portfolios ihrer Private Equity-Fonds befinden, aufgrund ihres Sachwert-Charakters einen geeigneten Inflationsschutz bieten. Trotzdem beschäftigt uns die Sorge, dass die Inflation insbesondere diejenigen Portfolio-Unternehmen treffen könnte, welche die Preissteigerungen für Energie, Rohstoffe oder Personal nicht oder nur bedingt an ihre Kunden weitergeben können. Das Investitionsgeschehen, welches im letzten Jahr das bisherige Rekordjahr 2007 übertroffen hat, wird sich wegen der im Moment noch unterschiedlichen Preisvorstellungen von Käufern und Verkäufern voraussichtlich deutlich verlangsamen. Im letzten Jahr – immerhin ein weiteres Pandemiejahr ver-

bunden mit starken Reisebeschränkungen – konnten Private Equity-Manager mit 622 Mrd. US\$ für 1.032 neue Fonds noch das zweithöchste Kapitalvolumen nach 2019 einwerben.

Im laufenden Jahr wird vermutlich ein deutlich geringeres Volumen von den institutionellen Investoren für neue Private Equity-Fonds bereitgestellt werden. Damit stehen mit all den Fondsmanagern, die noch keine neuen Fonds aufgelegt oder geschlossen haben, vielleicht auch schon die ersten Verlierer der noch jungen Krise fest. Insbesondere im Venture Capital-Segment sehen wir bereits Fondsmanager, die ihr ursprüngliches Fundraising-Ziel für aktuell im Markt befindliche Fondsgenerationen um bis zu einem Drittel des ursprünglich angestrebten Fondsvolumens reduziert haben und diese Maßnahme mit künftig weniger und kleineren Transaktionen begründet haben. Ältere Vertreter von institutionellen Investoren erinnern sich an die späten 90er-Jahre, als zu viel Kapital für zu wenige Investitionsgelegenheiten im Markt war. Venture Capital zeigt sich in den



Trends

Die Entwicklungen der letzten Monate lassen folgende Beobachtungen zu:

Positive Entwicklungen	Negative Entwicklungen	Sonstige Trends
<ul style="list-style-type: none"> ➤ PE-Fonds mit sehr geringer Allokation in Russland/Ukraine (trotzdem können Portfoliounternehmen von Lieferproblemen betroffen sein) ➤ Reduktion des FK-Einsatzes ➤ Sinkende Einstiegspreise verbessern das Potenzial für Multiple-Expansion ➤ Reduktion des Dry Powders 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Einbruch der IPO-Aktivitäten ➤ Reduktion der M&A-Aktivitäten ➤ Höhere Risikoprämien und straffere Finanzierungsbedingungen haben eine Reduktion von Buyout-Transaktionen zur Folge ➤ Universum attraktiver Investitionsgelegenheiten wird schrumpfen ➤ LP's benötigen möglichst genaue Cash Flow-Prognosen ➤ Rückkehr des Denominator-Effektes ➤ Rückflüsse an die institutionellen Investoren reduzieren sich 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Wachsende Bedeutung von Secondaries ➤ Reduktion von GP-led Secondaries ➤ Special Situations und Distressed Funds erfahren Auftrieb ➤ Regulatorische Themen wie ESG/Sustainable Finance Disclosure Regulation (SFDR) und Look Through werden die Branche auch in den nächsten Jahren stark beschäftigen

verschiedenen Wirtschaftszyklen viel anfälliger als das Buy-out-Geschäft.

Insgesamt lassen die Entwicklungen der letzten Monate folgende Beobachtungen zu:

Wo Risiken sind, gibt es aber auch Opportunitäten. Herausfordernde Zeiten beunruhigen Kapitalmärkte und ihre Teilnehmer. Wer aber strategisch seinen Kurs hält, der hat mit „Krisen-Jahrgängen“ einige Zeit später sehr ordentliche Renditen erzielt. In der Vergangenheit hat allerdings ein Großteil der institutionellen Investoren diese Diszipliniertheit missen lassen: 2009 waren die Kapitalzusagen nach der Finanzkrise nahezu eingebrochen. Die nahe Zukunft wird zeigen, ob man bei den Vorsorgeeinrichtungen die Lehren aus der Vergangenheit beherzigen und dieses Mal kontinuierlich weiter investieren wird.

Private Equity erwies sich in früheren Krisen als Portfoliostabilisator

Während für Aktien und Anleihen täglich Marktpreise festgestellt werden (und es dabei immer wieder zu Über- und Untertreibungen kommt), wird der Wert von Private Equity-Anlagen auf vierteljährlicher Basis bestimmt und zudem den Investoren typischerweise erst 45 Tage nach Quartalsende übermittelt. Nicht zuletzt diese unterschiedlichen Bewertungszyklen haben den Investoren in Private Equity-Fonds in verschiedenen Krisen nachweislich eine vergleichsweise hohe Wertstabilität beschert.

Die überzeugenden Renditen der Private Equity-Fonds können aber wohl auch mit der aufwändigen Fundamentalanalyse der Private Equity Manager sowie ihrem hohen strategischen und operativen Einsatz bei den Portfoliofirmen erklärt werden. Im Gegensatz zur „liquiden Welt“ halten Private Equity Manager a) häufig eine Mehrheit am Zielunter-

nehmen und haben b) weniger Portfoliounternehmen als ein Aktienfonds im Bestand. Insofern liegt der Fokus auf weniger Unternehmen und die Chance, ein höheres Wertschöpfungspotenzial zu realisieren steigt deutlich an. Auch die Art und der Zeitpunkt eines Verkaufs weichen erheblich von der „liquiden Welt“ ab. Private Equity Manager denken häufig bereits beim Einstieg in ein Unternehmen über den optimalen Exit-Kanal nach. Darüber hinaus können geeignete Marktfenster für eine Veräußerung abgewartet werden. Nicht zu vernachlässigen ist bei Private Equity auch das höhere Alignment-of-Interest. Der Private Equity Manager steigt meist selbst mit eigenem Kapital ein und die Vergütung hängt auch maßgeblich vom Erfolg der Investitionen ab.

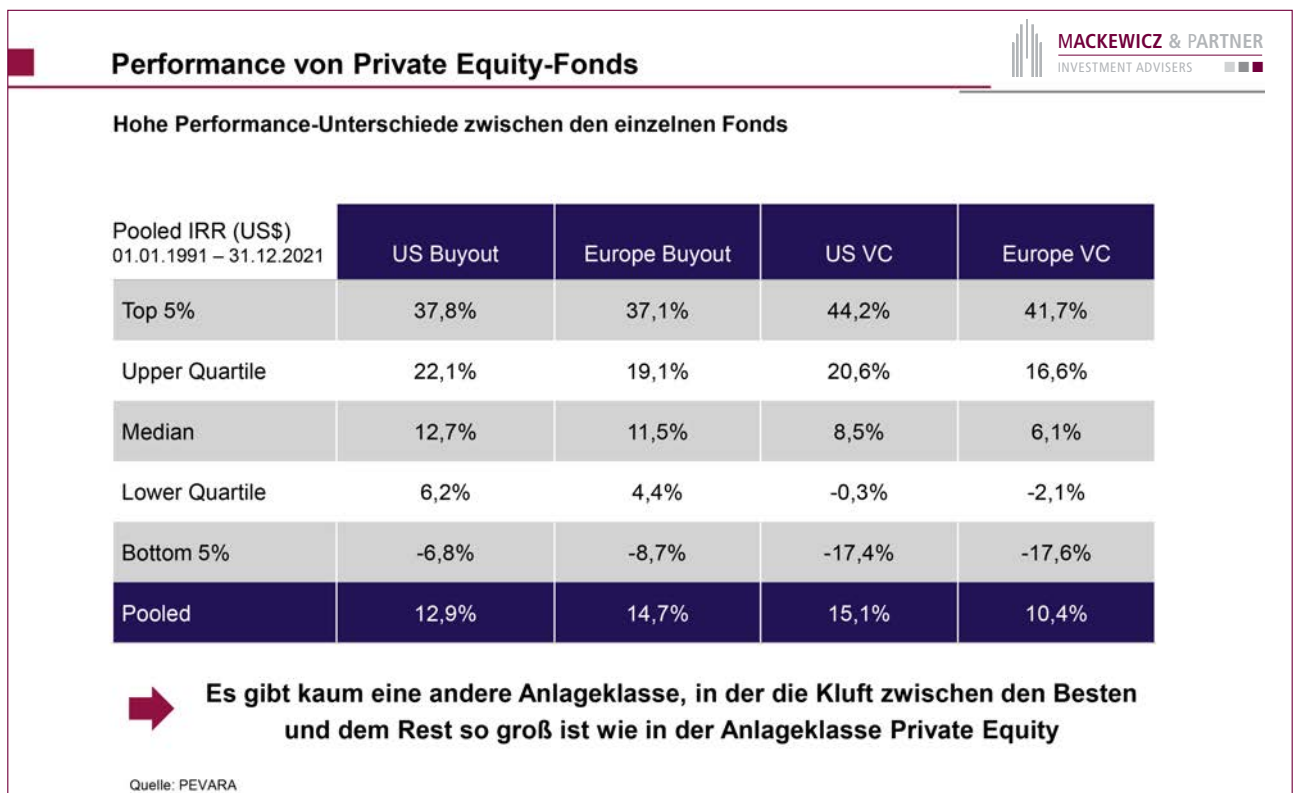
Während ein Aktienmanager eher passiv auf eine Wertsteigerung seiner ausgewählten Aktien „hofft“, können gute

Beteiligungsmanager erheblich zum Gelingen einer guten Performance beitragen.

Private Equity-Fonds weisen große Performance-Unterschiede auf

Aus Investorensicht ist aber Vorsicht geboten. In wohl keiner anderen Anlageklasse sind die Unterschiede zwischen den besten und den schlechtesten Fonds so groß wie in der Anlageklasse Private Equity. Während die Top 5 Prozent der Fonds jährliche Renditen von weit über 20 Prozent erzielen, reichen die Renditen der schlechtesten fünf Prozent aber auch in den negativen Bereich.

Diejenigen unter den institutionellen Investoren, die auf erfolgreiche PE-Programme zurückblicken können, haben ihre



Quelle: PEVARA

Investitionen über Regionen und Stile breit diversifiziert und vor allem über alle Jahrgänge – vollkommen unabhängig von der aktuellen Wirtschaftslage – investiert. Erst durch diese regelmäßige Investitionstätigkeit wird gewährleistet, dass die Investoren von den verschiedenen Zyklen profitieren. Grund hierfür ist, dass die im Portfolio befindlichen Fondsmanager in konjunkturell schwierigen Zeiten Unternehmen zu günstigen Preisen erwerben und dann in guten Zeiten zu attraktiven Preisen veräußern können. Darum erzielen PE-Fonds, die in konjunkturell schwierigen Zeiten investieren, oft mehr als zufriedenstellende Ergebnisse.

PE-Investoren sollten gute Nerven haben und eine kontinuierliche Investitionsstrategie verfolgen. Wenn ein Private Equity-Programm langfristig aufgebaut wird, gleichen sich die Performance-Unterschiede der einzelnen Jahrgänge tendenziell aus, und mit der Zeit erhält der Investor stetige Rückflüsse, die sowohl für den Anlagezweck als auch für Re-Investitionen ausreichen, um das Programm ohne frische Gelder aufrecht zu erhalten. Market-Timing und Private Equity passen nicht so recht zusammen. Investoren sollten auch in der Krise konstant weiter investieren. Eine gute „Bottom-up“-Fondsselektion gepaart mit einer guten (Vintage-Jahr-)Diversifikation wird auch in der aktuellen Krise zum Erfolg führen.

Private Equity hilft der Altersvorsorge

Erfolgreich war auch der damalige Freiheitskampf der Schweizer Bevölkerung gegen die Unterdrückung durch die Habsburger und damit auch für einen auskömmlichen Lebensstandard. Heute kämpfen die Pensionskassen für einen auskömmlichen Lebensabend ihrer Anspruchsberechtigten. Dazu kann Private Equity einen wesentlichen Teil beitragen. Aber Achtung, wusste auch schon Wilhelm Tell: „Allzu straff gespannt, zerspringt der Bogen“!

Haftungsausschluss

Mackewicz & Partner übernimmt keinerlei Gewähr für die Aktualität, Korrektheit, Vollständigkeit oder Qualität der bereitgestellten Informationen. Haftungsansprüche gegen Mackewicz & Partner, welche sich auf Schäden materieller oder ideeller Art beziehen, die durch die Nutzung oder Nichtnutzung der in diesem Newsletter aufbereiteten Informationen bzw. durch die Nutzung fehlerhafter und unvollständiger Informationen verursacht wurden, sind grundsätzlich ausgeschlossen. Die Vollständigkeit, Richtigkeit und Zuverlässigkeit der aus den verschiedenen Quellen gewonnenen Informationen konnte Mackewicz & Partner nicht im Einzelnen überprüfen und übernimmt daher hierfür auch keine Verantwortung, Gewährleistung oder Garantie. Dieser Newsletter dient lediglich Informationszwecken und ist weder ein Verkaufsprospekt, noch eine Werbung oder eine Empfehlung für bestimmte Fondsangebote. Soweit in unseren Analysen Prognosen oder Erwartungen formuliert werden, sind diese als vorausschauende Angaben ohne Zusicherungscharakter zu verstehen. Mackewicz & Partner nimmt insoweit keine Garantienstellung ein. Naturgemäß sind solche - in die Zukunft gerichteten - Aussagen mit Risiken und Ungewissheiten verbunden. Die tatsächlichen Ergebnisse können daher wesentlich von den in der Analyse geäußerten Erwartungen und Annahmen abweichen. Hier können Marktmechanismen wirken, die das Analyseergebnis negativ beeinträchtigen können. Darüber hinaus können unsere Analysen bestimmte Annahmen zu Vereinfachungszwecken enthalten. Mackewicz & Partner steht nicht dafür ein, dass sich diese Annahmen auch bewahrheiten.

Mackewicz & Partner

Investment Advisers

Ohmstraße 22 | 80802 München

Telefon: +49 89 89 520 790

E-Mail: info@mackewicz-partner.de

Mitglied im:



Für weitere Informationen:

www.mackewicz-partner.de