

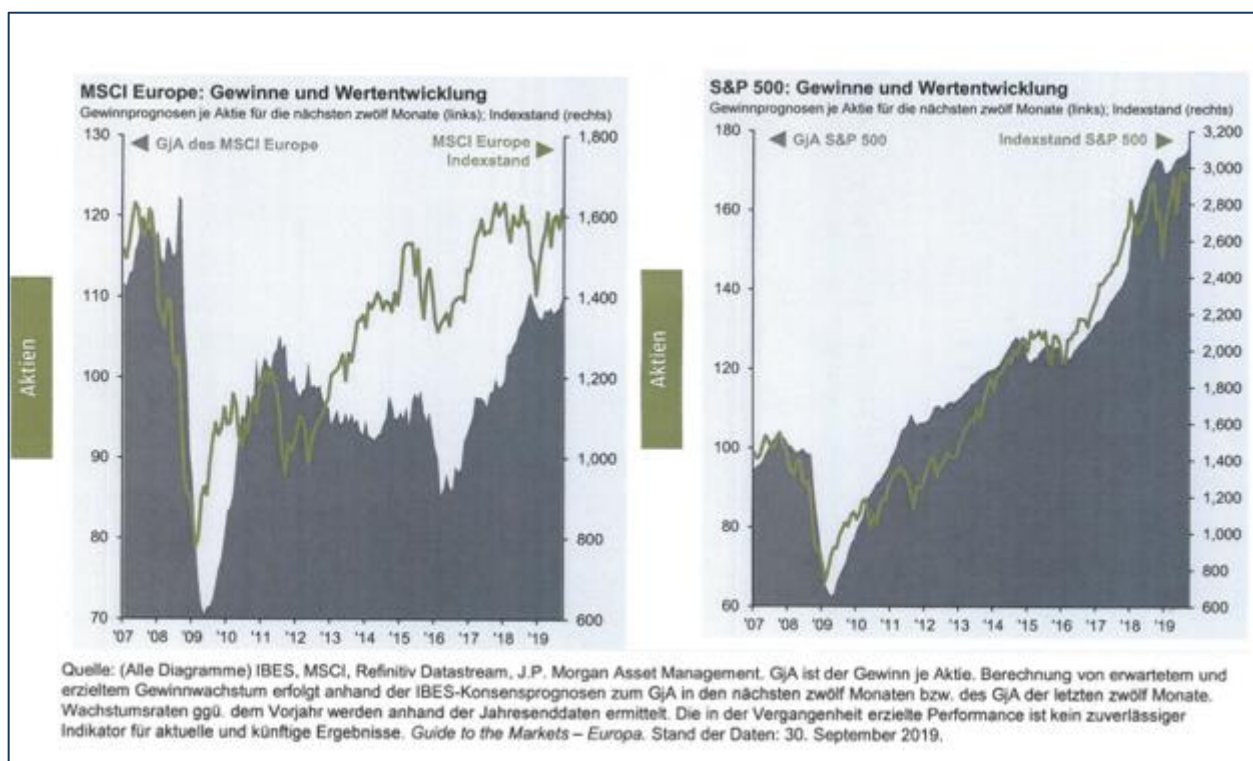
STRATEGISCHE PERSPEKTIVEN NOVEMBER 2019

Schwache Konjunktur, steigende Kurse, und langfristige Trends

Schon im Mai dieses Jahres haben wir die Entwicklung der Aktienmärkte kurz wie folgt beschrieben: Die Kurse steigen, und die prognostizierten Werte für das Wirtschaftswachstum sinken.

Daran hat sich bisher wenig geändert. Wie wollen hier aber nicht schon wieder den Widerspruch zwischen schwächerem Wirtschaftswachstum und sinkenden Gewinnen einerseits und den (für die Aktienmärkte) positiven Effekten sinkender Zinsen andererseits ausbreiten. Das ist ohnedies fast überall zu lesen. Wir wollen stattdessen versuchen, längerfristigen Entwicklungen nachzuspüren. Das sollte dazu beitragen, über die aktuell bestehenden Unsicherheiten hinaus zu blicken und sich etwas stärker daran zu orientieren, womit mittelfristig zu rechnen ist.

Beginnen wir mit einem wichtigen Zusammenhang:



Man beachte zunächst, dass die Werte auf der vertikalen Achsen der beiden Graphiken nicht ident sind. Wären sie das, dann müsste die Graphik auf der rechten Seite, die die Entwicklung in den USA zeigt, doppelt so hoch sein wie die auf der linken. Wesentlich aber ist, dass in den USA der Zusammenhang zwischen der Entwicklung der Gewinne der Unternehmen und der Entwicklung der Aktienkurse langfristig sehr eng ist. Auch der Absturz 2009 ging bei Gewinnen und Kursen ziemlich synchron vor sich. Dieser Zusammenhang kann gelegentlich kurzfristig durch Panikausbrüche an den Börsen unterbrochen werden, sei es, weil wie etwa 1929 die Finanzierung von Aktienkäufen unter Inanspruchnahme viel zu hoher Risiken erfolgt ist, oder aber, weil Spekulationsblasen wie etwa 2008 im Hypothekbereich platzen. Am langfristigen engen Zusammenhang zwischen Gewinnen einerseits und Aktienkursen andererseits hat das nichts geändert.

Wachstumsdynamik in den USA und in Europa

In Europa dagegen sind die Kurse schwächer gestiegen, weil auch die Gewinnentwicklung schwächer war. Eine Zeitlang sind sogar die Kurse den Gewinnen davongelaufen, hauptsächlich deshalb, weil manchmal (vor allem in Zinssenkungsphasen) steigende Bewertungen die schwächere Gewinnentwicklung kompensieren. Die Graphik zeigt aber auch, dass in den USA in den verglichenen Jahren eine beständig höhere wirtschaftliche Dynamik sich zunächst in den Gewinnen ausgedrückt hat. Und die haben sich dann eben in den Aktienkursen niedergeschlagen. Diese höhere Dynamik ist hauptsächlich damit zu erklären, dass in den USA seit Jahren im High Tech Bereich mit einer Reihe von Unternehmen wie Facebook, Amazon, Apple, Google und so manch weiteren besonders dynamische Wachstumsbereiche erschlossen worden sind. Diese Phase rascher technologischer Fortschritte ist noch lange nicht zu Ende. Trotz Trump kommt man daher an den USA bei der Analyse von Investitionschancen nicht vorbei. Dazu kommt, dass die bisherige Berichtsaison besser als erwartet verläuft. Zuvor hatten die meisten Analysten mit einem Gewinnrückgang gerechnet, bis dato liegen die Ergebnisse allerdings im Schnitt um rund 4 % über den Erwartungen. Und die Investoren schätzen die Konjunkturentwicklung ebenfalls optimistischer ein. Das zeigt sich am deutlichsten darin, dass zyklische Werte gerade wieder besser performen.

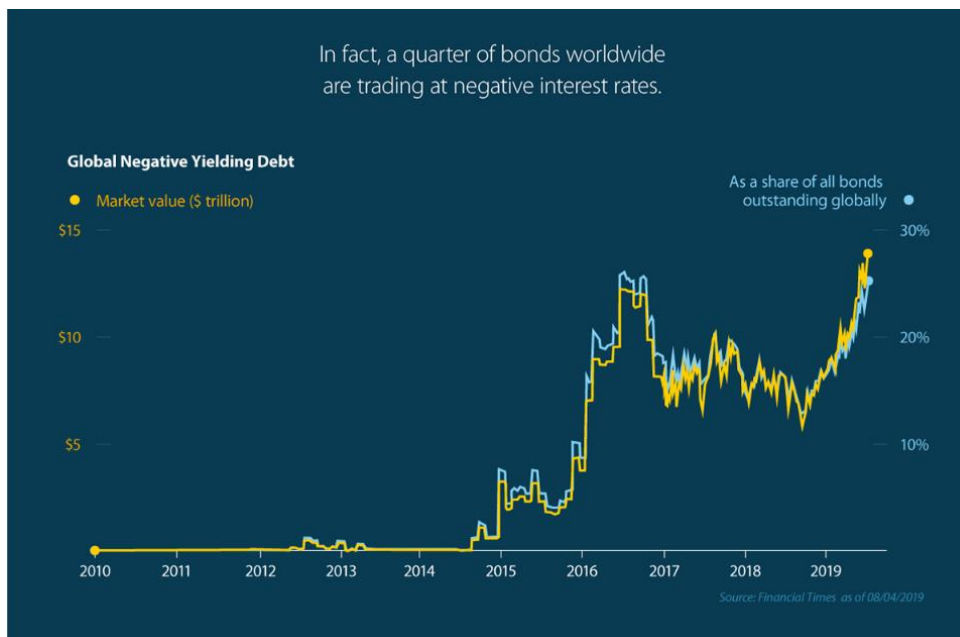
Europa dagegen steckt tief im Dilemma, und nicht nur wegen des Brexits. Wir halten einen weiteren Fortschritt bei der Europäischen Einigung für wichtig und notwendig. Europa muss endlich in der Lage sein, mit einer Zunge zu sprechen. Aber das darf nicht daran hindern, die Schwachstellen des gegenwärtigen Geschehens bei Namen zu nennen und irgendwann einmal anzugehen. Gegenwärtig ist es nicht mehr angebracht, mit dem Finger vor allem auf Italien zu zeigen und es abschätzig mit dem deutschen Vorbild zu vergleichen. Deutschland ist doppelt in die Zwickmühle gekommen: Politisch werden die ganz Rechten und die ganz Linken immer stärker, und die politische Mitte, in Form der großen Koalition ohnedies nur mehr eingeschränkt beweglich, zerbröckelt bis hin zur Handlungsunfähigkeit. Wirtschaftlich ist Deutschland weiterhin stark, aber vor allem im Bereich sogenannter „alter“ Industrien wie Automobile, Chemie und Maschinen, die nicht nur im eigenen Land von Aktivisten immer stärker unter Beschuss genommen werden, sondern auch in Zukunft gegenüber Dienstleistungen auf der Basis moderner Technologien eher zurückbleiben dürften

Das größte Problem Europas ist aber aktuell die massive Überbürokratisierung. Anstelle breiter Schilderungen der Konsequenzen beschränken wir uns hier auf einige Zitate:

Vom früheren deutschen Bundespräsidenten Roman Herzog stammt der Kommentar zur zunehmenden Gesetzesflut, „da hilft nur mehr der Rasenmäher“. Und Clemens Fuest, Nachfolger von IFO-Chef Hans Werner Sinn, hat wörtlich gesagt: „Überregulierung erstickt Deutschlands Wachstum“. (So nebenbei: Nur das von Deutschland?) Und W. Eder, der damalige Generaldirektor der Voest, hat bereits 2013 geäußert: „Wenn Europa nicht bei Energiekosten, Sozialwesen und Bürokratie bremst, wird es in 10 bis 15 Jahren ohne nennenswerte Industrie dastehen.“

Die doppelte Problematik von Anleihen

Der Anteil von Anleihen, die überhaupt keine Zinsen mehr bringen, am gesamten Anleihevolumen ist in den letzten Monaten ständig gestiegen.



Immer noch gibt es Investoren, die Anleihen kaufen – weil sie das Risiko von Aktien scheuen, weil Ihre eigenen oder die gesetzlichen Veranlagungsvorschriften sie dazu zwingen, oder aber, weil sie auf weitere Zinssenkungen und damit auf weiter steigende Anleihekurse setzen. Aber wer darauf spekuliert, ist eigentlich Anhänger der „greater fool theory“, der Annahme, dass es immer noch ein größeren Deppen (oder noch wilderen Spekulanten) gibt als ihn selbst. Auf die „greater fool theory“ sollte man sich aber besser nicht verlassen. Irgendwann gibt es solche „fools“ nicht mehr.

Der internationale Währungsfonds hat vor kurzem auch noch vor einer ganz anderen Gefahr gewarnt: Investmentfonds, die auf Anleihen spezialisiert sind, halten derzeit nach aktuellen Schätzungen rund 1.700 Milliarden an Anleihen mit Null- oder sogar mit Negativverzinsung in ihrem Bestand. Und nicht alle Fonds haben genug liquide Reserven, um daraus auch stärkere Wellen einer Rückgabe von Fondsanteilen zu bewältigen. Wenn es, etwa allein wegen der faktischen Ertragslosigkeit dieses Bestandes, zu größeren Rücklösungen kommt, könnten die Märkte Schwierigkeiten haben, eine solche Welle an Rückgaben zu verkraften. Der Effekt könnten dramatisch sinkende Anleihekurse sein. Die Ökonomen des IWF schreiben daher in ihrem jüngsten Bericht zur Stabilität des globalen Finanzsystems von möglicherweise „düsteren Aussichten für die Finanzstabilität“.

Wir reagieren auf die Negativzinsen und auf diese zusätzliche Gefahr, indem wir einfach keine Anleihen mit längerer Restlaufzeit mehr kaufen. Die Vorhandenen bleiben erhalten, wenn sie schon jetzt, gemessen am Ankaufskurs, eine gute Rendite bringen, aber eine Ausweitung des Bestandes an langfristigen Anleihen halten wir nunmehr für zu riskant.

Die Folgen der Negativzinsen für den Bankensektor

Der Bankensektor kommt vielfach unter Druck. Die Zinsspanne kann bei Negativzinsen nicht im alten Umfang erhalten bleiben. Das für alle Banken wichtige Geschäft der Veranlagung in Anleihen bringt nichts mehr, das Kreditgeschäft unterliegt Regularien, die sowohl der Investitionsbereitschaft als auch der Innovationskraft der Wirtschaft schaden. Die Kreditnehmer, die nach den aktuellen Rahmenbedingungen noch kreditwürdig sind, sind wirtschaftlich stark genug, um Zinsen feilschen zu können. Für die Liquiditätsreserven müssen die europäischen Banken Negativzinsen zahlen, während die amerikanischen Banken immer noch Zinsen für Einlagen bei der FED bezahlt bekommen. Der Unterschied macht jährlich viele Milliarden aus. Goldman Sachs hat errechnet,

dass die Gewinne der europäischen Banken im ersten Halbjahr 2019 im Jahresvergleich durchschnittlich um rund 9 % zurückgegangen sind. Die Konsequenz ist nicht nur ein hoffnungsloses Zurückfallen der Konkurrenzfähigkeit gegenüber US – Banken, die Konsequenz ist auch, dass viele Banken mit den steigenden Anforderungen betreffend die Höhe des Eigenkapitals nicht mehr zurande kommen. Aber das ist von der Europäischen Bankenaufsicht ausdrücklich so gewünscht, sie fördert damit offen einen massiven Konzentrationsprozess.

Damit dürfte sie Erfolg haben, aber damit kommt sie nur vom Regen in die Traufe. Was auf diese Weise geschaffen wird, sind nämlich große Banken, die dann schlicht „too big to fail“ sind, und das in einer Situation, in der die Staatsschulden stetig steigen. Wie das ausgeht, weiß niemand, aber wir wollen mit dem Geld unserer Kunden und mit unserem eigenen nicht dabei sein.

In unseren letzten Strategischen Perspektiven vom September ging es uns darum, die Branchen und Bereiche zu definieren, in denen wir derzeit Investitionen in Aktien für sinnvoll halten. Heute wollen wir einige Branchen vorstellen, in denen Veränderungen stattfinden oder zu erwarten sind, die Aufmerksamkeit verdienen.

Wird Amerika grüner?

Wenn man besonders hartnäckige Leugner und Bagatellisierer des Klimawandels nennen will, dann kommt man schnell auf den derzeitigen amerikanischen Präsidenten. Aber der ist nicht repräsentativ für alles, was sich in den USA – und übrigens auch bei großen Erdölkonzernen - abspielt. Gerade die großen Konzerne verstehen durchaus, was sich in der Welt und in den Köpfen der Konsumenten abspielt. „Big Oil“, die großen Ölkonzerne, haben 2019 bereits mehr als 70 sogenannte „Green Deals“ abgeschlossen, mehr als im ganzen Jahr 2018. BP zum Beispiel investiert massiv in die Entwicklung von Ladesäulen, die ein besonders schnelles Aufladen von Elektroautos möglich machen sollen und strebt überhaupt danach, sich als Grünes Unternehmen zu profilieren.

Die Deutsche Bank weist zu Recht darauf hin, dass dahinter ja nicht nur ein schlechtes Gewissen steht, sondern auch ein nüchternes ökonomisches Kalkül. Die großen Bohrvorhaben zur Gewinnung von Erdöl, egal ob im Meer oder auf dem Festland, kosten immer mehr und sind trotz aller fachkundigen Vorbereitung durch Geologen immer noch nicht wirklich sicher kalkulierbar, von den Großrisiken eines unkontrollierbaren Ölaustrittes ganz abgesehen. Grüne Projekte dagegen lassen sich im Vergleich dazu viel exakter und risikoärmer kalkulieren.

Noch vor zehn Jahren haben in den USA Kohlekraftwerke rund die Hälfte des benötigten Stroms produziert. 2018 waren es nach Angaben der zuständigen Energiebehörde nur mehr 28 %, und für 2020 wird nur mehr ein Anteil von 22 % erwartet. In den letzten 10 Jahren sind in den USA 40 % aller Kohlekraftwerke geschlossen worden. Wenn das in diesem Tempo weitergeht, dann erreichen die USA unter marktwirtschaftlichen Bedingungen ein Ende der Kohlekraftwerke früher als Deutschland, wo sich eine eigene Regierungskommission mit den Plänen für einen langfristigen Ausstieg aus der Kohle abquält. Vor kurzem hat das Unternehmen Murray Energy Gläubigerschutz beantragt, dessen Eigentümer nicht ganz uneigennützig und auch nicht ohne Erfolg ein wichtiger Unterstützer Trumps gewesen ist. Alternative Energie spielt nunmehr auch in den USA eine rasch zunehmende Rolle und beginnt für Investoren interessant zu werden.

Immobilien als beliebte Alternative

In der Diskussion um alternative Anlagen angesichts der Zinsentwicklung spielen Immobilien eine große Rolle. Sie werden als sichere, wertbeständige, und noch dazu mit einer positiven Rendite ausgestattete Investitionsmöglichkeit wahrgenommen.

Umso überraschender mag sein, dass sich Immobilienaktien in den letzten Monaten schlechter entwickelt haben als der allgemeine Markt, wie die nachstehende Graphik zeigt.



Das hat allerdings seine Gründe. Gewerbeimmobilien sind auch konjunkturabhängig, und außerdem wächst bei Gewerbeimmobilien das Angebot nicht langsamer als die Nachfrage. Bei Wohnimmobilien wird die Nachfrage wohl noch länger grösser sein als das Angebot, aber auch hier gibt es gleich zwei Probleme: Das eine ist, dass die Nachfrage zwar groß ist, aber die Preise schneller gestiegen sind als die Einkommen der meisten Menschen, die eine Wohnung suchen. Baukosten und Mietkosten sind europaweit stark gestiegen, bei Wohnungen des gehobenen Preissegments zeigt sich daher heute schon, dass die Zahl derer gering ist, die sich teurere Wohnungen leisten können. Es macht wenig Sinn, von starker Nachfrage zu reden, wenn die Nachfrage preislich immer weniger in der Lage ist, mit dem immer teureren Angebot mitzuhalten.

Das zweite Problem liegt darin, dass die Politik begonnen hat, in die Mietpreisbildung auch bei Neubauwohnungen einzugreifen. Berlin macht dabei den Vorreiter, aber es sieht nicht danach aus, als ob solche Absichten auf Berlin beschränkt bleiben. Immobilien-Aktiengesellschaften, die sich auf bestimmte Regionen konzentrieren (wie etwa **Deutsche Wohnen** auf Berlin), verlieren in solchen Situationen schnell an Wert. Und mit geschlossenen Immobilienfonds gibt es etwas zu viel an schlechten Erfahrungen, um hier nicht zu besonderer Vorsicht zu raten.

Beständig ist nur die Veränderung

Die bisherigen Beispiele sollten vor allem zeigen, dass man sich auf feste Überzeugungen besser nicht verlassen sollte, auch und gerade, wenn es um richtige Investitionsentscheidungen geht. Und es gibt eine Reihe von weiteren Branchen, bei denen es notwendig ist, die aktuellen Veränderungen aufmerksam zu beobachten, einerseits um Fehlentscheidungen zu vermeiden, andererseits um Chancen frühzeitig wahrzunehmen. Drei besonders aktuelle Beispiele wollen wir dafür bringen.

1. **3D – Drucker:** Dabei handelt es sich bekanntlich um eine Technologie, die es möglich macht, auch dreidimensionale Objekte aller Art, quasi von einfachen Schrauben bis hin zu komplizierten Modellen, nicht wie bisher durch Plastik - Spritzguss oder metallurgische

Verfahren herzustellen, sondern durch den Aufbau von zahlreichen minimalen Schichten in einer Art Druckverfahren. Schon mehrere Unternehmen bieten die Herstellung von diversen Produkten mit diesem Verfahren an. Bei Produkten, die in großen Mengen benötigt werden, wie z.B. Plastikteile in Autos, in Haushaltsgeräten und dergleichen, ist das Druckverfahren wohl noch lange nicht konkurrenzfähig. Sobald allerdings mit dem 3D- Druck auch Gegenstände hergestellt werden können, die es an Härte und Festigkeit mit heutigem Metallguss aufnehmen können, wäre das ein technologischer Durchbruch, weil Druckguss die vielfältigsten Anwendungen hat, vor allem in Maschinen jeglicher Art, aber doch von der Herstellung der Formen bis hin zum jeweiligen Guss, relativ aufwendig ist. Ein günstigeres Herstellungsverfahren, wie es der 3D-Druck dann wäre, hätte enormes Wachstumspotential.

2. **Lithium Batterien und Elektroautos:** Elektroautos haben derzeit zwei Probleme: Die Reichweite ist meist deutlich kürzer als die von Benzin- oder Dieselfahrzeugen, und der Zeitaufwand für das Aufladen der Batterie ist deutlich höher als beim traditionellen Tanken. Trotzdem genießen Lithium – Förderer, die Produzenten von Elektroautos wie etwa Tesla und die Hersteller von Batterien bei Investoren hohes Interesse (wobei das im Kurs bereits sehr stark gestiegene **Varta** im Bereich von Minibatterien wie etwa für Hörgeräte aktiv ist und - noch - keine Autobatterien herstellt). Es gibt, auch wir haben darüber berichtet, immer wieder neue Konzepte für Batterien, durchgesetzt haben sich solche Alternativen bisher nicht. Nun haben jedoch Forscher der University of Pennsylvania keine Neuentwicklung, sondern eine Verbesserung vorgestellt, die plausibel erscheint. Das Problem war bisher die Entwicklung zu großer Hitze bei schnelleren Ladezeiten und die damit verbundene Brandgefahr. Die Verbesserung betrifft lediglich die Veränderung der Graphit-Anode durch zusätzlichen Einsatz von Nickel. Die neue Batterie hat angeblich 1700 Lade- Entladezyklen bei Schnellladung problemlos überstanden, eine normale Lithium-Ionen-Batterie brennt bei rund 60 Schnellladezyklen bereits durch. Wir beobachten die weitere Entwicklung dieser Technologie. Wer sie als erster kommerziell vermarkten kann, dürfte ziemlich gute Wachstumschancen haben.

3. **Quantencomputer:** Um den Quantencomputer ranken sich viele Legenden. So wird er etwa als absolut abhörsicher beschrieben. Das ist zu präzisieren. Absolut sichere Codes gibt es bereits, sie sind in jedem besseren Handbuch der Kryptographie nachzulesen. Das Problem solcher Codes ist der notwendige Umfang und der Bedarf an ständiger Aktualisierung, aber auch dafür gibt es bereits Lösungen. Das wirklich Alleinstellungsmerkmal von Botenschriften, die per Quantencomputern übermittelt werden, ist die Fähigkeit, feststellen zu können, ob die übermittelte Botschaft abgehört worden ist oder nicht, aber auch für das Überwinden dieses Phänomens gibt es bereits (theoretische) Konzepte. Was den Quantencomputer wirklich unterscheiden sollte ist seine um Größenordnungen höhere Rechengeschwindigkeit. Allerdings sind Quantencomputer nicht für Jedermann, nach der gegenwärtigen Konzeption sind dafür Niedrigtemperaturen erforderlich, um die notwendige Supraleitfähigkeit herzustellen.

Nun behauptet Google, (und es wurde so in „Nature“ dargestellt), bereits einen Quantenprozessor namens Sycamore hergestellt zu haben, der in 200 Sekunden ein Rechenproblem gelöst habe, für welches der bisher leistungsfähigste Supercomputer Summit von IBM zweieinhalb Tage gebraucht hat. Fachleute hegen allerdings den Verdacht, dass dieser Computer noch kein echter, universell einsetzbarer Quantencomputer sei, sondern nur für die Lösung eines speziell auf ihn zugeschnittenen Problems konstruiert und darüber hinaus nicht nutzbar sei. Mehr ist derzeit nicht zu erfahren. Aber es sieht so aus, als ob Google beim

Bau von Quantencomputern zumindest einen ordentlichen Schritt weitergekommen sei. Auch hier werden wir uns bemühen, die weitere Entwicklung zu verfolgen. Wer als erster einen leistungsfähigen Quantencomputer bauen kann, erschließt sich einen bedeutsamen Vorsprung.

Man kann die gegenwärtige Lage stark vereinfacht wie folgt zusammenfassen: Die zukünftige Entwicklung ist von einer ganzen Reihe politischer und wirtschaftlicher Unsicherheiten gekennzeichnet. Und zugleich gibt es wirtschaftlich und technisch eine Fülle von Veränderungen, an die es sich anzupassen gilt, die aber auch allenfalls gute Chancen bieten. Und das Ganze spielt sich vor dem Hintergrund von Zinsen ab, die in Europa bereits in den negativen Bereich gerutscht sind.

In dieser Situation kaufen wir neue Anleihen nur, wenn sie bei relativ kurzer Restlaufzeit eine positive Mindestverzinsung bieten. Außerdem sichern wir die uns zur Verwaltung anvertrauten Depots teilweise durch shorts ab. Dabei sind die shorts, gemessen am verwalteten Aktienbestand, auf den DAX anteilig höher als die shorts auf den S&P 500. Auf diese Weise bleiben weitere Ertragschancen gewahrt, sind aber reduziert. Im gleichen Ausmaß wird das Risiko reduziert, so dass per Saldo die Schwankungen nach oben und nach unten geringer werden. Außerdem mischen wir im Aktienbestand Aktien mit hohen Wachstumschancen mit soliden Dividendenwerten und „Unverzichtbaren“, so wie wir es in unseren letzten Strategischen Perspektiven geschildert haben. Bei konjunkturrempfindlichen Aktien sind wir derzeit sehr zurückhaltend. Darüber hinaus setzen wir verstärkt unseren Neuen Fonds „Strategie ausgewogen“ ein. Die grundsätzliche Konzeption dieses Fonds besteht darin, bei steigenden Kursen auf Aktien zu setzen und in Schwächephasen daraus wieder auszusteigen. Das will natürlich jeder, die eigentliche Herausforderung besteht darin, Trendänderungen rechtzeitig zu erkennen. In den wenigen Monaten seit Auflage ist es gelungen, unter nur geringen Schwankungen eine langsame, aber stetige Aufwärtsentwicklung zu erreichen.

Im Übrigen finden sich immer wieder interessante Möglichkeiten. Die holländische Versicherungsgesellschaft **AEGON** hat wegen eines dramatischen Gewinnrückganges 2018 im Kurs stark verloren, bietet aber nunmehr bei wieder besseren Gewinnerwartungen aktuell eine Rendite von rund 7 %. Noch im Jänner dieses Jahres haben wir vor den hohen Fixkosten bei Zementfirmen gewarnt. Aber **Lafarge Holcim** hat einen Chef namens Jenisch, der bei diesen Fixkosten rigoros aufgeräumt hat. Eine Schweizer Börsenzeitung hat ihm dafür den Titel „Der Bulldozer“ verliehen. Immerhin hat er auf diese Weise und durch Schließung unrentabler Niederlassungen den Halbjahresgewinn von Lafarge – Holcim glatt verdoppelt. Und **Novo Nordisk**, schon bisher Weltmarktführer bei Insulin – Präparaten, hat gerade ein neues Präparat entwickelt, das oral eingenommen werden kann und das lästige ständige Spritzen erspart. Goldman Sachs hat das Unternehmen daraufhin auf seine „Conviction Buy“ Liste gesetzt.

Wien, 11.11.2019

PRIVATCONSULT Vermögensverwaltungsgesellschaft m.b.H.

Impressum: **PRIVATCONSULT** Vermögensverwaltung GmbH ist eine im Firmenbuch des Handelsgerichts Wien zu FN 195763m eingetragene Gesellschaft mit beschränkter Haftung. Die Eigentümerverhältnisse sind keine anderen als die im Firmenbuch offen gelegten, es besteht keinerlei Treuhandschaft. **PRIVATCONSULT** erbringt Dienstleistungen auf Basis der von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) erteilten Konzession. **PRIVATCONSULT** ist keine Rechtsanwalts-, Steuerberatungs- oder Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und erbringt keine Dienstleistungen, die diesen Berufsständen vorbehalten sind.

Disclaimer: Diese Aussendung ist eine Zusammenstellung von gesammelten Informationen über allgemeine wirtschaftliche Rahmenbedingungen und Entwicklungen. Sie wurde von **PRIVATCONSULT** mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt. Die in diesem Dokument geäußerten Meinungen sind die von **PRIVATCONSULT** zum Zeitpunkt der Redaktion und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Das Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und der Nutzung durch den Empfänger. Es stellt weder ein Angebot noch eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Finanzinstrumenten oder Bankdienstleistungen dar und entbindet den Empfänger nicht von seiner eigenen Beurteilung. Insbesondere ist dem Empfänger empfohlen, gegebenenfalls unter Einschaltung eines Beraters, die Informationen in Bezug auf die Vereinbarkeit mit seinen eigenen Verhältnissen, auf juristische, regulatorische, steuerliche, u.a. Konsequenzen zu prüfen. Das vorliegende Dokument ist ausschließlich für Anleger in Deutschland und Österreich bestimmt. Es richtet sich ausdrücklich nicht an Personen, deren Nationalität oder Wohnsitz den Zugang zu solchen Informationen aufgrund der geltenden Gesetzgebung verbieten. Diese Aussendung ist daher im Sinne des WAG rechtlich lediglich als Marketinginformation zu verstehen, und nicht als Verkaufsprospekt. Alle Angaben in diesem Bericht stammen aus für zuverlässig gehaltenen Quellen, sind aber ohne Gewähr für die Aktualität, Richtigkeit und Vollständigkeit der jeweiligen Information. Eine Haftung für direkte oder allfällige Folgeschäden aus der Nutzung dieser Informationen ist daher ausgeschlossen. Diese Aussendung bedeutet daher weder eine Finanzanalyse noch eine Anlageberatung im Sinne des WAG oder BWG noch eine verbindliche Auskunft. Weil es sich nicht um eine Finanzanalyse handelt, wurde diese Ausarbeitung auch nicht unter Einhaltung der Vorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Jegliche Erwähnung eines Wertpapiers ist als Weitergabe einer bei Dritten eingeholten Sachinformation zu werten, die den gerade genannten Einschränkungen unterliegt, und damit weder als pauschale Kauf- oder Verkaufsempfehlung, noch als persönliche Empfehlung an den Empfänger dieser Aussendung zum Kauf oder Verkauf eines der Wertpapiere. Auf die Zukunft bezogene Aussagen sind allein auf Grund heutiger oder vergangenheitsbezogener Daten erstellt und unterliegen daher erheblichen Unsicherheiten. Auch ist es nicht möglich, im vorliegenden Zusammenhang alle Risiken zu erwähnen, die bei der Entscheidung über Investitionen in erwähnten Veranlagungsinstrumenten berücksichtigt werden sollten. Grundlage für Investitionsentscheidungen können immer nur die individuellen Verhältnisse und Risikoprofile sowie eine vollständigere und aktualisierte Datenlage sein.