

Berlin, 01.12.2023

Liebe Co-Investorinnen und Co-Investoren,

das Sentiment der Immobilienaktien hinkt nach wie vor dem breiten Aktienmarkt hinterher. Die Hauptursache sind die in den großen westlichen Wirtschaftsräumen kräftig gestiegenen Zinsen. Sie setzen die Bewertungen an den Immobilienmärkten unter Druck, verteuern die Finanzierungsseite und lenken Kapital zunehmend wieder in andere Assetklassen, die zum Teil höhere Renditen und eine vermeintlich günstigere Risiko-Rendite-Relation versprechen.

Dieses Umfeld schlägt sich auch in der bisherigen Entwicklung unseres Immobilienaktienfonds „AVENTOS Global Real Estate Securities Fund“ nieder. Seit Auflegung im Oktober 2020 stieg der Kurs des Fonds (S-Tranche) zunächst um etwa 30 Prozent, um dann im Zuge der steigenden Zinsen sukzessive an Wert zu verlieren. Aktuell (20.11.2023) liegt der Wert etwa zehn Prozent unter dem Ausgangsniveau. Seit Ende des Geschäftsjahres (31.08.2023) hat es keine Zinserhöhungen mehr gegeben. Wir erwarten, dass die Phase der Zinssteigerungen sich jetzt dem Ende nähert und sich das Zinsniveau auf dem neuen Niveau einpendelt. Damit wäre der wesentliche Treiber für die breiten Kursrückgänge verschwunden und auch die Kursniveaus dürften sich damit stabilisieren. Bis sich das höhere Zinsniveau in allen Bewertungen der illiquiden Immobilienmärkte niederschlägt, dürfte es jedoch noch etwas dauern. Die Börsen jedoch haben dies bereits eingepreist: So liegt der Spread zwischen dem Nettobuchwert der Immobilienportfolios (also schuldenbereinigt) und dem Marktwert von Immobilien-AGs an der Börse („NAV-Spread“) für den europäischen Markt Mitte November bei etwa 36 Prozent.

Gleichzeitig ist das strukturelle Umfeld für die meisten Immobiliennutzungsarten nach wie vor positiv. In den großen deutschen Städten beispielsweise fehlt es unverändert an Wohnraum. Es wird nicht genug gebaut. Und die gestiegenen Zinsen sowie die höheren Baukosten führen sogar zu zukünftig nochmals reduzierten Neubauaktivitäten. Die Folge wird allen politischen Lippenbekenntnissen zum Trotz ein weiter steigender Aufwärtsdruck bei den Wohnungsmieten sein. Und mit den Mieterträgen werden langfristig auch die Bewertungen steigen.

Auch die Büromärkte sehen sich gegenwärtig einem sehr negativen Sentiment ausgesetzt. Aus unserer Sicht ist eine präzise Differenzierung verschiedener Bürolagen und -qualitäten notwendig. Die viel zitierte, aber unterkomplexe Frage nach der „Zukunft des Büros“ wird der Vielschichtigkeit der Assetklasse nicht gerecht. So sehen wir zum Beispiel, dass für hochwertige Flächen in zentraler Lage weiterhin steigende Mieten aufgerufen werden. Warum das so ist und weshalb wir einen Anbieter wie Boston Properties daher für ein gutes Investment halten, schildern wir in einem Beitrag in dieser Ausgabe des Investorenbriefs genauer. Auch Logistik und Spezialsegmente wie Life-Science und Data-Center erfreuen sich hoher Mieternachfrage. Immobilien werden deshalb auch diesmal ihrem Ruf gerecht werden, mit etwas zeitlichem Verzug einen weitgehenden Inflationsausgleich bieten zu können. Das wird sich langfristig in ihrer Bewertung und damit auch in den Aktienkursen widerspiegeln.

Im vergangenen Halbjahr haben wir unter anderem unsere Position bei der American Tower Corporation weiter ausgebaut. Wir bewerten die Infrastruktur für Mobilfunk langfristig als attraktiven Sektor, der von den Zinserhöhungen überproportional abgestraft wurde. Aus Risikodiversifizierungsgründen haben wir zudem in unserem Portfolio den Titel Equity Residential durch Camden Properties ersetzt. Beides sind US-amerikanische Prime-Apartment-REITs. Doch das Portfolio von Equity Residential weist große geografische Überschneidungen mit AvalonBay aus unserem Portfolio auf, während Camden vorwiegend in den attraktiven Sunbelt-Märkten der USA aktiv ist. Ferner haben wir unsere Position in Plymouth Industrial REIT schrittweise reduziert und damit die sehr gute Kursentwicklung realisiert. Und zu guter Letzt haben wir unsere Aktienbestände in Aedifica aufgestockt und dabei von einem kurzfristigen Kursrückgang infolge einer Bezugsrechte-Emission profitiert. Wir sind überzeugt, dass der europäische Healthcare-Immobilienmarkt langfristig aufgrund der demografischen Entwicklung attraktive fundamentale Potenziale bietet – und aktuelle negative Medienberichterstattungen bald wieder abklingen.

Wir werden die gegenwärtige Marktlage weiterhin nutzen, um günstige Einstiegsmöglichkeiten in attraktiv bepreiste Portfolios zu sondieren und zu nutzen. Wir sind überzeugt – und das lehrt auch die Erfahrung –, dass sich die Schere zwischen Marktbewertung und Immobilienwert über kurz oder lang wieder schließen wird. Auf der Gewinnerseite werden dann die Immobilienaktien stehen.

Herzliche Grüße



Prof. Dr. Stephan Bone-Winkel
Oliver Puhl
Dr. Karim Rochdi

AVENTOS CAPITAL MARKETS GMBH & CO. KG
Lützowplatz 7
D - 10785 Berlin
+49 30 2290 829 80

info@aventos.group
www.aventos.group

Geschäftsführung: Dr. Karim Rochdi
AG Charlottenburg HRA 57168 B
Steuernummer DE329215671

MÄRKTE: DER PUBLIC-TO-PRIVATE-SPREAD

Bereits in unserem Investorenbrief im Juli hatten wir uns mit dem Public-to-Private-Spread von börsennotierten Immobilienunternehmen beschäftigt und sind den Ursachen auf den Grund gegangen. Gemeint ist die Diskrepanz zwischen der Marktkapitalisierung der Unternehmen an der Börse – sprich: den Aktienkursen – und dem schuldenbereinigten Wert der den Unternehmen zugrunde liegenden Immobilienportfolios, also dem Net-Asset-Value (NAV).

An der Bestandsaufnahme hat sich im Wesentlichen nichts geändert. Der „FTSE EPRA Nareit Global Real Estate Price Index“ auf US-Dollar-Basis liegt aktuell (24.11.2023) um 5,5 Prozent unter Jahresbeginn.¹ Der MSCI World Index liegt als Vergleich zum selben Stichtag seit Jahresbeginn um fast 16 Prozent im Plus. Kurzum: Das Segment der Immobilienaktien konnte auch in den vergangenen Monaten im Vergleich zum breiten Aktienmarkt keinen Boden gut machen. Hauptauslöser dieser Entwicklung sind nach wie vor die gestiegenen Zinsen.

Vermietete Wohnungen für 113.000 Euro pro Einheit

Der mit Abstand größte deutsche börsennotierte Wohnimmobilienkonzern, Vonovia, hat sich allerdings seit unserem vorherigen Investorenbrief etwas erholt. Mit einem Kurs von derzeit circa 25 Euro je Aktie ist Vonovia jedoch im historischen Vergleich und mit einer Marktkapitalisierung von etwa 20 Milliarden Euro weiterhin günstig bewertet. Im Halbjahresbericht weist das Unternehmen einen Verkehrswert des Immobilienportfolios von rund 88,2 Milliarden Euro aus, was uns bei einem Bestand von ungefähr 550.000 Wohnungen quer durch Deutschland, Österreich und Schweden nicht besonders hoch erscheint, ergibt sich doch daraus ein Durchschnittswert pro Wohnung von circa 160.000 Euro. Berücksichtigt man die Nettoverschuldung („Net Debt“) von circa 43,2 Milliarden Euro, ergibt sich eine Portfoliobewertung Pi mal Daumen von netto 45 Milliarden Euro. Dabei wurde das Portfolio im ersten Halbjahr bereits um 6,4 Milliarden Euro wertberichtigt. Oder anders ausgedrückt: Würde man für 20 Milliarden Euro alle Vonovia-Aktien erwerben und sämtliche Schulden tilgen, erhielte man für etwa 62 Milliarden Euro ein breit gestreutes Portfolio aus fast 550.000 Wohnungen – also 113.000 Euro pro Wohnung. Beim Vergleich mit den Peergroups stellt man fest, dass ein Public-to-Private-Spread der Vonovia von etwa 45 Prozent als durchaus repräsentativ für den europäischen Markt gelten kann. Aktuell liegt der Discount deutschlandweit bei 54 Prozent und europaweit bei 36 Prozent.

Die entscheidende Frage lautet: Sind die Aktienkurse zu niedrig oder die Immobilienbewertungen zu hoch angesetzt? Das hängt nicht zuletzt von jedem Einzelfall ab. Für das gesamte Segment lässt sich sagen: In der Vergangenheit war es immer so, dass sich Kapitalmarkt- und Immobilienbewertungen bei langfristiger Betrachtung einander angenähert haben. Wir erwarten, dass das auch diesmal so eintreten wird. Dabei wird die Bewegung in den wahrscheinlich meisten Fällen aus beiden Richtungen kommen: Die relativ trägen, von Gutachtern vorgenommenen Bewertungen der Immobilienportfolios werden moderat sinken, wie das ja in vielen Fällen bereits zu beobachten ist, während die Aktienkurse aus unserer Sicht erhebliches Erholungspotenzial aufweisen.

¹ <https://www.lseg.com/en/ftse-russell/indices/epra-nareit#USD>

AVENTOS IM GESPRÄCH: DR. JOHANNES BRAUN, RISK & DATA MANAGER BEI AVENTOS, ÜBER DAS ACM DATA WAREHOUSE

Johannes, wozu braucht man als Immobilieninvestor überhaupt ein Data Warehouse?

Zunächst, es geht natürlich auch ohne. Bei AVENTOS sind wir allerdings von Anfang an sehr darauf aus gewesen, die kostbare Zeit unserer Spezialisten nicht mit täglichen, repetitiven Arbeiten zu verschwenden. Stattdessen ist es das Ziel, den Kollegen das maximal mögliche Pensum an tatsächlich produktiver Analysezeit zu ermöglichen. In dem Zusammenhang kommt das Data Warehouse (DWH) ins Spiel, als unsere zentrale Analyseplattform für das gesamte Universum der Immobilienaktien und REITs – sozusagen unser zentrales Nervensystem und Ausgangspunkt für jede Investitionsentscheidung. Wir haben diese Plattform und das dazugehörige Dashboard selbst entwickelt – ein Prozess, der natürlich niemals abgeschlossen ist. Jedenfalls werden uns die Ideen für neue Features und interessante neue Datensätze auf Jahre nicht ausgehen. Natürlich ist eine solche Entscheidung immer ein Trade-off: Die Alternative wäre gewesen, von Tag eins an alle verfügbaren Ressourcen in die unmittelbare Analyse zu werfen und das daraus resultierende Extra an sich wiederholender Routinearbeiten hinzunehmen. Auf lange Sicht bin ich mir aber sicher, dass sich der – vermeintliche – Umweg über das DWH auszahlen wird.

Wie viele Titel zählen denn zum „gesamten Universum der Immobilienaktien und REITs“?

Insgesamt gibt es ungefähr 3.000 börsennotierte Immobiliertitel, die theoretisch infrage kämen. Einen großen Teil davon schließen wir schon von vornherein aus, weil bestimmte Grundkriterien nicht erfüllt werden, zum Beispiel eine ausreichende Liquidität der Aktien. Außerdem stellen wir hohe Ansprüche an die Transparenz und Governance der potenziell relevanten Märkte. Viele Länder sind für uns deshalb grundsätzlich nicht investierbar, etwa China einschließlich Hongkong. Diese fest im DWH verankerten Ausschlüsse sind manchmal schmerzhaft, sie zwingen aber auch dazu, bei einmal getroffenen Entscheidungen zu bleiben. Die Verwerfungen am chinesischen Immobilienmarkt sind uns nicht zuletzt deshalb erspart geblieben, weil wir die nach gründlicher Analyse einmal getroffene Entscheidung, den intransparenten chinesischen Markt auszuschließen, auch bei zwischenzeitlich verlockenden Wachstumsaussichten der chinesischen Volkswirtschaft nicht mehr revidiert haben. Der DWH-Code hat insofern durchaus auch eine disziplinierende Wirkung.

Unterm Strich bleiben nach den genannten Filterungen etwa 500 Werte, die von unserem Data Warehouse laufend gescreent und voranalysiert werden. Das Gros der investierten Titel liegt erwartungsgemäß aktuell in Europa, Nordamerika und Japan sowie Australien. Nichtsdestotrotz beobachten wir die Fortschritte, die Schwellenländer bei der Verbesserung der Transparenz ihrer Immobilienmärkte machen, sehr genau. Über die Aufnahme oder Nichtaufnahme eines neuen Markts entscheidet dann allerdings nicht das DWH, sondern eine gut vorbereitete Diskussion im Meeting des Investment-Committees (IC).

Wie genau funktioniert das laufende Screening?

Zunächst zieht sich unser Data Warehouse automatisch Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen sowie die von uns als relevant definierten Finanzkennzahlen der Unternehmen, die die oben beschriebenen Filterprozesse überstanden haben. Aus diesen eher rohen Daten wird dann auto-

matisch eine Reihe von für die Analyse relevanten KPIs berechnet. Im Grunde erfolgt eine tägliche Minibewertung der betroffenen Titel. Zentral bei diesem Schritt ist es, die Unternehmen verschiedener Länder und Buchführungssysteme vergleichbar zu machen. Ein Beispiel: Im veröffentlichten Nettoeinkommen europäischer REITs verbergen sich ohne entsprechende Anpassung die Neubewertungen von deren Immobilienportfolios. Bei einem entsprechend hohen Bewertungsgewinn würde eine nicht korrigierte Kennzahl ein völlig falsches Bild von der zukünftigen Profitabilität des betroffenen Unternehmens zeichnen. Diese und ähnliche händische Korrekturen wollen wir uns ersparen, aber gleichzeitig sämtliche Korrekturschritte für alle Teammitglieder transparent machen. In Kombination mit den tagesaktuellen Aktienkursen ergibt sich dann ein ziemlich präzises Bild der relativen Attraktivität unserer Portfoliounternehmen, aber auch der Alternativen aus dem investierbaren Universum.

Wie fließen diese Informationen dann in den Investmentprozess ein?

Die oben beschriebenen Minibewertungsmodelle und KPIs erlauben es den jeweiligen Sektor-Spezialisten im Team, eine vorläufige Attraktivitätsrangliste für einzelne Sektoren zu generieren. An dieser Stelle sind die Möglichkeiten des DWHs zwar bei Weitem noch nicht ausgereizt, der rein automatische Teil der Analyse muss aber sinnvollerweise an dieser Stelle einer Mischung aus manueller Recherche und automatischer Analyse weichen. Wir können uns dann mit den attraktivsten Titeln der Rangliste im Detail auseinandersetzen. Dabei spielen insbesondere historische Unternehmensbilanzen, Mikrolagen der Portfolioimmobilien oder ESG-Daten eine Rolle, die ebenfalls im DWH automatisch aktualisiert und gebündelt werden, aber auch Telefonate mit lokalen Marktexperten, externen Analysten und Investor-Relations-Verantwortlichen der jeweiligen Unternehmen.

Bei aller Begeisterung für die Automatisierung von Prozessen werden wir so schnell auch keinen vollautomatischen Ersatz für die persönlichen Kontakte sowie die jahrzehntelange Immobilien- und Kapitalmarkterfahrung der IC-Mitglieder finden. Um uns das Leben dennoch weitmöglichst zu erleichtern, haben wir diverse Schnittstellen für die Dokumentation dieser „weicheren“ Erkenntnisse geschaffen, sodass wir diese Erkenntnisse in die unternehmensspezifischen Reports im DWH einpflegen können und wichtige Erkenntnisse über die Monate und Jahre nicht auf der Strecke bleiben.

Relativ oft kam es dabei in der Vergangenheit auch vor, dass wir ein Unternehmen zwar generell attraktiv fanden, wir aber unsere Renditeerwartungen beim vorliegenden Aktienkurs nicht erfüllen konnten. In solchen Fällen müssen wir zum Glück keinen Kollegen darauf abstellen, die Preisentwicklungen von potenziell 500 verschiedenen Immobilienunternehmen zu verfolgen und im entscheidenden Moment Alarm zu schlagen. Die Aufgabe übernimmt das DWH über die Einbindung einer Alert-Funktion, die auf die jeweiligen Zielkurse der vorab analysierten Unternehmen eingestellt wird und den Teammitgliedern mittels Push-Nachricht den entscheidenden Hinweis gibt, sobald wir mit dem Pricing zufrieden sind.

In Kurzform könnte man also sagen: Das Data Warehouse ist unser mit Abstand wichtigster Datenlieferant und Wissensknotenpunkt. Die Entscheidung selbst wird bei uns aber von keinem Algorithmus getroffen, sondern von Investment-Experten aus Fleisch und Blut.

SPOTLIGHT: BOSTON PROPERTIES INC.

Die Nutzungsart Büro ist in der Öffentlichkeit und bei Investoren zuletzt etwas außer Mode geraten. Vor allem der Trend zu Homeoffice- beziehungsweise Flexible-Office-Modellen, der mit der Corona-Pandemie einen starken Schub erhalten hat und sich auch darüber hinaus dauerhaft etablieren wird, wirft die Frage auf, ob in Zukunft überhaupt noch so viele Büroflächen gebraucht und angemietet werden wie noch vor Pandemieausbruch.

Die Frage ist absolut berechtigt. Denn warum sollten die Unternehmen Flächen anmieten und bezahlen, die einen großen Teil des Jahres leer stehen? Wir sind uns deshalb sicher, dass die Leerstände an den entwickelten Büromärkten über kurz oder lang steigen werden, sofern die Flächen nicht für andere Zwecke und Nutzungen umgewandelt werden.

Das Büro lebt

Gleichzeitig haben fast alle Unternehmen gelernt, dass es ganz ohne Büro auch nicht geht. Wie unter einem Brennglas hat die Pandemie gezeigt, welche Funktionen das Büro erfüllt und für welche Tätigkeiten es auf Dauer unerlässlich ist. Gerade der soziale Faktor sollte keinesfalls unterschätzt werden – und wird auch nicht mehr unterschätzt. Zusammenhalt im Unternehmen ist eine Voraussetzung für effiziente und vertrauensvolle Teamarbeit, und das wiederum gelingt auf Dauer nur, wenn man sich regelmäßig auch persönlich sieht. Auch die Identifikation der Beschäftigten mit dem Unternehmen sinkt spür- und messbar, wenn es keinen gemeinsamen Ort des Zusammentreffens gibt. Das Büro ist und bleibt eine wichtige Visitenkarte eines Unternehmens – nicht nur für Kunden, sondern auch für Mitarbeiter.

Branchenbeobachter sind sich deshalb weitgehend einig: Es wird insgesamt weniger Bürofläche benötigt, doch deren Qualität wird immer wichtiger. Moderne Flächen an zentralen Standorten, die sowohl den Präferenzen der Mitarbeiter gerecht werden als auch Nachhaltigkeitsanforderungen erfüllen, werden noch stärker als bisher gefragt sein. Das lässt sich schon jetzt teilweise an der Entwicklung von Leerständen und vor allem an Neuvertragsmieten ablesen, die in den urbanen Zentren trotz allem steigen.

Guter Einstiegszeitpunkt für Büromärkte in den USA

Auch und gerade in den USA ist dieser Trend zu erwarten. Die US-Büroimmobilienmärkte produzieren momentan eher negative Schlagzeilen und die Aktien entsprechender REITs haben mit Beginn der Zinswende deutlich abgewertet. Deshalb ist der Zeitpunkt nicht schlecht, in Unternehmen einzusteigen, die ein entsprechend zukunftsfähiges Portfolio aufgebaut haben.

Dazu gehört nach unserer Ansicht **Boston Properties Inc.** Der nach eigenen Angaben größte börsennotierte Entwickler, Bestandhalter und Manager von „Premier Workplaces“ in den USA hat ein Portfolio von aktuell 191 Objekten und Projektentwicklungen, zumeist in zentralen Lagen in Boston, Los Angeles, New York, San Francisco, Seattle und Washington, D.C., darunter Landmark-Buildings wie der „Salesforce Tower“, der höchste Wolkenkratzer in San Francisco, der „Prudential Tower“ in Boston und der „Times Square Tower“ in New York. Der Wert der Projektpipeline beläuft sich auf 2,6 Milliarden US-Dollar – darunter auch eine wachsende Anzahl an Life-Science-Projekten, einer viel-

versprechenden, jüngeren Sub-Assetklasse, die sich durch zusätzliche Laborflächen auszeichnet. Mit einer Restmietdauer von mehr als sieben Jahren, einem Vermietungsstand von 88 Prozent und einem Anteil ESG-zertifizierter Flächen von 86 Prozent des Portfolios stimmen uns auch die operativen Parameter von Boston Properties optimistisch, insbesondere bei einem aktuellen durchschnittlichen Quadratmeterpreis von circa 4.500 Euro.

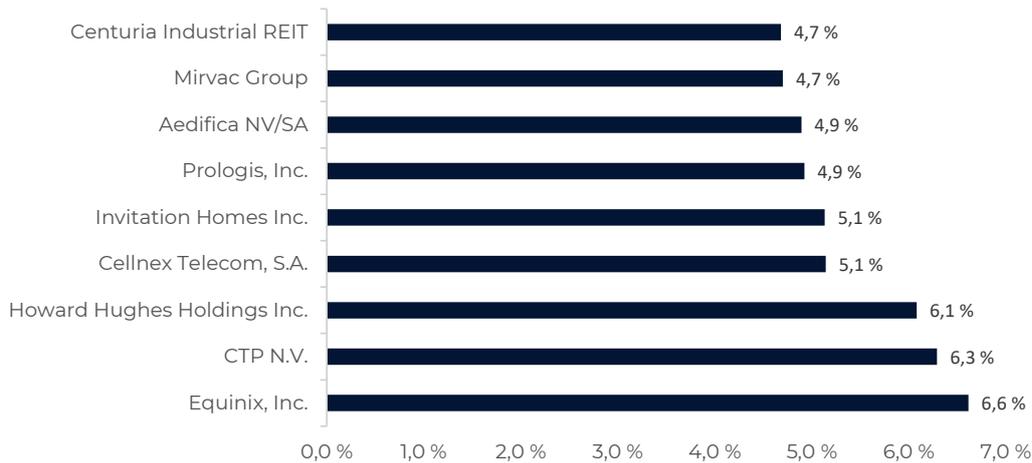
Nach dem starken Kursrückgang um mehr als die Hälfte seit Beginn der Zinswende beträgt der Aktienkurs aktuell circa 54 US-Dollar. Bei einem NAV von rund 90 Dollar ergibt sich demnach ein Public-to-Private-Spread von 40 Prozent des Werts. Das ist in unseren Augen ein guter Moment, um sich an einem attraktiven Büroimmobilienportfolio in den USA zu beteiligen. Zusammen mit den zwei weiteren Bürospezialisten Allied Properties (Kanada) und Workspace Group (United Kingdom) kommen wir auf einen Büro-REIT-Anteil mit großem Upside-Potenzial in Höhe von circa elf Prozent des Portfolios.

AVENTOS CAPITAL MARKETS – NEWSTICKER

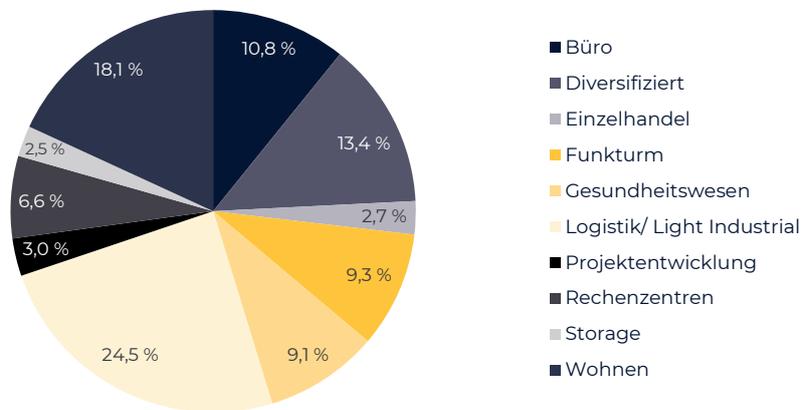
- Im September ist unser ACM-Experte **Maurice Holthuizen** nach Paris aufgebrochen. Ziel war kein touristischer Ausflug, sondern eine Ortsbegehung, um den lokalen Immobilienmarkt unter die Lupe zu nehmen und Gespräche mit Marktteilnehmern und Spezialisten vor Ort zu führen. Manchmal braucht man eben mehr als Zahlen und Fakten am Bildschirm, sondern auch ein Gespür für die Stadt und die neuen Objekte vor Ort. Gerade dann, wenn der Mensch am Ende die Investment-Entscheidung trifft.
- AVENTOS hat ein Trainee-Programm eingeführt. Der erste AVENTOS-Trainee ist **Julius Kiau** aus Berlin. Julius ist Absolvent des dualen Studiengangs BWL/Immobilienwirtschaft an der Hochschule für Wirtschaft und Recht Berlin (HWR) und seit dem 1. Oktober im Team. Er wird nun jeweils sechs Monate die AVENTOS-Bereiche Transactions, Development und Capital Markets durchlaufen.

PORTFOLIO-ÜBERBLICK ZUM 31.08.2023

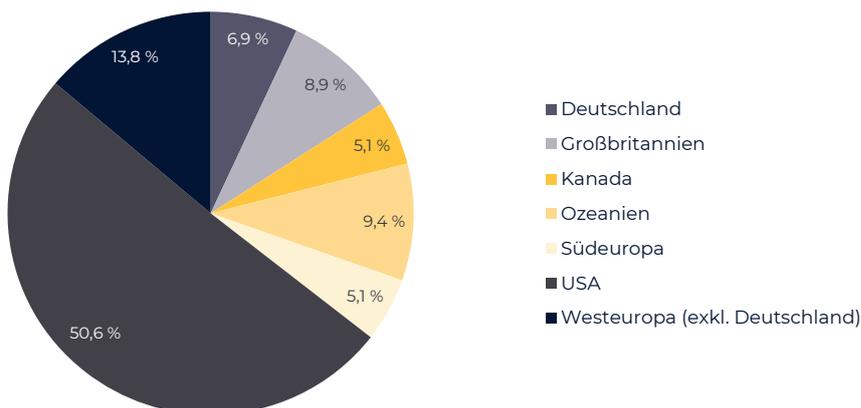
Top-10-Holdings



Gewicht nach Anlageklasse (Stand Ende August 2023)



Gewicht nach Geographie (Stand Ende August 2023)



RECHTLICHE HINWEISE/DISCLAIMER:

Die Anlageberatung und Anlagevermittlung (§ 1 Abs. 1a Satz 2 Nr. 1 und 1a KWG) bieten wir Ihnen ausschließlich als vertraglich gebundener Vermittler gemäß § 2 Abs. 10 KWG für Rechnung und unter der Haftung der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg (NFS) an. Die NFS ist ein Finanzdienstleistungsinstitut und verfügt über die erforderlichen Erlaubnisse der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Weitere Informationen finden Sie auf unserer Homepage im Impressum.

Diese vorstehenden Darstellungen der AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen insbesondere kein Angebot oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebotes noch einen Rat oder eine persönliche Empfehlung bezüglich des Haltens, des Erwerbs oder der Veräußerung eines Finanzinstruments dar. Die AVENTOS Capital Markets GmbH & Co. KG empfiehlt, sich vor Abschluss eines Geschäftes kunden- und produktgerecht und unter Berücksichtigung Ihrer persönlichen Vermögens- und Anlagesituation beraten zu lassen und Ihre Anlageentscheidung nicht allein auf diese Veröffentlichung zu stützen.

Soweit in dieser Ausarbeitung 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.

Wertpapiergeschäfte sind grundsätzlich mit Risiken, insbesondere dem Risiko des Totalverlustes des eingesetzten Kapitals, behaftet.

Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen sind unverbindlich und enthalten keinen Anspruch auf Vollständigkeit und Richtigkeit und dienen allein der Orientierung und Darstellung von möglichen geschäftlichen Aktivitäten.