

## KONJUNKTUR UND STRATEGIE

### Wahlen in Griechenland: Droht der Austritt?

Erweisen sich die jüngsten Wahlprognosen als korrekt, dann könnten die Parlamentswahlen in Griechenland am 25. Januar ein politisches Erdbeben in Europa auslösen: Die dem linken nationalistischen Spektrum zugeordnete Partei Syriza unter der Führung von Alexis Tsipras steuert den Umfragen zufolge auf einen Wahlsieg zu.

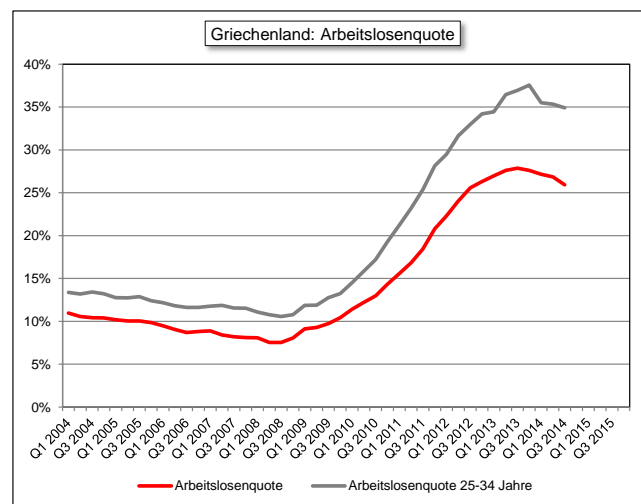
Insbesondere die Versprechen, die Tsipras Partei zur Bewältigung der Finanzkrise macht, werden am Finanzmarkt und (aller Wahrscheinlichkeit nach) in vielen anderen europäischen Hauptstädten mit Skepsis gesehen. Zu den Forderungen der Partei Syriza gehören unter anderem:

1. Neuverhandlung der griechischen Schuldenkonditionen sowie Aussetzungen von Zahlungen, bis Griechenland wirtschaftlich gesundet ist. Die Forderung Tsipras, die Kreditverträge mit der EU und dem IWF zu „zerreißen“, wurde von seinem Fraktionschef Kouroumplis konkretisiert: Griechenland benötige einen einseitigen Schuldenschnitt von 70% auf die ausstehenden Staatsschulden.
2. Die Verstaatlichung aller Banken sowie von zuvor privatisierten Dienstleistungs- und Versorgungsunternehmen. Im staatlichen Sektor sollen, wie im privaten Sektor auch, Stellen geschaffen werden.
3. Rücknahme einiger Reformen am Arbeitsmarkt, darunter unter anderem die Erhöhung des Mindestlohnes auf das frühere Niveau von 750 Euro monatlich, mehr Arbeitsschutzrechte und höhere Gehälter für Teilzeitschäftigte sowie eine Erhöhung des Arbeitslosengeldes.
4. Steuersenkungen für Güter des Grundbedarfes.

Sollte die Syriza die Wahlen gewinnen und die Mehrheiten finden, um die oben aufgeführten Forderungen tatsächlich durchzusetzen, dann hätte dies unseres Erachtens schwerwiegende Konsequenzen. Die Maßnahmen wären in dieser Form nur durchführbar, wenn die Staatsausgaben massiv erhöht werden. Dies müsste größtenteils über neue Schulden finanziert werden. Nach dem von der Syriza geforderten Schuldenschnitt dürfte die Investorennachfrage nach neuen griechischen Anleihen höchst überschaubar ausfallen, trotz eines dann prinzipiell wieder tragfähigen griechischen Staatshaushaltes. Tsipras wäre dann dazu gezwungen, seine Maßnahmen mit einer neu geschaffenen griechischen Währung zu finanzieren. Dies wäre der entscheidende Schritt für einen griechischen Euro-Austritt, auch wenn dieser in den Verträgen nicht vorgesehen ist.

Für Investoren wirft dies gleich mehrere Fragen auf: Wie wahrscheinlich ist ein Wahlsieg und vor allem eine absolute Mehrheit der Sitze für die Syriza? Wie wahrscheinlich ist es, dass die Maßnahmen tatsächlich durchgesetzt werden, wenn eine Mehrheit vorhanden ist? Welche Konsequenzen drohen gegebenenfalls für die Kapitalmärkte und die Eurozone?

Die letzten Umfragen deuten übereinstimmend darauf hin, dass die Syriza stärkste Kraft in Griechenland werden könnte. Der Vorsprung vor der derzeit zweitplatzierten Nea Dimokratia (ND) beträgt in den jüngsten Umfragen (vom 30. Dezember bis zum 3. Januar) zwischen vier und zehn Prozentpunkten. Die nun – aller Erfahrung nach anstehende – „Angstkampagne“ gegen die Syriza muss nicht zwangsläufig dazu führen, dass die Partei ihren Vorsprung verliert. Bei den Wählern sind es unter anderem die jungen Griechen, die unter den Reformen und der Sparpolitik des Landes besonders gelitten haben: Unter den 25 bis 34-jährigen ist mehr als jeder Dritte arbeitslos; grenzt man die jungen Arbeitnehmer anders ab, fällt die Quote nochmals höher aus. Möglicherweise gelangen die von Arbeitslosigkeit und sozialem Abstieg betroffenen Wähler zu der Einschätzung, dass es ihnen mit einer neuen Regierung kaum schlechter gehen kann.

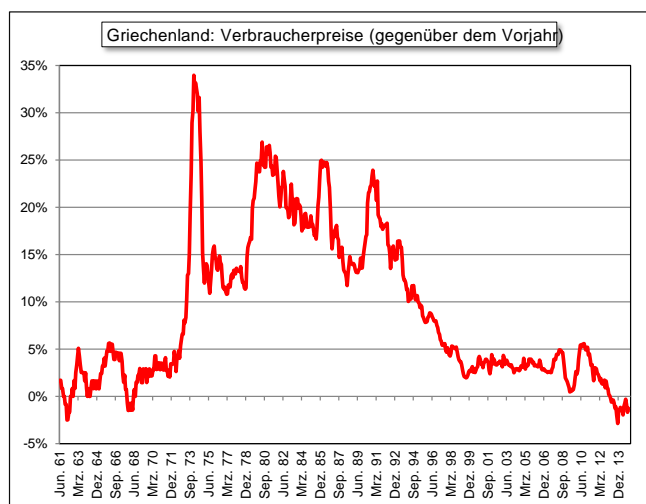


Etwas bessere Chancen bestehen, dass die liberal-konservative ND ihre Wähler mit einer „Angstkampagne“ mobilisieren kann. Die ND hat eine vergleichsweise starke Wählerbasis im ländlichen Raum und bei Landwirten, die von EU-Subventionen profitieren. In diesen Wählerschichten dürften die Sympathien für einen möglichen Euro-Austritt sowie den denkbaren Verlust von Subventionen vergleichsweise gering ausgeprägt sein. Gelingt es der ND, bei ihrer Klientel eine hohe Wahlbeteiligung zu erreichen, dann könnte der Vorsprung der Syriza gegenüber der ND bis zur Wahl abschmelzen und der derzeit prognostizierte Wahlsieg der Syriza in Gefahr geraten.

In Griechenland besteht zwar formell Wahlpflicht, was prinzipiell für eine hohe Wahlbeteiligung sprechen würde. Allerdings werden keine Sanktionen gegen Wahlberechtigte ausgesprochen, die ihre Stimme nicht abgeben. Insofern lag die Wahlbeteiligung bei den letzten Parlamentswahlen im Mai 2012 lediglich bei rund 65%, obwohl diese für Griechenland ebenfalls zur Schicksalswahl stilisiert wurde. Es ist aus unserer Sicht daher keinesfalls ausgemacht, dass die Wahlbeteiligung am 25. Januar erheblich höher ausfallen wird als in der Vergangenheit und es der ND gelingt, alle potenziellen Wähler auch an die Urnen zu bringen.

Sollte Syriza-Chef Tsipras mit seiner Partei die meisten Stimmen erringen können, braucht er mindestens 151 Sitze für eine Mehrheit im Parlament. Andernfalls ist eine Koalition notwendig, um eine Regierung mit einer Mehrheit bilden zu können; es ist fraglich, ob dies gelingen wird und ob die Kernforderungen der Syriza in einer Koalitionsregierung durchgesetzt werden könnten. Nach einer Berechnung des Meinungsforschungsinstituts Palmos Analysis (Umfrage zwischen 30.12.2014 und 3.1.2015) erreichte Syriza zuletzt 149 Sitze und würde damit knapp die absolute Mehrheit im Parlament verfehlen. Sollte sich diese Einschätzung als zutreffend erweisen, dann könnte die Phase der Unsicherheit für Griechenland über den Wahltermin am 25. Januar hinaus anhalten. Es wäre dann zunächst abzuwarten, ob eine Regierung gebildet werden kann und welche der Forderungen aus dem Syriza-Programm bestehen bleiben.

Selbst wenn jedoch – entgegen unseren Erwartungen – die Syriza die absolute Mehrheit erreicht oder eine handlungsfähige Koalition bilden kann, ist fraglich, ob die Maßnahmen auch so wie angekündigt durchgesetzt werden. Beachtliche Differenzen zwischen Wahlprogrammen und tatsächlicher Politik entsprechen ja durchaus den politischen Gepflogenheiten, nicht nur in Griechenland.



Syriza-Chef Tsipras etwa glaubt, dass die restlichen Euro-Länder seine Forderung nach einem Schuldenschnitt akzeptieren werden, weil für sie ein Euro-Austritt Griechenlands unkalkulierbare Risiken bergen würde. Erhebliche Risiken bestehen für die anderen Euroländer jedoch auch, wenn sie die griechischen Forderungen weitgehend akzeptieren. Schließlich gibt es in zunehmend mehr südeuropäischen Ländern und auch in Deutschland politische Bewegungen, die die Spar- und Reformpolitik in der Eurozone für gescheitert halten.

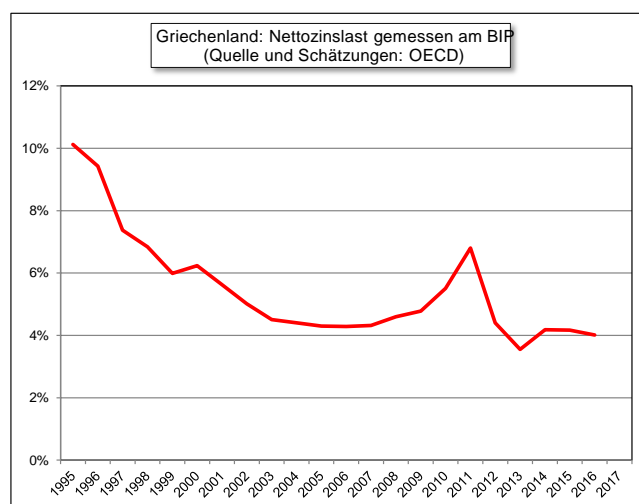
Aus unserer Sicht liegt es jedoch weiterhin im zentralen Interesse der soliden Euroländer, dass die Spar- und Reformpolitik fortgeführt wird, schließlich haben sie für die Schulden der anderen Länder bereits erhebliche Haftungsrisiken übernommen. Es ist daher fraglich, ob die Zentrifugalkräfte für die Währungsunion größer sind, wenn Tsipras Forderungen nachgegeben wird oder wenn man ein Ausscheiden Griechenlands mit allen negativen Folgen für das

Land akzeptiert. Tsipras könnte seine Rechnung also ohne den Wirt gemacht haben.

Zudem ist es – bei allen ökonomischen Lasten, die die Bevölkerung in Griechenland zu tragen hat – aus unserer Sicht zweifelhaft, dass es Griechenland mit einer eigenen Währung zukünftig besser gehen würde. Sogar das Gegenteil könnte der Fall sein. So halten wir es vor dem Hintergrund der zunehmenden Euro- und europakritischen Bewegungen zunächst einmal für wahrscheinlich, dass die Unterstützung für ein Griechenland mit einer eigenen Währung nur sehr begrenzt ausfallen würde. Griechenland würde dann auf eigenen Beinen stehen und müsste die negativen Folgen des Austrittes dementsprechend weitgehend alleine tragen.

Sicherlich würde die einsetzende Abwertung der neuen Drachme dazu beitragen, dass die verbleibenden privaten Unternehmen nochmals an Wettbewerbsfähigkeit gewinnen. Gleichzeitig würden die Importe jedoch massiv teurer, und der Lebensstandard der Bevölkerung könnte nochmals deutlich fallen. Dies gilt insbesondere, weil auch Güter des täglichen Bedarfs sowie wichtige Rohstoffe wie etwa Rohöl und Treibstoff nicht ausreichend in Griechenland produziert werden und aus dem Ausland eingeführt werden müssen.

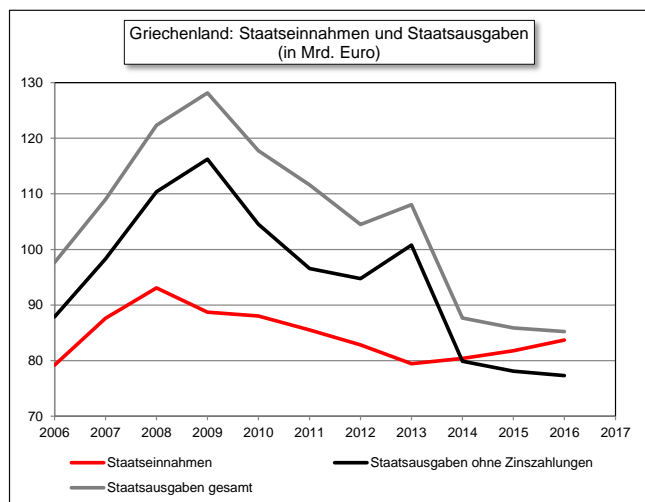
Die Unterstützung der griechischen Bevölkerung für den Euro ist nicht zuletzt deshalb stark ausgeprägt, weil die Währung vielen Griechen als willkommene Zwangsjacke für die eigenen Politiker gilt, denen man nicht über den Weg traut. Und auch die Politik der steten Abwertung, die Griechenland vor dem Euro-Beitritt betrieben hat, hatte ihren Preis. Dieser zeigte sich vor allem in einer sehr hohen Inflationsrate. Erst mit dem Ausblick auf die Einführung des Euro und schließlich dem Beitritt zur Währungsunion stiegen die Verbraucherpreise nur noch vergleichsweise moderat gegenüber dem Vorjahr an.



In Bezug auf die Zinslast hat der Beitritt zur Währungsunion ebenfalls maßgeblich zur Entlastung Griechenlands beigetragen. So musste das Mittelmeerland noch 1995 mehr als 10% am BIP für Zinsen auf ausstehende Anleihen und sonstige Verbindlichkeiten aufwenden. Selbst zum Höhepunkt der Schuldenkrise 2010, als die Investoren griechische Anleihen in Scharen verkauften, lag die Zinslast dage-

gen unter 7% gemessen am BIP. Durch den Schulden-schnitt und zinsgünstige Hilfskredite liegt die Zinslast derzeit nur noch bei rund 4% und dürfte sich nach OECD-Schätzungen in den kommenden Jahren nicht maßgeblich verändern. Die Forderung der Syriza, den Schuldendienst einzustellen, lässt sich also kaum mit zu hohen Belastungen aus Zinszahlungen begründen. Das Kalkül der Syriza dürfte vielmehr sein, dass Griechenland nach einem Schulden-schnitt wieder mehr Handlungsspielraum hätte, um den Staatsapparat aufzublähen und soziale Wohltaten zu verteilen. Dies mag politisch wünschenswert erscheinen, gerade vor dem Hintergrund der erheblichen sozialen Spannungen in Griechenland. Doch diese Vorgehensweise erinnert erschreckend an die Fehler vergangener Tage, die Griechenland erst in die heutige Lage versetzt haben.

Zudem würden bereits erzielte, durchaus messbare Fortschritte in Frage gestellt werden, wenn die Syriza ihre Politik umsetzt. So gehört Griechenland zu denjenigen Ländern, denen es gelungen ist, ihre Wettbewerbsfähigkeit deutlich zu verbessern. Und auch die konjunkturelle Dynamik hat in den vergangenen Monaten zugenommen. So zeigt unser Länderallokationsmodell, dass die Frühindikatoren für Griechenland sich derzeit so positiv entwickeln wie selten zuvor in den letzten 12 Jahren. Sicherlich ist es zu früh, bereits ein allzu positives Konjunkturbild zu entwerfen, immerhin liegt das griechische BIP noch um fast 25% niedriger als vor der Krise. Auch die Situation am Arbeitsmarkt ist trotz erster Verbesserungen immer noch höchst angespannt. Doch es sieht ganz so aus, als hätte die griechische Wirtschaft 2014 erstmals wieder ein leichtes BIP-Plus verzeichnen können. Und im dritten Quartal verzeichnete Griechenland das stärkste BIP-Plus unter allen Euroländern. Dieser positive Trend könnte sich fortsetzen, wenn die politische Unsicherheit nicht dauerhaft anhält und die griechische Wirtschaft blockiert.



Auch in Bezug auf den Staatshaushalt gibt es Fortschritte zu verzeichnen. So lagen die Staatseinnahmen 2014 erstmals höher als die Staatsausgaben ohne Zinszahlungen, Griechenland erzielt also einen Primärüberschuss. Wenn die Wirtschaft weiter wachsen sollte und die Politik bei den Ausgaben Maß hält, dann dürfte schon bald sogar ein Überschuss nach Zinszahlungen erreicht werden. Um Missverständnissen vorzubeugen: Griechenland bleibt mit Schulden

in Höhe von 175% gemessen am BIP überschuldet und ein weiterer Schulden-schnitt ist mit Blick auf die kommenden Jahre durchaus weiterhin eine realistische Option. Aktuell wäre er jedoch weder im Hinblick auf die Zinslast noch im Hinblick auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen notwendig und auch politisch kaum opportun. Es gibt also sehr gute Gründe dafür, dass die Griechen in der Eurozone verbleiben, selbst wenn die Wahl aus Sicht der Kapitalmärkte unglücklich ausgeht und die Syriza eine Mehrheit im Parlament erreicht.

Was sind die Konsequenzen für die Kapitalmärkte? Zunächst einmal stellen die Wahlen in Griechenland die EZB vor ein Problem. Denn mit dem Kauf von Staatsanleihen, den die Notenbank unseres Erachtens bereits im Anschluss an ihre nächsten Sitzung am 22. Januar ankündigen könnte, wird das Volumen griechischer Anleihen in der EZB-Bilanz nochmals zunehmen. Es wäre ein erheblicher Reputationsschaden für die Notenbank, wenn die neue griechische Regierung schon wenige Wochen nach dem Kauf von griechischen Staatsanleihen durch die EZB erklärt, dass sie diese zu einem großen Teil nicht bedienen wird. Für die EZB besteht natürlich auch die Option, den Kauf von Staatsanleihen auf die besten Bonitäten zu beschränken. Dies wäre jedoch aus unserer Sicht weniger wirkungsvoll, als wenn Anleihen aus allen Ländern gekauft werden würden. Zudem besteht die Gefahr, dass der Fokus auf bestimmte Bonitäten rechtlich nicht als reine geldpolitische Maßnahme eingeordnet wird. Ebenfalls eine Enttäuschung aus der Sicht des Kapitalmarktes wäre es, wenn die EZB erst im März, also nach den Griechenland-Wahlen, mit dem Kauf von Staatsanleihen beginnen würde.

Zudem verbleibt eine Restwahrscheinlichkeit, dass die Syriza gewinnt und ihre Forderungen weitgehend durchsetzt. Dann sehen wir eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass Griechenland tatsächlich aus der Eurozone ausscheidet. Deutliche Verluste würde es bei den griechischen Staatsanleihen sowie bei den Target-2 Salden geben, die dann nur noch teilweise zurückgezahlt werden könnten. Diese befinden sich weitgehend in öffentlicher Hand, so dass die Ansteckungsgefahren eines griechischen Austritts über den Bankensektor beschränkt erscheinen. Auch die Zahl der Maßnahmen, die zur Verfügung stehen um die verbleibenden Euroländer vor einer Ansteckung abzusichern, haben zugenommen.

Dennoch verbleiben erhebliche Risiken, wenn ein Land aus der Eurozone ausscheidet. Es kann nicht ausgeschlossen werden, dass es zu einer Panik in anderen Ländern der europäischen Peripherie kommt, die erhebliche Nebenwirkungen nach sich ziehen kann. Darüber hinaus gäbe es erstmals ein Beispiel dafür, dass es möglich ist, die Eurozone doch wieder zu verlassen. Für die politischen Entscheidungsträger stellt dies ein erhebliches Risiko dar, vor allem wenn es Griechenland wider Erwarten gelingen sollte, sich von dem ersten wirtschaftlichen Schock nach dem Euro-Austritt vergleichsweise schnell zu erholen.

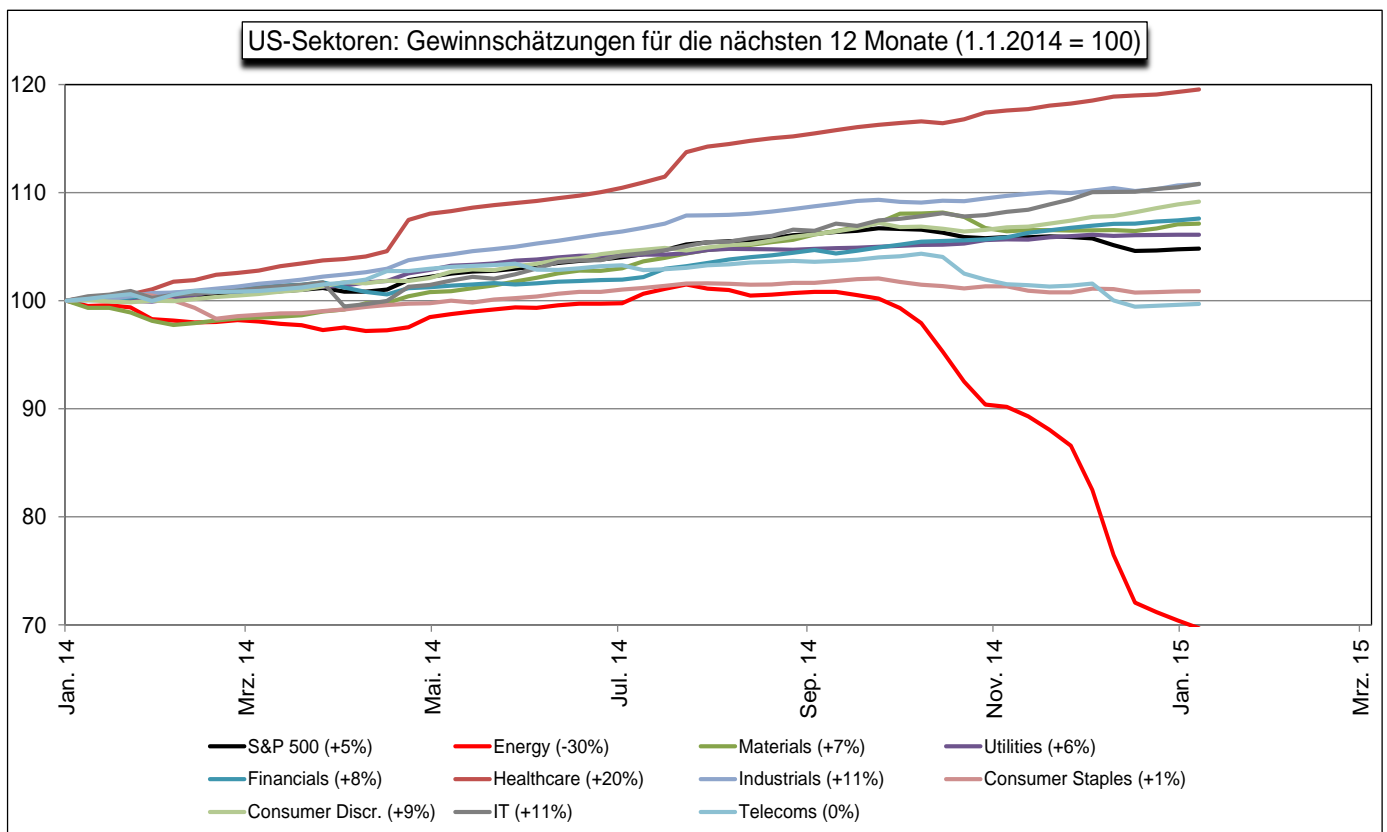
Zunächst einmal rechnen wir jedoch damit, dass die Griechenland-Wahlen weder am Aktien, noch am Rentenmarkt dauerhafte Spuren hinterlassen und sich die Aufregung möglicherweise schon bald wieder legt.

**Wochenausblick für die Zeit vom 12. bis 16. Januar 2015**

	Juli	Aug	Sep	Okt	Nov	Dez	Veröffentlichung
D: Verbraucherpreise, m/m	0,3%	0,0%	0,0%	-0,3%	0,0%	<b>0,0%</b>	16. Januar
D: Verbraucherpreise, y/y	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,6%	<b>0,2%</b>	16. Januar
E-18: Industrieproduktion, m/m	0,8%	-1,2%	0,5%	0,1%	<b>-0,7%</b>		14. Januar
E-18: Industrieproduktion, y/y	1,7%	-0,6%	0,1%	0,7%	<b>-1,5%</b>		14. Januar
E-18: Inflationsrate, m/m	-0,7%	0,1%	0,4%	-0,1%	-0,2%	<b>-0,2%</b>	16. Januar
E-18: Inflationsrate, y/y	0,4%	0,4%	0,3%	0,4%	0,3%	<b>-0,2%</b>	16. Januar
E-18: Kerninflationsrate, m/m	-0,7%	0,3%	0,5%	0,0%	-0,1%	<b>0,2%</b>	16. Januar
E-18: Kerninflationsrate, y/y	0,8%	0,9%	0,8%	0,7%	0,7%	<b>0,6%</b>	16. Januar
		2012		2013		<b>2014</b>	
D: reales BIP, y/y		0,6%		0,2%		<b>1,5%e</b>	16. Januar

MMWB-Schätzungen in rot

**Chart der Woche: Der Ölpreis fällt – und die Gewinnschätzungen für die US-Energieunternehmen auch**



Der Rückgang des Ölpreises hat in den vergangenen Tagen auch den Aktienkursen zu schaffen gemacht. Dies ist eigentlich verwunderlich, denn die sinkenden Energiepreise wirken in vielen Ländern wie eine Steuersenkung – und damit wie ein Konjunkturprogramm. Zumindest einen Verlierer am Aktienmarkt gibt es aber ohne Zweifel: die Energieunternehmen. In den USA sind beispielsweise die Gewinnschätzungen für den Sektor Energy seit Ende September um 30% gesunken. Dies

hat sich auch auf die Prognosen für den gesamten S&P 500 ausgewirkt, die im selben Zeitraum um 2% zurückgegangen sind. Allerdings sind die Gewinnschätzungen in den übrigen neun Sektoren zumindest stabil geblieben; in den Branchen Information Technology, Healthcare, Financials, Consumer Discretionaries und Industrials wurden die Prognosen sogar angehoben.

## Finanzmärkte im Überblick

Aktienmärkte	Stand	Veränderung zum			
	08.01.2015 17:15	01.01.2015 -1 Woche	05.12.2014 -1 Monat	07.10.2014 -3 Monate	31.12.2013 YTD
Dow Jones	17879	0,3%	-0,4%	6,9%	7,9%
S&P 500	2059	0,0%	-0,8%	6,4%	11,4%
Nasdaq	4650	-1,8%	-2,7%	6,0%	11,3%
DAX	9838	0,3%	-2,5%	8,3%	3,0%
MDAX	17228	1,7%	0,3%	10,8%	3,9%
TecDAX	1409	2,8%	2,2%	17,1%	20,8%
EuroStoxx 50	3134	-0,4%	-4,4%	1,7%	0,8%
Stoxx 50	3011	0,2%	-2,7%	1,7%	3,1%
SMI (Swiss Market Index)	9135	1,7%	-0,8%	6,7%	11,4%
Nikkei 225	17167	-1,6%	-4,2%	8,8%	5,4%
Brasilien BOVESPA	50046	0,1%	-3,7%	-12,9%	-2,8%
Russland RTS	812	2,7%	-10,6%	-26,6%	-43,7%
Indien BSE 30	27275	-0,8%	-4,2%	3,8%	28,8%
China Shanghai Composite	3294	1,8%	12,1%	39,4%	55,7%
MSCI Welt (in €)	1662	0,0%	0,1%	6,9%	16,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	941	1,2%	0,0%	-0,6%	9,7%
<b>Zinsen und Rentenmärkte</b>					
Bund-Future	156,33	46	440	622	1716
Bobl-Future	130,28	0	217	238	585
Schatz-Future	111,08	-1	18	11	78
3 Monats Euribor	0,07	-1	-1	-1	-22
3M Euribor Future, Dez 2015	0,05	-2	-4	-3	0
3 Monats \$ Libor	0,25	0	2	2	0
Fed Funds Future, Dez 2015	0,56	-5	45	48	0
10-jährige US Treasuries	2,02	-15	-29	-33	-99
10-jährige Bunds	0,51	-3	-27	-35	-143
10-jährige JGB	0,29	-4	-11	-23	-45
US Treas 10Y Performance	569,14	2,0%	3,4%	4,2%	13,0%
Bund 10Y Performance	581,30	0,6%	3,0%	4,2%	17,4%
REX Performance Index	472,61	0,2%	1,3%	1,7%	7,3%
Hypothekenzinsen USA	3,87	0	-2	-32	-61
IBOXX AA, €	0,85	-5	-18	-22	-122
IBOXX BBB, €	1,75	-4	-8	-11	-107
ML US High Yield	7,05	10	28	71	66
JPM EMBI+, Index	687	-0,7%	-2,1%	-1,9%	5,5%
Wandelanleihen Exane 25	6406	0,1%	-1,0%	4,5%	4,6%
<b>Rohstoffmärkte</b>					
CRB Index	447,80	0,1%	-4,9%	-9,6%	-11,9%
MG Base Metal Index	297,30	-2,1%	-6,5%	-8,1%	-9,7%
Rohöl Brent	49,53	-13,6%	-28,8%	-46,3%	-55,6%
Gold	1212,87	2,2%	1,5%	0,2%	0,4%
Silber	16,57	5,2%	2,0%	-3,3%	-15,0%
Aluminium	1761,75	-3,5%	-10,9%	-8,5%	0,4%
Kupfer	6182,50	-2,9%	-5,1%	-7,9%	-16,2%
Eisenerz	72,00	0,0%	2,9%	-8,3%	-47,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	744	-4,9%	-24,2%	-26,7%	-67,3%
<b>Devisenmärkte</b>					
EUR/ USD	1,1803	-2,8%	-4,5%	-6,4%	-14,4%
EUR/ GBP	0,7814	0,7%	-0,9%	-0,5%	-6,1%
EUR/ JPY	141,19	-2,8%	-5,3%	3,1%	-2,4%
EUR/ CHF	1,2010	-0,1%	-0,1%	-0,9%	-2,2%
USD/ JPY	119,26	-0,4%	-1,8%	10,4%	13,2%

Carsten Klude	+49 40 3282-2572	cklude@mmwarburg.com
Dr. Christian Jasperneite	+49 40 3282-2439	cjasperneite@mmwarburg.com
Matthias Thiel	+49 40 3282-2401	mthiel@mmwarburg.com
Martin Hasse	+49 40 3282-2411	mhasse@mmwarburg.com
Rebekka Haller	+49 40 3282-2452	rhaller@mmwarburg.com

Diese Ausarbeitung stellt weder ein Angebot noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots dar, sondern dient allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten. Die in dieser Ausarbeitung enthaltenen Informationen erheben nicht den Anspruch auf Vollständigkeit und sind daher unverbindlich. 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 Ausarbeitung und enthalten keine Aussage über die zukünftige Entwicklung, insbesondere nicht hinsichtlich zukünftiger Gewinne oder Verluste. Diese Ausarbeitung stellt ferner keinen Rat oder Empfehlung dar. Vor Abschluss eines in dieser Ausarbeitung dargestellten Geschäfts ist auf jeden Fall eine kunden- und produktgerechte Beratung erforderlich.