

# Quartalsbericht

Für die Zeit vom 1. Juli bis 30. September 2014



POLLEIT & RIECHERT  
Investment Management

16. Oktober 2014

Sehr verehrte Investorinnen,  
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den dritten Quartalsbericht für das Jahr 2014 zu überreichen.

Innerhalb des letzten Quartals hat unser Fonds (nach Gebühren) einen Wertzuwachs von 9,9 Prozent erzielt. Seit Anfang des Jahres beträgt der Zuwachs 4,8 Prozent. Zum Vergleich: Aktien-Welt-Index<sup>1</sup> (Euro) +12,2 Prozent, Dax -0,8 Prozent und Gold-Index<sup>2</sup> (Euro) +9,3 Prozent.

Der P&R REAL VALUE hält zum Quartalsende 87,5 Prozent in Aktien, 5,8 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold sowie 6,8 Prozent in Cash. Der Fonds hält 12 langfristige Investments und ein Basket von fünf Goldminenwerten (4,7 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 55,8 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 28,3 Prozent in Britischen-Pfund-Werten und 3,3 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds beträgt 14 Mio. Euro.

## Unsere Entscheidungen

### *Euro – mit Absicht schwach*

Unser Fonds hält keine Investments in Euro, ganz einfach deshalb, weil wir bessere Gelegenheiten in anderen Währungsräumen gefunden haben. Das Währungsrisiko sind wir bewusst eingegangen, weil wir den Euro seit Anfang 2013 für abwertungsgefährdet halten. Seit den Jahres-Höchstständen des Euros im März hat die Europäische Zentralbank (EZB) jetzt de facto eine Euro-Abwertungs politik eingeleitet. In deren Folge haben der US Dollar und das Britische Pfund aufgewertet, und dies hat den Wert unserer Investments – in Euro gerechnet – ansteigen lassen.

---

<sup>1</sup> Als Basis für den Aktien Welt Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD in EUR FCP verwendet.

<sup>2</sup> Als Basis für den Gold Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

### *Vistaprint – gestern Pfui, heute Hui*

Am 29. April verkündete Vistaprint beim Erläutern der Q3 Ergebnisse, dass bei der Umstellung der Preisstrategie unerwartet hohe Umsatzeinbußen entstanden sind. Drei Monate später, beim Veröffentlichen der nächsten Quartalsergebnisse, stellten sich die Probleme als vorübergehend heraus. Somit wurde die Unternehmensperformance kaum beeinträchtigt.

Ganz anders reagierte jedoch der Börsenwert (Abb. 1): Innerhalb eines Tages nach der Verkündung der Q3 Zahlen verlor die Firma mehr als ein Viertel des Börsenwertes (452 Millionen US Dollar). Ein Quartal später, nach der Entwarnung, sprang der Börsenwert wieder innerhalb eines Tages um mehr als 30 Prozent an.

Im Mai telefonierten wir mit der Firma und fragten, ob CEO Robert Keane rückwirkend eine andere Strategie gewählt hätte. Die Antwort kam prompt: „Auf keinen Fall!“. Für uns zeigte sich, dass die Einschätzung von langfristigen Veränderungen wichtiger ist als die Interpretation der Ergebnisse von Quartal zu Quartal. Wir haben unsere Position in Vistaprint zu den niedrigen Kursen leicht ausgebaut, denn wir sehen unsere Investment-These weiter intakt (siehe Memo vom 8. Mai 2014). Obwohl Vistaprint unsere zweitgrößte Position ist, hätten wir in der Nachbetrachtung noch beherzter zukaufen sollen.

### *Family Dollar – unsere Braut steht kurz vor der Hochzeit*

In den USA gibt es drei große Konkurrenten im Markt für Haushaltswaren-Discounter: Dollar Tree, Dollar General und Family Dollar. Alle drei Firmen sind in den letzten Jahren stark gewachsen. Family Dollar hat im Vergleich jedoch deutlich geringere operative Gewinnmargen und damit Optimierungspotenzial. Dies ist nicht nur diversen Investoren wie Ackman, Jana, Icahn (und uns) aufgefallen, sondern auch dem Konkurrenten Dollar Tree. Eine Übernahme lässt Kosten einsparen, verdichtet das Filialnetz und bringt dadurch Skalenvorteile.

Ein Zusammenschluss von zwei der drei Firmen wird für den Dritten nachteilig sein. Aus diesem Grund buhlen nun beide Kandidaten um unsere Braut. Dollar Tree bietet 74,50 und Dollar General 80 US Dollar pro Aktie. Die Gebote unterscheiden sich neben dem Preis auch durch unterschiedliche Unsicherheiten (bspw. kartellrechtliche). Es erscheint daher denkbar, dass die Konkurrenten beim Preis noch „eine Schuppe drauflegen“. Einstweilen warten wir ab, welcher Anwärter den höchsten Preis bezahlen wird.

### *Ebay*

Nachdem Apple im Rahmen einer großen Verkaufsshow Apple Pay vorgestellt hatte, sahen viele Anleger diese Entwicklung als Bedrohung für PayPal und verkauften ihre Aktien. Aus unserer Sicht wird Apple Pay Plastikkredit-

**Abb. 1. – Aktienkurs Vistaprint (in US Dollar), April bis September 2014**



Quelle: Capital IQ.

Für Charttechniker ist der Kursverlauf (eine U-Formation?) sicher eine Herausforderung.

karten ersetzen und damit den Bezahlvorgang vereinfachen. Apple Pay wird aber nicht direkt mit Zahlungsagenten wie Visa, Mastercard oder PayPal konkurrieren. Diesen Part der Wertschöpfungskette sehen wir durch Markteintrittsbarrieren geschützt. PayPal besitzt den stärksten Vorteil im E-commerce durch direkte Verbindungen zu den Merchants. Wir haben daher unsere Position zu niedrigeren Preisen vergrößert.

### *Portfolio Veränderungen*

Im letzten Quartal haben wir Civeo zu 28 US Dollar pro Aktie verkauft, die wir kurz nach dem Spinoff als Sondersituation gekauft hatten. Wir konnten einen Gewinn von kapp 20 Prozent realisieren. Wir haben ferner keine neue Position gekauft, weil uns viele gute Kandidaten bislang einfach zu teuer sind. Ausführlich haben wir drei neue Unternehmen untersucht. Zwei davon sind auf unsere Watchliste gelangt.

## Sales & Marketing

In den letzten zwei Jahren haben wir uns mit einer großen Zahl von Interessenten getroffen. Aus den Gesprächen haben wir gelernt, dass die meisten Anleger eine Strategie erwarten, die mit einer „Top Down“ Asset Allokation beginnt: Zunächst wird der Kuchen in Anlageklassen aufgeteilt und dann werden die einzelnen Kuchenstückchen in bestimmte Kategorien eingeordnet. Ein Fonds muss bspw. als „Large Caps Growth“ oder mit konkreter Länderaufteilung kategorisierbar und vergleichbar sein.

In all diese Schubladen passen wir jedoch nicht hinein. Der Grund: Wir legen allen Investmententscheidungen das Prinzip „Preis versus Wert“ zugrunde. Folglich werden wir manchmal bei kleinen, manchmal bei großen Unternehmen fündig; und manchmal in den USA und nicht im Euroraum.

Den „Top Down“ Anlegern erscheint unsere Vorgehensweise ungewöhnlich. Dabei erfinden wir diese Art der Geldanlage nicht neu, sondern nutzen lediglich bekannte Prinzipien erfolgreicher, praxiserprobter Investoren. (Dafür ignorieren wir populäre Modelle, die auf unrealistischen Annahmen beruhen.) Wir sind anders und wir sind froh darüber, denn wir haben auch gelernt, dass es nur wenige Konkurrenten in unserer Nische gibt.

Um die richtigen Investoren zu finden, eignet sich in der Anfangsphase ohne ausreichenden Trackrekord eine extrem effiziente Form des Marketings: „Self Selection“. Wir werden daher den größten Teil unserer Zeit für das Vermehren des uns anvertrauten Kapitals verwenden und regelmäßig darüber berichten. Gute Dinge sprechen sich herum und wir hoffen, dass so die passenden Investoren auf uns aufmerksam werden. Einige der besten Kontakte sind bereits so entstanden, und unsere Annahme deckt sich mit der Erfahrung von anderen guten Managern.

Leiten Sie daher unsere Informationen ruhig an geeignete Interessenten weiter. Wir sind nie zu beschäftigt für ein Gespräch, und eine Empfehlung ist die beste Visitenkarte.

Nachstehend haben wir zehn Fragen aufgelistet, die uns häufig gestellt werden – und die wir stets gleich beantworten.

### *Eine Auswahl von 10 typischen Fragen*

#### **1. Sie kaufen also als Value Investor billige Aktien mit niedrigem KGV?**

*Wir kaufen eine Aktie dann, wenn sie deutlich mehr wert ist als der Preis, zu dem sie angeboten wird. Der Preis ist der Geldbetrag, den wir an der Börse für eine Aktien zahlen, der Wert ist der Barwert aller zukünftigen Cashflows der Firma pro Aktie.*

#### **2. Investieren Sie in Value-Aktien wie die Konsumgütertitel Nestlé oder Coca Cola?**

*Aus unserer Sicht gibt es keine permanenten „Value“ Aktien. Es gibt gute und weniger gute Unternehmen, und es gibt für sie manchmal einen teuren und manchmal einen günstigen Preis. Ein gutes Unternehmen zeichnet sich dadurch aus, dass es dauerhaft hohe Eigenkapitalrenditen erzielt. Bei einigen Konsumgütertiteln scheint dies der Fall zu sein. Ob deren Preis aber einen Kauf rechtfertigt, ist eine andere (ja die entscheidende!) Frage.*

#### **3. Suchen Sie nach dividendenstarken Titeln?**

*Nein. Eine hohe Dividendenrendite sagt nichts über die zukünftigen Cashflows eines Unternehmens aus. Eine historisch stetige Dividende suggeriert oftmals eine Sicherheit, die es in der Realität nicht gibt. Es erscheint uns daher notwendig, ein Unternehmen so tief zu analysieren, um sämtliche Cashflows, die den Eigentümern künftig zukommen, abschätzen zu können. Anders gesprochen: Wir interessieren uns nicht für den Wasserhahn, sondern für die Quelle.*

#### **4. Ihr Portfolio ist sehr konzentriert. Das ist doch ein hohes Risiko oder nicht?**

*Wir meinen, dass konzentriertes Investieren das Risiko sogar senken kann und zwar aus folgenden Gründen: Erstens ist der positive Effekt der Diversifikation in einem gleichgewichteten Portfolio bereits nach 16 Positionen zu mehr als 90 Prozent erreicht. Zweitens ermöglichen wenige Positionen eine höhere Intensität der Einzelwertanalyse und damit eine höhere Sicherheitsmarge. Wir halten es hier mit den Worten von Warren Buffett: „If you understand the business, you don't need to own very many of them. If you have a harem of 40 women, you never get to know any of them very well.“*

## 5. Sichern Sie Ihr Portfolio ab, wenn der Aktienmarkt korrigiert?

*Nein, denn wenn die Hütte brennt, ist die Feuerversicherung teuer. Wir betreiben kein Markttiming, weil wir nicht glauben, irgendeinen Vorteil gegenüber anderen Marktteilnehmern bei der Vorhersage kurzfristiger Marktbewegungen zu besitzen.*

## 6. Aktien beinhalten doch ein großes Risiko, vor allem vor dem Hintergrund der Verschuldungsproblematik. Wie gehen Sie damit um?

*Wir glauben, dass der Besitz von Unternehmensanteilen den besten Schutz vor Geldentwertung bietet. Langfristig werden diejenigen eine höhere Performance erzielen, die solche Unternehmen kaufen, die besser als andere mit Unwägbarkeiten wie der Inflation umgehen können und die diese Unternehmen zu guten Preisen einkaufen. Genau das setzen wir um.*

## 7. Wie denken Sie über Edelmetalle?

*Wir sehen Gold als Währung. Wir halten Gold, weil es in Phasen tiefen Pessimismus relativ zu Unternehmensanteilen teurer wird. Bei solchen Gelegenheiten tauschen wir teures Gold gegen günstige, gute Unternehmen ein.*

## 8. Ist der P&R REAL VALUE ein vermögensverwaltender Fonds?

*Wenn Sie darunter einen Multi-Asset Mischfonds verstehen, der eine positive Rendite in allen Marktphasen erzielen will – Nein. Wir akzeptieren kurzfristige Marktpreisschwankungen, weil sie bei einer langen Anlagedauer irrelevant werden, und weil der Versuch, die Schwankungsbreite zu verringern, mit Kosten verbunden ist. Diese Kosten würden die langfristige Performance unnötig reduzieren.*

## 9. Sie sind ein kleines Team. Was passiert, wenn einer dauerhaft ausfällt?

*Da wir langfristig investieren, kann in dem Fall in aller Ruhe darüber nachgedacht werden, ob eine Nachfolge gesucht wird, oder ob der Fonds aufgelöst wird. Den Wert unserer Unternehmensanteile wird das nicht beeinflussen.*

## 10. Wie denken Sie über Positionsgrößen?

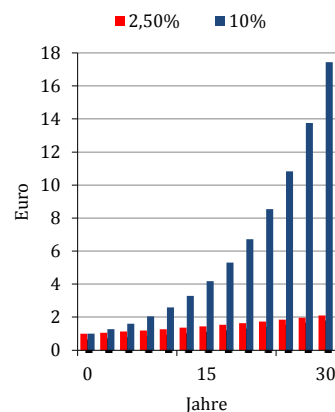
*Wir erstellen eine Rangfolge unserer Investmentopportunitäten nach dem Kriterium „Preis versus Wert“. Die besten Ideen erhalten mehr Kapital als andere. Gute Investments sind selten, aber wenn wir eine richtig gute Idee finden, können wir bis zu 20 Prozent des Kapitals einsetzen.*

## Abb. 2. – Erwarten Sie keine Wunder (... oder doch?)

Nach einem Gespräch mit einem Interessenten zeigte sich dieser enttäuscht. Er hatte wohl eine geheime Investmentformel oder eine komplexe Trading-Strategie mit schneller Gewinnaussicht erwartet. Stattdessen erläuterten wir ihm einfache Anlageprinzipien.

Wendet man allerdings die Prinzipien über einen langen Zeitraum an, so ergibt sich ein Effekt, den die meisten Menschen immer wieder übersehen: Exponentielles Wachstum.

**Das wird aus einem Euro nach 30 Jahren – wenn der Zins exemplarisch 2,5% oder 10% p.a. beträgt**



Albert Einstein bezeichnete den Zinseszinsseffekt als „the most powerful force of the universe“.

## In der Tiefzinsfalle

### *Aus der Politik der tiefen Zinsen gibt es kein Entkommen*

Was ist von der „amerikanischen Zinsfront“ zu erwarten? Die Antwort auf diese Frage ist für uns von großer Bedeutung: Schließlich bestimmen die US-Zinsen maßgeblich die Entwicklung der weltweiten Renditen, die wiederum einen wichtigen Einfluss auf die Aktienbewertung nehmen.

Nachdem wir das Sitzungsprotokoll der US-Zentralbank (Fed) vom 16. – 17. September 2014 gelesen haben, fühlten wir uns bestärkt in unserer Einschätzung, dass Zinserhöhungen keine ausgemachte Sache sind. Wir meinen, die Fed verfolgt nun eine ganz besondere Strategie: ein *fortgesetztes Aufschieben von Zinserhöhungen, begleitet von einem Wachhalten der Zinssteigerungserwartungen*.

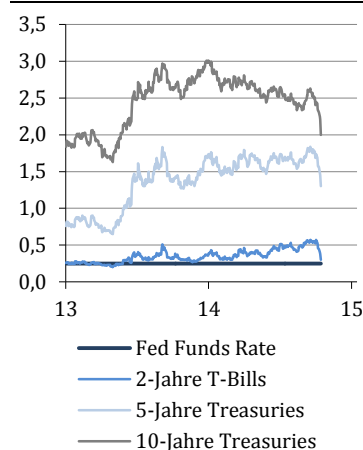
Das heißt nicht, dass die Fed den Leitzins im kommenden Jahr nicht doch anheben könnte. Eine solche Aktion würde jedoch rasch ein Ende finden. Der Grund: *Die Volkswirtschaften sitzen längst in der Tiefzinsfalle*. Steigende Zinsen werden die Finanz- und Wirtschaftsturbulenzen hervorbringen, die man seit Ende 2008 mit Tiefzinsen zu verhindern sucht.

Hebt die Fed den Leitzins an, flacht sich die Zinskurve ab: Der Kurzfristzins steigt relativ zum Langfristzins. Diese Entwicklung ist bereits im Gange (Abb. 3). Das Abflachen der Zinskurve wirkt wie eine Kreditbremse: Banken verdienen bei der Kreditvergabe weniger aus der „Fristentransformation“, und der „Puffer“, der Fehler bei Setzung der Kreditprämie ausgleicht, schwindet. Banken werden daraufhin vorsichtig(er).

Wenn die Zinskurve sehr flach oder gar invers wird, ist das Ende des kreditgetriebenen „Konjunkturbooms“ eingeläutet, steht der „Bust“ vor der Tür – wie es zum Beispiel 2000/2001 und 2007 zu beobachten war (Abb. 4). Daher denken wir, dass der US-Leitzins entweder nicht, oder wenn, dann nur sehr wenig erhöht wird; dass er Ende 2015 1 Prozent nicht übersteigen wird. Die Zinsen sollten folglich auf absehbare Zeit tief bleiben, sowohl in den Vereinigten Staaten als auch in anderen Währungsräumen. Und weil die Fed und die Bank von England die Zinssteigerungserwartungen wach halten, sollten der US-Dollar und das britische Pfund weiter unter Aufwertungsdruck bleiben – vor allem gegenüber dem Euro.

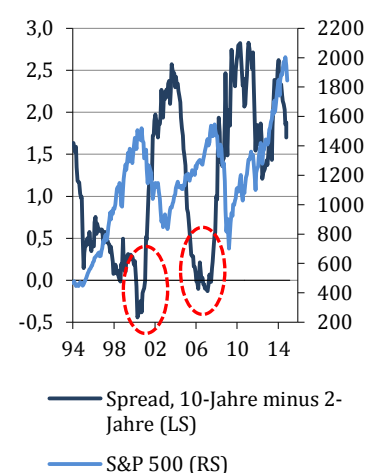
Trotz der Zinssteigerungsdebatte hat sich die US-Konjunktur (noch) nicht eingetrübt. Deutliche Abschwungtendenzen zeigen sich hingegen im Euroraum. Selbst die deutsche Wirtschaft verliert jetzt an Fahrt (Abb. 5). Ein sich abflachendes Wachstum birgt vor allem eins: *Eine Verschlechterung der Kreditrisiken*. So sind etwa im Euroraum die Risikoeinschätzungen für den Zahlungsausfall von nachrangigen Bankschulden wieder merklich angestie-

**Abb. 3. – US-Zinskurve flacht sich ab, US-Zinsen in Prozent**



Quelle: Thomson Financial.

**Abb. 4. – S&P 500 und die Steilheit der Zinskurve (Bp)**



Quelle: Thomson Financial.

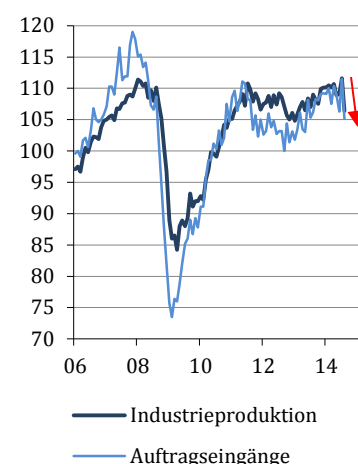
Wird die Zinskurve „zu flach“ oder gar „negativ“, kippt die Konjunktur beziehungsweise der Aktienmarkt-Boom in einen –Bust um.

gen (Abb. 6). Das setzt die Europäische Zentralbank (EZB) zusehends unter Druck, mit dem Monetisieren von Schulden zu beginnen (siehe hierzu unser Memo vom 5. September 2014: „EZB QE XXL“).

Daran ändert aus unserer Sicht auch das politische Gerangel zwischen den Euro-Zentralbanken nichts, wer denn die als „ABS“ verpackten Bankkredite aufkaufen darf (die EZB oder die nationalen Zentralbanken), oder ob dabei private Akteure (wie zum Beispiel ‚BlackRock‘) mitwirken dürfen oder nicht. Der Widerstand gegen die EZB-Geldmengenausweitung wird schwinden: *Denn die Euro-Einheitswährung wird nicht überleben können, wenn der Euro nicht nach innen und außen entwertet wird.* Und dass der Euro überlebt, dafür will (und wird) die EZB sorgen; und dazu muss sie vermutlich bald auch Staatsanleihen gegen Ausgabe von neuem Geld aufkaufen.

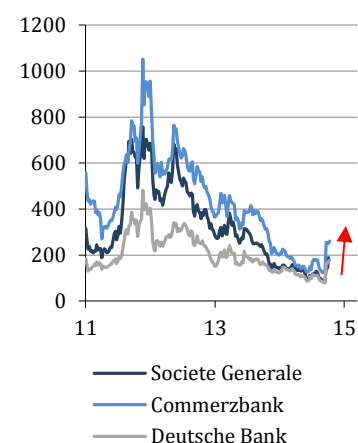
Für unsere Anlageentscheidungen sind die vielen Details und deren Marktinterpretation unerheblich. Es kommt uns vielmehr darauf an, das Wichtige vom Unwichtigen zu trennen. Unsere zentrale Einschätzung lautet daher unverändert: Die Zentralbanken verfahren nach dem Motto „Keep it going“. Das Schuldgeldsystem soll um jeden Preis vor dem Zusammenbruch bewahrt und weitergeführt werden. Unter dieser Zielsetzung wird es eine Reihe von Grausamkeiten für Sparer geben – Schuldenschnitte, höhere Besteuerung und Inflation, vermutlich eine Kombination aus dem Genannten. Man wird vor allem nicht umhinkommen, die Geldmengen immer weiter auszuweiten. Sparern droht früher oder später Inflation – Geldwertverlust –, nicht Deflation – also Geldwertgewinn, auch wenn Konjunkturschwäche und fallende Ölpreise derzeit ein anderes Bild zu zeichnen scheinen.

**Abb. 5. – Auftragseingänge (Gewerbe) und Industrie-  
produktion**



Quelle: Thomson Financial.

**Abb. 6. – CDS Banken, 5 Jahre, Bp, nachrangige Anleihen**



Quelle: Bloomberg.

Wir bedanken uns bei Ihnen für Ihr Vertrauen.

Mit allerbesten Grüßen

Thorsten Polleit  
Königstein i. T.



Matthias Riechert  
London



Polleit & Riechert  
Investment Management LLP

130 Jermyn Street, 2nd Floor,  
St James's  
London SW1Y 4U  
United Kingdom

Internet: [www.polleit-rieichert.com](http://www.polleit-rieichert.com)

Limited Liability Partnership  
Partnership No. OC377772  
Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships  
Polleit & Riechert Investment Management LLP  
is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority (FCA).

#### Disclaimer

Für die Erstellung dieser Ausarbeitung ist Polleit & Riechert Investment Management LLP verantwortlich. Die Verfasser dieses Dokuments bestätigen, dass die in diesem Dokument geäußerten Einschätzungen ihre eigenen Einschätzungen genau wiedergeben und kein Zusammenhang zwischen ihrer Dotierung – weder direkt noch indirekt noch teilweise – und den jeweiligen, in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen oder Einschätzungen bestand, besteht oder bestehen wird. Der (bzw. die) in dieser Ausarbeitung genannte(n) Analyst(en) sind nicht bei der FINRA als Research-Analysten registriert/qualifiziert und unterliegen nicht der NASD Rule 2711. Dieses Dokument dient ausschließlich Informationszwecken und berücksichtigt nicht die besonderen Umstände des Empfängers. Es stellt keine Anlageberatung dar. Die Inhalte dieses Dokuments sind nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von in diesem Dokument genannten Edelmetallen und Wertpapieren beabsichtigt und dienen nicht als Grundlage oder Teil eines Vertrages. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus Quellen, die von Polleit & Riechert Investment Management LLP als zuverlässig und korrekt erachtet werden. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Garantie oder Gewährleistung im Hinblick auf Richtigkeit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Eignung für einen bestimmten Zweck. Alle Meinungsäußerungen oder Einschätzungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers bzw. der Verfasser zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Die hierin zum Ausdruck gebrachten Meinungen spiegeln die Meinungen von Polleit & Riechert Investment Management LLP wider. Polleit & Riechert Investment Management LLP ist nicht dazu verpflichtet, dieses Dokument zu aktualisieren, abzuändern oder zu ergänzen oder deren Empfänger auf andere Weise zu informieren, wenn sich ein in diesem Dokument genannter Umstand oder eine darin enthaltene Stellungnahme, Schätzung oder Prognose ändert oder unzutreffend wird. Die in der Vergangenheit gezeigte Kursentwicklung von Finanzinstrumenten erlaubt keine verlässliche Aussage über deren zukünftigen Verlauf. Eine Gewähr für den positiven Anlageertrag einer in diesem Dokument beschriebenen Einschätzung kann daher nicht übernommen werden. Es besteht die Möglichkeit, dass in diesem Dokument genannte Prognosen aufgrund verschiedener Risikofaktoren nicht erreicht werden. Hierzu zählen in unbegrenztem Maße Marktvolatilität, Branchenvolatilität, Unternehmensentscheidungen, Nichtverfügbarkeit vollständiger und akkurater Informationen und/oder die Tatsache, dass sich die von Polleit & Riechert Investment Management LLP oder anderen Quellen getroffenen und diesem Dokument zugrunde liegenden Annahmen als nicht zutreffend erweisen. Weder Polleit & Riechert Investment Management LLP oder Mitarbeiter übernehmen die Haftung für Schäden, die ggf. aus der Verwendung dieses Dokuments, seines Inhalts oder in sonstiger Weise entstehen. Die Aufnahme von Hyperlinks zu den Websites von Organisationen, soweit sie in diesem Dokument aufgenommen werden, impliziert keineswegs eine Zustimmung, Empfehlung oder Billigung der Informationen der Websites bzw. der von dort aus zugänglichen Informationen durch Polleit & Riechert Investment Management LLP. Polleit & Riechert Investment Management LLP übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieser Websites oder von dort aus zugänglichen Informationen oder für eventuelle Folgen aus der Verwendung dieser Inhalte oder Informationen. Dieses Dokument ist nur zur Verwendung durch den Empfänger bestimmt. Es darf weder in Auszügen noch als Ganzes ohne vorherige schriftliche Genehmigung von Polleit & Riechert Investment Management LLP auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt, verbreitet, veröffentlicht oder an andere Personen weitergegeben werden. Die Art und Weise, wie dieses Produkt vertrieben wird, kann in bestimmten Ländern, einschließlich der USA, weiteren gesetzlichen Beschränkungen unterliegen. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, sind verpflichtet, sich diesbezüglich zu informieren und solche Einschränkungen zu beachten. Mit Annahme dieses Dokuments stimmt der Empfänger der Verbindlichkeit der vorstehenden Bestimmungen zu.