

MERITEN INVESTMENTBRIEF NOVEMBER 2014

Die EZB kauft... Zeit!



Thomas Herbert
CIO
thomas.herbert@meriten.com
Telefon: 0211-23924600

Die aktuellen Inflationsraten und insbesondere die jüngsten Entwicklungen der mittelfristigen Inflationserwartungen im Euroraum bereiten der EZB und ihrem Frontmann Mario Draghi erhebliches Kopfzerbrechen. Der massive Ankauf von Anleihen über die nächsten zwei Jahre soll helfen, zunächst die Inflationserwartungen auf einem angemessenen Niveau zu verankern. Nach langem Ringen hat sich der EZB-Rat darauf geeinigt, dass eine Bilanzverlängerung um etwa eine Billion Euro reichen könnte. Die Programme für den Ankauf von Asset Backed Securities (ABSPP) und Covered Bonds (CBPP3) liegen bereits vor. Den Märkten wurde schon eine Ausweitung auf Unternehmensanleihen avisiert. Gleichzeitig sollen zielgerichtete langfristige Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO's) die Banken ermuntern, wieder verstärkt Kredite zu vergeben.

Das ABS-Programm wird sich zunächst auf Kreditverbriefungen kleinerer und mittelgroßer Unternehmen (SME) konzentrieren und der Hinweis auf „Besonderheit“ – sprich risikoadjustiert – wird insbesondere die möglichen Volumina in Griechenland und Zypern gering halten. Weiterhin steht die genaue Definition, was unter „garantierte Mezzanine-Tranchen“ fällt, noch aus. Darüber hinaus wird die EZB beim Ankauf von immobilienbesicherten Verbriefungen wahrscheinlich zurückhaltend operieren. Das Risiko von ungewollten und unerwünschten Preissteigerungen wiegt hier aus unserer Sicht – insbesondere nach den Erfahrungen in Großbritannien – schwer. Das ausstehende Volumen von

SME-Verbriefungen im Euroraum beläuft sich nach Daten der SIFMA¹ auf etwas über 100 Mrd. Euro. Am Primärmarkt wurden 2013 über alle Deckungswerte 180 Mrd. Euro emittiert und die Zahl für 2014 dürfte nicht wesentlich höher ausfallen.

Das neue Covered-Bond-Programm ist deutlich breiter angelegt als seine beiden Vorgänger und erste Ankäufe fanden bereits statt. Mit Blick auf das aus stehende Marktvolumen, also die auf den Bilanzen zur Liquiditätssteuerung einbehaltenen gedeckten Schuldverschreibungen und der Primärmarkt, erscheint uns bereits ein Ankaufvolumen von 100 Mrd. Euro pro Jahr ambitioniert. Sollte die EZB in einem nächsten Schritt auch Unternehmensanleihen ins Visier nehmen, erweitert sich offensichtlich das Jagdrevier. Erstrangige Industrieanleihen von Emittenten der Eurozone machen unseren Schätzungen nach allerdings gerade einmal 500 Mrd. Euro aus. Auch mit Blick auf die Handelsumsätze und das Emissionsvolumen erscheint das zur Verfügung stehende Ankaufvolumen relativ zum Gesamtpaket eher gering. In allen Fällen wird die EZB darauf achten müssen, dass ihre Interventionen nicht zu einseitigen Übertreibungen bei der Marktbewertung von Risiken führt.

In der Summe ist es aus unserer Sicht unwahrscheinlich, dass die EZB mit den angekündigten Maßnahmen ihre Bilanz in Richtung der 2012er-Zielmarke steuern kann. Hierzu wäre eine weitere Aus-

¹ Securities Industry and Financial Markets Association

dehnung der Ankaufprogramme auf Industrie- und Staatsanleihen oder zumindest Anleihen von europäischen Institutionen und Emissionsvehikeln aus dem Umfeld EFSF, ESM, EU oder EIB notwendig. Ohne eine klare Botschaft aus dem Boulevard Konrad Adenauer – dem Sitz des Europäischen Gerichtshofes – wird sich die EZB zu diesem Thema nicht klar äußern.

Sollte die EZB das angestrebte Volumen erreichen, könnte sich die gewollte Auswirkung auf Preise und Wachstum über die Kanäle (1) Geldmultiplikator, (2) Wechselkurs, (3) Portfolio-Umschichtungen, (4) (Real-)Zinsen, (5) Vermögenseffekt und schließlich (6) Signalwirkung einstellen. Studien über die Wirksamkeit von „Quantitative Easing“ in den USA und Großbritannien bestätigen weitgehend den positiven Effekt auf Wachstum und Inflation – wenn auch in unter-

schiedlichem Ausmaß. Wegen der Unterschiede in der Marktstruktur und in dem institutionellen Rahmen dürften die Effekte im Euroraum aber geringer ausfallen.

Auf jeden Fall werden sich die Auswirkungen erst nach einiger Zeit zeigen. Bis dahin bleibt die Kommunikationspolitik der EZB das wirksamste Mittel zur Steuerung der Markterwartungen. Die Staats- und Regierungschefs der Eurozone, insbesondere in Italien und Frankreich, sind gut beraten, diese Zeit zur Umsetzung dringend notwendiger struktureller Reformen zu nutzen. Denn nur dann werden Unternehmen in ihren Kapitalstock investieren, langfristiges Wachstum schaffen und die Kreditnachfrage steigern. Denn: Kommunikation alleine wird sich über kurz oder lang als Instrument abnutzen.

Makro-Ausblick 2015: Verhalten optimistisch



Holger Fahrinkrug
Chefvolkswirt
holger.fahrinkrug@meriten.com
Telefon: 0211-23924105

Konjunkturell betrachtet, endet das Jahr 2014 mit Moll-Tönen, insbesondere aus europäischer Sicht. Obwohl sich der Aufschwung in den USA verfestigt hat, stagniert die Wirtschaftsleistung in der Eurozone bislang. Unter den großen Wirtschafts- und Währungsblöcken ist die EWU der schwächste: Sie ist sogar noch hinter Japan zurückgefallen.

Gründe für diese miserable Performance gibt es reichlich. Am häufigsten angeführt werden die Strukturprobleme der Währungsunion und ihrer wirtschaftspolitischen Institutionen, wobei gerne vergessen wird, dass diese Probleme auch in den Jahren 2010 und 2011 bestanden, als es die EWU immerhin auf ein Wachstum von über 1,5 Prozent brachte. Gerne wird auch die vermeintlich überzogene Austerität als Grund für die derzeit enttäuschende Performance zitiert, um daraus die Forderung nach verstärktem Stimulus vor allem seitens der deutschen Fiskalpolitik abzuleiten. Und schließlich dient für keynesianisch geprägte Kritik auch die EZB gerne als Sündenbock, die die Geldpolitik vermeintlich zu spät und zu zögerlich lockert.

Wenn dies die wahren Gründe für die Wachstumsschwäche der Eurozone wären, würde es uns schwerfallen, leicht optimistisch ins nächste Jahr zu blicken. Schließlich gehen wir nicht davon aus, dass sich die institutionelle Struktur von EU und EWU schnell ändert oder dass Deutschland zu Gunsten seiner Partner ein „Importsubventionierungsprogramm“ startet. Auch die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB 2015 ihr Ankaufprogramm auf Staatsanleihen ausdehnt, sehen wir bei unter 50 Prozent.

Wenn wir trotz der aktuell unerfreulichen Konjunktur verhalten optimistisch auf 2015 blicken, so tun wir dies erstens, weil wir andere als die genannten Gründe für ursächlich an der Misere halten. Außerdem glauben wir, dass einige von ihnen sich abschwächen werden. Wichtiger aber noch: Wir erwarten, dass etliche wachstumsfördernde Faktoren derzeit allgemein unterschätzt werden. Dazu gehören:

1. Der schwache Euro verbessert die Wettbewerbsfähigkeit und sorgt für bessere Ergebnisse der Unternehmen. Das dürfte sich positiv auf Geschäftsklima, Kreditwürdigkeit und Investitionen auswirken.

2. Das extrem niedrige Zinsniveau unterstützt zusätzlich den Immobiliensektor. Hierdurch kommen Wohlfahrtseffekte zum Tragen, die den Konsum stützen.
3. Die niedrigen Rohstoffpreise, insbesondere Energiepreise, wirken wie eine Steuersenkung für Konsumenten und Unternehmen.
4. Die Fiskalpolitik wird weniger rigide sein. Die strukturellen Budgetsalden dürften sich 2015 stabilisieren.
5. Nach Abschluss von Asset Quality Review und Stresstest dürften die jüngst angekündigten EZB-Maßnahmen effizienter wirken und Banken dazu bringen, mehr Kredite zu vergeben.

Wie stark jeder einzelne dieser Faktoren wirkt, und inwieweit die geopolitische Lage oder andere Ereignisse die Konjunktur dämpfen, ist naturgemäß unsicher. Per saldo erwarten wir aber, dass sowohl die Binnennachfrage als auch Außenhandel der Eurozone von den genannten Faktoren profitieren.

Für die EWU insgesamt rechnen wir daher mit einer moderaten Wachstumsbeschleunigung von 1,0 Prozent im laufenden Jahr, auf 1,3 Prozent im Jahresdurchschnitt des kommenden Jahres, und auf 1,5 Prozent bis zum Jahresende 2015. Gleichzeitig gehen wir von einer Stabilisierung der Inflationsrate aus, und bei weiter schwachem Euro von einem leichten Anstieg der Teuerungsrate in der zweiten Jahreshälfte. Diese Kombination dürfte die Schuldentragfähigkeit der EWU-Staaten verbessern und den zyklischen Druck auf die EZB verringern, zum allerletzten Mittel zu greifen: dem Kauf von Staatsanleihen.

Europäische Banken sind einen Schritt weiter



Bastian Gries
Leiter Corporate Credit Investment Grade
bastian.gries@meriten.com
Telefon: 0211-23924273

Ein Jahr ist es nun her, seit die Europäische Zentralbank (EZB) bekanntgegeben hat, dass sie im Vorfeld einer einheitlichen Bankenaufsicht die bedeutendsten Institute der Eurozone umfassend bewerten wird. Zwei wesentliche Elemente sollten die Prüfung der Aktivqualität (Asset Quality Review, AQR) sowie ein Stresstest sein. Als Hauptziele führte die EZB eine höhere Transparenz im Bankensektor und ein größeres Vertrauen an.² Dabei stand sie vor dem Balanceakt, die Parameter streng genug zu kalibrieren, um glaubwürdig zu wirken. Andererseits durfte sie nicht zu hart vorgehen, um den Markt ruhig zu halten. Letztlich ergab die Prüfung der Aktivqualität einen Fehlbetrag bei den Buchwerten von 48 Mrd. Euro. Die notleidenden Engagements benötigen Nachschüsse von 136 Mrd. Euro. Das so

genannte „adverse“ Szenario, das besonders harsche Annahmen bezüglich der konjunkturellen und der Kapitalmarktentwicklung trifft, ergab wiederum eine Kapitallücke von 24,6 Mrd. Euro für insgesamt 25 Banken. Davon stammen 20 aus Peripherieländern – 9 aus Italien – und vor allem aus der zweiten Reihe.

Werden die Kapitalmaßnahmen des laufenden Jahres berücksichtigt, reduziert sich der Kapitalbedarf auf 9,5 Mrd. Euro für insgesamt 13 Institute. Diese Kapitallücke sollte zügig zu schließen sein. Selbst die italienische Monte dei Paschi, die mit 2,1 Mrd. Euro das meiste Geld benötigt, konnte sich zeitnah eine Kapitalerhöhung von bis zu 2,5 Mrd. Euro über ein Bankenkonsortium sichern.

² Vgl. EZB, „Mitteilung: Umfassende Bewertung - Oktober 2013“



Tim Frankenheim
Asset Manager Corporate Credit Investment Grade
tim.frankenheim@meriten.com
Telefon: 0211-23924283

In jedem Fall haben die Maßnahmen der EZB mehr Transparenz geschaffen. Dafür sorgen allein schon die Details über die Banken auf der Homepage der European Banking Authority (EBA), die in diesem Umfang vorher nicht zur Verfügung standen.

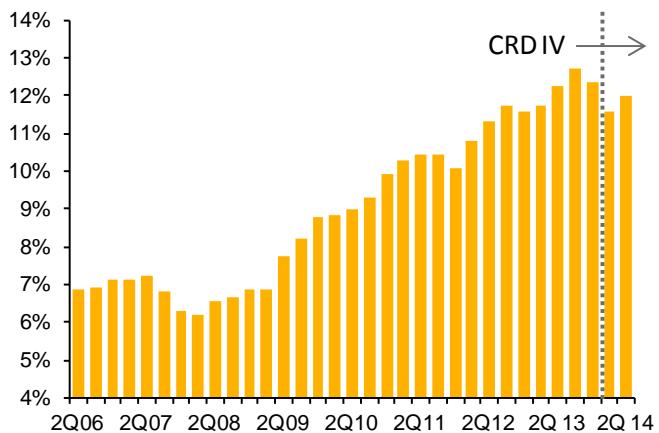
Nach Abschluss des AQR und des Stresstests hat die EZB per 4. November 2014 die Aufsicht über die 120 bedeutendsten Institute der Eurozone übernommen. Mittelfristig dürften die Politiker die EU-Bankenunion weiter vorantreiben. So laufen derzeit nationale Gesetzgebungsverfahren, um die im April 2014 vom EU-Parlament verabschiedeten Bail-In-Regeln umzusetzen³. Diese gewährleisten, dass die Nachrang- und Senior-Anleihegläubiger eher an den Verlusten eines Instituts beteiligt werden, das in Schieflage gerät.

Gleichzeitig sind die Bankbilanzen durch geringere Altlasten und höhere Anforderungen an die Eigenmittel sicherer geworden. Das Zurückfahren des eigenkapitalintensiven Investmentbanking und die Konzentration auf stabilere Ertragsquellen haben die Risiken zusätzlich verringert. Allerdings belastet der Wegfall der impliziten Staatsunterstützung die Bonität von Banken. Das führt zu geringeren Ratings für Bankanleihen. Daher gewinnt eine fundierte Bonitätsanalyse für ein Investment in diese Assetklasse an Bedeutung.

In Summe erwarten wir eine weitere gute Entwicklung der Risikoauflschläge. Zudem sollten die Aufkaufprogramme der EZB für Pfandbriefe und Asset Backed Securities den Markt für Bankanleihen unterstützen.

Abbildung: Durchschnittliche Kernkapitalquoten europäischer Banken⁴

Banks included	4Q 13	1Q 14	2Q 14
ACAFP (S.A.)	10,00%	9,00%	9,90%
BBVASM	11,60%	10,80%	11,60%
BNP	11,70%	11,00%	10,20%
CMZB	13,10%	11,30%	11,70%
CS	16,00%	14,30%	13,80%
DB	12,90%	13,20%	14,70%
HSBC	13,60%	10,70%	11,30%
ISPIM	11,30%	12,20%	13,20%
LLOYDS	10,10%	10,90%	11,10%
RBS	10,90%	9,40%	10,10%
SANTAN	11,70%	10,60%	10,90%
SOCGEN	11,30%	10,90%	10,90%
UBS	18,50%	17,90%	18,10%
UCGIM	10,60%	9,90%	10,60%
avg.	12,38%	11,58%	12,01%



³ Resolution and Recovery Directive, Single Resolution Mechanism

⁴ Unternehmensdaten, Meriten Investment Management

Frühe Bescherung treibt die Kurse



Jürgen Heinz
Leiter Europäische Small Caps
& Spezialisierte Aktienprodukte
juergen.heinz@meriten.com
Telefon: 0211-23924222

Das schönste Geschenk liefert der Weihnachtsmann in diesem Jahr verfrüht: einen Ölpreis unter der Marke von 85 US-Dollar! Damit ist Benzin im bundesweiten Schnitt so günstig wie seit April 2011 nicht mehr. Der Preissturz schafft Luft im privaten Geldbeutel und lässt auf ausgedehnte Shopping-Touren zum Jahresende hoffen. Für die Aktien der Konsumgüterhersteller ist das ein gutes Signal.

Doch auch andere Entwicklungen deuten auf einen erfreulichen Jahresausklang an den Börsen hin. Im Gleichschritt mit dem Ölpreis sinkt die Inflation. Der Europäischen Zentralbank, die auf Geldwertstabilität setzt, liefert das ein willkommenes Argument für weitere geldpolitische Lockerungen.

Ein weiteres „Mini-Konjunkturprogramm“ ist der schwache Euro. Die Divergenz der konjunkturellen Entwicklung und der Notenbankpolitik zwischen Europa auf der einen sowie den USA und Großbritannien auf der anderen Seite setzt den Euro weiterhin unter Druck. Das sollte sich positiv auf die Exporte und damit auf die Umsätze und Gewinne europäischer Unternehmen auswirken.

Ein Unsicherheitsfaktor bleibt jedoch: Nicht alle Unternehmen profitieren vom sinkenden Ölpreis. Dazu gehören die Vertreter der Öl- und Gasindustrie. Über die großen Indizes bringen sie ein erhebliches Börsengewicht auf die Waage. Beim Euro Stoxx 50 machen diese Titel immerhin rund 10 Prozent der Marktkapitalisierung aus. Beim Stoxx TMI Small sind es lediglich 4 Prozent. Den Euro Stoxx 50 könnte dies zum Jahresende eher belasten.

Unter dem Strich gilt aber: Es profitieren weit mehr Sektoren von dem geringeren Ölpreis als umgekehrt. Besondere Nutznießer sind die energiehungrigen Firmen, vor allem jene aus dem Industrie- und Chemiektor. Die Resultate zeigen sich direkt in deren Gewinn- und Verlustrechnung. So mancher Ökonom antizipiert also deutliche Wachstumsimpulse für die Eurozone. Das lässt auch Aktiönaire auf ein versöhnliches Weihnachtsfest hoffen.



Philip John
Asset Manager European Equities
philip.john@meriten.com
Telefon: 0211-23924225

Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management) ist ein Finanzdienstleister im Bereich der Vermögensverwaltung für institutionelle und Wholesale-Kunden und eine Tochtergesellschaft von The Bank of New York Mellon Corporation. Meriten Investment Management verwaltet ein Vermögen von rund € 24 Mrd*. Zu den Kunden von Meriten Investment Management zählen Unternehmen, Pensionskassen, Fondsgesellschaften, Stiftungen, Banken, Zentralbanken, Sparkassen, Regierungsbehörden und Versicherungsgesellschaften. Meriten Investment Management wurde im Jahre 1969 in Düsseldorf gegründet und ist in Deutschland ein führender Anbieter von Spezialfonds und Fondsmanagement-Dienstleistungen. Weitere Informationen zu Meriten Investment Management unter: www.meriten.de **BNY Mellon Investment Management** ist mit einem verwalteten Vermögen von 1,6 Billionen USD eine der weltweit führenden Investmentmanagement-Gesellschaften und zählt in den USA zu den ersten Adressen im Bereich Wealth Management. BNY Mellon Investment Management umfasst die zu BNY Mellon gehörenden Investmentfirmen, Vermögensverwalter für vermögende Privatkunden sowie weltweite Vertriebsgesellschaften. Weitere Informationen erhalten Sie unter www.bnymellonim.com. **BNY Mellon** ist ein global operierender Finanzdienstleister, der seine Kunden in der Verwaltung und Betreuung ihres Finanzvermögens über die gesamte Anlagedauer unterstützt. Ob es sich den Kunden um Institutionen, Unternehmen oder Privatanleger handelt, BNY Mellon liefert stets kompetente Investmentmanagement- und Wertpapierdienstleistungen und ist weltweit in 35 Ländern sowie in mehr als 100 Märkten tätig. Das Unternehmen verwahrt und administriert ein Volumen von 28,3 Billionen USD* und verwaltet ein Vermögen von 1,6 Billionen USD.* BNY Mellon ist somit entsprechend aufgestellt, um als zentraler Ansprechpartner zu fungieren und Kunden in allen Aspekten einer Anlage – Gestaltung, Handel, Verwaltung, Administration, Vertrieb oder Umstrukturierung – aktiv zu begleiten. BNY Mellon ist die Unternehmensmarke von The Bank of New York Mellon Corporation (NYSE: BK). Weitere Informationen sind unter www.bnymellon.com sowie über Twitter unter @BNYMellon erhältlich.

*Stand: 30. September 2014

Wichtige Kundeninformation

Wir liegenes Dokument wurde durch die Meriten Investment Management GmbH (Meriten Investment Management), die der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt, erstellt. Es beinhaltet weder ein Kaufangebot noch eine Aufforderung zu einem Angebot durch Personen oder in einer Rechtsordnung, nach deren Vorschriften ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig oder die entsprechende Person zur Abgabe eines solchen Angebotes oder einer solchen Aufforderung nicht ermächtigt wäre. Es beinhaltet auch kein derartiges Angebot oder eine derartige Aufforderung gegenüber Personen, gegenüber welchen ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht rechtmäßig abgegeben werden darf. Alle in diesem Dokument wiedergegebenen Einschätzungen und Meinungen spiegeln die Einschätzungen und Meinungen des jeweiligen Autors zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wider und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung verändern. Die vorliegende Präsentation dient lediglich der Kundeninformation und stellt naturgemäß keine steuerliche Beratung dar. Wir empfehlen den Kunden, einen Vertreter der steuerberatenden Berufe aufzusuchen. Die Angaben in diesem Dokument sind öffentlich zugänglichen Quellen entnommen, die wir für zuverlässig halten, doch können wir weder zusichern noch garantieren, dass die Informationen richtig, vollständig oder für alle Zwecke geeignet sind, und sie sollten nicht als Grundlage für Anlageentscheidungen genommen werden. Alle hierin enthaltenen Meinungen und Schätzungen, einschließlich der Renditeprognosen, beruhen auf Annahmen, die sich möglicherweise als nicht zutreffend herausstellen. Darüber hinaus können Anlagen auf internationalen Märkten durch eine Vielzahl von Faktoren beeinflusst werden, einschließlich politischer und sozialer Umstände, diplomatischer Beziehungen, Beschränkungen oder Entzug von Geldmitteln oder Vermögenswerten oder der Auferlegung (oder Änderung) von Devisenkontrollen oder Steuervorschriften auf diesen Märkten. Außerdem unterliegen Anlagen in einer anderen Währung Wechselkursänderungen, die sich auf den Wert, Preis oder die Rendite der Anlage negativ auswirken können. Meriten Investment Management oder mit ihr verbundene Unternehmen dürfen Kauf- oder Verkaufpositionen in den hierin genannten Wertpapieren oder damit verbundene Termingeschäfte oder Optionen halten, solche Wertpapiere kaufen oder verkaufen, sich als Marketmaker oder auf andere Weise in einem sonstigen Geschäft mit diesen Wertpapieren engagieren und Courtage oder andere Vergütungen dafür erhalten. Eine **Wertentwicklung in der Vergangenheit darf nicht als Hinweis oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung angesehen werden, und es wird keine – ausdrückliche oder stillschweigende – Zusicherung oder Gewährleistung einer zukünftigen Wertentwicklung gegeben**. Dieses Dokument soll nur der Information derjenigen dienen, an die es ausgegeben wird. Meriten Investment Management übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden jeglicher Art, die sich aus der Nutzung des gesamten Dokuments oder eines Teiles davon ergeben. Kein Teil dieses Dokuments darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Meriten Investment Management reproduziert oder weiter versandt werden. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich. Anlagen in Investmentfonds sollten auf Grundlage des derzeit gültigen Verkaufsprospekts erfolgen. Dieser kann zusammen mit dem aktuellen Jahres- und Halbjahresbericht sowie den wesentlichen Anlegerinformationen kostenlos bei der Meriten Investment Management GmbH, Herzogstraße 15, 40217 Düsseldorf oder unter www.meriten.de bezogen werden. Sollte der Fonds Anlagen in einer Währung tätigen, die nicht der Heimatwährung des Investors entspricht, kann der Anteilswert zusätzlichen Wechselkurschwankungen unterliegen. Der Wert der Anteile und der Ertrag daraus können sowohl fallen als auch steigen, und ein Investor erhält unter Umständen nicht den angelegten Betrag zurück. Dieses Material ist nur für professionelle Kunden bestimmt und nicht zur Aushändigung an Privatkunden gedacht bzw. darf von diesen nicht als Entscheidungsgrundlage herangezogen werden. Sollte Meriten Investment Management Rabatte auf Verwaltungsvergütungen von Zielfonds oder anderen Vermögenswerten als Rückvergütung erhalten, so trägt sie dafür Sorge, dass diese dem Investor bzw. dem Fonds zugeführt werden. Erbringt Meriten Investment Management Leistungen für ein Investmentprodukt einer dritten Gesellschaft, so erhält Meriten Investment Management hierfür eine Vergütung von dieser Gesellschaft. Typische Leistungen sind das Investment Management für oder der Vertrieb von Fonds anderer Investmentgesellschaften. Üblicherweise berechnet sich die Vergütung als prozentualer Anteil an der Verwaltungsvergütung (bis zu 100%) des betreffenden Fonds bezogen auf das durch Meriten Investment Management verwaltete oder vertriebene Fonds volumen. Hieraus kann das Risiko einer nicht interessengerechten Beratung resultieren. Die Höhe der Verwaltungsvergütung kann dem Verkaufsprospekt des jeweiligen Fonds entnommen werden. Auf Anfrage werden wir Ihnen weitere Einzelheiten hierzu mitteilen. Diese Mitteilung richtet sich nicht an Personen im Vereinigten Königreich und darf nicht deren Anlageentscheidungen zugrunde liegen. Darüber hinaus richtet sie sich nur an Personen mit Sitz in Staaten, in denen die betreffenden Fonds zum Vertrieb zugelassen sind oder in denen eine solche Zulassung nicht erforderlich ist. Die Anteile dieses Fonds sind insbesondere nicht gemäß dem US-Wertpapiergesetz (Securities Act) von 1933 in seiner aktuellen Fassung zugelassen und dürfen daher weder innerhalb der USA noch US-Bürgern oder in den USA ansässigen Personen zum Kauf angeboten oder verkauft werden. Diese Publikation dient als Marketinginstrument. Die gesetzlichen Anforderungen zur Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen sind nicht eingehalten. Ein Verbot des Handelns der besprochenen Finanzprodukte vor der Veröffentlichung dieser Darstellung besteht nicht.

Copyright © 2014 Morningstar. Alle Rechte vorbehalten. Die in Bezug auf Morningstar enthaltenen Informationen, Daten und ausgedruckten Meinungen („Informationen“): (1) sind das Eigentum von Morningstar und/oder seiner Inhaltelieferanten und stellen keine Anlageberatung oder die Empfehlung, bestimmte Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen, dar, (2) dürfen ohne eine ausdrückliche Lizenz weder kopiert noch verteilt werden und (3) werden ihre Genauigkeit, Vollständigkeit und Aktualität nicht zugesichert. Morningstar behält sich vor, für den Zugang zu diesen Ratings und/oder Rating-Berichten Gebühren zu erheben. Weder Morningstar noch seine Inhaltelieferanten sind für Schäden oder Verluste verantwortlich, die aus der Verwendung von Ratings, Rating-Berichten oder hierin enthaltenen Informationen herrühren. STOXX Limited („STOXX“) ist die Quelle der in diesem Dokument genannten STOXX-Indizes und der darin enthaltenen Daten. STOXX war bei der Herstellung und Aufbereitung von in diesem Bericht enthaltenen Informationen in keiner Weise beteiligt und schliesst für solche Informationen jede Gewähr und jede Haftung aus, einschließlich für ihre Genauigkeit, Angemessenheit, Richtigkeit, Vollständigkeit, Rechtzeitigkeit und Tauglichkeit zu beliebigen Zwecken. Jede Verbreitung oder Weitergabe solcher Informationen, die STOXX betreffen, ist untersagt.189/Q4/2014