

Die Entwicklung der Schwellenländer: Eine Chance für Investoren!

von Maximilian Kunz | Senior Analyst HQ Trust
und Sven Lehmann | Fondsmanager HQ Trust

SP
S
E
Z
I
A
L

Die Entwicklung der Schwellenländer: Eine Chance für Investoren!

Im ersten HQ Trust Spezial zu den Schwellenländern: „Die Entwicklung der Schwellenländer: Eine Chance für Investoren?“ haben wir die Entwicklung dieser Länder als Gruppe analysiert. Im zweiten Teil sollen nun die Bewertungsrelationen und die Gewinnentwicklungen detaillierter untersucht und nach Regionen unterschieden werden.

Die zentralen Ergebnisse der Analyse:

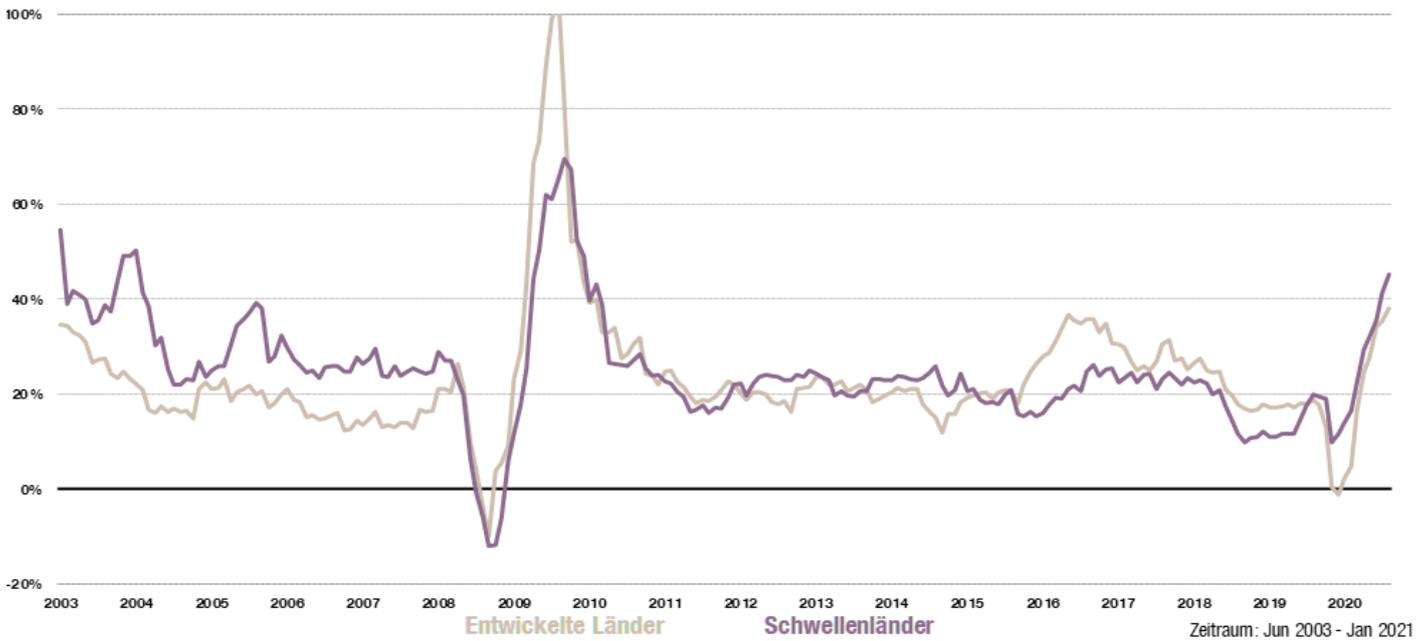
- Auch wenn die Gewinnerwartungen an den Aktienmärkten der Schwellenländer in der Vergangenheit oft zu hoch waren, rechtfertigen die langfristig sehr positiven wirtschaftlichen Aussichten und günstigere Bewertungsrelationen die Investition in Schwellenländer.
- Dass die Bewertungsrelationen in Asien höher sind als in anderen Regionen, ist durch die besseren Wachstumsperspektiven gerechtfertigt.
- Chinas Aufstieg ist nach wie vor eine Chance für Investoren. Das autokratisch regierte Land hat sich, auch in der Corona-Krise, als widerstandsfähig erwiesen. Das Land hat im Technologiebereich eine Führungsrolle für die Entwicklung Asiens. Anhaltende Spannungen mit den USA werden die inner-asiatischen Handelsströme und Verflechtungen verstärken.
- Von den Bewertungsrelationen gesehen, sind die Länder Lateinamerikas attraktiv. Allerdings sind die politischen Risiken hier schwer vorhersehbar und es ist mit höherer Volatilität zu rechnen.

Die Kapitalmarktperspektiven der Schwellenländer

Den Schwellenländern werden an den Aktienmärkten typischerweise recht hohe Wachstumschancen attestiert. Dies reflektieren auch die von den Analysten erwarteten Gewinne: Betrachtet man den Zeitraum seit Juni 2003, wurde für Unternehmen in den Schwellenländern, in US-Dollar gerechnet, ein jährliches Wachstum von 24,1 % im Mittel erwartet, während für Unternehmen aus den entwickelten Märkten im Mittel „nur“ 22,5 % prognostiziert wurden.

Durch die Corona-Krise kam es in beiden Regionen zwar zu deutlichen Revisionen nach unten. Danach folgte aber eine ebenso schnelle Erholung der Gewinnerwartungen, die jedoch in ihrer Ausprägung geringer ausfiel als die Erholung der Kurse. Per Ende Januar wird für die Schwellenländer nun ein Wachstum von 45,2 % über die nächsten zwölf Monate angenommen, während die entwickelten Märkte auf 38,1 % kommen. Diese Werte profitieren jedoch von einer niedrigen Basis aus den schlechten Monaten der Corona-Krise im ersten Halbjahr vergangenen Jahres: Zwischenzeitlich wurde für die entwickelten Märkte ein Gewinnwachstum von - 1,2 % erwartet und für die Schwellenländer von 9,7 %. Für beide Regionen markierte dies den tiefsten Stand seit der Finanzkrise.

Abb. 1. Erwartetes Gewinnwachstum über die nächsten 12 Monate im Vergleich zu den vorherigen realisierten Gewinnen der vergangenen 12 Monate für Entwickelte Länder und Schwellenländer.¹



Im Vergleich zur jeweils eigenen Historie wird somit für die Schwellenländer ein Wachstum von rund 21 Prozentpunkten über dem historischen Mittel erwartet, während das erwartete Wachstum der entwickelten Märkte 14 Prozentpunkte über dem historischen Mittel liegt. Die Corona-Krise markiert somit eine Trendwende in der relativen Attraktivität der beiden Regionen bezüglich des erwarteten Gewinnwachstums zugunsten der Schwellenländer: Die Pandemie hat bewirkt, dass das erwartete Mehrwachstum der Emerging Markets so groß ist wie zuletzt im Jahr 2015.

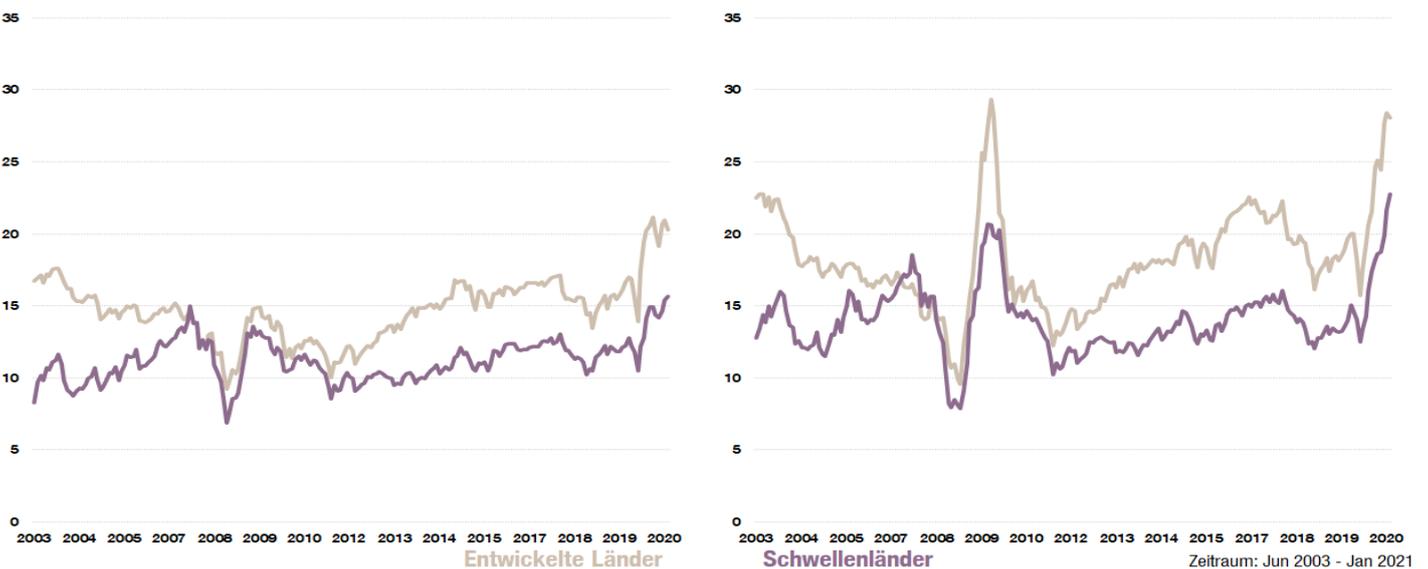
Doch dies sind nur die Erwartungen der Analysten, von denen die später realisierten Gewinne oft deutlich abweichen. Nach unseren Berechnungen konnten die tatsächlich realisierten

Gewinne seit 2003 für die entwickelten Märkte um 5,2 % p. a. gesteigert werden, während das Wachstum in der Schwellenländerregion 4,7 % p. a. betrug.

Wir beobachten also das Phänomen, dass systematisch höhere Erwartungen an die Schwellenländer gestellt werden. In der Realisierung der Gewinne liegen diese Länder dann aber hinter den entwickelten Märkten. Dies deckt sich mit der erheblichen Minderperformance, die in den vergangenen Jahren in dieser Region zu beobachten ist, und verstärkt den Effekt der Bewertungsdiskrepanz zwischen den beiden Regionen.

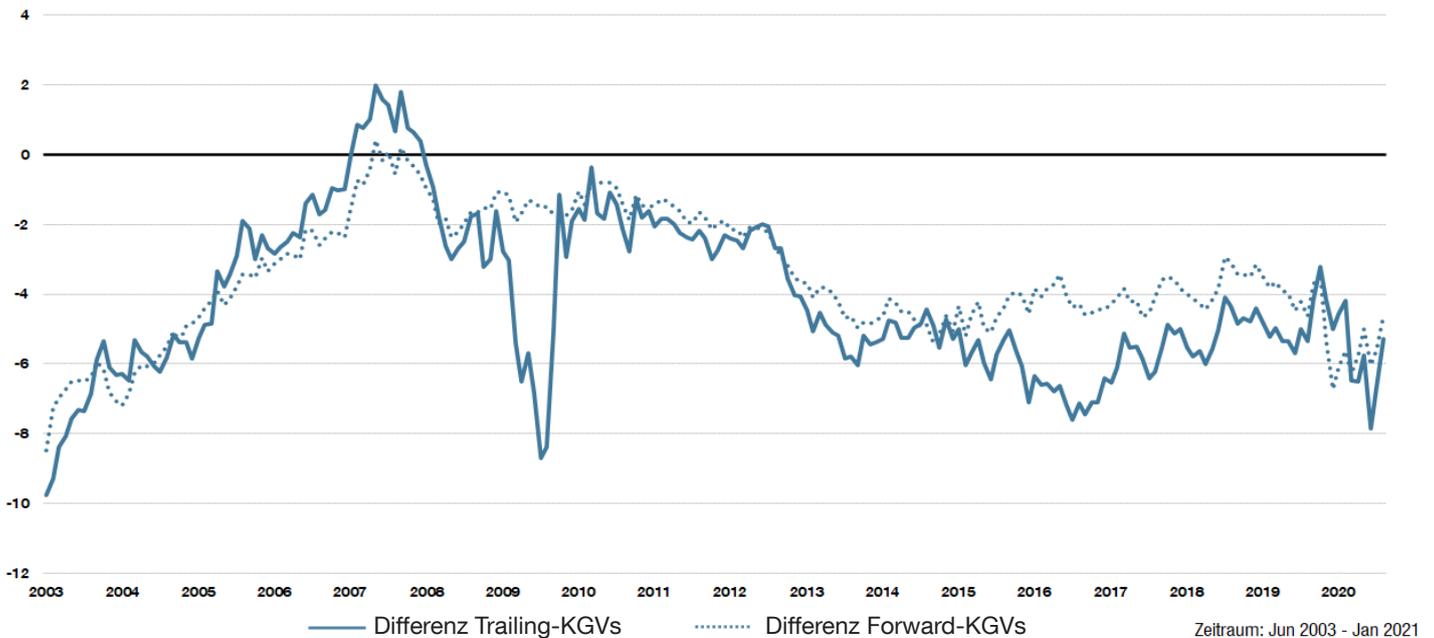
Hierbei sollten Investoren allerdings beachten, dass während Aktienmarktkrisen die Betrachtung von Kennzahlen wie dem

Abb. 2. Vergleich der KGVs. Verhältnis von Kurs/Gewinnerwartungen (links) und Kurs/historischen Gewinnen (rechts) für Entwickelte Länder und Schwellenländer im Zeitverlauf.²



1 | 2 Quelle: Refinitiv, MSCI, eigene Berechnungen.

Abb. 3. Bewertungsdifferenz zwischen Schwellenländern und Entwickelten Ländern im Zeitverlauf. Ein negativer Wert bedeutet, dass Schwellenländer günstiger bewertet sind als die Entwickelten Länder.¹



Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) schwierig sind, da immer nur die Gewinne der vergangenen zwölf Monate mit den aktuellen Kursen verglichen werden. Am Anfang der Krise brechen die Kurse schneller als die Gewinne ein, welche noch das Vorkrisenniveau widerspiegeln. Aus diesem Grund erscheint das KGV mit Krisenbeginn als vermeintlich niedrig und entsprechend attraktiv. Am Ende der Krise haben sich die Kurse schon wieder erholt, aber die Gewinne sind noch auf Krisenniveau, daher sind dann die KGVs tendenziell zu hoch. Somit sollte man hier mehr auf die Relation zwischen den Entwickelten Ländern und Schwellenländern achten als auf die absoluten Werte. Die Differenz zwischen beiden Ländergruppen hat sich zuletzt sogar ausgeweitet, wie in Abbildung 3 zu erkennen ist.

Zwar sind die Unterschiede in den Bewertungen zu rund 85 % auf eine unterschiedliche sektorale Komposition zurückzuführen, doch auch die Bewertung der Sektoren in der Schwellenländerregion selbst ist attraktiver als in den Entwickelten Ländern. Per Ende Januar 2021 sticht hier insbesondere der IT-Sektor mit einem KGV von 28,0 für die Schwellenländer gegenüber 39,1 in den Entwickelten Ländern heraus. Doch auch der Immobiliensektor, Industriewerte und der Energiesektor werden in den Schwellenländern mit erheblichen Abschlägen gehandelt.

Somit scheint die Schwellenländerregion als Ganzes zum aktuellen Zeitpunkt attraktiver bewertet zu sein, bei gleichzeitig historisch besonders hohen Wachstumsvorteilen gegenüber den Entwickelten Ländern.

Die wachsende Bedeutung Chinas

Wie die Schwellenländer in den vergangenen Jahrzehnten ihren Anteil an der globalen Wirtschaft ausbauen konnten, haben wir bereits im ersten Teil unseres Schwellenländer-Spezials dargestellt. Insbesondere das starke Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) bis zum aktuellen Zeitpunkt und darüber hinaus ist bestechend.

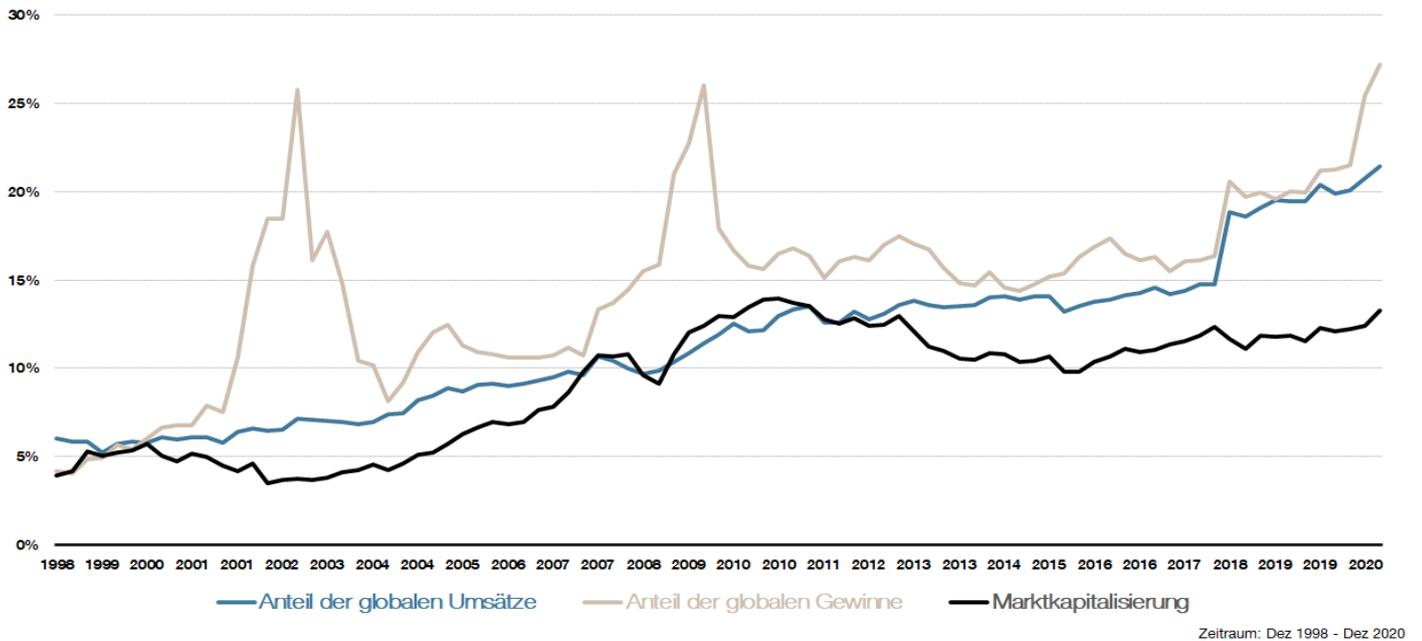
Doch die Entwicklung der gesamten Wirtschaft spiegelt sich nicht zwangsläufig auch in den Kursen an den Aktienmärkten wider. So bleibt der Markt kapitalisierungsanteil der Schwellenländer gegenüber dem BIP-Anteil deutlich zurück, obwohl er sich vor allem dank der Entwicklung in China beeindruckend gesteigert hat. Abbildung 4 zeigt die Entwicklung des Anteils der Schwellenländer an der Markt kapitalisierung, den globalen Umsätzen und den globalen Gewinnen im Zeitverlauf.

Während die Markt kapitalisierung der Schwellenländer sich seit der Finanzkrise nicht erholen konnte, ist der Anteil an den globalen Umsätzen und den Gewinnen weiterhin deutlich gestiegen. Dass die aktuelle Markt kapitalisierung der Schwellenländerregion in den vergangenen Jahren deutlich hinter den Anteilen der globalen Umsätze und Gewinne zurückgeblieben ist, spricht für einen potenziellen Aufholbedarf.

Teile dieses Effektes sind auf die Hinzunahme der China-A-Shares seit Ende 2017 zurückzuführen, welche die hohe Relevanz Chinas innerhalb der Region weiter verstärkt hat.

¹ Quelle: Refinitiv, MSCI, eigene Berechnungen.

Abb. 4. Anteil der Schwellenländer an den globalen Umsätzen, Gewinnen und der Marktkapitalisierung im Zeitverlauf¹



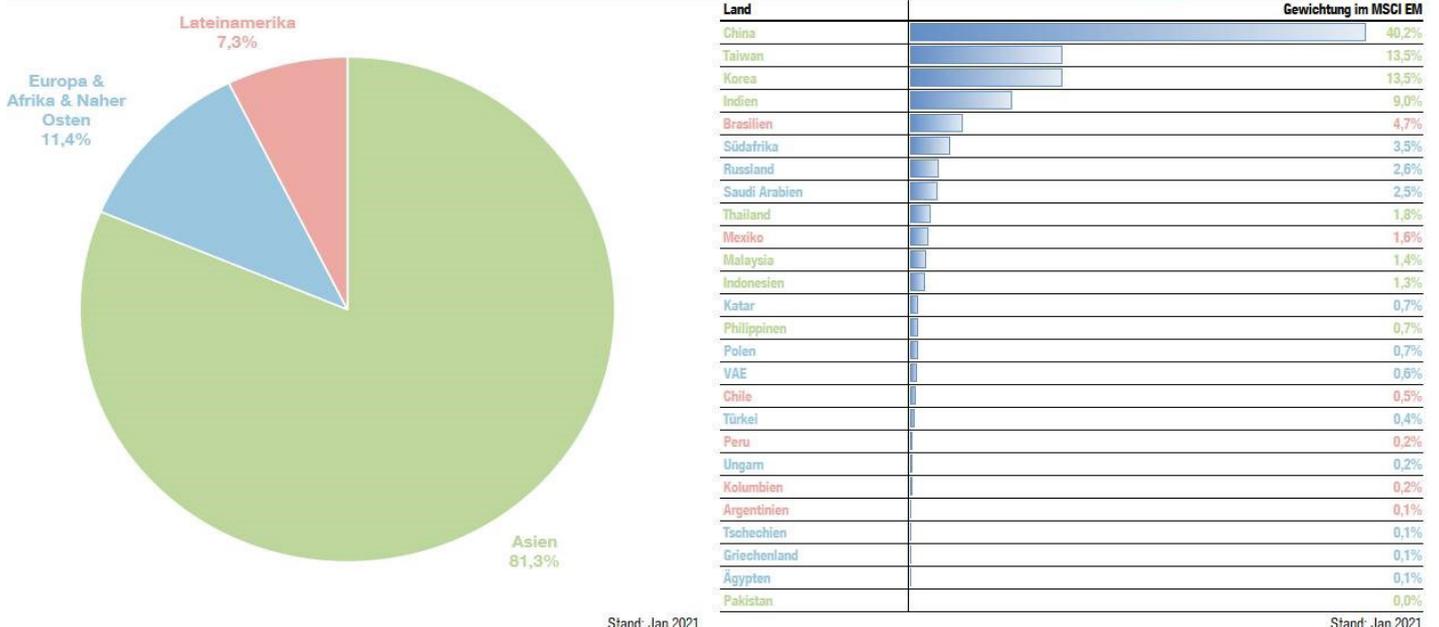
Mittlerweile stellt China rund 40 % der Schwellenländerregion im MSCI Emerging Markets Index dar und trägt somit zu der Dominanz Asiens bei (Abbildung 5). Bestätigt China die hohen Wachstumserwartungen, birgt dies natürlich auch Chancen für Asien im Ganzen: Als im Jahr 2015 Bedenken bezüglich der Wachstumsaussichten der chinesischen Wirtschaft aufkamen, gerieten sowohl die Schwellenländer als auch der globale Aktienmarkt unter Druck.

Die Schwellenländerregion ist in sich besonders heterogen

Der sehr hohe Anteil Chinas an der Marktkapitalisierung der

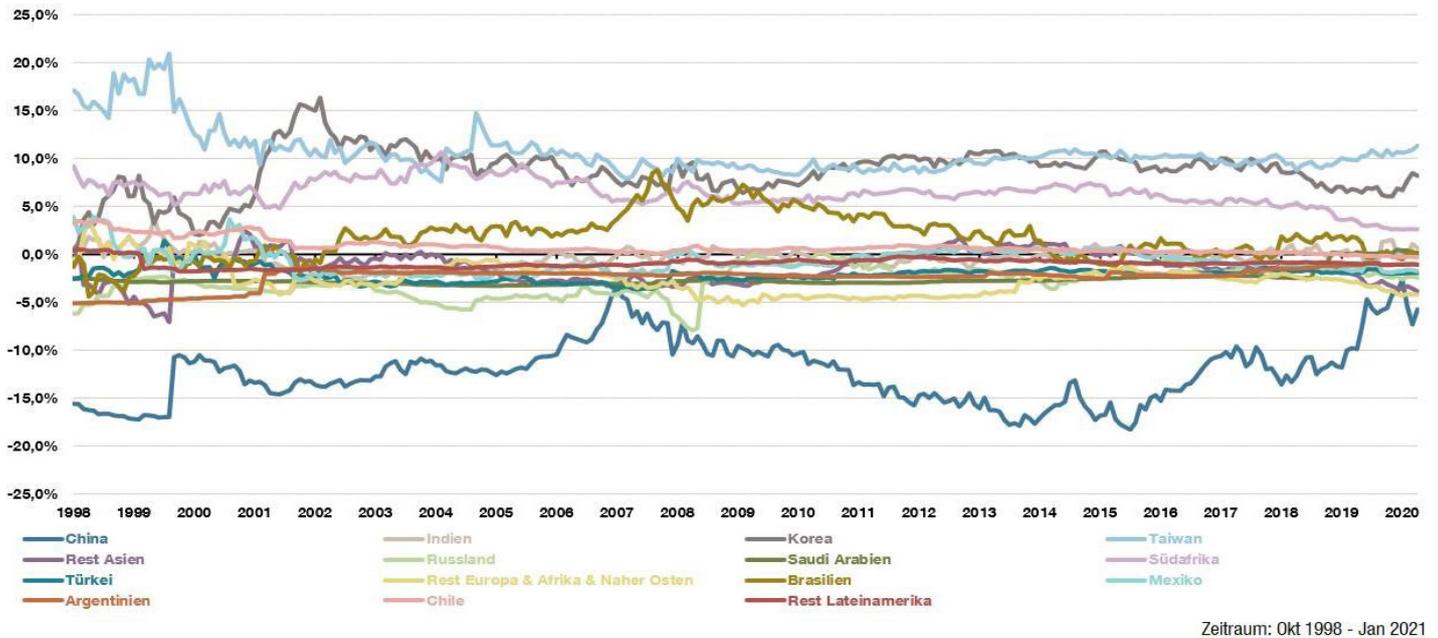
Schwellenländer ist ein noch relativ neues Phänomen. Aufgrund der Exklusion von „A-Shares“ aus den globalen Indizes wurde bis 2017 ein substantieller Anteil des chinesischen Aktienmarktes nicht berücksichtigt. Seit Ende 2017 findet eine schrittweise Inklusion dieser Anteile statt, sodass der Anteil Chinas seitdem sukzessive ansteigt. Dies verringert den Effekt, dass China verglichen mit seinem Anteil am Gesamt-BIP der Schwellenländer relativ unterrepräsentiert war. Zuletzt war hier Anfang 2020 eine deutliche Zunahme zu beobachten, wie in Abbildung 6 zu sehen ist. Länder wie Taiwan oder Korea sind im Vergleich zu ihrem BIP in den Aktienmarktindizes aktuell, aber auch historisch überproportional vertreten. Besonders auffällig ist hier Taiwan, welches mit 13,5 % im MSCI Emerging Markets vertreten ist,

Abb. 5. Zusammensetzung des MSCI Emerging Markets per Ende Januar 2021²



¹ | ² Quelle: Refinitiv, MSCI, eigene Berechnungen.

Abb. 6. Differenz zwischen Marktkapitalisierungsgewicht und Anteil am BIP innerhalb der Schwellenländerregion. Ausgewählte Länder.¹



Zeitraum: Okt 1998 - Jan 2021

während nur 2 % des BIPs der Region dort produziert wird.

Auch von der Bewertungsseite bestehen weiterhin erhebliche Unterschiede zwischen den verschiedenen Schwellenländerregionen. In der folgenden Abbildung 7 betrachten wir, wie sich das Preis-Cashflow-Verhältnis der betrachteten drei Regionen im Zeitverlauf entwickelt hat. Die Corona-Krise scheint auch hier als Katalysator fungiert zu haben: Seit März ist ein eindeutiges Auseinanderklaffen der Bewertungen Asiens und der restlichen Emerging Markets zu beobachten. Während die Regionen der europäischen Schwellenländer, Afrika und Naher Osten auf dem gleichen Bewertungsniveau liegen wie Lateinamerika, hat sich Asien in den vergangenen Monaten erheblich verteuert. Aktuell muss ein Investor

dort einen ähnlichen Preis bezahlen wie zuletzt im Jahr 2007. Es sind somit erhebliche Wachstumserwartungen in den dortigen Preisen enthalten, welche jedoch auch auf den höheren Anteil an Technologiewerten in Asien zurückzuführen sind.

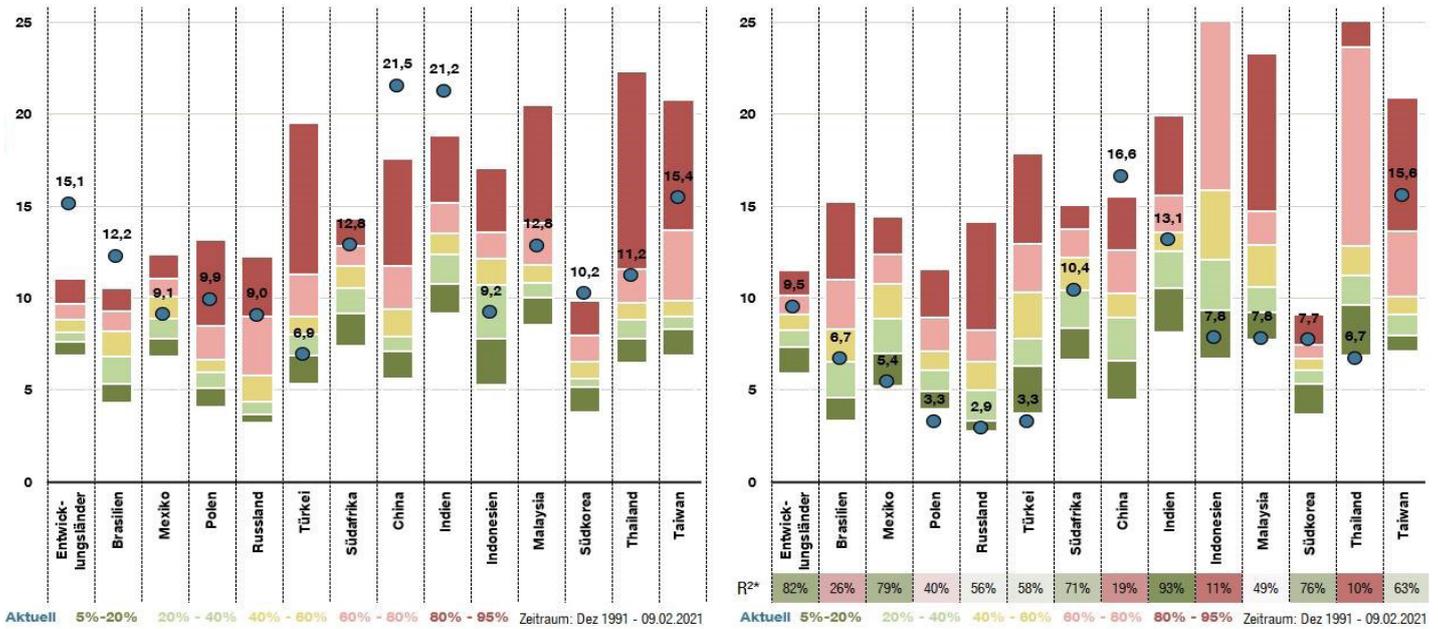
Die Problematik der Bewertungskennzahlen in Krisenzeiten wurde oben bereits angesprochen. Eine Lösung hierfür ist es, längere Zeiträume als nur die Kennzahlen der vergangenen zwölf Monate für die Betrachtung heranzuziehen. Dafür bietet sich eine Regression der jeweiligen Kennzahlen über die gesamte Historie an, denn über lange Zeiträume schwanken die Kennzahlen um diese Regression. Man kann davon ausgehen, dass die Kennzahlen sich langfristig wieder dieser Regression annähern.

Abb. 7. Preis-Cashflow-Verhältnis der drei großen Schwellenländerregionen. Zeitraum: Dez 1998 - Jan 2020.²



1 | 2 Quelle: Refinitiv, MSCI, eigene Berechnungen.

Abb. 8. Bewertungsübersicht über die relevantesten Schwellenländer.¹



Betrachtet man die Bewertungsdiskrepanzen auf Länderebene (Abbildung 8), fällt auf, dass insbesondere China und Indien durch aktuell hohe Preis-Cashflow-Verhältnisse die teuren Bewertungen der Asienregion treiben. Doch korrigiert man die aktuell aufgrund der Coronakrise verzerrten Bewertungsniveaus mittels der regressierten Werte, wie oben beschrieben, so erscheint Indien tendenziell günstig. Einzig China weist auch nach der Berücksichtigung der regressierten Werte ein weiterhin erhöhtes Bewertungsniveau auf.

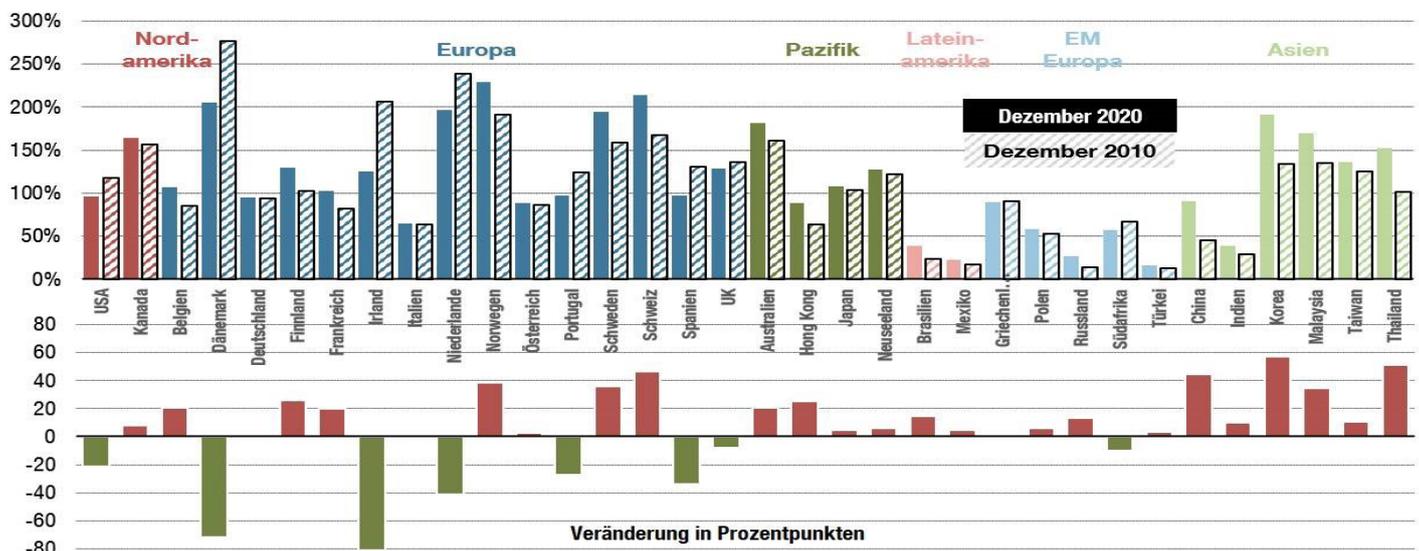
Besonders günstig erscheint auch Mexiko, welches nach der Abwahl von Donald Trump als US-Präsident auch in naher Zukunft einem lockereren wirtschaftlichen Umgang mit der USA entgegenblicken dürfte und somit zu

den aktuell besonders günstigen Bewertungsniveaus eine attraktive Einstiegsmöglichkeit darstellen könnte.

Unterschiedliche Schuldenstände in den Schwellenländerregionen

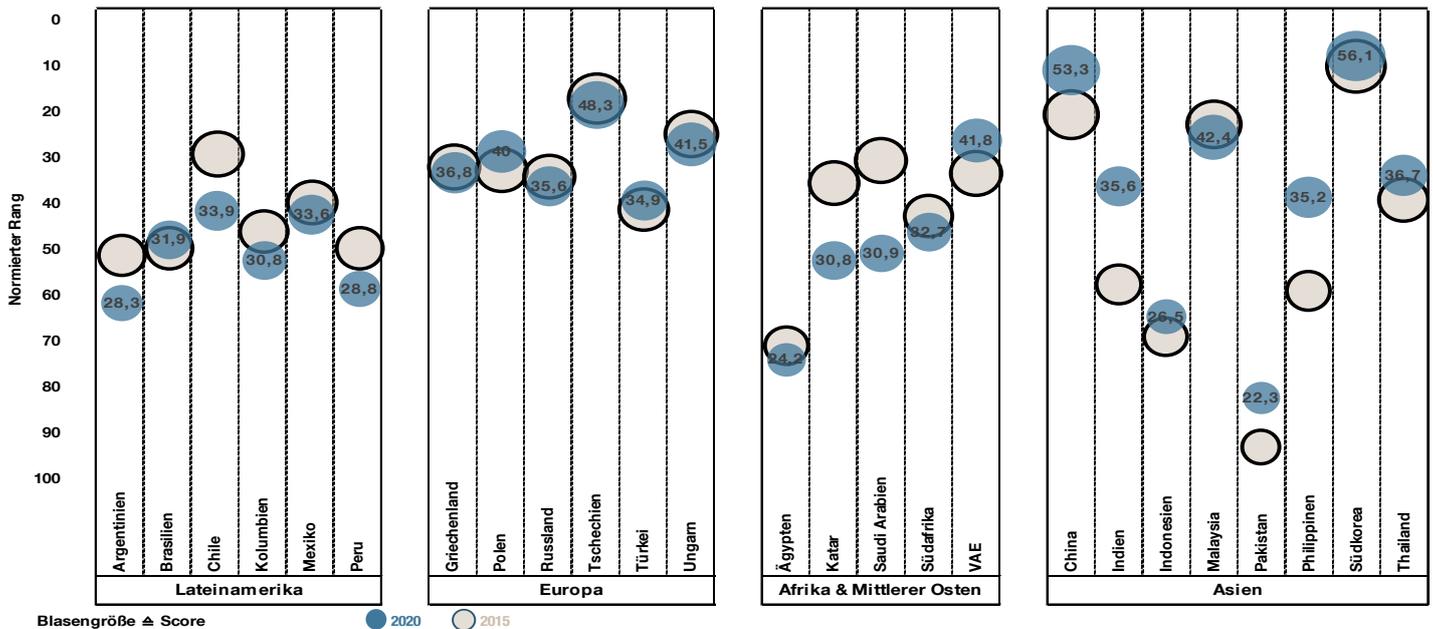
Um die Folgen der Finanzkrise zu bekämpfen, haben die relevanten Zentralbanken die Finanzierungsbedingungen systematisch niedrig gehalten und die Wirtschaft mit ausreichend Liquidität versorgt. In diesem Zuge hat sich nicht nur die Verschuldungssituation der Staaten erheblich erhöht, sondern auch die der privaten Haushalte. Attraktive Finanzierungsbedingungen wurden bis zum Endverbraucher durchgereicht, was

Abb. 9. Verschuldung der privaten Haushalte im Vergleich zum verfügbaren Einkommen.²



¹ R² gibt an, wie gut die Regression der Fundamentalkennzahl passt. Hier wird der aktuelle Kurs ins Verhältnis zum Regressionswert der Fundamentalkennzahl gesetzt.
¹ | ² Quelle: Refinitiv, MSCI, eigene Berechnungen.

Abb. 10. Globaler Innovationsindex. Die Blasengröße beschreibt den Score des jeweiligen Landes. Ein hoher Score steht für hohen Innovationsstatus. Der normierte Rang (vertikale Höhe der Blase) ordnet den Score in einen globalen Vergleich ein. Der geringste Rang ist somit das Land mit den meisten wirtschaftlichen Freiheiten.¹



zur Folge hat, dass auch in den privaten Haushalten die Schuldenstände in den vergangenen zehn Jahren zugenommen haben. Abbildung 9 zeigt die Höhe der Verschuldung privater Haushalte, sowohl für die Regionen der entwickelten Märkte als auch für die der Schwellenländerregionen. Hierbei ist insbesondere die Zunahme der Schuldenstände in Asien auffällig. Länder wie China, Korea, Malaysia, Taiwan oder Thailand liegen in der Höhe der Verschuldung mittlerweile auf dem Niveau der entwickelten Länder. In China war hier in den letzten zehn Jahren eine Verdopplung zu beobachten. Die Verschuldungssituation in Lateinamerika und den meisten europäischen Schwellenländern hingegen liegt noch auf sehr niedrigen Niveaus.

Innovationsfreudigkeit, wirtschaftliche Freiheit und Wettbewerbsfähigkeit

Zu den Charakteristika der Schwellenländer gehört, dass sie sich im Stadium der Entwicklung hin zu einer Industrienation befinden. Wir beobachten, dass diese Entwicklung je nach Region sehr unterschiedlich voranschreitet. Während sich China unter seiner autokratischen Regierung schwertut, wirtschaftliche Freiheit zuzulassen und ausländischen Investoren weiterhin nicht den Zugang gewährt, den chinesische Unternehmen weltweit genießen, gehören Länder wie Südkorea, Malaysia oder Taiwan zu den Ländern, die als besonders progressiv aus der Schwellenländerregion hervorstechen.

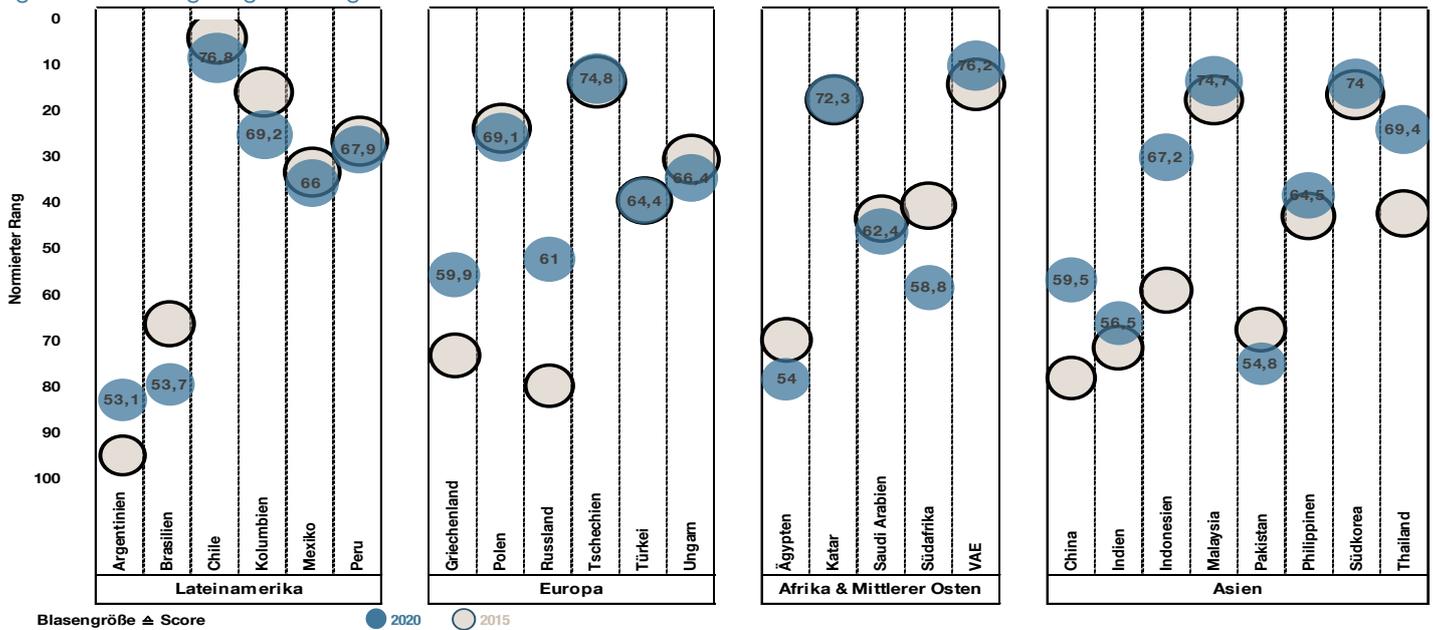
Oxford Economics stellt verschiedene Indizes zur Verfügung, um Eigenschaften wie Innovationsfreudigkeit, wirtschaftliche Freiheit oder Wettbewerbsfähigkeit von Ländern im globalen Vergleich zu vergleichen.
1 Quelle: Refinitiv, MSCI, Oxford Economics, eigene Berechnungen.

Kontext einzuordnen. Diese Daten bieten eine hervorragende Übersicht über den Entwicklungsstand der von uns betrachteten Ländern. Die folgenden Charts sind alle nach der gleichen Logik aufgebaut: Während die Blasengröße den absoluten Wert des Indexstandes angibt, zeigt die vertikale Einordnung der Blasen den normalisierten Rang. Das bedeutet, dass ein Land, dessen Blase weit oben erscheint, im globalen Vergleich besonders gut abschneidet. Gleichzeitig zeigen die grau hinterlegten Punkte den jeweiligen Indexstand vor 15 Jahren an, um die Entwicklung des Landes nachvollziehen zu können.

Abbildung 10 zeigt den globalen Innovationsindex ausgewählter Schwellenländer. Es ist wenig überraschend, dass Länder wie China oder Südkorea in diesem Vergleich besonders innovationsfreudig abschneiden. Doch in Asien sind nicht alle Länder so fortschrittlich. Die Region ist in ihrer Innovationsfreudigkeit im Vergleich zu den anderen Regionen besonders heterogen. Indonesien beispielsweise ist im globalen Vergleich sogar zurückgefallen. Indien konnte in den vergangenen 15 Jahren zwar einen großen Sprung nach vorne machen, liegt jedoch immer noch nur auf einem 36. Rang. Die europäischen Schwellenländer hingegen haben in den vergangenen Jahren kaum eine Veränderung erreichen können, liegen jedoch im Vergleich zu den anderen Schwellenländerregionen insgesamt auf einem hohen Niveau. Die Länder Lateinamerikas sind im internationalen Vergleich ebenso zurückgefallen wie die Länder Afrikas und des Mittleren Ostens.

In Abbildung 11 sind die Indexstände für die wirtschaftliche Freiheit aufgeführt. Hier wird ein noch heterogeneres Bild gezeichnet als beim Innovationsindex. Als Schlusslichter fallen

Abb. 11. Index für wirtschaftliche Freiheit. Die Blasengröße beschreibt den Score des jeweiligen Landes. Ein hoher Score steht für viel wirtschaftliche Freiheit. Der normierte Rang (vertikale Höhe der Blase) ordnet den Score in einen globalen Vergleich ein. Der geringste Rang ist somit das Land mit den meisten wirtschaftlichen Freiheiten.¹



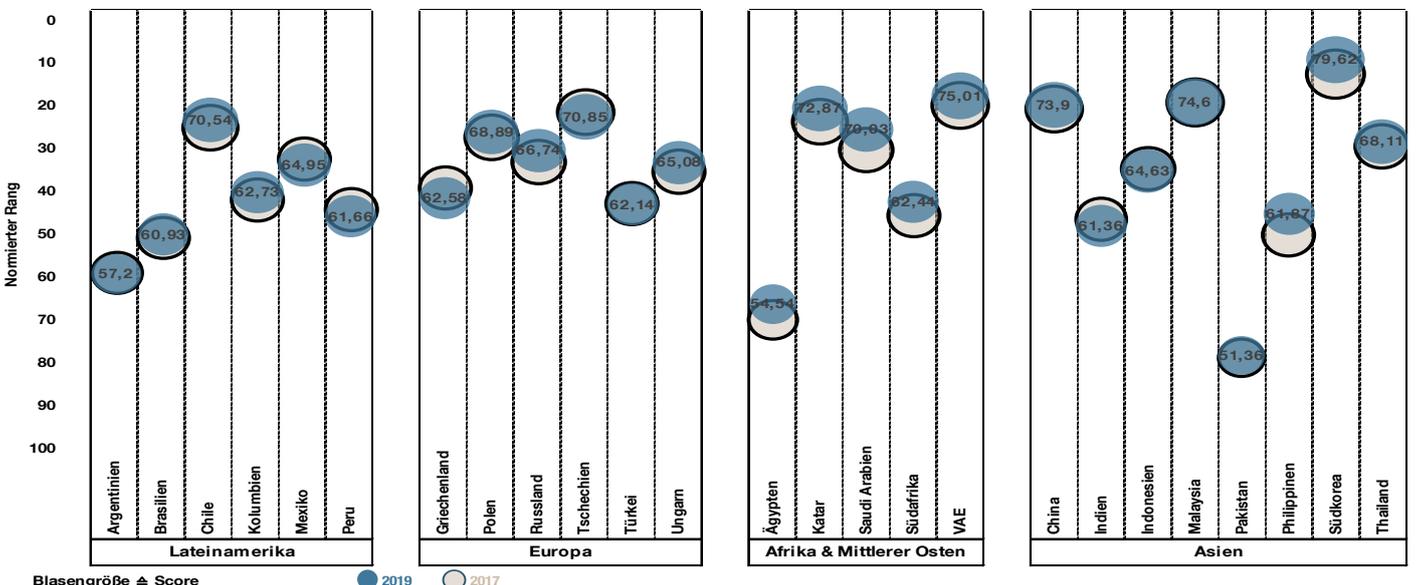
hier Argentinien und Brasilien ins Auge. Während Argentinien sich jedoch von einem der letzten Plätze in den vergangenen 15 Jahren weiterentwickeln konnte, war in Brasilien ein erheblicher Rückschritt zu beobachten. Als größtes und wirtschaftlich relevantestes Land in Lateinamerika bedeutet diese Entwicklung für die gesamte Region einen erheblichen Rückschlag. Chile hingegen ist besonders frei von wirtschaftlichen Restriktionen, hat jedoch auch einen leichten Rückschritt erlebt.

Zwar sind viele Länder in Asien geprägt von herausragender wirtschaftlicher Freiheit, doch die wirtschaftlich dominierenden Länder China und Indien schneiden hier im globalen Ver-

gleich weiterhin sehr schlecht ab.

In der Region Afrika und Mittlerer Osten überraschen die Vereinigten Arabischen Emirate (VAE) mit einem besonders hohen Rang an wirtschaftlicher Freiheit, Südafrika zeigt eine erheblich negative Entwicklung. Die Entwicklung des wichtigsten Lands auf dem afrikanischen Kontinent bedeutet für die Region einen bremsenden Effekt, der nicht von heute auf morgen verschwinden wird.

Abb. 12. Index für globale Wettbewerbsfähigkeit. Die Blasengröße beschreibt den Score des jeweiligen Landes. Ein hoher Score steht für hohe internationale Wettbewerbsfähigkeit. Der normierte Rang (vertikale Höhe der Blase) ordnet den Score in einen globalen Vergleich ein. Der geringste Rang ist somit das Land mit der stärksten Wettbewerbsfähigkeit.²



1 | 2 Quelle: Refinitiv, MSCI, Oxford Economics, eigene Berechnungen.

Fazit

Insgesamt befindet sich Asien aufgrund seiner sektoralen Zusammensetzung, der guten Positionierung mit Blick auf die globale Wettbewerbsfähigkeit und der hohen Innovationsfreudigkeit einzelner Länder in einer hervorragenden Position, um sich in den nächsten Jahren überdurchschnittlich zu entwickeln. Sollte China die Öffnung des Kapitalmarkts für ausländische Investoren fortsetzen, was wahrscheinlich ist, wird die Bedeutung dieser Region im internationalen Kontext weiter stark wachsen. Diese Erwartungen sehen wir jedoch auch in den Bewertungen, die Aktienmarktinvestoren aktuell bezahlen müssen, um in dieser Region zu investieren. Als „Value“-Investment dient diese Region somit nicht, sie ist eher als spekulative „Growth“-Anlage einzuordnen.

Lateinamerika hingegen erscheint im internationalen Vergleich als besonders günstig. Die wirtschaftliche Abgeschlagenheit dieser Region lässt diese Bewertung jedoch als nachvollziehbar erscheinen, womit sie eher unattraktiv ist. Eine Ausnahme könnte innerhalb dieser Region Mexiko darstellen, welches aufgrund des harten Kurses der vergangenen US-Regierung heftigem Gegenwind ausgesetzt war, welcher nach vorne abnehmen dürfte, sodass aktuell günstige Bewertungsniveaus als attraktive Einstiegskurse dienen könnten.

Investoren der Schwellenländerregion sollte jedoch stets bewusst sein, dass die Aktien dieser Region mit strukturell höheren Wachstumserwartungen gehandelt werden, welche zumindest in den vergangenen 18 Jahren nicht erfüllt werden konnten. Auch im Jahr 2020 gab es einen deutlichen „Erwartungsvorsprung“ dieser Länder. In Kombination mit der hohen Diversität innerhalb der Schwellenländer gibt es jedoch für aktive Manager attraktive Chancen, die gesamte Schwellenländerregion und womöglich auch die globalen Aktienmärkte im Ergebnis zu übertreffen.

Zu den Autoren

Maximilian Kunz ist seit 2016 bei HQ Trust im Bereich Portfoliomanagement tätig und dort unter anderem für die Portfoliokonstruktion und die hausinterne Analyse von liquiden Anlageprodukten verantwortlich. Er arbeitet im Bereich der Strategischen Asset Allokation und verfügt über umfangreiche



Maximilian Kunz,
Senior Analyst HQ Trust

Erfahrung in quantitativer Analyse und der Entwicklung quantitativer Modelle. Maximilian Kunz absolvierte ein Studium der Wirtschaftsmathematik (M. Sc.) an der Universität Mannheim mit Schwerpunkt Finanzmathematik.

Sven Lehmann ist seit 2011 im Portfoliomanagement bei HQ Trust tätig und dort unter anderem für die Erstellung, Pflege



Sven Lehmann,
Fondsmanager HQ Trust

und Analyse von Modellen für Volkswirtschaft und Kapitalmärkte verantwortlich. Seit 2012 managt er den Fonds HQT Global Quality Dividend. Der Diplom-Wirtschaftsmathematiker verfügt über mehr als 15 Jahre Erfahrung in der Finanz- und Versicherungswirtschaft.

Disclaimer

Dieser Bericht dient nur zur Information des Empfängers. Ohne Zustimmung von HQ Trust GmbH dürfen diese Informationen nicht vervielfältigt und/oder Dritten zugänglich gemacht werden. Dieses Dokument stellt weder eine Anlageberatung, eine Finanzanalyse noch eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder eine sonstige Empfehlung im Sinne des WpHG dar. Der Zweck dieses Berichts ist die Unterstützung der Diskussion mit HQ Trust über die Anlagemöglichkeiten, die unseren Kunden zur Verfügung stehen. Obwohl der Text auf Informationsquellen beruht, die wir für verlässlich erachten, kann doch keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Garantie, Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich ihrer Richtigkeit, Vollständigkeit, Aktualität und Qualität übernommen werden. Der Text stellt weder eine allgemeine Anleitung für Investitionen noch eine Grundlage für spezifische Investmententscheidungen dar. Des Weiteren gibt er keine impliziten oder expliziten Empfehlungen in Bezug auf die Art und Weise, in der Kundenvermögen investiert werden sollte bzw. werden wird.

Soweit in diesem Dokument Indizes dargestellt sind oder auf diese Bezug genommen wird, ist zu berücksichtigen, dass die benutzten Indizes keine Management- oder Transaktionskosten beinhalten. Investoren können nicht direkt in Indizes investieren. Verweise auf Marktindizes oder zusammengesetzte Indizes, Benchmarks oder andere Maße der relativen Marktperformance über eine spezifizierete Zeitperiode (die Benchmark) werden nur zur Information zur Verfügung gestellt. Bezugnahmen auf diese Benchmark implizieren nicht, dass das Portfolio Rendite, Volatilität oder andere Ergebnisse ähnlich wie die Benchmark erzielt. Die Zusammensetzung der Benchmark reflektiert unter Umständen nicht die Art und Weise in der das Portfolio konstruiert ist in Bezug auf erwartete und tatsächliche Rendite, Portfolio Richtlinien, Restriktionen, Sektoren, Korrelationen, Konzentration, Volatilität oder Tracking Error Ziele, die alle über die Zeit variieren können. HQ Trust gibt keine Haftungserklärung oder Verpflichtung ab, dass die Performance des Kundenvermögens der Benchmark entspricht, sie übertrifft oder ihr folgt. Frühere Wertentwicklungen eines Index, einer Benchmark oder anderer Maße sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der Bericht stellt kein Angebot oder Aufforderung zum Kauf an Personen mit Sitz in Ländern, in deren Gerichtsbarkeit ein solches Angebot oder Aufforderung zum Kauf nicht autorisiert ist oder an Personen, bei denen es ungesetzlich wäre, ein solches Angebot oder eine Aufforderung zum Kauf

abzugeben, dar. Es liegt in der Verantwortung jeder Person oder jedes Personenkreises, die dieses Material im Besitz hat, sich selbst zu informieren und alle anwendbaren Gesetze und Regularien jeder relevanten Gerichtsbarkeit zu beachten.

Die dargestellten Meinungen entsprechen ausschließlich unseren aktuellen Ansichten zum Zeitpunkt der Übergabe des Berichts und stimmen möglicherweise nicht mit der Meinung zu einem späteren Zeitpunkt überein. Bestimmte Transaktionen, insbesondere solche, die Futures, Optionen und hochverzinsliche Anleihen, sowie Investments in Emerging Markets umfassen, haben unter Umständen den Effekt, dass sie das Risiko substantiell erhöhen und somit nicht für alle Investoren geeignet sind. Anlagen in Fremdwährungen unterliegen einem Währungsrisiko und können infolge von Kursschwankungen einen negativen Effekt auf den Wert, den Preis oder das mit diesen Investments erzielte Einkommen haben. Solche Investments sind ebenfalls betroffen, wenn Devisenbeschränkungen eingeführt werden sollten oder andere Gesetze und Restriktionen bei diesen Investments Anwendung finden. Investments, die in diesem Text erwähnt werden, sind nicht notwendigerweise in allen Ländern erhältlich, eventuell illiquide oder nicht für alle Investoren geeignet. Investoren sollten sorgfältig prüfen, ob ein Investment für ihre spezifische Situation geeignet ist und sich hierbei von HQ Trust beraten lassen. Der Preis und der Wert von Investments, auf die sich dieser Bericht bezieht, können steigen oder fallen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Investoren nicht das ursprünglich eingesetzte Kapital zurückerhalten. Die historische Performance ist kein Richtwert für die zukünftige Performance. Zukünftige Erträge sind nicht garantiert und ein Verlust des eingesetzten Kapitals kann auftreten.

Die zuständige Aufsichtsbehörde für HQ Trust ist die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht.

HQ Trust GmbH
Harald Quandt Haus
Am Pilgerrain 17
61352 Bad Homburg v.d. Höhe
Deutschland

T +49 6172 402 850
F +49 6172 402 859

www.hqtrust.de

