



## FAKTOR INVESTING INSIGHTS

25. September 2019

### **Konjunkturzyklus und Outperformance- wahrscheinlichkeit aktiver Ansätze**

#### **Zusammenfassung**

Unsere Simulationen zeigen im Zeitverlauf einen frappierenden Zusammenhang zwischen dem Konjunkturzyklus und dem Anteil von Portfolios, die die Benchmark schlagen. Offensichtlich flüchten sich Investoren im Abschwung in den „sicheren Hafen“ eines Indexinvestments, während im Aufschwung die Chancen groß sind, mit einer Abweichung von der Benchmark diese zu schlagen. Da sich auch die Faktorrenditen von Faktorportfolios in dem von uns berechneten Möglichkeitenraum des aktiven Managements, der die Rendite-Risiko-Kombinationen theoretischer Portfolios gegenüber der Benchmark beschreibt, bewegen und mit der Attraktivität des Möglichkeitenraumes korrelieren, geht aus Sicht des Faktorinvestings mit unseren Ergebnissen eine ökonomische Logik einher: Das Risiko einer Risikoprämie scheint sich eher in unsicheren Zeiten und in einem negativen Marktumfeld zu materialisieren. Mit anderen Worten, in Zeiten schlechter Konjunkturdaten oder anderer (politischer oder monetärer) Verwerfungen und Risiken ist mit einem unattraktiven Möglichkeitenraum und im Durchschnitt eher negativen oder weniger positiven Faktorrenditen zu rechnen.

Die jüngere Vergangenheit war nicht vergnügungssteuerpflichtig, wenn man Anbieter von oder Investor in Faktorstrategien war. Die Publikation *Absolut|alternative*<sup>1</sup> wertet weltweit regelmäßig über 1.000 Smart-Beta-Fonds aus. In den letzten drei Jahren gab es keinen Fonds, der den breiten globalen Aktienmarkt in Form des MSCI World geschlagen hat. Das lag vor allem an der schlechten Wertentwicklung solcher Strategien in den letzten zwölf Monaten; der Zeitraum davor war eher unauffällig.

Nun könnte man mit der Schulter zucken und wieder zur Tagesordnung übergehen, da solche Phasen in der Vergangenheit immer wieder zu beobachten waren und daher kein struktureller Grund zur Sorge besteht. Zudem sollte der Investmenthorizont bei auf Risikoprämien beruhenden Ansätzen ohnehin bei vielen Jahren liegen – nicht ohne Grund spricht man von Risikoprämien, da die Prämie mit einem Risiko einhergeht, das man temporär aushalten muss, um langfristig die Prämie ernten zu können.

Auch aus theoretischer Sicht besteht zunächst kein Anlass, angesichts der durchwachsenen Wertentwicklung derartiger Ansätze frühzeitig das Handtuch zu werfen – schließlich käme dies der Einsicht gleich, dass es doch keine Risikoprämien gibt; und mit dieser Schlussfolgerung würde man sich komplett gegen alle Erkenntnisse der modernen Finanzmarkttheorie und Empirie stellen. Auf der anderen Seite verfolgen Investoren nicht bestimmte Investmentideen oder präferieren gewisse Investmentphilosophien, um die Geltung einer Theorie in der Praxis zu beweisen. Am Ende ist es auch hier wie im echten Leben viel trivialer: Der Investor verspricht sich von seinem Investment eine ansprechende absolute und relative Performance, und wenn diese Performance ausbleibt, können Anlagekonzepte sehr schnell in der Gunst von Investoren sinken, auch wenn sie davor über lange Zeiträume das geliefert haben, was Investoren von ihnen erwartet haben.

Daher ist es auch nicht überraschend, dass es im letzten Jahr nur noch zu begrenzten Zuflüssen in Smart-Beta-Fonds gekommen ist, nachdem in den Jahren zuvor teils beachtliche

<sup>1</sup> Siehe *Absolut|alternative* 03-2019, Seite 17ff.

# Faktor Investing Insights

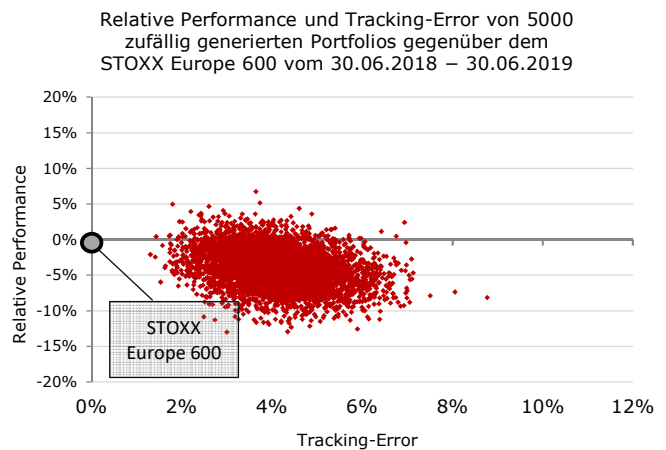
Zuwachsraten verzeichnet werden konnten. Auch die Entwicklung der Fondsaufgaben und Delistings im Zeitverlauf ist aufschlussreich. Während von 2008 bis 2017 die Fondsaufgaben die Delistings (wenn überhaupt vorhanden) deutlich überkompensiert haben, sieht das Bild seit 2018 anders aus; hier gab es nahezu so viele Delistings wie Neuaufgaben.<sup>2</sup>

Doch ist das nun tatsächlich der Anfang vom Ende der Faktoringvestments? Ist überhaupt irgendetwas substanzial anders als in den Jahren und Jahrzehnten zuvor, das Anlass zur Sorge geben würde? Wir haben versucht, dieser Frage auf den Grund zu gehen, indem wir die Veränderungen des Möglichkeitsraumes im Zeitverlauf analysiert haben, der sich ergibt, wenn man komplett losgelöst von einer marktkapitalisierungsgewichteten Benchmark Portfolios konstruiert hätte. Wir haben dies erreicht, indem wir seit dem Jahr 2000 am Jahresanfang jeweils die Liste der im Index enthaltenen Unternehmen zusammengestellt und als Ausgangspunkt genommen haben (wir verwenden den STOXX Europe 600 für europäische und den S&P 500 für amerikanische Aktien), um aus diesen Indexmitgliedern in einem zweiten Schritt per Zufallsgenerator Portfolios aus 60 bis 100 Aktien zusammenzustellen, die wiederum per Zufallsgenerator unterschiedlich gewichtet wurden. Dabei wurde versucht, die typische Gewichtsstruktur aktiv gemanagter Portfolios nachzuahmen. In unserem Fall decken in einem durchschnittlichen Portfolio etwa 40 Aktien 75% der Gesamtgewichtung ab; weitere ca. 40 Aktien summierten sich auf ein Gewicht von 25%.

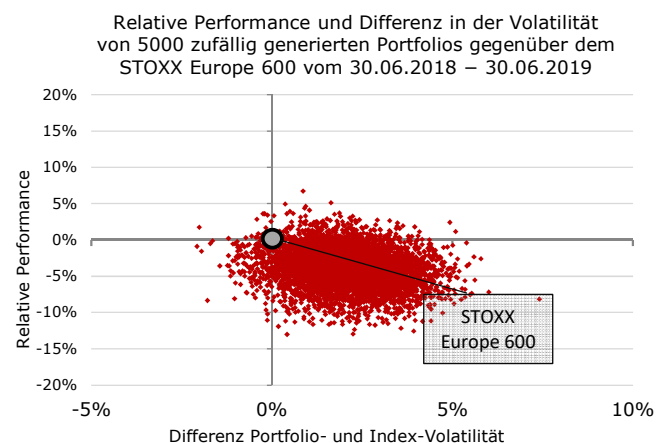
Für jedes Jahr und jeden Markt haben wir 5.000 Portfolios generiert, die in der Vergangenheit exakt so hätten existieren können. An keiner Stelle existiert ein Survivorship Bias oder eine ähnliche Verzerrung, die zu unrealistischen Ergebnissen führen könnte, da wir nur Aktien verwenden, die zu dem Zeitpunkt auch tatsächlich im Index waren. Wir haben bei der Konstruktion der Portfolios explizit darauf geachtet, dass die Benchmark-Strukturen hinsichtlich Sektor-, Länder- oder Einzeltitelgewichtung keine Relevanz haben, so dass das Selektions- und Portfoliokonstruktionsverhalten von „echten“ aktiven Managern und das damit einhergehende Outperformancepotential bestmöglich simuliert werden konnte. Der sich durch diese Vorgehensweise aufzeigende Möglichkeitsraum ist damit auch der Raum, in dem sich Faktorrenditen von Faktorstrategien materialisieren. Oder konkreter formuliert: Die verschiedenen Faktorportfolios finden sich hinsichtlich relativer Performance und Tracking-Error i.d.R. innerhalb der Punktwolke und damit des Möglichkeitsraumes. Während in einzelnen Jahren die Faktorportfolios durchaus im unteren Bereich des Möglichkeitsraumes liegen können, sind sie im langjährigen Durchschnitt eher im oberen und damit im effizienten Bereich des Möglichkeitsraumes angesiedelt. Eine Zunahme der Attraktivität des Möglichkeitsraumes erhöht aber in jedem Fall den Erwartungswert für die Faktorrenditen; analoges gilt für eine Verschlechterung. Wir

hatten in diesem Zusammenhang erwartet, dass sich der Möglichkeitsraum von Jahr zu Jahr eher langsam verändert und zudem eine im Zeitverlauf hinreichend stabile Form aufweist.

Um es gleich vorwegzunehmen: Die Ergebnisse sind deutlich extremer als vermutet. Der aktuellste 12-Monats-Zeitraum erstreckt sich in unseren Simulationen von Ende Juni 2018 bis Ende Juni 2019. Die Ergebnisse sind tatsächlich erstaunlich, denn in den letzten zwölf Monaten ist es in Europa überhaupt nur etwa 7% der simulierten Portfolios gelungen, die Benchmark zu schlagen – und zwar vor Kosten. Unterstellt man durchschnittliche Kosten von 0,5% pro Portfolio, geht der Wert weiter auf 4% der Portfolios zurück. Die „typische“ Underperformance lag in diesem Zeitraum bei 4% vor Kosten, der damit einhergehende durchschnittliche Tracking-Error bei ebenfalls ca. 4%.



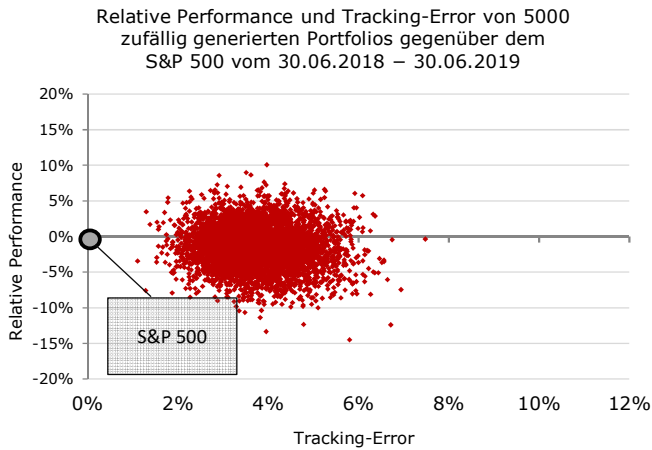
Da die simulierten Portfolios alle aus durchschnittlich nur 80 Aktien bestanden, ist es nicht überraschend, dass die Volatilität der Portfolios eher oberhalb der des Index lag – im Durchschnitt etwa zwei Prozentpunkte über dem Index. Und selbst von den Portfolios, die eine geringere Volatilität als die Benchmark aufgewiesen haben, konnten nur wenige die Benchmark schlagen, obwohl über den Betrachtungszeitraum eine geringere Volatilität mit einer besseren Wertentwicklung einhergegangen ist.



<sup>2</sup> Siehe Absolut|alternative 03-2019, Seite 51.

# Faktor Investing Insights

Nicht viel besser sahen die Ergebnisse in den letzten 12 Monaten in den USA aus. Auch hier konnten nur 28% der generierten Portfolios die Benchmark schlagen. Unterstellt man realistische Kosten für das Portfoliomanagement, fällt der Wert für diesen Zeitraum deutlich unter 25%.



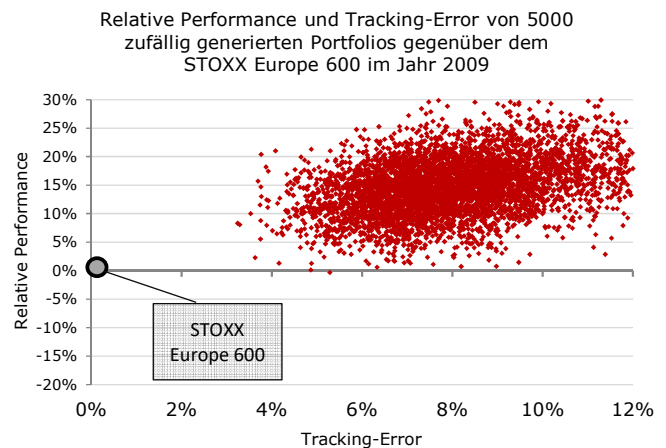
Etwas flapsig formuliert könnte man auch sagen, dass man in diesem Zeitraum besser Urlaub hätte machen sollen, statt als Assetmanager zu arbeiten, denn zumindest in Europa war es nahezu ausgeschlossen, die Benchmark zu schlagen. Anbieter von passiven Index-ETFs werden spätestens an dieser Stelle den Champagner aus dem Kühl-schrank holen, auf die vermeintliche Effizienz der Märkte anstoßen und allen zurufen: „Wir haben es Euch doch immer schon gesagt, kauft einfach einen passiven Index-ETF und lasst es gut sein mit den Versuchen, marktkapitalisierte Indizes zu schlagen!“<sup>3</sup>

Nun stellt sich die Frage, ob das typische Werte sind, die auch in der Vergangenheit so beobachtet werden konnten. Und spätestens jetzt wird es richtig spannend, denn wie unsere Berechnungen zeigen, schwanken diese Werte im Zeitverlauf in extremer Weise. Im Mittelwert lagen sowohl in Europa als auch in den USA die generierten Portfolios in den letzten 20 Jahren zu etwa zwei Dritteln über der Benchmark, wenn man von Kosten abstrahiert. Zwischen den einzelnen Jahren schwankt dieser Wert jedoch von nahezu 100% bis nahezu 0%, wie aktuell in Europa. Diese Werte mögen auf den ersten Blick unrealistisch erscheinen, widersprechen sie doch der allgemeinen Erfahrung, dass die Mehrzahl der Manager nach Kosten die Benchmark verfehlt. Es gilt aber zu beachten, dass wir in unseren Simulationen das Verhalten von aktiven Managern nachempfunden haben, die sich frei von jeglichen Restriktionen bewegen. Viele Manager unterliegen aber Tracking-Error Vorgaben. Ebenso fehlt es oftmals am Mut, sich zu weit von der Benchmark zu entfernen. Im Ergebnis kommt es nur zu „dosierten“ Abweichungen gegenüber der Bench-

mark, womit das Outperformancepotential drastisch beschnitten wird.

Zur Vertiefung der Erkenntnisse richten wir im nächsten Schritt den Fokus auf einzelne Anlagejahre. So lag im Jahr 2018 in Europa der Wert der Portfolios, die die Benchmark geschlagen haben, nur bei 28%, während im Jahr 2017 noch über 85% der generierten Portfolios die Benchmark übertreffen konnten. Kein Wunder also, dass 2018 auch ein unterdurchschnittliches Jahr für Faktorstrategien war, während sich das Jahr 2017 performancetechnisch sehr positiv darstellte.

Ein besonders auffälliges Jahr hinsichtlich des Möglichkeitenraumes war das Jahr 2009; hier war es nahezu unmöglich, die Benchmark nicht zu schlagen! Von 5.000 generierten Portfolios, die in Echtzeit alle genau so hätten existieren können, lag exakt ein Portfolio unterhalb der Benchmark.

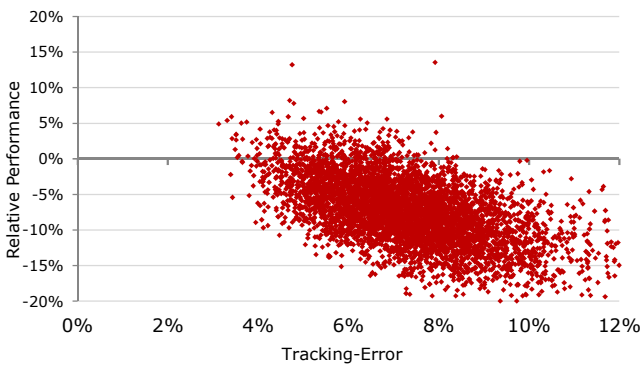


Besonders hervorzuheben ist die Streuung des Tracking-Errors in 2009 – schon hier lässt sich erkennen, dass 2009 kein normales Jahr war. Offensichtlich gab es eine ganz erhebliche Diffusion<sup>4</sup> in den einzelnen Renditen von Aktien und damit keine homogene Kohorte von Aktien, die alle in die gleiche Richtung laufen. Geradezu ein Paradies für aktive Asset Manager, die ihre Portfolios an fundamentalen oder technischen Kriterien ausrichten und nicht nur rein schematisch wie in gängigen Aktienindizes die Unternehmen unabhängig von ihrer fundamentalen Attraktivität nach der Höhe der Marktkapitalisierung auswählen und gewichten. Dass die Höhe der Diffusion der Aktienrenditen ein „zweischneidiges Schwert“ ist und auch gegen aktive Manager laufen kann, zeigt wiederum das Jahr 2008, indem ähnlich wie im aktuellen Zeitraum lediglich 5% der Portfolios die Benchmark schlagen konnten.

<sup>3</sup> Es sollte an dieser Stelle erwähnt werden, dass weder die These eines effizienten Marktes noch die moderne Kapitalmarkttheorie postuliert, dass in einer Rückbetrachtung marktkapitalisierungsgewichtete Indizes zwangsläufig immer am oberen Rand des Möglichkeitenraumes liegen müssen. Nach der Kapitalmarkttheorie erzielen Portfolios aber nur deshalb eine höhere Rendite als der Marktindex, da sie über höhere Risiken verfügen, die in Form von Risikoprämien kompensiert werden.

<sup>4</sup> Eine hohe Diffusion entsteht immer dann, wenn ein positiver oder negativer Schock dazu führt, dass abweichende Geschäftsmodelle sehr unterschiedlich auf diesen Schock reagieren und damit aus der „Kohorte“ ausbrechen. Man kann sich das wie bei einem Fischschwarm vorstellen, der durch starke Strömungen oder einen Angriff temporär auseinandergerissen wird.

Relative Performance und Tracking-Error von 5000 zufällig generierten Portfolios gegenüber dem STOXX Europe 600 im Jahr 2008

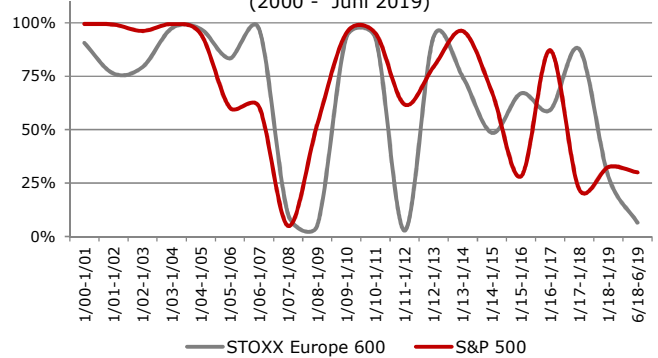


Ähnliche Ergebnisse erhält man für die USA. Während beispielsweise im Krisenjahr 2008 die Wahrscheinlichkeit einer Outperformance ausgewogen bei 50% lag, erwies sich das vorhergehende Jahr 2007 mit nur 5% der Portfolios, die besser als die Benchmark waren, als ein GAU für Investoren, die auf aktives Management setzen.

Spätestens hier stellt sich die Frage, ob solche Schwankungen nur vom Zufall bestimmt werden, oder ob hier eine tiefere Struktur oder Regelmäßigkeit besteht, die sich unter Umständen sogar nutzen ließe. Zunächst fällt einmal auf, dass die Entwicklungen der Möglichkeitenräume in Europa und den USA vergleichsweise ähnlich verlaufen. Die Korrelation zwischen beiden Zeitreihen (gemessen wird der Anteil der outperformenden Portfolios im Zeitverlauf) liegt bei 0,62; das ist viel zu hoch, um es dem Zufall zuzuschreiben. Es muss also einen gemeinsamen systematischen Treiber für eine derartige Entwicklung geben.

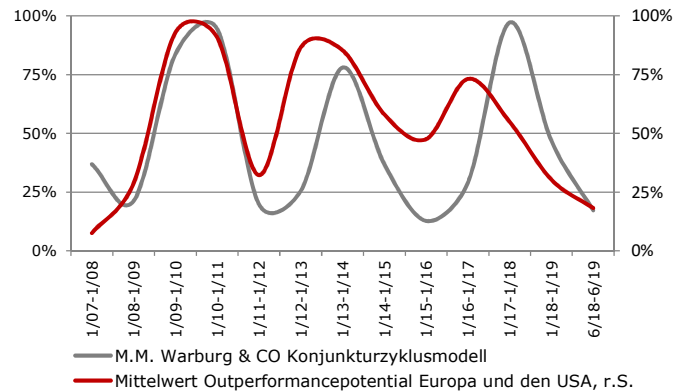
Der natürliche Kandidat für einen gemeinsamen Treiber von Kapitalmarktdaten über Ländergrenzen hinweg ist typischerweise der globale Konjunkturzyklus. Nun ist allerdings nicht ganz klar, wie ein solcher globaler Zyklus gemessen werden könnte. Eine naheliegende Möglichkeit besteht darin, unser eigenes globales Konjunkturzyklusmodell zu verwenden, das aus einer Vielzahl von Einzel-faktoren besteht. Das Modell kann konzeptbedingt zwischen 100% und 0% schwanken und liegt seit einigen Wochen in der Nähe von 0%, wobei der Trend schon seit vielen Monaten auf eine kontinuierliche Abschwächung schließen lässt.

Anteil der generierten Portfolios mit Outperformance gegenüber dem STOXX 600 und S&P 500 (2000 - Juni 2019)



Dabei zeigt sich im Zeitverlauf ein frappierender Zusammenhang zwischen dem Konjunkturzyklus und dem Anteil der Portfolios, die die Benchmark schlagen. Offensichtlich flüchten sich Investoren im Abschwung in den „sicheren Hafen“ eines Indexinvestments<sup>5</sup>, während im Aufschwung die Chancen groß sind, mit einer Abweichung von der Benchmark diese zu schlagen. Auf eine gewisse Art geht damit auch aus Sicht der Finanzmarkttheorie eine ökonomische Logik einher: Das Risiko einer Risikoprämie materialisiert sich eher in unsicheren Zeiten, während die Prämie in einem guten, sicheren oder normalen Umfeld ohne größere Störeinflüsse „geerntet“ wird.

Zusammenhang zwischen Konjunkturzyklus und Outperformancepotential aktiver Ansätze



Was bedeutet das nun für Investoren, die seit Mitte letzten Jahres auf Faktorstrategien gesetzt haben und nun langsam die Geduld verlieren? Letztlich laufen unsere Berechnungen darauf hinaus, auf den nächsten konjunkturellen Aufschwung zu warten, da dann erneut mit einer positiven Verschiebung des Möglichkeitenraumes zu rechnen ist. Jetzt noch die Flinte ins Korn zu werfen, wäre aus dieser Perspektive ein sehr prozyklisches Verhalten und damit vermutlich ein Fehler.

<sup>5</sup> Der „sichere Hafen“ eines Indexinvestments ergibt sich aus der Tatsache, dass zum einen die Werte im Index alle liquide sind und ein Investment in den Index selbst bei hohem Marktstress kaum Marktimpact verursacht; zum anderen spielen hier vermutlich auch verhaltensökonomische Sachverhalte eine Rolle. Als Investor (aber auch als Manager) ist man geneigt, in unsicheren Zeiten zumindest nicht schlechter als die Benchmark abzuschneiden, also stellt man sich einfach auf die Benchmark. Wenn es zu einem Herdenverhalten kommt und viele Investoren sich gleich verhalten, wird eine Outperformance durch aktives Asset Management sehr schwierig.

# Faktor Investing Insights

---

Nun könnte man geneigt sein daraus abzuleiten, dass die optimale Strategie darin besteht, ein Timing zu betreiben, bei dem man sich im Falle eines Konjunkturabschwungs aus aktiven Fonds und insbesondere auch Faktorstrategien verabschiedet und in einen passiven Index-ETF überwechselt, um im Konjunkturaufschwung wieder in Faktorstrategie einzusteigen. Dies setzt aber voraus, dass man nicht nur treffsicher die Wendepunkte in der Konjunktur prognostiziert, sondern Konjunkturdaten einen Vorlauf gegenüber dem Anteil der outperformenden Portfolios haben. Das Gegenteil ist aber der Fall. Dies lässt sich im Übrigen auch aus dem obigen Chart ablesen, da der Anteil der outperformenden Portfolios den Konjunkturzyklus ein wenig vorausseilt (siehe die Wendepunkte der beiden Zeitreihen 2012 und 2017/2018). Es gibt also kein „free lunch“. Zu glauben, dass man durch einfache Strategien den Kosten einer Risikoprämie entkommen kann, würde zu kurz greifen. Als Investor sollte man sich immer darauf einstellen, dass alternative Indexgewichtungen (egal ob aktives Management oder Faktoransätze) nicht kontinuierlich zu einer Outperformance gegenüber klassischen Indizes führen. Wer Risikoprämien am Aktienmarkt vereinnahmen will, braucht vor allem Zeit. Das Wort Risikoprämie besteht zu Recht aus zwei Bestandteilen. Wer langfristig eine Prämie erhalten möchte, geht kurzfristig immer das Risiko ein, eine schlechtere Entwicklung als ein klassischer Index zu erleiden. Wer aber bereit ist, dieses kurzfristige Risiko einzugehen, wird langfristig durch alternative Indexkonstruktionen belohnt, die nicht wie marktkapitalisierungsgewichtete Indizes auf die Sieger von gestern setzen, sondern auf Aktien mit aktuell attraktiven fundamentalen und technischen Eigenschaften.

## Faktorrenditen im Zeitverlauf\*

2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019 ytd
Bewertung 75,05%	Momentum 34,72%	Volatilität 4,51%	Bewertung 29,28%	Momentum 33,03%	Volatilität 18,17%	Profitabilität 25,33%	Bewertung 13,13%	Momentum 22,53%	Volatilität -2,7%	Gewinn- revisionen 20,56%
Bilanzqualität 56,71%	Gewinn- revisionen 31,13%	Profitabilität 1,13%	Gewinn- revisionen 29,2%	Bewertung 30,75%	Gewinn- revisionen 16,02%	Momentum 21,49%	Bilanzqualität 6%	Gewinn- revisionen 20,45%	Profitabilität -9,25%	Profitabilität 20,14%
Profitabilität 48,67%	Profitabilität 29,22%	Momentum -5,62%	Profitabilität 26,66%	Gewinn- revisionen 27,55%	Profitabilität 14,79%	Gewinn- revisionen 20,71%	Momentum 1,75%	Bilanzqualität 18,34%	<b>STOXX</b> <b>-12,39%</b>	Momentum 19,12%
Momentum 47,21%	Bewertung 22,95%	<b>STOXX</b> <b>-8,61%</b>	Momentum 26,25%	Profitabilität 25,75%	Bewertung 10,73%	Volatilität 19,49%	<b>STOXX</b> <b>1,73%</b>	Profitabilität 17,31%	Gewinn- revisionen -12,98%	<b>STOXX</b> <b>16,46%</b>
Gewinn- revisionen 34,95%	Bilanzqualität 22,54%	Gewinn- revisionen -9,29%	Volatilität 19,09%	Bilanzqualität 23,97%	<b>STOXX</b> <b>7,2%</b>	Bilanzqualität 11,82%	Gewinn- revisionen -2,22%	Bewertung 16,37%	Momentum -14,99%	Volatilität 14,3%
<b>STOXX</b> <b>32,39%</b>	Volatilität 13,1%	Bewertung -15,68%	Bilanzqualität 18,59%	<b>STOXX</b> <b>20,79%</b>	Momentum 6,26%	<b>STOXX</b> <b>9,6%</b>	Profitabilität -3,04%	Volatilität 12,73%	Bilanzqualität -15,87%	Bewertung 12,85%
Volatilität 20,77%	<b>STOXX</b> <b>11,61%</b>	Bilanzqualität -21,16%	<b>STOXX</b> <b>18,18%</b>	Volatilität 19,27%	Bilanzqualität 5,63%	Bewertung 7,29%	Volatilität -3,15%	<b>STOXX</b> <b>10,58%</b>	Bewertung -16,59%	Bilanzqualität 11,6%

\*Am Beispiel Europa. Die neben dem STOXX Europe 600 ausgewiesenen sechs Aktienportfolios beinhalten jeweils 100 Aktien aus dem STOXX 600 mit hohen Ausprägungen bzgl. des jeweiligen Faktors. Stand: 30. Juni 2019

## Warburg Faktor Investing: Ihre Ansprechpartner



Dr. Christian Jasperneite

+49 40 3282-2439  
cjasperneite@mmwarburg.com



Dr. Rebekka Haller

+49 40 3282-2572  
rhaller@mmwarburg.com



Dr. Ralf Budinsky

+49 40 3282-5136  
rbudinsky@mmwarburg.com



Julius Böttger

+49 40 3282-2229  
jboettger@mmwarburg.com



Bente Lorenzen

+49 40 3282-2409  
blorenzen@mmwarburg.com

## Warburg Wissenschaftsinstitut



Prof. Wolfgang Drobetz

+49 40 42838-2421  
wolfgang.drobetz@uni-hamburg.de



Prof. Henning Schröder

+49 40 42838-6537  
henning.shroeder@uni-hamburg.de

Diese Information stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Diese Information erhebt nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und ist daher unverbindlich. Sie stellt keine Empfehlung zum eigenständigen Erwerb von Finanzinstrumenten dar, sondern dient nur als Vorschlag für eine mögliche Vermögensstrukturierung. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Soweit Aussagen über Preise, Zinssätze oder sonstige Indikationen getroffen werden, beziehen sich diese ausschließlich auf den Zeitpunkt der Erstellung der Information und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Information stellt ferner keinen Rat oder eine Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Information dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich. Diese Information ist vertraulich und ausschließlich für den hierin bezeichneten Adressaten bestimmt. Jede über die Nutzung durch den Adressaten hinausgehende Verwendung ist ohne unsere Zustimmung unzulässig. Dies gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen, die Einspeicherung und Verarbeitung in elektronischen Medien sowie sonstige Veröffentlichung des gesamten Inhalts oder von Teilen.

Diese Analyse ist auf unserer Website frei verfügbar.