

KONJUNKTUR UND STRATEGIE

Real Estate Investment Trusts – eine sinnvolle Ergänzung zu klassischen Immobilieninvestments?

Die Ausgangssituation ist bekannt: Ein Ende der expansiven Geldpolitik ist vor dem Hintergrund der hohen Staatsverschuldung und der anhaltenden Euro-Krise nicht in Sicht. Die Anleger müssen sich dauerhaft auf niedrige Zinsen einstellen und mit alternativen Ertragsquellen auseinandersetzen. Ein Aufbau der Anlagequoten in Sachwerten scheint in diesem Umfeld geboten. In diesem Zusammenhang gewinnen Immobilien seit einiger Zeit immer mehr an Beliebtheit, zumal sie höhere Cash-Flows als Anleihen produzieren.

Die Investition in Immobilien erfolgt traditionell über den Direktkauf von Immobilienobjekten oder indirekt über den Erwerb von geschlossenen bzw. offenen Immobilienfonds. Geschlossene Immobilienfonds stehen nur einem begrenzten Kreis von Anlegern mit hohen Anlagemitteln zur Verfügung. Die Anteile von offenen Immobilienfonds weisen hingegen kleine Stückelungen auf und können theoretisch jederzeit an die Gesellschaft zurückgegeben werden. Daraus ergibt sich für die Fondsgesellschaften die Notwendigkeit der Vorhaltung von Liquidität, um die Anteilsrückgaben jederzeit bedienen zu können. Dies führt zu Verwässerung des eigentlichen Immobilieninvestments und schmälert die Rendite. In Krisenphasen, in denen eine Vielzahl von Investoren ihre Anteile zurückgeben wollen, kann es sogar zu Liquiditätsengpässen kommen. Dies zeigen die jüngsten Ereignisse rund um die Brexit-Entscheidung in Großbritannien, wo einige Fonds die Rücknahme ihrer Anteile einstellen mussten. In Deutschland hat man allerdings aus den Erfahrungen der Vergangenheit gelernt und für offene Immobilienfonds gesetzliche Kündigungs- und Rückgabefristen von 12 bzw. 24 Monaten eingeführt. Damit einher geht aber zwangsläufig ein Verlust an Liquidität.

Umgekehrt kann es im Falle eines Investments über geschlossene Immobilienfonds aber auch zur Vorhaltung einer unerwünschten Liquidität bei den Anlegern kommen, wenn es dem Management nicht gelingt, geeignete Objekte zu finden und sich daraus längere Abrufzeiten für die Investitionsgelder ergeben. Bei allen oben genannten Nachteilen weisen Immobilienfonds allerdings den klaren und unbestrittenen Vorteil auf, eine hohe Planbarkeit beim Cash-Flow mit einer hohen Wertbeständigkeit bei geringer Korrelation zu anderen Assetklassen zu verbinden.

Eine alternative Form der indirekten Immobilienanlage stellen Immobilienaktien und „Real Investment Trusts (REITs)“ dar. Immobilienaktien und REITs bilden eine Mischform aus Immobilien und Aktien. Sie vereinen die langfristigen Vorteile aus Wertsteigerungen und stabilen Cash-Flows mit einer kurzfristigen Liquidität, dies allerdings bei hoher Volatilität. Während es sich bei Immobilienaktiengesellschaften um gewöhnliche Aktiengesellschaften handelt, die gesetzlich nicht näher definiert sind und über keine steuerlichen sowie rechtlichen Besonderheiten verfügen, unterliegen REITs einer strengen Reglemen-

tierung. Sie werden typischerweise als steuerlich transparente, börsennotierte Aktiengesellschaften mit einem gesetzlich vorgeschriebenen Betätigungsfeld aufgesetzt. Dieses umfasst die Bewirtschaftung und die Verwaltung von Immobilien und Grundstücken sowie die Finanzierung von Immobilien. Die Einnahmen des REIT resultieren aus der Vermietung und Verpachtung von Immobilien und Grundstücken, sowie aus Veräußerungsgewinnen und aus Zinsen.

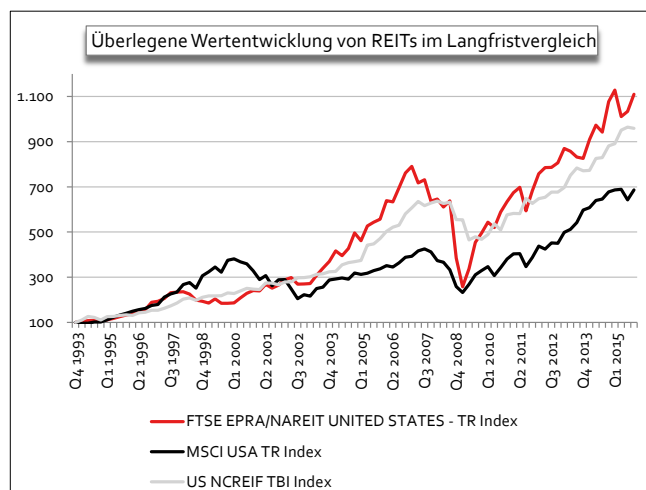
Während sich in den USA und im asiatisch-pazifischen Raum REITs schon seit vielen Jahren bewährt haben und hohe Anlagevolumina auf sich vereinen, fristen sie in Europa und allen voran in Deutschland noch ein Schattendasein. In Deutschland wurden REITs erst recht spät im Jahre 2007 nach einer langanhaltenden politischen Diskussion zugelassen. Die beschlossene Ausgrenzung von reinen Wohnimmobilien mag einer der Gründe für die bisher geringe Verbreitung und Akzeptanz sein.

Dabei vereinen REITs eine Vielzahl von interessanten Eigenschaften auf sich. So erwirbt der Anleger mit dem Kauf eines REITs bereits ein in sich diversifiziertes Portfolio an Bestandsimmobilien. Über einen Fonds aus einzelnen REITs wird diese Streuung weiter gesteigert und bei internationaler Ausrichtung den Anlegern ein globales Immobilienengagement zugänglich gemacht. Da die Gesellschaften dazu angehalten sind, ihre Gelder nahezu vollständig in Immobilien zu investieren, lässt sich über REITs eine konstant hohe Investitionsquote in Immobilien realisieren.

Das Erfordernis eines Liquiditätsmanagements infolge von Anteilsausgaben und -rückgaben entfällt, da die Beschaffung von zusätzlichen Anlagemitteln auf dem Weg der Kapitalerhöhung nur dann erfolgt, wenn die Gesellschaft bereits den Zugriff auf neue Immobilienobjekte hat. Im Gegenzug bleibt die Liquidität für die Anleger erhalten, indem sie die jederzeitige Veräußerungsmöglichkeit der Anteile über die Börse haben. REITs sind zudem steuerbegünstigt. So sind REITs auf Unternehmensebene von jeglicher Form an Ertragssteuern befreit. Die Besteuerung erfolgt vielmehr nachgelagert auf der Ebene der Anleger. Im Gegenzug sind REITs dazu verpflichtet, mindestens 90% ihrer Erträge auszuschütten. Damit qualifizieren sich REITs als Dividendenaktien und bieten aufgrund ihrer hohen Cash-Flows eine adäquate Kompensation für die aktuell niedrigen Kupons von Renten.

Um den Bewährungstest zu bestehen, sollten REITs aber auch zu Aktien und anderen Immobilienanlagen hinsichtlich ihrer Performance konkurrenzfähig sein. Hierbei lohnt sich ein Blick auf die Erfahrungen in den USA, wo bereits langfristige Zeitreihen für REITs und darauf bezogene Indizes vorliegen. Ein Vergleich des FTSE EPRA / NAREIT US-Index (der „Standard“-Index für US-REITs) mit dem US NCREIF PROPERTY TBI INDEX (dieser Index misst die Preisentwicklung von US-Immobilien auf der Basis tatsächlich getätigter Immobilientransaktionen) zeigt über den Zeitraum von 1993 bis 2015, dass REITs langfristig tatsächlich der Wertentwicklung von Direktimmobilien folgen. Statistisch betrachtet kann ein Vorlauf von

6 bis 12 Monaten gegenüber Immobilien beobachtet werden. Demgegenüber ist der Gleichlauf von REITs mit dem allgemeinen Aktienmarkt kurzfristig hoch und nimmt mit längeren Betrachtungszeiträumen ab. Mit einer durchschnittlichen Jahresrendite von +11,6% fiel die Performance von US-REITs höher als die von US-Immobilien (+10,8%) und US-Aktien (+9,1%) aus. Bemerkenswert ist hierbei die jährliche Dividendenrendite von US-REITs, die mit +5,9% deutlich über der von US-Aktien mit +2,1% liegt.

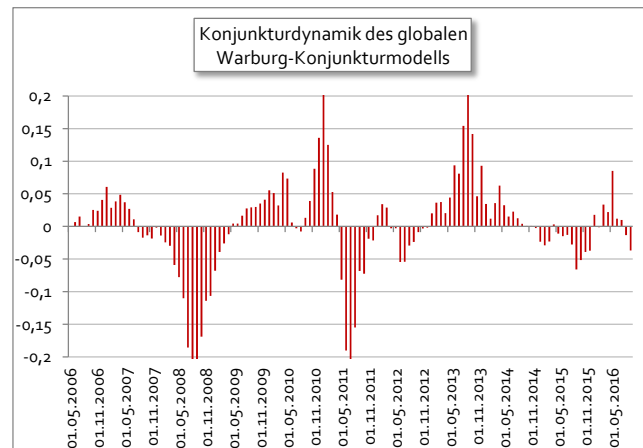


Die überlegene Performance von US-REITs geht allerdings mit hohen Volatilitäten und starken Rückschlagrisiken einher, die sogar die Bewegungen an den Aktienmärkten übertreffen können. Dies zeigte sich insbesondere in der Finanzmarktkrise, deren Auslöser letztlich in der Subprime-Krise für US-Immobilien zu suchen ist. Wenngleich die erhöhten Kursschwankungen nur den Preis für die erhöhte Liquidität von REITs gegenüber Immobilien widerspiegeln, so stellen sie aus nachvollziehbaren Gründen dennoch für viele Investoren ein Hindernis für ein Engagement in REITs dar.

Wir haben uns daher die Frage gestellt, ob es nicht möglich wäre, mit Hilfe von konjunkturellen Signalen die Allokation in verschiedene Immobilienmärkte taktisch zu steuern und somit Risiken zu reduzieren. Dahinter stehen die folgenden Überlegungen: Der globale Immobilienmarkt zerfällt in eine Vielzahl regionaler und nach Nutzungseinheiten differenzierter Teilmärkte, die sich in Abhängigkeit vom konjunkturellen Verlauf nicht gleichgerichtet bewegen. Insbesondere die Aufgliederung des Immobilienmarktes in die Nutzungseinheiten Industrie, Büro, Wohnen und Handel bietet vielfältige Ansatzpunkte für eine aktive Steuerung der Allokation.

Eine rein ökonomische Betrachtung würde erwarten lassen, dass beispielsweise REITs aus dem Bereich der zyklischen Industrie eine stärkere Konjunktursensibilität aufweisen als REITs, die Wohnungen besitzen und verwalten. Wenn dem so wäre, müsste im Konjunkturaufschwung ein Investment in zyklische Nutzungsarten eine höhere Wertentwicklung erwarten lassen als im Abschwung. Doch ist dies tatsächlich so? Um diese Frage zu beantworten, unterteilten wir in einem ersten Schritt die Immobiliensegmente in solche, die sich als besonders konjunkturzyklisch erweisen und in

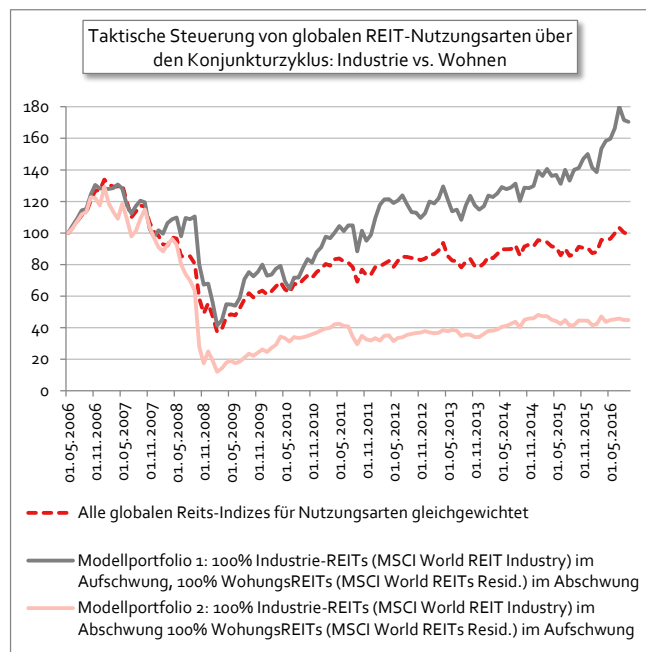
solche, die sich weniger konjunktursensitiv verhalten. Im nächsten Schritt stellten wir auf unseren seit vielen Jahren täglich eingesetzten Warburg-Konjunktur-Indikator ab. Dieser setzt sich aus über 100 Kennzahlen zur globalen Konjunkturlage zusammen und erlaubt eine Aussage über das Niveau und die Dynamik der Konjunktur.



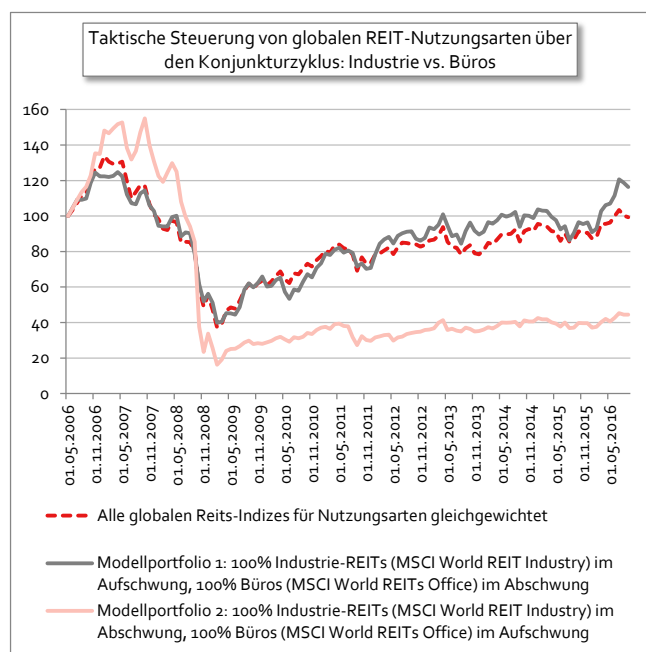
Wir haben nun überprüft, ob ein aktives Umsichten zwischen Nutzungsarten auf Basis unseres globalen Konjunktur-Indikators zu einer Outperformance gegenüber einem Investment führt, das statisch in alle Nutzungsarten gleichgewichtet investiert ist. Diese Vorgehensweise lässt sich am Beispiel von zyklischen Industrieimmobilien verdeutlichen. Dazu haben wir ein globales Modellportfolio konstruiert, das im Falle eines positiven Signals für die Konjunkturdynamik vollständig in Industrie-REITs investiert und im Falle eines negativen Konjunkturimpulses in das wenig konjunktursensitive REIT-Segment Wohnen umschichtet. Dieses Modellportfolio vergleichen wir mit einem Portfolio, das alle REIT-Segmente gleichgewichtet. Zur Kontrolle der Qualität der Signale betrachten wir ferner ein weiteres Modellportfolio, das entgegen der Intuition die obigen Signale umdreht und im Konjunkturabschwung in Industrie-REITs und im Konjunkturaufschwung in Wohnungs-REITs investiert. Hier geht es nicht darum, eine alternative „Contrarian“-Investmentstrategie zu testen, sondern den empirischen Beweis anzutreten, dass eine ökonomisch unplausible Vorgehensweise auch zu ungünstigen Ergebnissen führt. Ein Verzicht auf diesen „Gegencheck“ wäre problematisch, da auch verschiedene andere Gründe zur Outperformance unserer taktischen Makro-Steuerung führen können, die mit dem unterstellten kausalen Zusammenhang nichts zu tun haben. Erst eine signifikante Outperformance der ökonomisch „richtigen“ Strategie in Kombination einer signifikanten Underperformance der ökonomisch „falschen“ Strategie gibt die hinreichende Konfidenz, dass man sich hier auf sicherem Terrain bewegt.

Schon aus dem grafischen Verlauf der Wertentwicklung der drei Portfolios zeigt sich recht deutlich der Mehrwert, der sich durch eine taktische Steuerung basierend auf Konjunktursignalen für ein REIT-Portfolio ergibt. Das Ergebnis ist frappierend. Während eine Gleichgewichtung aller Nutzungsarten über den betrachteten Zeitraum zu keinem Wertzuwachs geführt hätte (siehe rote Linie in der unten stehenden Abbildung), hätte ein Portfolio, bestehend aus Industrie-REITs und Wohnungs-REITs, über Konjunktur-

steuerung eine Wertentwicklung von +70% aufgewiesen. Ein Portfolio aus Industrie-REITs und Wohnungs-REITs, das sachlogisch „falsch“ gesteuert worden wäre, indem im Aufschwung Wohnungs-REITs und im Abschwung Industrie-REITs gekauft worden wären, hätte im gleichen Zeitraum fast 60% an Wert verloren! Unsere Ergebnisse „schreien“ somit förmlich danach, dass Makrodaten ein wichtiger Anker in der Allokation von REIT-Nutzungsarten sein sollten und sogar sein müssen.



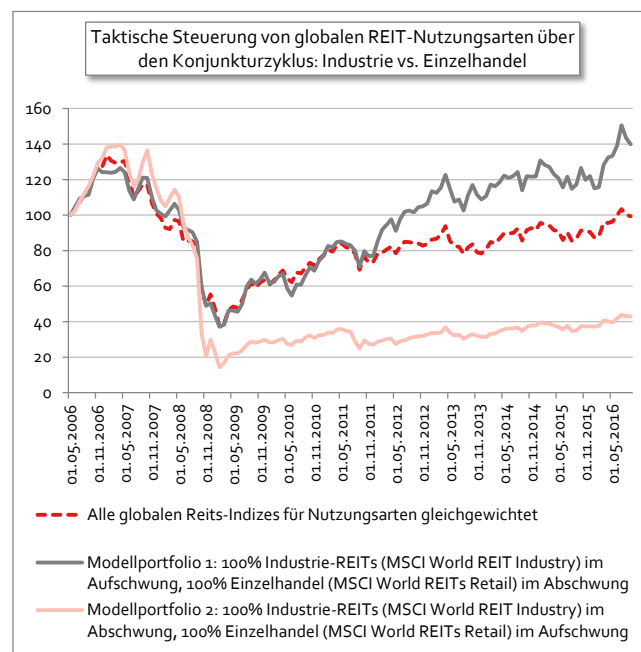
Kritiker könnten uns an dieser Stelle vorwerfen, dass das Ergebnis noch nicht hinreichend belastbar ist, da wir in diesem ersten Test nur zwei Nutzungsarten miteinander verglichen haben, obwohl weitere Nutzungsarten existieren. Aus diesem Grund haben wir den gleichen Test auch anhand des Paares Industrie vs. Büros durchgeführt.



Auch hier war unsere These, dass es sich beim Industrie-sektor um den zyklischeren Bereich handelt, der in Auf-

schwungphasen den Bürobereich outperformen sollte. Da allerdings der Bürosektor wiederum zyklischer als der Wohnungssektor ist, gingen wir davon aus, dass der Umfang der Outperformance geringer ausfallen sollte. Genau das ist auch der Fall, wie die oben stehende Grafik zeigt. Interessant ist allerdings die Beobachtung, dass eine sachlogisch falsche Umkehrung der Strategie sogar zu einer deutlichen Underperformance zu führen scheint. Der Grund dafür ist aber recht einfach. Über alle Nutzungsarten war die Wertentwicklung über diesen Zeitraum deutlich besser als die gleichgewichtete Wertentwicklung aus Industrie-REITs und Büro-REITs. Nimmt man aber diese gleichgewichtete Wertentwicklung aus Industrie- und Büro-REITs als Benchmark, liegt sie exakt zwischen dem sachlogisch „richtigen“ und sachlogisch „falschen“ Portfolio.

In einem dritten Test haben wir ein Modellportfolio aufgebaut, das im Aufschwung zu 100% in Industrie-REITs investiert ist und im Abschwung zu 100% Einzelhandels-REITs hält. Auch hier war unsere Vermutung die, dass Industrie-REITs wiederum eine zyklischere Ausprägung aufweisen und Einzelhandels-REITs defensivere Eigenschaften besitzen, die sich bei einer Konjunkturzyklussteuerung positiv bemerkbar machen sollten. Auch das ist der Fall, wie die unten stehende Abbildung eindrucksvoll beweist.



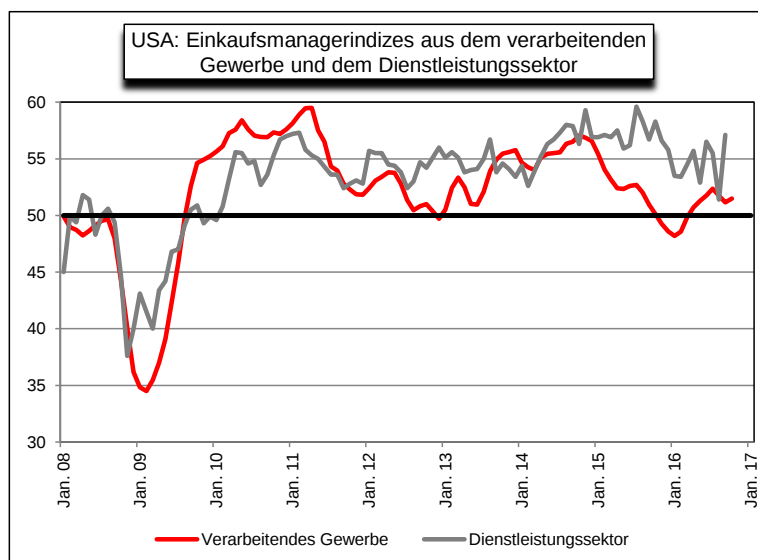
Offensichtlich bewegen sich liquide Immobiliensegmente in Abhängigkeit von der Konjunktur, so dass eine taktische Steuerung einen vielversprechenden Ansatzpunkt für ein aktives und risikoreduzierendes Management bildet. Beispielsweise zeichnet sich der beschriebene Ansatz in der Finanzmarktkrise dahingehend aus, dass die erhöhten Volatilitäten und Rückschlagrisiken reduziert werden konnten. Der Einsatz dieses makroökonomischen Steuerungsinstruments liefert somit einen wertvollen Beitrag, „klassische“ Immobilieninvestments durch aktiv gemanagte REIT-Portfolios sinnvoll zu ergänzen.

Wochenausblick für die Zeit vom 10. Oktober bis 14. Oktober 2016

	Mai	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Veröffentlichung
D: Exporte, m/m	-1,3%	0,2%	-2,6%	0,3%			10. Oktober
D: Exporte, y/y	-1,8%	-0,8%	-5,1%	-0,1%			10. Oktober
D: Importe, m/m	-0,1%	1,1%	-0,7%	0,4%			10. Oktober
D: Importe, y/y	-2,2%	-1,0%	-3,2%	-0,4%			10. Oktober
D: ZEW Konjunkturerwartungen	6,4	19,2	-6,8	0,5	0,5	2,0	11. Oktober
D: ZEW Lageeinschätzung	53,1	54,5	49,8	57,6	55,1	55,9	11. Oktober
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,3%	0,1%	0,3%	0,0%	0,1%		13. Oktober
D: Konsumentenpreise, y/y - final	0,1%	0,3%	0,4%	0,4%	0,7%		13. Oktober
E-19: Sentix	6,3	9,9	1,7	4,3	5,6	5,9	10. Oktober
E-19: Industrieproduktion, m/m	-1,1%	0,9%	-1,1%	0,3%			12. Oktober
E-19: Industrieproduktion, y/y	0,4%	0,8%	-0,6%	0,1%			12. Oktober

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Ein wichtiger Schritt in Richtung Zinserhöhung?



Für den im Dezember letzten Jahres eingeleiteten Zinserhöhungszyklus hätte sich die Fed sichere bessere Rahmenbedingungen gewünscht. Selbst wohlwollend betrachtet kann die Wirtschaftsdynamik im ersten Quartal 2016 allenfalls als mau eingestuft werden. Im ersten Quartal betrug das Wirtschaftswachstum auf das Jahr hochgerechnet gerade einmal 0,8%, im zweiten Quartal revidiert mittlerweile immerhin 1,4%. Somit ist die Wirtschaft im ersten Halbjahr 1,2% gewachsen, eine erhebliche Verlangsamung im Vergleich zu den in den vergangenen Jahren erreichten 2,5%. Die Ursachen hierfür sind schnell ausgemacht: Der Ölpreisverfall, der starke US-Dollar und hohe Lagerbestände drückten auf Investitionen, Exporte und Industrieproduktion. Jedoch hat sich die Situation im Verlauf des Jahres deutlich verbessert. Der Ölpreis hat sich stabilisiert, der US-Dollar hat seine Aufwertungsrallye gestoppt und auch der Lagerzyklus scheint zu drehen. Die negativen Auswirkungen auf das Wirtschaftswachstum sollten von daher abnehmen. Konstant positiv sieht die Situation auf der Konsumseite aus, die sich mit einer Jahresrate von gut 4% sehr robust entwickelt. Mit gut 145 Millionen ist die Beschäftigung in den USA so hoch wie niemals zuvor und auch die

Reallöhne liegen um mehr als 2% über dem Niveau des Vorjahres. In ihrer Septembersitzung hat sich die Fed aufgrund schwacher Konjunkturdaten im Juli und August noch nicht zu einer Zinserhöhung entschließen können, aber falls die US-Präsidentenwahl einen für die Märkte erträglichen Ausgang nimmt, halten wir einen Zinsschritt im Dezember trotz mauem Wirtschaftswachstum für möglich. Die jüngst veröffentlichten Einkaufsmanagerindizes sprechen zumindest dafür. So hat sich der ISM für das verarbeitende Gewerbe nach einem überraschenden Abtauchen unter die 50-Punkte Marke im August mit 51,5 Punkten wieder sehr gut erholt. Noch besser ist das Ergebnis für den Dienstleistungssektor ausgefallen, der mit einem Sprung von 51,4 auf 57,1 Punkte die beste Monatsveränderung seit Bestehen vollzog. Beide Indikatoren zeigen auch eine erhebliche Verbesserung im Sub-Index „neue Aufträge“, was sich in den Folgemonaten positiv auf Industrieproduktion und Beschäftigung auswirken könnte. Auch die Inflation befindet sich mit einer positiven Veränderung von 0,8% auf 1,0% auf dem richtigen Weg, auch wenn das Ziel von 2% hier noch in weiter Ferne liegt.

	Stand	Veränderung zum			
	06.10.2016 17:28	29.09.2016 -1 Woche	05.09.2016 -1 Monat	05.07.2016 -3 Monate	31.12.2015 YTD
Aktienmärkte					
Dow Jones	18200	0,3%	-1,6%	2,0%	4,4%
S&P 500	2151	0,0%	-1,3%	3,0%	5,3%
Nasdaq	5316	0,9%	1,3%	10,2%	6,2%
DAX	10584	1,7%	-0,8%	11,0%	-1,5%
MDAX	21578	0,4%	-0,9%	10,8%	3,9%
TecDAX	1809	1,3%	3,1%	14,7%	-1,2%
EuroStoxx 50	3026	1,2%	-1,7%	7,6%	-7,4%
Stoxx 50	2854	0,2%	-2,3%	2,5%	-8,0%
SMI (Swiss Market Index)	8173	0,1%	-1,7%	2,9%	-7,3%
FTSE 100	7008	1,3%	1,9%	7,1%	12,3%
Nikkei 225	16899	1,2%	-0,8%	7,8%	-11,2%
Brasilien BOVESPA	60108	3,0%	0,9%	15,9%	38,7%
Russland RTS	1001	0,3%	2,5%	8,2%	32,3%
Indien BSE 30	28106	1,0%	-1,5%	3,5%	7,6%
China Shanghai Composite	3006	0,2%	-2,2%	0,0%	-15,1%
MSCI Welt (in €)	1721	0,5%	-1,1%	4,4%	0,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	915	0,7%	0,5%	9,8%	12,3%
Zinsen und Rentenmärkte					
Bund-Future	164,24	-150	-302	-353	632
Bobl-Future	131,77	-37	-189	-211	110
Schatz-Future	112,10	-4	5	-1	59
3 Monats Euribor	-0,30	0	0	-1	-17
3M Euribor Future, Dez 2016	-0,30	1	3	7	0
3 Monats \$ Libor	0,87	2	3	21	26
Fed Funds Future, Dez 2016	0,50	3	-2	12	0
10-jährige US Treasuries	1,73	17	13	35	-54
10-jährige Bunds	0,00	18	11	18	-64
10-jährige Staatsanl. Japan	-0,06	3	-2	19	-31
10-jährige Staatsanl. Schweiz	-0,49	7	-2	12	-41
US Treas 10Y Performance	600,00	-1,4%	-0,9%	-2,7%	6,3%
Bund 10Y Performance	623,35	-1,0%	-0,3%	-1,0%	7,7%
REX Performance Index	489,42	-0,3%	-0,2%	-0,3%	3,2%
Hypothekenzinsen USA	3,42	0	-4	-6	-59
IBOXX AA, €	0,45	8	6	-4	-84
IBOXX BBB, €	1,30	7	10	-19	-97
ML US High Yield	6,52	-14	-24	-93	-238
JPM EMBI+, Index	814	0,0%	0,5%	2,0%	15,6%
Wandelanleihen Exane 25	6785	0,2%	-0,8%	3,6%	-2,5%
Rohstoffmärkte					
CRB Index	418,60	0,0%	0,9%	-3,4%	10,4%
MG Base Metal Index	259,35	-0,4%	3,5%	2,9%	11,7%
Rohöl Brent	52,37	6,2%	10,2%	9,0%	46,7%
Gold	1254,02	-4,8%	-5,5%	-6,8%	18,0%
Silber	17,65	-7,8%	-8,3%	-11,0%	27,4%
Aluminium	1668,25	0,5%	6,6%	1,5%	11,2%
Kupfer	4778,25	-1,0%	3,6%	-0,4%	1,5%
Eisenerz	57,00	0,0%	-5,0%	0,9%	30,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	869	-2,1%	20,0%	25,6%	81,8%
Devisenmärkte					
EUR/ USD	1,1169	-0,5%	0,1%	0,2%	2,6%
EUR/ GBP	0,8831	2,1%	5,3%	3,7%	19,8%
EUR/ JPY	116,14	2,0%	0,8%	2,3%	-11,4%
EUR/ CHF	1,0941	0,6%	0,1%	1,0%	1,0%
USD/ CNY	6,6685	0,0%	-0,2%	0,0%	2,7%
USD/ JPY	103,51	2,5%	0,1%	1,7%	-14,0%
USD/ GBP	0,7908	2,6%	5,1%	3,2%	16,6%

Carsten Klude +49 40 3282-2572 cklude@mmwarburg.com
 Dr. Christian Jasperneite +49 40 3282-2439 cjasperneite@mmwarburg.com
 Martin Hasse +49 40 3282-2411 mhasse@mmwarburg.com
 Dr. 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.