

# Quartalsbericht

Für die Zeit 1. Juli bis 30. September 2013



**POLLEIT & RIECHERT**  
Investment Management

8. Oktober 2013

Sehr verehrte Investorinnen,  
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den dritten Quartalsbericht des „P&R Real Value“ Fonds zu überreichen.

Bis Ende September 2013 hat unser Fonds (nach Gebühren) einen Wertzuwachs von 3,26 Prozent erzielt. Zum Vergleich: MSCI World (Euro) +12,84 Prozent, Gold (Euro) -21,81 Prozent. Die Größe des Fonds betrug 10 Mio. Euro zu Beginn des Jahres, Ende September waren es 11,9 Mio. Euro.

## Unsere Entscheidungen

Der P&R Real Value Fonds hält aktuell 83,8 Prozent in Aktien bzw. Aktienzertifikaten, 8,9 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold und 7,3 Prozent in Cash. Neben Gold und Cash bestehen die Positionen aus 14 langfristigen Investments, einem Investment in einer „Spezialsituation“ (8,2 Prozent) sowie einem Basket von vier Goldminenwerten (3,3 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 47,5 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 24,9 Prozent in Britischen-Pfund-Werten, 9,1 Prozent in Euro-Werten und 2,4 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten.

Unser Fondsvolumen ist nach wie vor klein. Gut Ding will Weile haben, und als Newcomer müssen wir den Nachweis guter Arbeit geduldig erarbeiten. Solange wir klein sind, können wir allerdings einen Vorteil gegenüber etablierten Fonds ausspielen: Wir können in unterbewertete Unternehmen mit niedriger Marktkapitalisierung investieren, in die größere Fonds nicht mehr hineinpassen. Im letzten Quartal haben wir von dieser Möglichkeit Gebrauch gemacht.

Im Folgenden erläutern wir unsere Überlegungen zu den wichtigsten Investments im letzten Quartal. Wir fangen mit der Beobachtung eines populären Themas an.

## Ein heißes Thema – Investments in Sachwerte

Viele Investoren machen sich im Umfeld künstlich niedriger Zinsen Sorgen um den Geldwert – wir meinen zu Recht. Um diese Nachfrage zu bedienen, kreiert die Investmentindustrie Produktlösungen, die unter dem eingängigen Sammelbegriff „Sachwerte“ vermarktet werden. Darin befindet sich mitunter eine bunte Mischung aus Aktien, Instrumenten mit Rohstoffanbindung, Immobilien und sogar Anleihen.

Doch was sind eigentlich Sachwerte? In „Meyers Großes Taschenlexikon“ findet sich folgende Definition: „Sachwert, der in Gütern verkörperte, vom Preis unabhängige Gebrauchswert. Durch eine Vermögensanlage in S., wie Grundstücken, Schmuck u.ä., können Verluste durch Geldentwertung vermieden werden.“ Sachwerte stehen also für den materiellen Wert einer Sache, Dinge, die man „anfassen“ kann. Demgegenüber stehen immaterielle Dinge wie zum Beispiel Lizenzen, Rechte, Kundenbeziehungen und Markennamen.

Sind bei andauernder Inflation Unternehmen mit hohem Sachwert (Maschinen, Anlagen etc.) gegenüber Unternehmen mit wenig Anlagevermögen zu bevorzugen? Die Antwort lautet: Nein, denn bei einer anhaltenden Geldentwertung müssen (fast alle) Sachwerte aufgrund von Abnutzung irgendwann erneuert werden. Mit der Inflation steigen die Kosten hierfür, und dies führt zu realen Gewinneinbußen. Wir favorisieren aus diesem Grund Firmen, die entweder *wenig* materielles Anlagevermögen benötigen oder deren Anlagevermögen *keine Erneuerung* erfordert. Warren E. Buffett nennt als Beispiel hierfür scherzhaft die *Pyramiden von Gizeh*, die über Tausende von Jahren ohne Instandhaltungskosten auskommen, während die Erträge aus dem Verkauf von Eintrittskarten steigen. Es gibt wenige Sachanlagen, die keine Erneuerung erfordern. Wir haben dank dem Hinweis eines befreundeten Investors eine Sachanlage gefunden, die immerhin 25 Jahre ohne Erneuerung auskommt. Im Folgenden erläutern wir Ihnen unser neues Investment.

## Energy Assets plc

Die Firma Energy Assets installiert und besitzt Gaszähler in Großbritannien. Als Eigentümer von Gaszählern erhält Energy Assets wiederkehrende Mieteinnahmen. Gaszähler sind sehr robust und halten mindestens 25 Jahre. Die Mieterträge liegen anfänglich bei etwa 16 bis 18 Prozent bezogen auf das Investment. Damit erzielt Energy Assets sehr stabile, prognostizierbare Umsätze, unabhängig von Konjunkturzyklen. Die Miete für die Gaszähler zahlt der Endkunde über die Gasabrechnung. Wie in Deutschland auch macht der Mietbetrag nur einen kleinen Teil der Gasrechnung aus (etwa 2 Prozent) – und ist dem Endkunden oftmals gar nicht bekannt. Der Preis ist zwar gering, aber das Gerät ist essenziell. Wir mögen diese Konstellation, denn sie erlaubt Preisanhebungen. Uns gefallen aber noch weitere Eigenschaften:

## Schützen Sachwerte vor Inflation?

Im Falle einer Hyperinflation spricht man oft von der „Flucht in Sachwerte“. Materielle Dinge eignen sich zum Werterhalt – vorausgesetzt man kauft sie zum richtigen Preis.

Im Falle einer längerfristigen Inflationsphase hängt der Investmenterfolg von der richtigen (spekulativen) Einschätzung ab, wie viel ein Investor künftig bereit ist, für ein Gut zu zahlen („Greater Fool’s Game“). Insbesondere bei Werten, die keine oder kaum laufende Erträge produzieren (Kunst, Schmuck etc.) kann der Preisanstieg schnell in einer „Preisblase“ münden, die dann platzt. Hier künftige Preise vorherzusehen ist extrem riskant. Wir ziehen es daher vor, in produktive Anlagen wie Aktien zu investieren, denn deren Preis folgt langfristig der Ertragskraft, welche wir einschätzen können. Langfristig entscheidet immer das Verhältnis vom Preis zum Wert über den Anlageerfolg.

—

(1) Sehr hohe Wechselkosten: Wenn einmal ein Gaszähler installiert ist, bleibt dieser i. d. R. im Keller, bis er nicht mehr funktioniert. Ein vorzeitiger Wechsel ist zu aufwendig im Vergleich zu möglichen Einsparungen und würde ferner zu Entschädigungszahlungen führen.

(2) Inflationsanbindung: Die Mietzahlungen werden jedes Jahr neu bestimmt. Die Preise orientieren sich am *Retail Price Index*. Gleichzeitig erfordern die Zähler kaum Kosten für Instandhaltung. Steigen die Einnahmen bei gleich bleibenden Kosten, wirkt dies wie eine Option auf steigende Konsumentenpreise.

(3) Günstiger Preis: Der aktuelle Börsenpreis der Firma liegt nach unserer Analyse deutlich unter ihrem Wert. Der Barwert der Netto-Mietzahlungen aus dem aktuellen Bestand (diskontiert mit 10 Prozent und jährlichem Preisanstieg von 2 Prozent) abzüglich Steuern und Fremdkapital entspricht etwa dem jetzigen Börsenpreis. Allerdings hat Energy Assets ein gefülltes Auftragsbuch und rechnet mit 20 bis 30 Prozent jährlichem Wachstum für die nächsten drei Jahre. Dieses Wachstum beruht auf der Nachfrage nach modernen Gaszählern, die ein automatisches Ableseverfahren erlauben. Die günstige Bewertung zeigt auch der Vergleich mit der Konkurrenzfirma Smart Metering Systems. Auf Basis der letzten Jahresabschlüsse sieht der Vergleich so aus:

(alles in GBP)	Energy Assets plc	Smart Metering Systems plc	Faktor
Aktienkurs (4.10.2013)	3.17	3.40	
Umsatz (m)	18	21	
EBIT (adjustiert)	7.1	7.1	
Anlagevermögen (m)	34	35	
Marktkapitalisierung (m)	86	293	3.4x
Kasse (m)	9	6	
Fremdkapital (m)	49	20	
Unternehmenswert (m)	126	308	2.4x

(Quelle: Geschäftsbericht Energy Assets plc, Smart Metering Systems plc und eigene Berechnungen)

Obwohl die Firmen ähnlich aufgestellt sind und vergleichbare Umsatz- und Gewinnzahlen aufweisen, klappt die Bewertung auseinander: Der Unternehmenswert (Börsenwert plus Fremdkapital) von Smart Metering Systems ist etwa 2,4 Mal höher als der von Energy Assets. Wir kennen mittlerweile die Vorstände beider Firmen, haben das Umfeld erkundet und erkennen keinen Grund für das Ausmaß dieser Preisdiskrepanz. Aus unserer Sicht liegt hier „Mr. Market“ falsch. Der Börsenpreis von Energy Assets ist relativ und abso-

lut zu niedrig. Wir haben 9,9 Prozent des Fondsvolumens investiert zu einem Durchschnittspreis von GBP 2,85 pro Aktie.

### *Balda AG*

Unser Plan scheint endlich aufzugehen. Unsere Überlegung setzte darauf, die Bewertungsdifferenz zwischen dem damaligen Aktienkurs und dem Net Cash Betrag pro Aktie zu realisieren. Wir hatten deshalb von der Deutschen Bank ein Discount Zertifikat aufsetzen lassen, mit einem Cap bei Euro 4,50 – was etwa dem Net Cash Betrag pro Aktie entspricht. Steht die Balda Aktie bei Fälligkeit des Papiers am 20. Oktober 2013 über dem Cap, so erhalten wir die volle Rückzahlung und realisieren eine Rendite von 15 Prozent p. a. Wir erwarten nicht, dass der operative Bereich Baldas über Wettbewerbsvorteile verfügt, und sehen daher kein größeres Kurspotenzial. Was langfristig mit Balda passiert, hängt von der Fähigkeit des Managements ab, gute Investments mit dem verbleibenden Kapital zu tätigen.

### *Aggreko plc*

Die Entwicklung des Aktienkurses von Aggreko enttäuschte uns im letzten Quartal. Wir sind aktuell dabei, unsere Bewertung zu kontrollieren. Dabei sind insbesondere zwei Aspekte wichtig – die Überprüfung nachhaltiger Wettbewerbsvorteile und die Einschätzung der Nachfragesituation. In einem Earnings Call erläuterte die Konkurrenzfirma APR, dass ihre Stromgeneratoren eine höhere Energieeffizienz besäßen, was zu geringeren Gesamtkosten für die Kunden führe. Diese Aussage beunruhigte uns, denn sie würde Aggrekos Preisführerschaft infrage stellen.

Wir haben dieses Thema zwischenzeitlich beleuchtet. Unser Fazit ist, dass die Energieeffizienz verschiedener Generatoren marginal unterschiedlich ist. Generatoren sind technologisch fortgeschritten und verwenden grundsätzlich dieselbe Technologie. Es ist daher davon auszugehen, dass auch künftig kein Anbieter dauerhafte Performancevorteile erzielen kann. Aggrekos Vorteil liegt in den deutlich niedrigeren Kapitalkosten, die durch Skaleneffekte, die eigene Montage der Generatoren und durch das dichtere Netz im Zusammenspiel mit dem lokalen Business entstehen. Diese Vorteile sind aus unserer Sicht nachhaltig. Ferner bietet Aggreko als einziger Anbieter Generatoren an, die mit Schwerbenzin betrieben werden können. Dieser Treibstoff verbraucht etwa 30 Prozent weniger im Vergleich zum Dieselbetrieb und sollte zu Geschäftsabschlüssen mit hoher Kapitalrendite führen.

Die Nachfragesituation hat sich insgesamt noch nicht wieder belebt. Ob die Börsenbewertung einfach billiger geworden ist oder wir unsere Einschätzung hinsichtlich künftiger Cashflows anpassen müssen, können wir noch nicht sagen. Matthias Riechert besucht in diesem Monat Aggrekos Produktionsanlage in Dumbarton, um mehr herauszufinden. Wir sind von der Qualität der Firma und dem Management nach wie vor absolut überzeugt.

## *Portfolio Veränderungen*

Wir haben einige Positionen im Portfolio umgeschichtet. So haben wir zum Beispiel unsere Position in Berkshire Hathaway von 12,6 auf 7,9 Prozent reduziert, da wir bei anderen Portfoliowerten eine bessere Opportunität sehen.

## **Makro-Thema: „Beautiful deleveraging“**

### *Zu einem Thema, das viele Investoren bewegt*

Wie geht es mit der Schuldenkrise weiter? Ray Dalio, Gründer von Bridgewater Associates, dem weltweit größten Hedgefonds, hat jüngst auf die Möglichkeit eines „beautiful deleveraging“ hingewiesen.<sup>1</sup> Damit meint er das Verbinden von drei Maßnahmen: (1) Einschränkung der kreditfinanzierten Ausgaben, (2) Schuldenrückzahlung (bzw. Umverteilung) und (3) Inflation. Wenn es gelingt, so Ray Dalio, die deflationären Effekte, die aus (1) und (2) folgen, mit dem inflationären Effekt, der aus (3) folgt, ausgewogen miteinander zu verbinden, so kommt es zu einer Verminderung der Schulden, und dessen ungeachtet kann die Wirtschaft weiter wachsen. Was ist von dieser These zu halten?

Zur Beantwortung dieser Frage werfen wir zunächst einen Blick auf das Geldsystem. Bekanntlich verwenden alle weltweit großen Währungs- und Wirtschaftsräume *Kreditgeld*. In einem Kreditgeldsystem wird Geld durch Bankkreditvergabe, denen keine echte Ersparnis gegenübersteht, geschaffen. Durch das Ausweiten des Bankkreditangebots wird der Marktzins unter sein „natürliches“ Niveau gedrückt (also das Zinsniveau, das bestehen würde, wenn es zu keiner künstlichen Bankkreditvergabe käme). Das ermutigt Unternehmen, Investitionen in Gang zu setzen, die nur rentabel sind, wenn der Zins künstlich niedrig gehalten wird, beziehungsweise wenn er immer weiter abgesenkt wird. Die konjunkturelle „Scheinblüte“ („Boom“), die dabei entsteht, fällt in sich zusammen, sobald der Zins auf sein natürliches Niveau steigt. Dann offenbaren sich die Fehlinvestitionen, die im Niedrigzinsumfeld aufgelaufen sind, und der Aufschwung wandelt sich in einen Abschwung („Bust“). Je länger die Scheinblüte andauert, desto schwerer wird auch die Bereinigungsrezession ausfallen.

### *(1) Einschränken der kreditfinanzierten Ausgaben*

Eine Rückführung der kreditfinanzierten Ausgaben zielt darauf ab, eine Situation zu schaffen, in der die Einkommen stärker steigen als die Verschuldung zunimmt, in der demnach der Verschuldungsgrad der Volkswirtschaft sinkt. Das ist jedoch nicht ohne (kurzfristige) Produktionsverluste zu

---

<sup>1</sup> Siehe hierzu **Ray Dalio, Economic Principles, How The Economic Machine Works** (2013). Siehe auch seinen Vortrag: **Where does the Future of Investments Lie?**, 6. September 2013.

haben, denn die bisherige Produktions- und Beschäftigungsstruktur wird unrentabel. So gerät zum Beispiel der Absatz von Produkten, die bislang auf Pump gekauft wurden (wie zum Beispiel Autos und Häuser), ins Stocken oder wird gänzlich unmöglich. Unternehmen, die ihre Investitionen mit Krediten finanziert haben, geraten in Probleme. Zahlungsausfälle, Unternehmensschließungen und Freisetzung von Arbeitskräften sind die Folge, verbunden mit einem Rückgang der Wirtschaftsaktivität. Löhne und Preise sinken so lange, bis neue Unternehmer bereit sind, die Produktionsfaktoren zu kaufen und für neue Geschäftsmodelle einzusetzen. Dieser Prozess erfordert jedoch Zeit, *und folglich geht das Einschränken kreditfinanzierter Ausgaben voraussichtlich mit einer Rezession oder gar einer Depression einher.*

### *(2) Schuldentrückzahlung*

Was sind die Folgen, wenn Kredite im Kreditgeldsystem zurückgezahlt werden? Die Geldmenge nimmt ab. Und schrumpft die Geldmenge, so sinken früher oder später auch die Preise. Es kommt zur Deflation. Schuldner können ihren Schuldendienst nicht mehr leisten, weil Löhne und Absatzerlöse geringer ausfallen als ursprünglich kalkuliert. Es kommt zu Zahlungsausfällen. Bei einer Rückzahlung der Kreditgeldschulden ist demnach ebenfalls mit Produktions- und Beschäftigungsverlusten zu rechnen – genau wie in dem Fall, in dem der Zins auf sein „normales“ Niveau zurückkehrt und/oder der Kredit- und Geldmengenzufluss abebbt.

### *(3) Inflation – Geldmenge vor dem Schrumpfen bewahren*

Wenn aber bei einem Schuldbau das Schrumpfen der Geldmenge das Problem ist – könnten Zentralbanken nicht gegensteuern? Sie können. Sie können die Geldmenge jederzeit in jeder beliebigen Menge verändern. Angenommen, Unternehmen und private Haushalte zahlen Bankkredite zurück, und die Geldmenge schrumpft. Die Zentralbanken können daraufhin Wertpapiere auf dem offenen Markt kaufen und die Käufe mit neu geschaffenen Geld bezahlen. So kann die Geldmenge vor dem Schrumpfen bewahrt werden. Allerdings wird ein Rückführen der Verschuldung mit einer Veränderung der Ausgabenstruktur einhergehen: Der Absatz der Produkte, die bislang mit Kredit gekauft wurden, wird zurückgehen, und die Produktions- und Beschäftigungsstruktur wird sich anpassen müssen. *Selbst wenn es gelingen sollte, die Geldmenge vor dem Schrumpfen zu bewahren, käme es voraussichtlich zu einer Rezession.*

### *Fazit - ein schmerzfreier Ausstieg ist unwahrscheinlich*

Wie man es auch drehen und wenden mag, aus einem „Kreditgeldboom“ gibt es keinen schmerzfreien Ausstieg. *Ein „beautiful deleveraging“ ist zwar ein hoffnungsvolles Szenario, es erscheint uns jedoch nicht sehr realistisch, weil es die Tücken des Kreditgeldsystems unterschätzt.* Wir betonen: *Je länger der künstliche Kreditboom in Gang gehalten wird, desto größer werden auch die Fehlentwicklungen sein, die sich in einer Bereinigungsrezession entladen.* Die-

### **Auswirkung auf unsere Investitionsentscheidungen – ein Beispiel:**

Mittlerweile werden mehr als 83,4 Prozent der US-Neuwagen Verkäufe mit Krediten finanziert. Selbst bei Gebrauchtwagen müssen mehr als 52 Prozent der Käufer auf Fremdkapital zurückgreifen. Um die monatliche Belastung aus Zins und Tilgung zu drücken, werden die Laufzeiten gestreckt (Quelle Experian Automotive). Damit hängt die künftige Umsatz- und Gewinnentwicklung von Autoherstellern direkt von (künstlich niedrigen) Zinsen ab. Haushalte werden sich bei höheren Kreditkosten weniger Neuwagen leisten können und stattdessen mehr Gebrauchtwagen nachfragen. Aus diesem Grund vermeiden wir Investments in Autohersteller, da deren Geschäftsmodell direkt von der dauerhaften Versorgung billiger Kredite abhängt. Wir halten dafür Aktien in dem Subprime Autofinanzierer Credit Acceptance. Diese Firma ist aufgrund ihres Geschäftsmodells in der Lage, auch in einem Umfeld steigender Zinsen und Kreditverknappung Auto-Darlehen für Haushalte im unteren Einkommenssegment anzubieten.

se Einsicht offenbart die Inflationsgefahr, die mit einem Kreditgeldsystem verbunden ist: In einer wirtschaftlichen und finanziellen Notlage wird das Ausweiten der Geldmenge von Regierenden und Regierten als die Politik des geringsten Übels gesehen. Die zunehmenden Eingriffe der Politik und der Notenbanken seit 2008 haben einen Vorgeschmack hierzu gegeben.

## Unser Team

### *Professor Dr. Jürgen Stark in unserem Beirat*

Wir freuen uns sehr, dass wir Herrn Professor Dr. Jürgen Stark als Mitglied für unseren Beirat gewinnen konnten. Professor Stark war u. a. Vize-Präsident der Deutschen Bundesbank von 1998 bis 2006 und Chefvolkswirt und Mitglied des Direktoriums der Europäischen Zentralbank (EZB) von 2006 bis 2012. Mit unserem Beirat (zum dem auch Dr. Marc Faber, Hong Kong, und Karl Reichmuth, Schweiz, zählen) lassen wir die Expertise von ausgewiesenen und unabhängigen Fachleuten in unsere Anlageentscheidungen einfließen.

Zu unserem Team zählen ferner unsere Analysten Jimish Gandhi (London Business School) und Sachee Trivedi (Columbia Business School) sowie Susanne Feistel, Dr. Ruth Polleit-Riechert in Marketing und Administration und unser Praktikant Carsten Rother (Frankfurt School of Finance & Management).

Wir bedanken uns bei Ihnen für Ihr Vertrauen.

Mit bestem Gruß

Thorsten Polleit  
Königstein i. T.

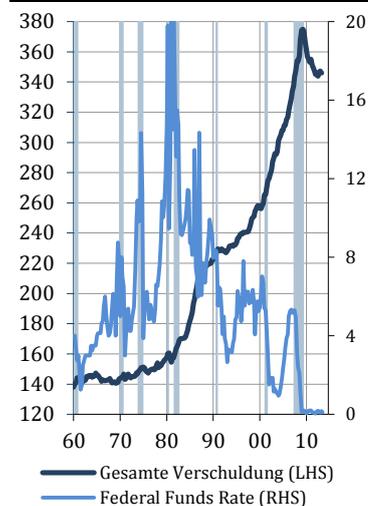


Matthias Riechert  
London



## Verschuldungsaufbau in den USA geht weiter

Gesamte Verschuldung pro BIP in den USA und Fed-Leitzins in Prozent, 1960 bis 2013



Quelle: Thomson Financial, eigene Berechnungen.

Polleit & Riechert  
Investment Management LLP

Ölmühlweg 33C  
D-61462 Königstein im Taunus

St. Albans House 4th Floor  
57/59 Haymarket  
GB-London SW1Y 4QX

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

Limited Liability Partnership  
Partnership No. OC377772  
Companies House

Registrar of Companies under the Limited Liability Partnerships

#### 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.