



KONJUNKTUR UND STRATEGIE

8. November 2018

Die Geschichte von unterbewerteten Aktien, bösen Banken und unmündigen Kunden

Eigentlich klingt es nach einer vergleichsweise einfachen Aufgabe, Aussagen zur Bewertung von Aktien zu treffen und Rückschlüsse daraus zu ziehen, welche Titel und Sektoren ein besonders attraktives Bewertungsniveau aufweisen. Und tatsächlich – wenn man es sich ganz einfach machen will, reicht schon der Blick auf Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), um Aktien oder ganze Sektoren bewertungstechnisch in eine Reihenfolge zu bringen und daraus eine (vermeintliche) relative Attraktivität abzuleiten. Wer allerdings ernsthaft glaubt, dass sich auf Basis einer derart trivialen Vorgehensweise ein spürbarer Mehrwert erzielen ließe, unterschätzt die Effizienz der Kapitalmärkte. Wenn eine Aktie ein niedriges KGV aufweist, dann hat das in der Regel seinen Grund. Eher selten liegt der Fall vor, dass Investoren ein unternehmerisches Juwel komplett übersehen und daher am Markt falsch bewerten. Vielmehr kann man davon ausgehen, dass ein niedriges KGV i.d.R. mit einer sehr geringen oder nicht vorhandenen Profitabilität oder einer schlechten Bilanzqualität einhergeht. Was auf den ersten Blick als „Schnäppchen“ erscheint, entpuppt sich daher bei genauerer Analyse nicht selten als Rohrkrepierer. Die schwierig zu beantwortende Frage ist aber die, welchen Bewertungsabschlag eine niedrige Profitabilität oder eine schwache Bilanzqualität rechtfertigen. Hier existiert keine Lehrbuchlösung und auch keine Daumenregel; zu einem gewissen Grad wird jeder Analyst und Investor für sich selbst die Frage beantworten müssen, ob in einem konkreten Fall nun ein Bewertungsabschlag gerechtfertigt ist oder nicht. Und es kommt noch schlimmer: Es gibt

Marktphasen, in denen Aktien in ihren Kursen und damit auch in ihren KGVs auf das heftigste für „Mängel“ in der Profitabilität, dem Gewinnwachstum oder der Bilanzqualität bestraft werden, während in anderen Marktphasen diesbezüglich weitgehende Gleichgültigkeit herrscht. Unter solchen Umständen erscheint es fast unmöglich, mit hinreichender Konfidenz von klar unter- oder überbewerteten Aktien sprechen zu können – es zeugt sogar in gewisser Weise von fehlender Demut, wenn man hier glaubt, stets glasklare Aussagen treffen zu können.

Wer uns allerdings kennt, weiß auch, dass wir trotzdem nicht so schnell aufgeben. Sollte es wirklich ganz unmöglich sein, Aussagen zur vermeintlichen Attraktivität von Aktien zu treffen? Ganz so schlimm ist es vermutlich nicht. Auch wenn sich der Markt immer auf der Suche nach dem fairen Wert befindet, dürfte wohl kaum jemand glauben, dass ihm das jeden Tag mit hoher Treffsicherheit gelingt. Schließlich liegt die Volatilität der Kurse um ein Vielfaches über der Volatilität der zugrundeliegenden Fundamentaldaten – ein untrügliches Zeichen dafür, dass der Markt auf seiner Suche zuweilen übertreibt und über das Ziel hinausschießt. Und genau diese Momente können genutzt werden, um hier und da doch ein wenig Goldstaub einzusammeln. Doch wie kann man hier systematisch vorgehen? Goldstaub macht schließlich auch erst dann richtig Spaß, wenn man ihn in größeren Mengen besitzt, und dafür braucht man einen Plan und ein Konzept.

Wir schlagen hier an dieser Stelle ein Konzept zur systematischen Analyse der Bewertung von Aktien vor, das

zumindest in dieser Form (nach unserem Kenntnisstand) bisher so nicht publiziert wurde. Und so sieht unser Vorschlag aus: Zunächst einmal unterstellen wir, dass es „die“ Bewertungskennzahl schlechthin gar nicht gibt. Neben dem KGV existieren viele weitere Kennzahlen, die die Bewertung einer Aktie aus verschiedenen Blickwinkeln beschreiben. Wir verwenden in unserer Analyse etwa 50 verschiedene Bewertungskennzahlen; jeder dieser Bewertungskennzahlen wird nun eine große Anzahl anderer Kennzahlen gegenübergestellt, mit denen die Bilanzqualität, die Profitabilität oder beispielsweise die Kursvolatilität der Aktie beschrieben werden kann. Das geschieht mit Hilfe einer sog. multiplen Regressionsanalyse. Dabei handelt es sich um ein statistisches Verfahren, anhand dessen versucht wird, die eine Kennzahl (in diesem Fall die Bewertungskennzahl) bestmöglich durch andere Kennzahlen zu erklären. So lässt sich im Idealfall mit statistischen Mitteln eine „faire“ Bewertung herleiten, aus der dann in einem zweiten Schritt eine konkrete Über- oder Unterbewertung einzelner Aktien abgeleitet werden kann.

Bis hierhin ist diese Vorgehensweise wenig spektakulär. So oder so ähnlich wird weltweit vorgegangen, wenn man mit statistischen Verfahren nach möglichen Unterbewertungen von Aktien fahndet. Wie so oft liegt leider auch hier der Teufel im Detail. Denn je nach Spezifikation der Modelle und der verwendeten Kennzahlen kommt man zu anderen Ergebnissen. Das muss auch so sein, denn die „Weltformel“ zur Ableitung einer fairen Bewertung kann und wird es niemals geben. Allerdings lässt sich der Fehler durch eine Fehlspezifikation des Modells dadurch dramatisch reduzieren, dass eine extrem hohe Anzahl an möglichen (natürlich jeweils plausiblen) Modellen und Spezifikationen gerechnet wird. Und genau das ist unser Ansatzpunkt. Statt mit einer Gleichung zu arbeiten und zu glauben, dass man damit die Bewertung von Aktien hinreichend gut beschreiben kann, erstellen wir automatisch tausende von Gleichungen, die alle die Frage der fairen Bewertung aus einem marginal anderen Blickwinkel erfassen. Letztlich erhält man so Ergebnisse, die auf einer statistisch extrem breiten Basis stehen, bei der sich einzelne Verzerrungen und Fehler in der Summe (hoffentlich) so weit wie möglich ausgleichen und damit neutralisieren.

Der geneigte Leser wird sich spätestens an dieser Stelle fragen, welche Aktien denn nun bei einer solchen Analyse positiv auffallen, denn das ist ja schließlich der Sinn der Übung. Und natürlich könnten wir Ihnen diese Liste an attraktiv bewerteten Aktien an dieser Stelle

auch zeigen, nur dürfen wir das leider nicht mehr. Ja, Sie haben richtig gelesen: Wir würden durchaus gerne unsere Erkenntnisse mit Ihnen teilen, aber der Gesetzgeber und die Regulierungsbehörden haben in der Folge einer über das Ziel hinausschießenden Überregulierung genau diesem Informationsaustausch einen Riegel vorgeschoben.

Der Grund dafür ist leicht erklärt: Sowohl der Gesetzgeber als auch die Rechtsprechung gehen inzwischen davon aus, dass es den mündigen und geschäftsfähigen Bürger und Verbraucher nicht mehr gibt. Der Gesetzgeber und die Gerichte scheinen dagegen zu unterstellen, dass Verbraucher maximal grenzdebil sind und sich von bösen Banken stets grenzenlos und unreflektiert ausbeuten lassen. Und genau daher dürfen wir in einer solchen Publikation auch keine vermeintlich attraktiven Aktien mehr benennen. Denn es könnte ja sein, dass Sie, lieber Leser, wie von der Tarantel gestochen zur nächsten Bankfiliale laufen, Ihr Haus verpfänden und Ihr Vermögen auf diese wenigen Aktien setzten, und dabei von der Bank bei der Transaktion auch noch über die Ohren gehauen werden. Dass eine solche Research-Publikation auch einfach dem Zweck dienen könnte, einen gepflegten Austausch über Kapitalmarktthemen zu betreiben, bei dem die Bank ein fairer Ratgeber und Sparringpartner ist, darauf kommt man scheinbar gar nicht mehr. Sie können uns glauben, dass wir an diesem Sachverhalt fast verzweifeln. Hier wird Banken ein Geschäftsgebaren unterstellt, das schon aus einem ureigenen wirtschaftlichem Interesse gar keinen Sinn ergibt.

Und es ist ja noch viel schlimmer: Das Vakuum, das sich hier durch die erzwungene Funkstille der Banken ergibt, wird leider zum immer größeren Teil von unseriösen Finanzgurus gefüllt, die im Internet und anderen Medien ihr Unwesen treiben und (anders als bei einer Bank) keiner Regulierung unterliegen. Es ist kaum vorstellbar, dass der Gesetzgeber dies möchte, aber genau das passiert, wenn man - weitgehend der echten Welt entrückt und primär ideologisch geprägt - sein Handwerk betreibt.

Natürlich wollen wir diese Publikation nicht damit beenden, gar keine Aussage zu Bewertungsthemen zu treffen. Aber selbst auf sektoraler Ebene fällt es uns schwer, ein klares Ergebnis zu benennen, denn zumindest auf der oberen Ebene der Sektorklassifikation existieren ETFs und Zertifikate, für die wir dann indirekt „Werbung“ machen würden – was in der neuen Welt der Bankenregulierung wiederum (Sie ahnen es schon)

Konjunktur und Strategie

heikel wäre. Aktien lassen sich jedoch auch in Industriegruppen einteilen, und für diese Industriegruppen existieren i.d.R. keine gängigen Finanzinstrumente mit dem exakten Zuschnitt dieser Gruppen. Und so haben wir es gewagt, Aussagen darüber zu treffen, welche Industriegruppe nach unserem Modell welche bewertungstechnische Attraktivität aufweist. Wir hoffen, dass wir so den Konflikt mit dem Gesetz vermeiden und nun nicht mit einem Fuß im Gefängnis stehen.

Tabelle der Über- oder Unterbewertung von Sektoren auf der Ebene der Industriegruppen	
Sektor auf ICB Level 5	Z-Score der Bewertungsattraktivität (je höher, je attraktiver)
Home Construction	2,1
Home Improvement Ret.	1,9
Delivery Services	1,8
Aluminum	1,6
Bus.Train & Employmnt	1,5
Auto Parts	1,5
Travel & Tourism	1,4
Integrated Oil & Gas	1,3
Automobiles	1,3
Paper	1,2
Consumer Electronics	1,2
Nonferrous Metals	1,2
Tires	1,1
Full Line Insurance	1,1
Reinsurance	1,1
Electrical Equipment	1,1
Iron & Steel	1,0
Containers & Package	1,0
General Mining	0,9
Life Insurance	0,9
Airlines	0,8
Recreational Services	0,8
Comm. Vehicles, Trucks	0,7
Industrial Suppliers	0,7
Gold Mining	0,7
Dur. Household Prod.	0,7
Heavy Construction	0,6
Specialty Retailers	0,6
Renewable Energy Eq.	0,6
Multiutilities	0,6
Food Retail, Wholesale	0,6
Divers. Industrials	0,6
Nondur. Household Prod	0,6
Commodity Chemicals	0,6
Defense	0,5
Forestry	0,5
Broadline Retailers	0,5
Con. Electricity	0,4
Computer Services	0,4
Prop. & Casualty Ins.	0,4
Gas Distribution	0,3
Gambling	0,3
Farm Fish Plantation	0,3
Oil Equip. & Services	0,2
Fixed Line Telecom.	0,2
Building Mat.& Fix.	0,2
Industrial Machinery	0,1
Water	0,1
Broadcast & Entertain	0,1

Um aber ganz sicher zu sein, dass uns aus dieser Zusammenstellung kein Strick gedreht wird, verraten wir an dieser Stelle lieber erst gar nicht, ob es sich hier bei-

spielsweise um europäische, US-amerikanische oder gar globale Sektoren handelt.

Tabelle der Über- oder Unterbewertung von Sektoren auf der Ebene der Industriegruppen	
Sektor auf ICB Level 5	Z-Score der Bewertungsattraktivität (je höher, je attraktiver)
Tobacco	0,1
Exploration & Prod.	0,1
Soft Drinks	0,1
Business Support Svs.	0,0
Investment Services	0,0
Asset Managers	0,0
Food Products	0,0
Specialty Chemicals	0,0
Marine Transportation	-0,1
Mobile Telecom.	-0,1
Computer Hardware	-0,1
Banks	-0,2
Aerospace	-0,2
Hotels	-0,2
Transport Services	-0,3
Alt. Electricity	-0,3
Clothing & Accessory	-0,3
Apparel Retailers	-0,3
Telecom. Equipment	-0,4
Footwear	-0,4
Recreational Products	-0,4
Brewers	-0,4
Restaurants & Bars	-0,4
Specialty Finance	-0,5
Media Agencies	-0,5
Retail REITs	-0,5
Internet	-0,6
Personal Products	-0,6
Publishing	-0,6
Healthcare Providers	-0,7
Pharmaceuticals	-0,7
Insurance Brokers	-1,0
Trucking	-1,1
Diversified REITs	-1,1
Medical Supplies	-1,1
Investment Trusts	-1,2
Medical Equipment	-1,3
Real Estate Hold, Dev	-1,3
Software	-1,4
Distillers & Vintners	-1,4
Spec.Consumer Service	-1,5
Ind. & Office REITs	-1,5
Electronic Equipment	-1,6
Biotechnology	-1,8
Mortgage Finance	-2,2
Railroads	-2,2
Financial Admin.	-2,4
Toys	-3,3

Vermutlich wünschten Sie sich, wir würden Ihnen einen Hinweis geben, welche Aktien sich hinter den Industriegruppen verbergen, aber Sie ahnen es natürlich schon; wir liefen dann wieder Gefahr, mit dem Gesetz in Konflikt zu kommen. Dass es sich dabei um eine realistische, fast kafkaeske Situation handelt, dürfte dabei allen klar sein; wir können nur hoffen, dass die Politik diesem surrealen Spuk ein baldiges Ende bereiten wird, so dass wir unsere Kunden bald wieder so behandeln dürfen, wie Sie es verdient haben: Als mündige Bürger und erwachsene Menschen.

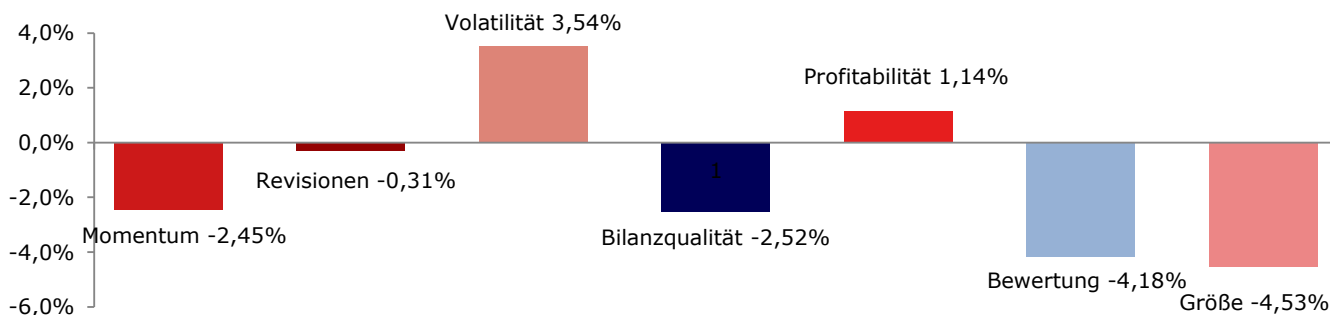
Wochenausblick für die Zeit vom 12. November bis 16. November 2018

	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Veröffentlichung
D: Konsumentenpreise, m/m - final	0,1%	0,3%	0,1%	0,4%	0,2%		13. November
D: Konsumentenpreise, y/y- final	2,1%	2,0%	2,0%	2,3%	2,5%		13. November
D: ZEW Konjunkturerwartungen	-16,1	-24,7	-13,7	-10,6	-24,7	-21,5	13. November
D: ZEW Lageeinschätzung	80,6	72,4	72,6	76	70,1	70,5	13. November
E-19: Industrieproduktion, m/m	-0,7%	-0,7%	1,0%	0,2%			14. November
E-19: Industrieproduktion, y/y	2,4%	0,5%	0,8%	0,9%			14. November
E-19: Konsumentenpreise, y/y - final	2,0%	2,1%	2,0%	2,1%	2,2%		16. November
E-19: Kerninflationsrate, y/y - final	0,9%	1,1%	0,9%	0,9%	1,1%		16. November
	Q1 2018		Q2 2018		Q3 2018		
D: BIP, q/q - s.a.	0,3%		0,5%		-0,2%		14. November
D: BIP, y/y - s.a.	2,3%		2,0%		1,2%		14. November
E-19: BIP, q/q - s.a.	0,4%		0,4%		0,1%		14. November
E-19: BIP, y/y - s.a.	2,5%		2,1%		1,6%		14. November

MMWB-Schätzungen in rot

Chart der Woche: Faktoransätze unter Druck

**Relative Performance der Faktoren zum STOXX 600 Europe Net Return Index
Zeitraum 31.12.2017 – 07.11.2018**



Wer im Jahr 2018 in seiner Aktienselektion auf Faktoreigenschaften abstellte, hatte bisher wenig Grund zur Freude. Bis Anfang März konnten zwar die meisten Faktoren eine bessere Performance als der breite Index erzielen, danach kehrte sich die Outperformance allerdings ins Gegenteil um. Politische Kapirollen wie der Handelsstreit, die zähen Brexitverhandlungen und die Budgetpläne der italienischen Regierung drücken auf die Stimmung der Anleger und sorgen dafür, dass Anlageentscheidungen zunehmend aus verhaltensökonomischen - und nicht aus sachlogischen Erwägungen getroffen werden. Bis auf die Faktorportfolios Volatilität und Profitabilität, die die Aktien aus dem STOXX Europe 600 mit der niedrigsten Volatilität bzw. höchste Profitabilität enthalten, liegen alle Faktorportfolios relativ gesehen hinter dem Index, der mit -3,4% selbst schon rote Zahlen schreibt. Für diese Untersuchung haben wir am Anfang jedes Quartals für die sieben etablierten Faktoren Momentum, Gewinnrevisionen, Volatilität, Bilanzqualität, Profitabilität, Bewertung und Größe Port-

folios mit den 100 Aktien aus dem STOXX 600 gebildet, die zu diesem Zeitpunkt das höchste Exposure zu dem genannten Faktor aufwiesen, deren Performance dann über die folgenden drei Monate gleichgewichtet und dann jeweils nach Ablauf des Quartals rebalanciert. Auffällig ist, dass weiterhin das Sentiment die Kursentwicklung bestimmt und Unternehmenscharakteristika nur eine untergeordnete Rolle spielen. Die Erfahrung zeigt jedoch, dass auch beim Faktorinvesting politische Börsen kurze Beine haben und sobald die Märkte wieder etwas zur Ruhe kommen, fundamentale Rahmendaten wieder eine Rolle spielen. Da es allerdings unmöglich ist zu prognostizieren, welche Faktoren in der Zukunft die anderen schlagen werden, ist es wichtig sich bewusst zu machen, dass Single-Faktorinvestments auch immer eine Wette auf die zukünftige (Out)Performance eines Faktors darstellen. Von daher raten wir dazu möglichst Aktien zu selektieren, die in der Summe zu allen Faktoren ein etwa gleich hohes Exposure aufweisen.

Überblick über Marktdaten

	Stand	Veränderung zum				
	08.11.2018	01.11.2018	05.10.2018	07.08.2018	07.11.2017	29.12.2017
Aktienmärkte	15:48	-1 Woche	-1 Monat	-3 Monate	-12 Monate	YTD
Dow Jones	26181	3,2%	-1,0%	2,2%	11,1%	5,9%
S&P 500	2806	2,4%	-2,8%	-1,8%	8,3%	5,0%
Nasdaq	7571	1,8%	-2,8%	-4,0%	11,9%	9,7%
DAX	11582	1,0%	-4,4%	-8,4%	-13,4%	-10,3%
MDAX	24437	0,4%	-3,3%	-8,8%	-9,3%	-6,7%
TecDAX	2680	0,4%	-2,4%	-8,4%	4,8%	6,0%
EuroStoxx 50	3245	1,3%	-3,0%	-7,4%	-11,3%	-7,4%
Stoxx 50	2984	1,1%	-1,5%	-5,3%	-7,4%	-6,1%
SMI (Swiss Market Index)	9104	1,0%	0,7%	-1,1%	-1,3%	-3,0%
FTSE 100	7155	0,6%	-2,2%	-7,3%	-4,8%	-6,9%
Nikkei 225	22487	3,7%	-5,5%	-0,8%	-2,0%	-1,2%
Brasilien BOVESPA	87247	-1,3%	6,0%	8,6%	20,5%	14,2%
Russland RTS	1160	2,6%	0,1%	1,1%	1,2%	0,5%
Indien BSE 30	35238	2,3%	2,5%	-6,4%	5,6%	3,5%
China Shanghai Composite	2636	1,1%	-6,6%	-5,2%	-22,8%	-20,3%
MSCI Welt (in €)	2084	1,7%	-2,6%	-2,4%	2,9%	3,9%
MSCI Emerging Markets (in €)	998	2,3%	0,3%	-6,3%	-11,1%	-9,7%
Zinsen und Rentenmärkte						
Bund-Future	159,50	-48	189	-251	-378	-218
Bobl-Future	131,18	-20	83	-63	-79	-43
Schatz-Future	111,91	-6	16	-1	-39	-6
3 Monats Euribor	-0,32	0	0	0	1	1
3M Euribor Future, Dez 2018	-0,31	0	-1	-3	-3	0
3 Monats \$ Libor	2,60	2	19	26	120	91
Fed Funds Future, Dez 2018	2,29	1	2	6	60	0
10-jährige US Treasuries	3,21	7	-1	24	90	80
10-jährige Bunds	0,45	6	-11	4	12	3
10-jährige Staatsanl. Japan	0,13	0	-2	2	10	8
10-jährige Staatsanl. Schweiz	0,03	3	-6	5	15	15
US Treas 10Y Performance	551,41	-0,6%	0,7%	-1,4%	-5,7%	-5,2%
Bund 10Y Performance	615,10	-0,5%	1,2%	-0,2%	0,5%	1,3%
REX Performance Index	483,20	-0,2%	0,5%	-0,2%	-0,3%	0,5%
IBOXX AA, €	0,86	2	-5	13	26	18
IBOXX BBB, €	1,82	-1	4	26	76	59
ML US High Yield	6,90	-10	25	40	84	75
JPM EMBI+, Index	787	0,6%	0,6%	-1,0%	-4,5%	-5,9%
Wandelanleihen Exane 25	7230	0,0%	-1,6%	-2,2%	-2,2%	-2,3%
Rohstoffmärkte						
CRB Spot Index	417,36	-0,1%	0,0%	-1,9%	-3,0%	-3,5%
MG Base Metal Index	304,80	0,6%	-3,5%	-3,5%	-12,4%	-15,0%
Rohöl Brent	71,51	-1,8%	-15,8%	-3,8%	12,0%	7,4%
Gold	1225,09	-0,5%	1,9%	1,1%	-3,9%	-6,0%
Silber	14,60	-0,7%	-0,1%	-5,3%	-13,9%	-14,2%
Aluminium	1971,25	1,1%	-7,3%	-2,1%	-6,7%	-12,6%
Kupfer	6171,00	1,1%	0,1%	0,5%	-9,2%	-14,4%
Eisenerz	74,18	1,6%	7,1%	7,0%	20,4%	4,1%
Frachtraten Baltic Dry Index	1304	-11,3%	-14,4%	-24,7%	-11,7%	-4,5%
Devisenmärkte						
EUR/ USD	1,1440	0,4%	-0,6%	-1,4%	-1,1%	-4,6%
EUR/ GBP	0,8735	-0,6%	-0,8%	-2,4%	-0,9%	-1,6%
EUR/ JPY	129,99	1,1%	-0,8%	0,9%	-1,5%	-3,7%
EUR/ CHF	1,1461	0,3%	0,2%	-0,6%	-0,8%	-2,1%
USD/ CNY	6,9318	0,1%	0,9%	1,4%	4,4%	6,5%
USD/ JPY	113,53	0,7%	-0,2%	1,9%	-0,4%	0,7%
USD/ GBP	0,7636	-0,9%	-0,1%	-1,1%	0,3%	3,3%

Carsten Klude
+49 40 3282-2572
cklude@mmwarburg.com

Dr. Christian Jasperneite
+49 40 3282-2439
cjasperneite@mmwarburg.com

Dr. Rebekka Haller
+49 40 3282-2452
rhaller@mmwarburg.com

Bente Lorenzen
+49 40 3282-2409
blorenzen@mmwarburg.com

Martin Hasse
+49 40 3282-2411
mhasse@mmwarburg.com

Julius Böttger
+49 40 3282-2229
jboettger@mmwarburg.com

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.