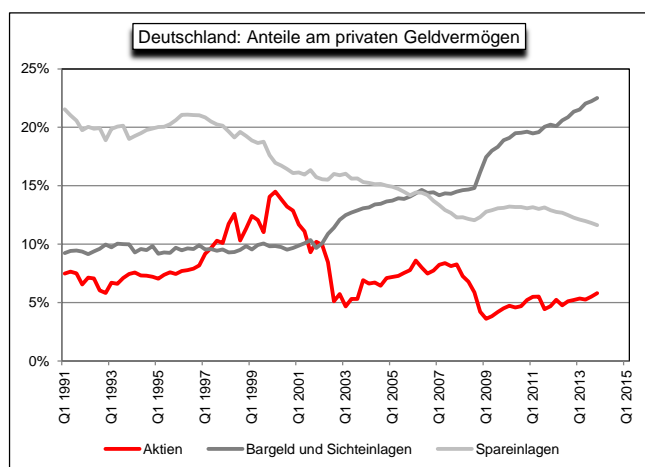


KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Sparen Sie noch oder investieren Sie schon? Aktienhaushalte ohne den deutschen Privatanleger

Aktien genießen bei deutschen Privatanlegern einen unverändert schlechten Ruf. So sank die Zahl der Aktionäre im vergangenen Jahr nach Berechnungen des Deutschen Aktieninstituts (DAI) um rund 400.000 auf 4,1 Millionen Personen. Berücksichtigt man zudem die Anleger, die in Aktienfonds investieren, kommt man insgesamt auf 8,4 Millionen Deutsche, die 2014 direkt und indirekt an der Entwicklung der Aktienmärkte partizipiert haben. Damit ist das Anlegerinteresse in Deutschland so gering wie selten zuvor in den vergangenen 20 Jahren. Wir sind der Frage nachgegangen, warum deutsche Anleger so agieren und was dieses Verhalten für langfristige Auswirkungen auf die Vermögensbildung hat.

Deutsche Anleger haben traditionell ein enormes Sicherheitsbedürfnis. Nach Angaben der Geldvermögensstatistik der Deutschen Bundesbank belief sich das gesamte Geldvermögen Anfang 2014 auf 5.200 Milliarden Euro, dies ist ein Rekordwert. Rund zwei Drittel des Durchschnittsvermögens wird als Bargeld gehalten oder liegt auf Termingeldkonten und auf Sparbüchern. Die Struktur des Anlageblocks „Sicherheit“ hat sich in den letzten Jahren kaum verändert. So ist das Volumen der Spareinlagen von rund 600 Milliarden Euro seit fünf Jahren in etwa konstant geblieben, während der Bestand an Bargeld und Sichteinlagen mit 1.200 Milliarden Euro einen neuen Höchstwert erreicht hat. Die Rendite dieser Anlagen geht mittlerweile gegen null: Der Zinssatz für täglich fällige (Neu-)Anlagen beträgt 0,26 Prozent, neue Termingelder mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr verzinsen sich mit 0,35 Prozent, und bei Spareinlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten liegt der durchschnittliche Zinssatz bei 0,52 Prozent. Allein an diesen Zinssätzen wird deutlich, dass wir Deutschen viel Potenzial ungenutzt lassen, um mit unserem Vermögen eine höhere Rendite zu erzielen.



Spätestens seitdem die EZB im vergangenen Sommer Negativzinsen für Einlagen der Geschäftsbanken eingeführt hat, sollte jedem klar sein, dass wir endgültig auf die Nullzinswelt zusteuern. Auch wenn die Geschäftsbanken so lange wie möglich vermeiden werden, ihren Privatkunden

Gebühren für Einlagen zu berechnen, zeichnet sich ab, dass die Zinsen für täglich fällig werdende Anlagen in der Tendenz weiter Richtung null sinken werden. Um als Anleger überhaupt noch positive Ergebnisse mit seinen Zinsanlagen erzielen zu können, muss man entweder Zugeständnisse hinsichtlich des Anlagehorizontes oder hinsichtlich der Qualität der getätigten Anlagen machen. So kann man beispielsweise Anleihen mit längeren Restlaufzeiten kaufen oder das Kreditrisiko erhöhen, indem man festverzinsliche Wertpapiere von Unternehmen erwirbt.

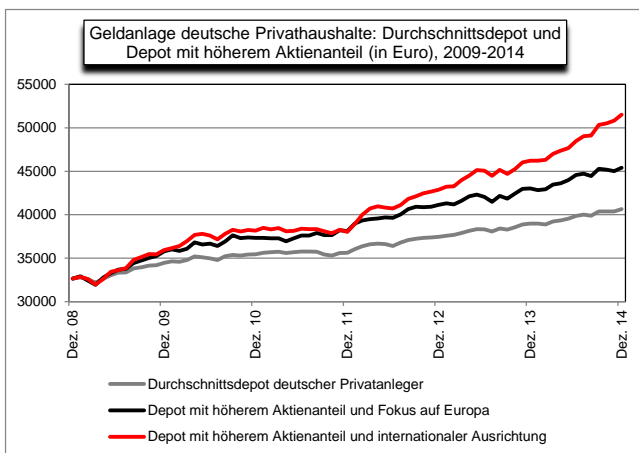
Allerdings sind auch bei den Unternehmensanleihen die Renditen deutlich gesunken, so dass man hier gegebenenfalls vom Regen in die Traufe kommt. So ist die Rendite der jüngst begebenen Nestle-Anleihe sogar negativ. Das bedeutet, dass man derzeit einen so hohen Preis für die Anleihe zahlen muss, dass selbst die Summe der jährlichen Zinszahlungen nicht ausreicht, um den niedrigeren Kurs bei Fälligkeit der Anleihe auszugleichen. Das zeigt, wie schwierig die Lage für Anleger geworden ist. Die traditionelle Strategie des „buy and hold“ hat ausgedient, stattdessen muss aktives Management betrieben werden.

Aktien bleiben daher ein möglicher und auch erfolgversprechender Ausweg bei der Renditesuche. Wir raten Anlegern angesichts der fehlenden Alternativen seit geraumer Zeit, mehr Geld in Aktien zu investieren. Schließlich sind die Dividenden heute oftmals die besseren Zinsen. Vielen Deutschen ist aber noch die Zeit des Neuen Marktes in Erinnerung, wo viele negative Erfahrungen gemacht wurden. Auch mit den Wertschwankungen der Aktienanlage tut man sich schwer, wenngleich langfristig die Dellen bei der Aktien-Wertentwicklung wieder ausgebügelt werden. Dies zeigen unsere Berechnungen auf Basis der Bundesbankdaten aus dem Jahr 2009.

Hierfür haben wir das gesamte Geldvermögen in Höhe von 4.500 Milliarden Euro um die Positionen „versicherungstechnische Rückstellungen“, „sonstige Forderungen“ und „sonstige Beteiligungen“ bereinigt, um damit ein „liquides Geldvermögen“ zu definieren. Dieser alternative Vermögenswert belief sich 2009 auf knapp 2.700 Milliarden Euro; pro Kopf errechnet sich somit ein Vermögen von fast 32.660 Euro. Dieses Startvermögen war 2009 folgendermaßen verteilt: 32 Prozent in Cash, 10 Prozent Termingelder, 25 Prozent Spareinlagen, 10 Prozent Anleihen, 8 Prozent Aktien, 15 Prozent Investmentfonds. Wir haben die Annahme getroffen, dass die Fonds zu 70 Prozent in Anleihen und zu 30 Prozent in Aktien investiert haben. Um die Wertentwicklung dieses Durchschnittsdepots zu berechnen, haben wir für die Sicht-, Termin- und Spareinlagen auf die jeweiligen Zinssätze aus den Bundesbankzinsstatistik zurückgegriffen. Für die Wertentwicklung der Anleihen wurde der REXP-Index für deutsche Staatsanleihen, für die Aktien der Dow Jones Stoxx 50 (inklusive Dividenden), für die Anleihenfonds der iBoxx Euro Overall Total Return Index und für die Aktienfonds der MSCI World Index (inklusive Dividenden) herangezogen. Als Ergebnis erhält man, dass der Ausgangswert des Depots von 32.660 Euro im Jahr 2009 auf 40.650 Euro im Jahr 2014 angestiegen ist.

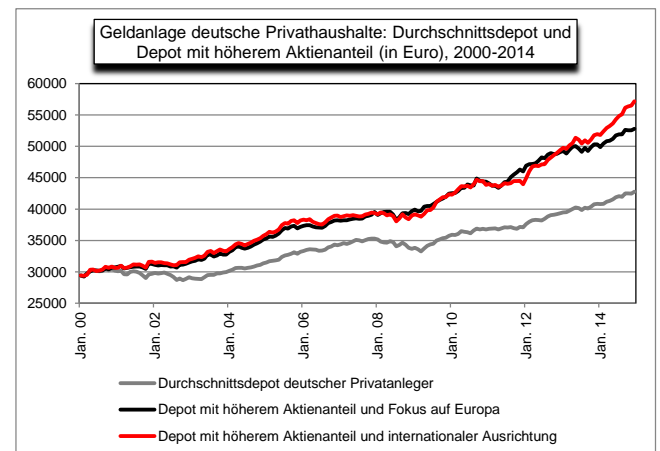
Was auf den ersten Blick noch recht erfreulich aussehen mag, nämlich ein Plus von rund 8.000 Euro, entpuppt sich bei näheren Hinsehen als eine vergleichsweise bescheidene Jahresrendite von 3,7 Prozent.

Um beurteilen zu können, wie erfolgreich sich das Durchschnittsdepot entwickelt hat, haben wir den Wert eines alternativen Depots berechnet, das nur zu 10 Prozent in Cash, aber zu 70 Prozent in Anleihen und zu 20 Prozent in Aktien investiert war. Eine solche Depotstruktur ist unseres Erachtens angesichts der geringen Aktienquote immer noch als konservativ zu bezeichnen. In einer ersten Variante haben wir für die Wertentwicklung der Anleihen ebenfalls auf den REXP und für die Wertentwicklung der Aktien auf den Dow Jones Stoxx 50 (inklusive Dividenden) als Vergleichsmaßstab zurückgegriffen. Als Ergebnis zeigt sich, dass nach sechs Jahren der Depotwert in dieser Variante auf 45.410 Euro angestiegen ist. Die jährliche Rendite beträgt nun 5,6 Prozent, so dass mit diesem konservativen Depot pro Jahr rund 800 Euro mehr an Ertrag erzielt worden wäre als mit dem Durchschnittsdepot. Als zweite Variante haben wir berechnet, wie sich der Wert des konservativen Depots entwickelt hätte, wenn internationaler investiert worden wäre. Als Referenz für die Anleihen haben wir nun auf den iBoxx Euro Overall Return Index zurückgegriffen und für die Aktien auf den MSCI World Net Return Index (inklusive Dividenden). Das Ergebnis dieses Depots wäre sogar noch besser ausgefallen, denn nach sechs Jahren liegt der Wert bei 51.500 Euro. Dies entspricht einer jährlichen Rendite von 7,9 Prozent, so dass Anleger mit dieser Variante pro Jahr sogar 1.800 Euro mehr verdienen hätten als mit dem Durchschnittsdepot.



Nun mag man gegen dieses Beispiel einwenden, dass die Aktienkurse in den vergangenen sechs Jahren auch fast nur gestiegen sind. Insofern muss ein höherer Aktienanteil quasi zwangsläufig zu einer besseren Ertragsentwicklung führen. Um dieses Argument auf Stichhaltigkeit zu überprüfen, haben wir deshalb noch einen anderen Starttermin gewählt, nämlich den Beginn des Jahres 2000, kurz bevor die Technologieblase an den Aktienmärkten platzte. Zur Erinnerung: Allein der DAX stürzte zwischen März 2000 und März 2003 von 8.000 auf fast 2.000 Punkte ab, den meisten anderen Börsen erging es nicht viel besser. Das Durchschnittsdepot eines deutschen Anlegers war damals im Unterschied zu heute nur zu rund 50 Prozent in Sicht-, Termin- und Spareinlagen investiert, dagegen zu 13 Pro-

zent in Anleihen, zu 19 Prozent in Aktien und zu 17 Prozent in Investmentfonds. Der Startwert dieses Durchschnittsdepots lag im Februar 2000 bei 29.410 Euro; Ende 2014 war der Depotwert 42.765 Euro angestiegen. Die jährliche Rendite beläuft sich auf 2,5 Prozent. Unsere beiden konservativen Depots, das eine mit dem Fokus auf europäische Anlagen, das andere mit der internationalen Ausrichtung, liegen nach 15 Jahren bei einem Depotwert von 52.780 Euro beziehungsweise bei 57.170 Euro. Dies entspricht einer jährlichen Rendite von 4 Prozent beziehungsweise von 4,5 Prozent. Erwartungsgemäß hinterlassen die Börseneinbrüche der Jahre 2000 bis 2003 und 2008 bis 2009 ihre Spuren, aber dennoch schneiden die Depots mit höherem Aktienanteil wieder wesentlich besser als das Durchschnittsdepot des deutschen Privatanlegers ab.

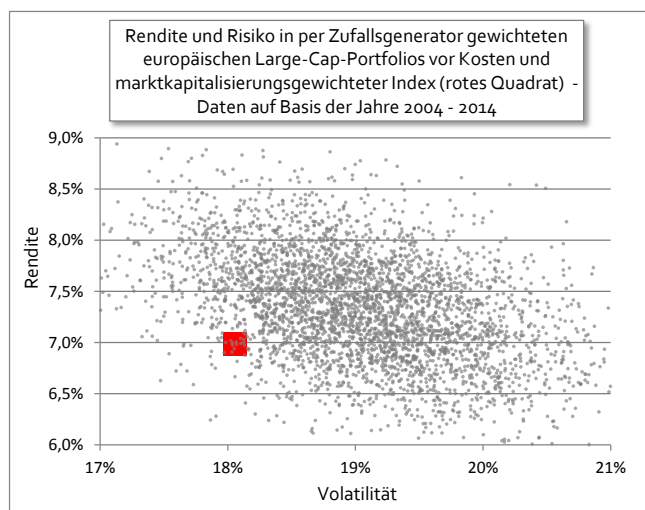


Angesichts der Vielzahl von Daten, die die Kurse beeinflussen, sowie den zum Teil sich widersprechenden Nachrichten, tun sich jedoch viele Anleger schwer damit, die richtigen Schlussfolgerungen für die eigene Anlagepolitik zu ziehen. Wenn deutsche Anleger doch den Mut haben, in Aktien zu investieren, dann legen sie vor allem im Inland an. Unsere Berechnungen zeigen aber, dass dies nicht unbedingt sinnvoll ist. Viele Anleger gehen davon aus, Risiken zu minimieren, wenn man dort investiert, wo man glaubt sich auszukennen, also vor der eigenen Haustür. Doch das funktioniert fast immer weniger gut als gedacht. Ein gutes Portfolio zeichnet sich vor allem dadurch aus, dass es diversifiziert ist und zwar auch international. Wertpapiere aus anderen Ländern gehören insofern auch bei einer konservativen Anlagestruktur dazu.

Zudem kann die Titelauswahl mühsam sein. Insofern stellt sich die Frage, ob ein Aktieninvestment unbedingt aktiv sein muss, oder ob es nicht mindestens genauso sinnvoll sein kann, passiv zu investieren, indem der breite Markt beispielsweise über börsengehandelte Fonds (ETFs) gekauft wird. Auch in der Wissenschaft tobt seit Jahren ein erbitterter Kampf darüber, inwieweit aktives Asset Management überhaupt Sinn macht. Die Hypothese dahinter lautet, dass Märkte hinreichend effizient seien, um zumindest nach Kosten kaum geschlagen werden zu können. Im Ergebnis verstärkt dies den Trend hin zu passiven Produkten, der sich u.a. in steigenden ETF-Volumina zeigt. Beschleunigt wird dieser Trend noch durch die Beobachtung, wonach mehr als die Hälfte der aktiven Publikumsfonds

nach Kosten keine systematische Outperformance der Benchmark erwirtschaften kann.

Passive Produkte orientieren sich i.d.R. an Indizes, die auf dem Prinzip der Marktkapitalisierungsgewichtung aufbauen. Dahinter steht die plausible Vermutung, wonach auf diese Weise ein guter und liquider Zugang zum Marktportfolio sichergestellt werden kann. Doch wer sagt, dass es sich bei marktkapitalisierungsgewichteten Indizes tatsächlich auch um effiziente Indizes handeln muss? Um diese Frage zu beantworten, haben wir auf Basis historischer Kursdaten von Aktien umfangreiche Berechnungen angestellt. Dabei haben wir per Zufallsgenerator Gewichtungen für die Einzelaktien gewählt, die in realistischem Umfang von der Marktkapitalisierungsgewichtung abweichen und auch hinsichtlich des resultierenden Turnovers keine unerfüllbaren Ansprüche stellen. Für 5.000 derartig konstruierter Portfolios, die in der Vergangenheit exakt so hätten existieren können, haben wir jeweils die Rendite und die Volatilität für den Zeitraum von 2004 bis 2014 berechnet.



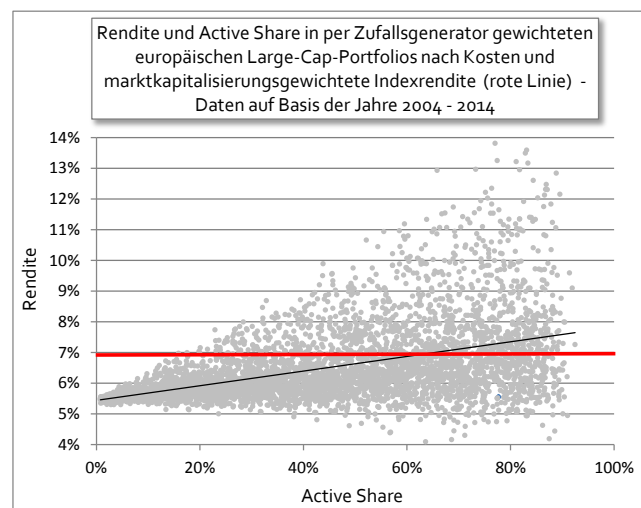
Anhänger der These effizienter Märkte würden nun vermutlich davon ausgehen, dass sich der marktkapitalisierungsgewichtete Index wie im CAPM-Modell in der Nähe der Effizienzkurve zu befinden habe. Das ist allerdings nicht der Fall, wie unsere Berechnungen zeigen. So weist der marktkapitalisierungsgewichtete Index zwar eine geringe Volatilität auf (die deutliche Mehrheit der von uns generierten Portfolios sind etwas volatiliter), doch liegt die Wertentwicklung des Index auch deutlich unter der Mehrheit der generierten Portfolios. Bei der gegebenen Volatilität des Index von etwas über 18 Prozent hätten viele andere Portfoliostrukturen (mit den gleichen Aktien im Investmentuniversum!) eine zum Teil deutlich bessere p.a.-Rendite aufgewiesen.

Wie kann es dann aber sein, dass tatsächlich existierende aktiv gemanagte Fonds oftmals schlecht gegenüber der Benchmark abschneiden, wenn doch Potenzial zur Outperformance vorhanden ist? Wir führen dies auf zwei Effekte zurück: Der erste Effekt hängt mit den Kosten des aktiven Managements zusammen, der zweite mit dem Grad der Aktivität. So kann man davon ausgehen, dass die gesamte „Punktwolke“ in der oberen Grafik tiefer und damit der Index relativ höher liegen würde, wenn man realistische Kosten unterstellen würde. Auf der anderen Seite sollte sich

gutes aktives Management aber auch durch eine Trefferquote von über 50 Prozent in den Entscheidungen auszeichnen, so dass die Kosten wieder „verdient“ werden können.

Dass dies bei vielen Fonds nicht der Fall ist, dürfte unserer Meinung nach primär am Grad der Aktivität des Portfoliomanagements liegen. Der Grad der Aktivität lässt sich gut mit der Kennzahl „Active Share“ messen. Entspricht ein Portfolio mit allen seinen Gewichten für die einzelnen Wertpapiere exakt den Benchmarkgewichten, liegt der Active Share bei null Prozent; gibt es dagegen gar keine Überschneidung bei den Gewichten, liegt der Wert bei 100 Prozent. In diesem Fall würden nur Wertpapiere im Portfolio enthalten sein, die gar nicht in der Benchmark zu finden sind.

Die meisten Publikumsfonds weisen einen Active Share von unter 40 Prozent auf; dabei zeigen unsere Berechnungen, dass ein Active Share von mindestens 50 Prozent notwendig ist, um bei einer realistischen Trefferquote überhaupt eine Chance zu haben, die Benchmark zu schlagen. Daher ist es auch kein Wunder, dass so viele Publikumsfonds und andere Portfolios hinter der Benchmarkentwicklung zurückbleiben. Das ist dann aber kein Beweis für die Effizienz von Märkten und Indizes, sondern nur das Ergebnis einer ungünstigen Kombination von Kosten und geringer Aktivität im Sinne einer mangelnden Abweichung von Benchmarkstrukturen. Denn mathematisch bedeutet ein geringer Active Share auch, dass mit den geringen „Wetten“, die gegenüber der Benchmark eingegangen werden, eine unrealistisch hohe Performance erzielt werden muss, damit nach Kosten überhaupt eine Outperformance auf Portfolioebene möglich ist.



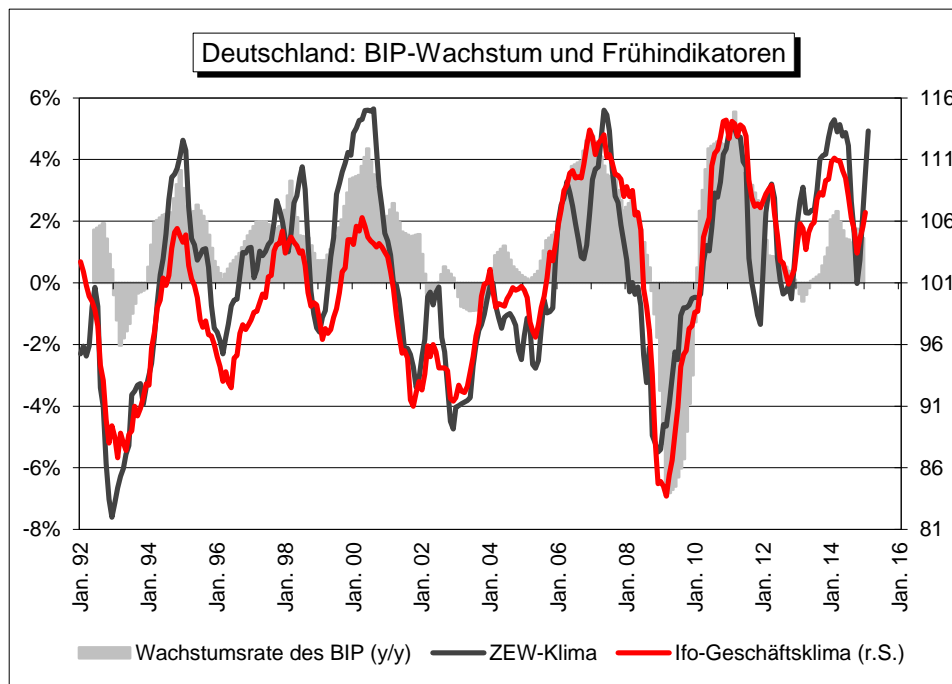
Die Konsequenz daraus ist offensichtlich: Aktives Management macht durchaus Sinn, aber es sollte nicht in „homöopathischen“ Dosen erfolgen – dann ist in fast allen Fällen ein passiver Ansatz besser. Wird das Potenzial des aktiven Managements aber konsequent genutzt, dürfte die Wertentwicklung langfristig besser ausfallen als die passiver Produkte. Der Glaube an eine systematische Überlegenheit passiver Produkte ist aus unserer Sicht jedenfalls nicht im Geringsten gerechtfertigt.

Wochenausblick für die Zeit vom 23. bis 27. Februar 2015

	Sep	Okt	Nov	Dez	Jan	Feb	Veröffentlichung
D: Ifo Geschäftsklimaindex, sa.	105,3	103,4	104,6	105,5	106,7	107,9	23. Februar
D: GfK Konsumklima	8,4	8,5	8,7	9,0	9,3	9,4	26. Februar
D: Arbeitslose, Veränderung in Tsd., sa.	8	-23	-16	-25	-8	-6	26. Februar
D: Arbeitslosenquote, sa.	6,7%	6,6%	6,6%	6,6%	6,5%	6,5%	26. Februar
D: Konsumentenpreise, m/m	0,0%	-0,3%	0,0%	0,0%	-1,1%	0,6%	27. Februar
D: Konsumentenpreise, y/y	0,8%	0,8%	0,6%	0,2%	-0,4%	-0,3%	27. Februar
D: Importpreise, m/m	0,3%	-0,3%	-0,8%	-1,7%	1,2%		ab 24. Februar
D: Importpreise, y/y	-1,6%	-1,2%	-2,1%	-3,7%	-2,5%	53,2	ab 24. Februar
E-19: Konsumentenpreise, m/m	0,4%	-0,1%	-0,2%	-0,2%	-1,4%		24. Februar
E-19: Konsumentenpreise, y/y	0,3%	0,4%	0,3%	-0,2%	-0,6%		24. Februar
E-19: Geldmenge M3, y/y	2,5%	2,5%	3,1%	3,6%	3,9%		26. Februar
E-19: Industrievertrauen	-5,5	-5,0	-4,3	-5,2	-5,0	-4,5	26. Februar
E-19: Konsumentenvertrauen	-11,4	-11,1	-11,6	-10,9	-8,5	-6,7	26. Februar

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Deutsche Wirtschaft nimmt Fahrt auf – 2 Prozent Wirtschaftswachstum sind 2015 möglich



Mit dem immer noch schwelenden Konflikt in der Ukraine sowie der noch nicht beantworteten Frage, ob Griechenland Mitglied der Eurozone bleiben wird, lasten weiterhin politische Unsicherheiten auf den Börsen. Dass der DAX dennoch bei fast 11.000 Punkten notiert, liegt daran, dass sich die konjunkturellen Perspektiven zuletzt deutlich aufgehellt haben. Befürchtete man noch im Herbst 2014 einen Rückfall in die Rezession, so könnte die deutsche Wirtschaft 2015 tatsächlich so stark wachsen, wie es zuletzt vor vier Jahren der Fall gewesen ist. Wir gehen davon aus, dass das reale Wirtschafts-

wachstum in diesem Jahr rund 2 Prozent betragen wird, wobei die positiven Effekte der Euro-Abwertung und des niedrigen Ölpreises noch mehr Potenzial für positive Überraschungen schaffen. Von daher dürfte sich der Favoritenwechsel an der Börse – weg von den USA, hin zu Deutschland und der Eurozone – fortsetzen. Wir sehen vor allem für konjunktursensitive Werte weiteres Kurssteigerungspotenzial.

Finanzmärkte im Überblick

	Stand	Veränderung zum			
	19.02.2015	12.02.2015	16.01.2015	18.11.2014	31.12.2014
Aktienmärkte	17:44	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	YTD
Dow Jones	18012	0,2%	2,9%	1,8%	1,1%
S&P 500	2100	0,6%	4,0%	2,4%	2,0%
Nasdaq	4906	1,0%	5,9%	4,3%	3,6%
DAX	11002	0,8%	8,2%	16,3%	12,2%
MDAX	19650	2,3%	11,2%	19,5%	16,0%
TecDAX	1540	0,9%	7,0%	18,0%	12,3%
EuroStoxx 50	3485	2,0%	8,8%	11,7%	10,8%
Stoxx 50	3308	1,5%	6,7%	9,7%	10,1%
SMI (Swiss Market Index)	8899	3,3%	12,7%	-0,8%	-0,9%
Nikkei 225	18265	1,6%	8,3%	5,3%	4,7%
Brasilien BOVESPA	51544	4,1%	5,2%	-1,0%	3,1%
Russland RTS	907	5,2%	17,8%	-11,2%	14,6%
Indien BSE 30	29462	2,3%	4,8%	4,6%	7,1%
China Shanghai Composite	3247	2,3%	-3,8%	32,2%	0,4%
MSCI Welt (in €)	1759	0,5%	6,9%	11,9%	9,7%
MSCI Emerging Markets (in €)	985	0,9%	4,7%	9,5%	9,8%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	158,61	-49	117	702	274
Bobl-Future	131,06	0	52	295	78
Schatz-Future	111,29	-2	11	39	20
3 Monats Euribor	0,05	0	-1	-3	-3
3M Euribor Future, Dez 2015	0,02	-1	2	-7	0
3 Monats \$ Libor	0,26	0	0	3	1
Fed Funds Future, Dez 2015	0,50	-4	8	39	0
10-jährige US Treasuries	2,08	9	26	-24	-9
10-jährige Bunds	0,38	5	-3	-42	-16
10-jährige JGB	0,40	1	16	-11	7
US Treas 10Y Performance	564,36	-0,7%	-2,1%	2,8%	1,2%
Bund 10Y Performance	588,13	-0,5%	0,5%	4,4%	1,8%
REX Performance Index	474,24	0,1%	0,1%	1,5%	0,5%
Hypothekenzinsen USA	3,69	0	3	-32	-14
IBOXX AA, €	0,75	1	-6	-24	-14
IBOXX BBB, €	1,47	-1	-23	-33	-32
ML US High Yield	6,52	-9	-46	3	-43
JPM EMBI+, Index	698	0,2%	1,1%	-0,5%	0,8%
Wandelanleihen Exane 25	6766	0,0%	2,8%	7,4%	4,7%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	436,71	0,2%	-1,8%	-9,2%	-2,4%
MG Base Metal Index	284,59	-0,4%	0,4%	-12,1%	-6,3%
Rohöl Brent	58,78	6,9%	23,3%	-25,1%	2,5%
Gold	1211,55	-1,0%	-4,9%	1,3%	2,1%
Silber	16,38	-3,1%	-7,8%	1,4%	4,0%
Aluminium	1799,00	-1,5%	-2,2%	-11,0%	-1,4%
Kupfer	5759,50	0,1%	-0,1%	-14,1%	-9,6%
Eisenerz	64,50	1,6%	-7,9%	-14,0%	-10,4%
Frachtraten Baltic Dry Index	509	-5,7%	-31,3%	-60,7%	-34,9%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1385	0,5%	-1,8%	-9,0%	-6,2%
EUR/ GBP	0,7371	-0,4%	-3,1%	-8,0%	-5,0%
EUR/ JPY	135,31	-0,3%	0,2%	-7,3%	-6,8%
EUR/ CHF	1,0779	2,1%	6,4%	-10,3%	-10,4%
USD/ JPY	118,79	-0,3%	1,0%	1,6%	-0,8%

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.