



Altersvorsorge 2.0 – der Staat als Risikoinvestor

Die Altersvorsorge gerät immer mehr in Schieflage. In der Schweiz ist seit Jahren ein politischer Hickhack im Gange, der zu keiner Lösung zu kommen scheint. Hat die politische Wende nach Links-Grün vielleicht eine Chance, das Problem zu lösen? Oder erstickt sie an unhaltbaren Utopien? In einem sich rasch wandelnden politischen Umfeld versucht der folgende Beitrag umsichtigen Anlegern Orientierung zu bieten.

VON MAGNUS PIROVINO

Junge Leute sind wirklich nicht zu beneiden. Früher wurden die Guthaben ihrer Pensionskassen noch stattlich – mit drei, vier Prozent oder mehr – verzinst. Und die Umwandlungssätze vom Alterskapital in Renten waren noch bei sechs, sieben Prozent oder sogar höher. Heute sieht das alles anders aus. Die Pensionsguthaben werden kaum noch verzinst und die Umwandlungssätze purzeln wie die Preise im Sommerausverkauf. Pro 100'000 Franken Alterskapital gibt es für viele Neupensionierte (im überobligatorischen Bereich) gerade noch mal 4'500 Franken Jahresrente. Tendenz fallend.

Machen wir dazu eine kurze Modellrechnung. Anna ist dreißig Jahre alt. Sie verdient 5'500 Franken monatlich. Mit 0.5% Verzinsung beträgt ihr Vorsorgekapital bei der Pensionierung etwa 270'000 Franken. Bei einem Umwandlungssatz von 4.5% entspricht dies gerade mal einer monatlichen Altersrente von gut 1'000 Franken. Also nicht einmal 20% ihres letzten Monatslohns. Wäre Anna vierzig Jahre früher geboren, wie ihre Tante Renate, sähe die Rechnung anders aus. Renate, die gleich viel verdiente, hat noch mit 4% Verzinsung rechnen können, ihr Guthaben bei der Pensionierung war bei etwa 520'000 Franken und sie kam mit einem Umwandlungssatz von 7% auf gut 3'000 Franken Monatsrente, satte 55% ihres letzten Monatslohns.

Anna ist also doppelt benachteiligt gegenüber Renate. Sie wird nicht nur viel weniger Vorsorgekapital bei ihrer Pensionierung zur Verfügung haben, dieses wird anteilmäßig auch noch in eine viel tiefere Rente umgewandelt.

Was wiegt schwerer für Anna? Die zu erwartende tiefe Verzinsung ihres Vorsorgekapitals oder der tiefe Umwandlungssatz?

Die Antwort ist klar: die tiefe Verzinsung. Bleibt die Verzinsung tief, dann käme Anna auch bei einem Umwandlungssatz von 7% lediglich auf das Anderthalbfache, also auf 1'500 Franken monatlich. Bleibt hingegen der Umwandlungssatz tief und stiege die Verzinsung auf 4% – was Aktien auch heute noch langfristig hergeben –, so verdoppelte sich ihre Altersrente schon auf 2'000 Franken.

Anna ist noch jung. Ihre Pensionierung weit weg. Die Pensionskasse könnte für sie also getrost sehr langfristig anlegen und dabei das Maximum herausholen. 100% Aktien wären genau das Richtige. So käme Anna wenigstens zu einem gleichhohen Vorsorgekapital wie Renate bei der Pensionierung. Wäre das nicht ein guter Schritt, um das Vorsorgeproblem zumindest teilweise zu lösen? Sollte man doch meinen! Wieso geschieht es trotzdem nicht?

Die Pensionskasse ist nicht nur für die Jungen wie Anna da – um ihre sogenannten «Assets» anzulegen –, sondern gleichzeitig eben auch für Leute wie Renate, also ihre pensionierten Rentner. Diesen gegenüber hat sie Verpflichtungen, sogenannte «Liabilities». Und Renate muss sie bis zum Tode 3'000 Franken Monatsrente zahlen. Diese Verpflichtungen ähneln eher sicheren Bundesobligationen als riskanten Aktien. Um gegenüber diesen Verpflichtungen nicht ein zu großes Anlagerisiko einzugehen, ist die Pensionskasse gezwungen, einen sehr großen Anteil ihres Anlagevermögens in risikolosen Obligationen zu halten. Diese werfen aber keine Rendite mehr ab. Es ist also nur leicht überspitzt zu sagen: Die junge und risikofähige Anna muss heute für ihre alte, absolut risikoscheue Tante Renate büßen.

These 1: Wohlstand im Alter ist und war immer unsicher.

Das erhöhte Sicherheitsbedürfnis der alten «Babyboomer-Generation» geht heute zulasten einer erhöhten Wohlstandsunsicherheit der jungen Erwerbstätigen im Alter.

Problemanalyse der Altersvorsorge im Detail

Die Schweiz kennt seit mehreren Jahrzehnten ein sogenanntes Dreisäulenprinzip in der Altersvorsorge. Die erste Säule, die staatliche Vorsorge (AHV) wird durch ein sogenanntes Umlageverfahren finanziert. Die Lohnbeiträge der Erwerbstätigen fließen direkt in die Altersrenten. Die zweite Säule, die berufliche Vorsorge (BVG) wird durch ein sogenanntes Kapitaldeckungsverfahren finanziert. Mit den Lohnbeiträgen wird Kapital für die Versicherten geäufnet und investiert: zur Deckung ihrer Pensionsansprüche. Und die dritte Säule beinhaltet freiwilliges, privates Sparen für das Alter, das allfällige Vorsorgelücken der ersten und zweiten Säulen schließen soll.

In der dritten Säule spart jeder vollständig individuell für sich. In der ersten Säule ist die Vorsorge vollständig (staatlich) sozialisiert: Die Erwerbstätigen bezahlen über ihre Lohnbeiträge die Rentner. Die zweite Säule ist ein Zwitterding zwischen individueller und sozialisierter Vorsorge. Einerseits spart jeder Versicherte individuell Kapital in der Pensionskasse an, das dann später für seine Pensionsansprüche benutzt werden kann. (Idealerweise würde für die Jungen langfristig investiert, zu 100% in ertragsreiche Aktien. Das Problem ist jetzt aber: Für die Rentenansprüche eines Versicherten haftet jeder nicht nur mit seinem eigenen Anteil am Kapital, sondern die Pensionskasse als Ganzes.) Andererseits haften die Neueintretenden jungen und auch alle aktiven, beitragszahlenden Versicherten solidarisch für die bereits Pensionierten. Außerdem ist die Pensionskasse verpflichtet, den aktiven Versicherten jederzeit volle Freizügigkeit zu gewähren. Jemandem, der sich selbständig macht oder mit dem Arbeitgeber auch die Vorsorgeeinrichtung wechselt, muss sie jederzeit sein Kapital zu 100% auszahlen können. Mit diesen beiden Verpflichtungen am Hals ist die Pensionskasse gezwungen, ihr Kapital sehr risikoarm anzulegen, was heute zu einer kümmerlichen Verzinsung führt. **Diese Verpflichtungen hemmen also ein effizientes Kapitaldeckungsverfahren.** Für die junge risikofähige Anna wird gleich risikoarm investiert wie für die bereits pensionierte Renate. Bei den heutigen Zinsen besteht eine Lücke zwischen den eigentlich notwendigen Anlagerisiken, die sich für eine Pensionskasse aus der Langfristigkeit ihrer Anlagepolitik ergäben, und der Unmittelbarkeit ihrer harten Verpflichtungen. Die Kasse ist in eine Falle geraten: in die Tiefzinsfalle, ihre «Assets» kongruent zu ihren «Liabilities» anlegen zu müssen.

These 2: Die berufliche Vorsorge befindet in der Tiefzinsfalle, ihre «Assets» kongruent zu ihrer «Liabilities» anlegen zu müssen.

Wegen ihrer Verpflichtungen sind die Investitionen zu risikoarm im Vergleich zur Langfristigkeit des Anlageziels. Viele sehen in den tiefen Zinsen die Ursache dieses Problems.

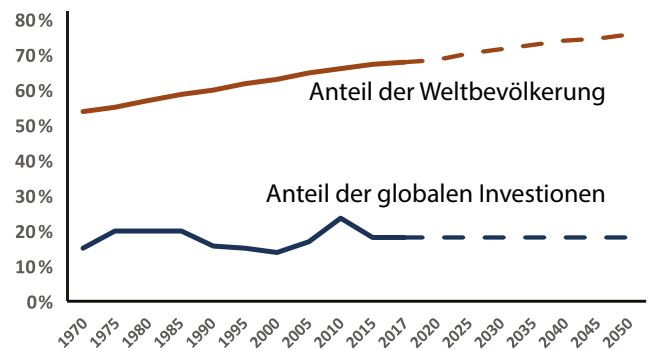
Problemanalyse global – die Investitionen entsprechen nicht der Demografie

Ohne die tiefen Zinsen bestünde das Problem mit der beruflichen Vorsorge also nicht. Aber warum sind denn die Zinsen überhaupt so tief? Könnten die Notenbanken, statt endlos Geld zu drucken, nicht einfach die Zinsen wieder auf Normalmaß erhöhen und alles wäre im Lot?

Der ehemalige US-Finanzminister und Wirtschaftsprofessor Lawrence Summers hat eine einleuchtende Erklärung für die tiefen Zinsen [1]. Er sieht deren Ursache in der globalen Wachstumsschwäche, der sogenannten «Säkularen Stagnation», in der sich die Welt seit geraumer Zeit befindet. Für Summers entsteht diese Schwäche durch eine Lücke zwischen Nachfrage und Angebot bei den Investitionen. Der produktivste Teil der weltweiten Bevölkerung ist zugleich auch der sparsamste. Bei uns im Westen sind dies die gut Ausgebildeten und Reichen der Babyboomer-Generation. In den Entwicklungsländern sticht vor allem China heraus, dessen gesamte Bevölkerung für ihr Alter spart. Würden alle diese Ersparnisse in zukunftsfruchtige Investitionen fließen, wäre dies alles kein Problem. Investitionen wären natürlicherweise dort zu tätigen, wo es viele junge Leute gibt, in ihre Ausbildung und in die dazu benötigte Infrastruktur, kurz: in ihre Fähigkeit, nachhaltig Einkommen zu erzielen. Wie nachfolgende Grafik zeigt, geschieht dies aber viel zu wenig.

che, der sogenannten «Säkularen Stagnation», in der sich die Welt seit geraumer Zeit befindet. Für Summers entsteht diese Schwäche durch eine Lücke zwischen Nachfrage und Angebot bei den Investitionen. Der produktivste Teil der weltweiten Bevölkerung ist zugleich auch der sparsamste. Bei uns im Westen sind dies die gut Ausgebildeten und Reichen der Babyboomer-Generation. In den Entwicklungsländern sticht vor allem China heraus, dessen gesamte Bevölkerung für ihr Alter spart. Würden alle diese Ersparnisse in zukunftsfruchtige Investitionen fließen, wäre dies alles kein Problem. Investitionen wären natürlicherweise dort zu tätigen, wo es viele junge Leute gibt, in ihre Ausbildung und in die dazu benötigte Infrastruktur, kurz: in ihre Fähigkeit, nachhaltig Einkommen zu erzielen. Wie nachfolgende Grafik zeigt, geschieht dies aber viel zu wenig.

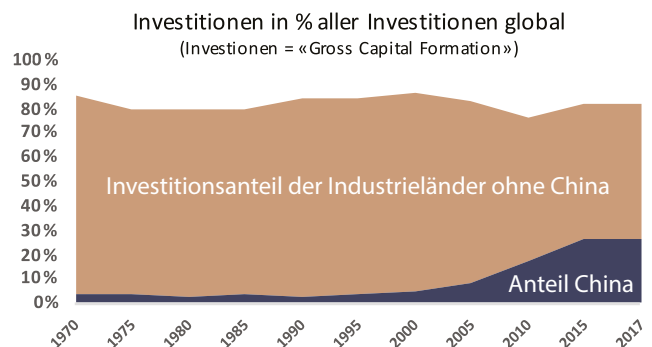
Entwicklungsländer (ex China) Bevölkerung im Vergleich zu den Investitionen



Quellen: United Nations Population Division 2019, World Bank 2019 | OPIRO Research

Die Länder mit einer jungen Demografie sind die Entwicklungsländer (ex China). Diese haben ihren Anteil an der Weltbevölkerung in den letzten fünfzig Jahren von 50% auf über 64% steigern können, Tendenz steigend. Der Anteil aller globalen Investitionen, die in diese Länder flossen, ist aber über die ganzen Jahre hindurch mehr oder weniger konstant bei unter 20% geblieben, Tendenz gleichbleibend. Heute bekommt also etwa ein Drittel einer überalterten Weltbevölkerung (in den entwickelten Ländern) mehr als vier Fünftel aller Investitionsgelder ab, die bei ihnen in diesem Ausmaß schlicht und ergreifend auf zu wenige attraktive Zukunftsprojekte stoßen. Dass wir das nicht schon viel früher – wie in Japan – härter zu spüren bekamen, ist einzig und allein dem Umstand geschuldet, dass China in den letzten beiden Jahrzehnten eingeschprungen ist.

Industrieländer mit und ohne China



Quellen: United Nations Population Division 2019, World Bank 2019 | OPIRO Research

China hat aber jetzt seine Infrastruktur gebaut und beginnt seit einiger Zeit zu schwächeln – ein Trend, der sich aufgrund seiner Demografie langfristig fortsetzen wird. In den Industrieländern schrumpfen die Investitionen seit Langem. Trotzdem wird dort munter weiter gespart («Savings Glut»). Klar, man muss ja für das Alter vorsorgen. Es entsteht eine Lücke zwischen Investitionsplänen und -möglichkeiten. **Die überschüssigen Gelder dieser Investitionslücke werden nicht umgeleitet in die bevölkerungsreichen Entwicklungsländer, sondern im risikoarmen Cash, Staatsobligationen, Gold und dergleichen gehortet, wo sie in einem Kreislauf verharren und wenig reale Wirkung entfalten.** Die Nachfrage nach Cash und Staatsobligationen treibt deren Preise in die Höhe und die Zinsen in den Keller.

Warum gehen diese Gelder nicht in die Entwicklungsländer, wo sie den Jungen zu neuen Startmöglichkeiten verhelfen könnten? Geld in die Subsahara-Region zu schicken, wäre aus Demografie-Überlegungen zwar das Richtige. Aber wegen der Korruption, den dysfunktionalen Staatsapparaten, die wenig mit Bildung und Infrastruktur am Hut haben, gibt es auch dort zu wenig attraktive Zukunftsprojekte, in die zu investieren es sich lohnt.

Nach Lawrence Summers ist diese globale Nachfrageschwäche der «Säkularen Stagnation» also der Grund für die tiefen Zinsen und nicht die Notenbanken, die eigentlich gar nicht anders können, als in diesem Umfeld die Zinsen tief zu halten.

These 3: In der Globalisierung ist der Zins eine globale Größe.

Er ist so tief, weil auf globaler Ebene die Ersparnisse der «Alten» zu risikoavers angelegt werden und die «Alten» zu wenig in die «Jungen» investieren. Der tiefe Zins ist also eine Folge einer globalen Risikoaversion nicht die Ursache des Problems.

Der Staat als Investor für Wachstum und Gleichheit

Der Konflikt zwischen den risikoscheuen Alten und risikofähigen Jungen bei der beruflichen Vorsorge spiegelt sich also auch auf globaler Ebene bei den Investitionen. Die Alten investieren zu wenig in die Jungen, weder auf privater Basis noch auf staatlicher Ebene.

Wie könnte diese Kluft überbrückt werden?

Wohl oder übel wird der Staat dabei eine entscheidende Rolle spielen müssen. Die Industriestaaten beginnen jetzt damit, die notwendigen Investitionen in Infrastruktur und Bildung zuhause und – nach dem Vorbild Chinas – auch global nachzuholen. Im Gleichschritt dazu wird die Welt beschäftigt sein, die globalen Investitionen in Innovation und Prävention für den Klimaschutz zu fördern. Die von der «Global Commission on the Economy and Climate» geschätzten 90 Billionen USD an neuen, nachhaltigen Infrastrukturinvestitionen, die weltweit bis ins Jahr 2030 anstehen, werden wahrscheinlich noch bei Weitem übertroffen werden [2]. Und das sind keine einmaligen Investitionen. **Der Klimawandel wird uns alle nachhaltig und ständig beschäftigen. Vor allem auch den Mittelstand: positive Nachrichten sowohl für den Breitenwohlstand und die Beseitigung der Ungleichheit, als auch für das langfristige Wachstum.** Damit dies alles aber finanziert und von den Bürgern auch getragen wird, braucht es eine breit angelegte politische Dis-

kussion über «gute Schulden» und «schlechte Schulden». Wenn der Staat Schulden macht, um in Infrastruktur und Bildung – auch weltweit – zu investieren, ist dies eigentlich zu begrüßen. Wohingegen Schuldmachen für undiszipliniertes Haushalten – wie bis 2012 in ganz Südeuropa oder heute in Argentinien – nach wie vor zu vermeiden ist. So kann eine fiskalische Ausweitung – gerade zum Beispiel in Deutschland oder in der Schweiz – in Kombination mit der expansiven Geldpolitik durchaus Sinn machen. Treibende Kräfte sollten aber nicht nur die Linken und Grünen sein, die von Natur aus wenig wirtschaftsfreundlich sind, sondern es bedarf gleichzeitig der Disziplinierung durch starke liberale Kräfte.

These 4: Der Staat wird immer mehr in die Rolle des globalen Investors gedrängt.

Dabei wird er zwei Ziele verfolgen:

- a) die Beseitigung der Ungleichheit und
- b) die Erzeugung von Breitenwohlstand (starke Mittelschicht).

Damit diese sozialen Ziele auch ökonomisch aufgehen, benötigt die Politik starke liberale und marktwirtschaftliche Gegenkräfte (Soziale Marktwirtschaft).

Der Staat als Investor für die Altersvorsorge

Der Staat als Investor wird aber nicht nur die Lücke für fehlende Infrastruktur- und Bildungsinvestitionen füllen müssen, sondern wohl auch in der Altersvorsorge. Eine sehr lesenswerte Studie des Schweizer Investment Consultants PPCmetrics zeigt eindrücklich die verschiedenen Möglichkeiten auf, wie das Verhältnis zwischen Umlage- und Kapitaldeckungsverfahren in der Altersvorsorge ausgestaltet werden könnte [3]. Ihre Hauptthese «Die Umlagefinanzierung (AHV) und die kollektive Kapitaldeckung (BVG) unterscheiden sich nur durch den Umfang der impliziten Staatsverschuldung und durch die eingegangenen Anlagerisiken» wird in verschiedenen Szenarien untersucht.

Das Kapitaldeckungsverfahren, so die Studie, biete nur dann einen Vorteil gegenüber dem Umlageverfahren, wenn auch Anlagerisiken eingegangen werden. (Die dadurch erzielte Risikoprämie fungiert als sogenannter «dritter Beitragszahler»). Je mehr Garantien das Kapitaldeckungsverfahren gewährt, die eine risikolose Anlage erfordern, desto kleiner der Vorteil gegenüber dem Umlageverfahren.

Wie wir gesehen haben, ist die heutige Verzinsung der Pensionsgelder viel zu tief. Eben weil – wegen der vielen Verpflichtungen – zu wenig Anlagerisiken eingegangen werden. Die Studie kommt zum erstaunlichen Schluss: «Es braucht keine individuell kapitalgedeckte zweite Säule, damit eine Gesellschaft langfristig Anlagerisiken eingehen und von einer erwarteten Zusatzrendite auf diesen risikobehafteten Vermögensanlagen profitieren kann. Mit Staatsschulden finanzierte [...] Vermögensanlagen können auf kollektiver Ebene dieselbe Funktion erfüllen.» In der Schweiz könnten diese Anlagerisiken im Wertschriftenportfolio der Schweizerischen Nationalbank oder durch einen Staatsfonds nach dem Vorbild von Norwegen oder Singapur gesteuert werden. Die Studie zeigt auch andere Optionen auf und will dadurch eine Grundlage zur Versachlichung der öffentlichen Diskussion und zur Willensbildung schaffen. Eine Diskussion, die aufgrund der tiefen Zinsen auf politischer Ebene immer dringlicher wird.

These 5: Die Gesellschaft als Ganzes wird über den Hebel der Staatsverschuldung in irgendeiner Form als Risikoinvestor auftreten, um das «Asset-Liability-Gap» bei der beruflichen Vorsorge zu schließen.

Anlagekonklusion

Wir müssen uns auf zwei Szenarien einstellen. Leicht wird das Investieren in beiden nicht.

Hauptszenario: «Der Staat als Investor hat mittelfristig Erfolg»

Noch vor zehn Jahren hätte ich gesagt: «Der Staat als Investor? Dabei kann nichts Gutes herauskommen!» Heute bin ich vorsichtiger. Eben weil die privaten Investitionen – global gesehen – dermaßen in Schieflage geraten sind. So sehr, dass sie keinen Ausgleich mehr zwischen Jung und Alt schaffen. Der Erfolg der staatlichen Investitionen lässt sich in den nächsten Jahren an ein paar qualitativen Kennzeichen ablesen:

- Hohes Engagement in Bildung, Infrastruktur und Klimaprojekten – auch global.
- Tiefe Arbeitslosigkeit.
- Wiedererstarben des Mittelstands und Erzeugung von Breitenwohlstand, der immer globaler wird.
- Breite Bürgerpartizipation am politischen Diskurs und Erneuerung des Demokratieverständnisses.
- Eine konstruktive politische Zusammenarbeit zwischen linken und grünen Politikern mit den nach wie vor einflussreichen liberalen Kräften.

Es gibt auch quantitative Kennwerte des Erfolgs:

- Anhaltend tiefe Zinsen mit nachhaltig positivem Wachstum.
- Die Risikoprämie für Aktien muss auf mittlere Frist (drei bis fünf Jahre) signifikant positiv bleiben. (Der Staat als Hebelinvestor ist nur dann erfolgreich, wenn er sich günstig refinanzieren und ertragreich anlegen kann.)
- Sehr langsam steigende Realzinsen. (Über einen Zyklus von 15 bis 30 Jahren sollte sich die Zinssituation langsam normalisieren.)

Aktien sind im Hauptszenario auch auf mittlere Sicht immer noch gute Investitionen. «Impact Investing» wird weiterhin erfolgreich bleiben. Die höchsten Risikoprämien auf lange Sicht erzielen «Private Markets», insbesondere «Private Equity Investments» in den aufstrebenden Ländern. Staatsanleihen haben zwar keinen Ertrag, bieten in Stress- und Krisensituationen trotzdem einen gut diversifizierenden Kapitalschutz. Gold sollte man in diesem Umfeld der – wenn auch sehr langsam – steigenden Realzinsen eher meiden.

These 6: Der Staat als Investor hat gute Erfolgchancen, falls Links-Grün konstruktiv mit den Liberalen zusammenarbeitet.

Die Renditen der festverzinslichen Staatsanleihen werden auf viele Jahre hinaus tiefer liegen als das nominale Wirtschaftswachstum. «Private Markets» haben im Hauptszenario die besten Chancen signifikante Realrenditen zu erzielen.

Nebenszenario: «Der Staat als Investor versagt»

Dies ist vor allem dann zu befürchten, wenn die Linken und Grünen jetzt durchmarschieren. Beide kümmern sich stark nur um Verteilungsfragen und darum, wo die Investitionen hingehen sollen. Und nicht darum, ob das Ganze wirtschaftsfreundlich finanziert werden kann. Es braucht die liberalen Kräfte, die für Fiskaldisziplin sorgen. Und dafür, dass auch im freien Wettbewerb wirtschaftliche Lösungen für die globalen Probleme gefunden werden. Ist dies nicht der Fall, drohen massive Fehlallokationen und ein Zusammenbruch des globalen Finanzsystems. Eine solche Krise wäre jedoch mit so immensen sozialen Verwerfungen und Auseinandersetzungen verbunden sein, dass Investieren zweitrangig würde. Man setzt in diesem Nebenszenario wohl am besten auf sichere Staatsanleihen und Sachwerte, wie Immobilien in einer möglichst stabilen Region, sowie auf Gold.

Aber geben wir den staatlichen Experimenten – unter liberaler Kontrolle – jetzt eine Chance. Das Hauptszenario bietet durchaus langfristige Opportunitäten und Chancen, auf die wir setzen können. Auch ein privater Investor kann hoffen – klug investiert – von diesem staatlichen Rückenwind mitgetragen zu werden.

Danksagung, Literatur- und Quellenverzeichnis

Herzlichen Dank an Dr. Andreas Reichlin für die öffentliche Zurverfügungstellung der PPCmetrics-Studie und seine kritische Durchsicht. Herzlichen Dank auch an Ikram Boulfernane für ihre wertvollen Quellenhinweise.

^[1] larrysummers.com/2016/02/17/the-age-of-secular-stagnation/

^[2] newclimateeconomy.report/2018/

^[3] PPCmetrics, Juni 2017: ppcmetrics.ch/files/1014/9751/0677/Prasentation_Umlage_vs_Kapitaldeckung_V5.pdf

WICHTIGER HINWEIS

Diese Publikation dient ausschließlich zur Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Offerte oder Aufforderung zur Offert-Stellung und kein öffentliches Inserat zum Kauf- oder Verkauf von Anlage- oder anderen spezifischen Produkten dar. Der Inhalt dieser Publikation beruht auf Informationsquellen, welche wir als zuverlässig erachten. Wir können aber keine Zusicherung oder Garantie für dessen Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität abgeben. Die Umstände und Grundlagen, die Gegenstand der in dieser Publikation enthaltenen Informationen sind, können sich jederzeit ändern. Einmal publizierte Informationen dürfen daher nicht so verstanden werden, dass sich die Verhältnisse seit der Publikation nicht geändert haben oder dass die Informationen seit ihrer Publikation immer noch aktuell sind. Die Informationen in dieser Publikation stellen weder Entscheidungshilfen für wirtschaftliche, rechtliche, steuerliche oder andere Beratungsfragen dar, noch dürfen alleine aufgrund dieser Angaben Anlage- oder sonstige Entscheide getroffen werden. Eine Beratung durch eine qualifizierte Fachperson wird empfohlen. Anleger sollten sich bewusst sein, dass der Wert von Anlagen sowohl steigen als auch fallen kann. Eine positive Performance in der Vergangenheit ist daher keine Garantie für eine positive Performance in der Zukunft. Außerdem unterliegen Anlagen in Fremdwährungen Devisenschwankungen. Wir schließen uneingeschränkt jede Haftung für Verluste bzw. Schäden irgendwelcher Art aus – sei es für direkte, indirekte oder Folgeschäden –, die sich aus der Verwendung dieser Publikation ergeben sollten. Diese Publikation ist nicht für Personen bestimmt, die einer Rechtsordnung unterstehen, die die Verteilung dieser Publikation verbieten oder von einer Bewilligung abhängig machen. Personen, in deren Besitz diese Publikation gelangt, müssen sich daher über etwaige Beschränkungen informieren und diese einhalten.

IMPRESSUM

AUSGABE: Dezember 2019
HERAUSGEBER: OPIRO Consulting AG, Landstraße 40, FL-9495 Triesen
REDAKTION: Lea und Magnus Pirovino
GESTALTUNG: agentur mehrwert ASW, Zelgweg 34, CH-5405 Baden
FOTO: Magnus Pirovino, Lago Grey – Torres del Paine, Chile
© 2019 OPIRO Consulting AG, Triesen (FL), www.opiro.li