

Quartalsbericht

Für die Zeit vom 1. Oktober bis 31. Dezember
2014



POLLEIT & RIECHERT
Investment Management

15. Januar 2015

Sehr verehrte Investorinnen,
sehr geehrte Investoren,

wir freuen uns, Ihnen den vierten Quartalsbericht für das Jahr 2014 zu überreichen, der Ihnen gleichzeitig einen Jahresrückblick auf 2014 gibt.

Jahr	<u>Jährliche Veränderung in Prozent¹</u>		
	P&R REAL VALUE	Aktien Welt Index	Gold Index
2013	6,8%	19,5%	-30,5%
2014	13,9%	18,0%	12,8%
Annualisierte Rendite	10,2%	18,2%	-11,6%
Gesamtrendite	21,6%	40,0%	-21,9%

Der P&R REAL VALUE hält zum Jahresende 92,4 Prozent in Aktien, 5,3 Prozent in Zertifikaten und Fonds mit direkter Anbindung an Gold, sowie 2,3 Prozent Cash. Wir halten 13 langfristige Investments, sowie zwei Goldminenwerte (1,7 Prozent). Bezogen auf das Gesamtportfolio sind 56,5 Prozent in US-Dollar-Werten investiert, 34,2 Prozent in Britischen-Pfund-Werten und 1,7 Prozent in Kanadischen-Dollar-Werten. Die Größe des Fonds beträgt rund 15 Mio. Euro.

Jahresrückblick

Das Jahr 2014 war aus Sicht der meisten deutschen Aktienanleger enttäuschend. Der DAX stieg lediglich um 2,7 Prozent. Unser Fonds konnte mit plus 13,9 Prozent deutlich mehr zulegen, schlug Gold und Sparanlagen, aber blieb hinter dem Aktien Weltindex (in Euro gerechnet) zurück.

¹ Die Performanceberechnung erfolgt nach der BVI Methode und berücksichtigt jährliche Ausschüttungen in Höhe von Euro 0,20 pro Fondsanteil. Fondsstart war der 27.12.2012. Die Jahresperiode startet und endet jeweils am 30. Dezember. Als Basis für den Aktien Welt Index wird der LYXOR ETF MSCI WORLD D-EUR verwendet. Als Basis für den Gold Index wird der ZKB Gold ETF in EUR verwendet.

Kursverlierer des letzten Jahres war der Euro, der zum Dollar 11,9 Prozent und zum britischen Pfund 6,9 Prozent verlor. Da wir außer Cash keine Positionen in Euro hielten, hat uns die Euroschwäche geholfen. Wir haben bereits seit Anfang 2013 Abwärtspotenzial für den Euro gesehen und erwarten, dass sich diese Entwicklung im laufenden Jahr fortsetzt.

Die Top 5 Positionen, die wir zu Beginn des Jahres im Fonds hielten, legten im Durchschnitt um 26,7 Prozent zu. Spitzenreiter war Cimpres (ehemals Vistaprint), gefolgt von Berkshire Hathaway. Demgegenüber standen Kandidaten, die unsere Gesamtperformance verhagelt haben. Hierzu zählten Civeo, Regional Management und unser Goldminenbasket, den wir zwischenzeitlich auf zwei Werte geschrumpft haben. Im nächsten Quartalsreport werden wir näher auf unsere Fehlentscheidungen und auf die Unternehmensperformance unserer Firmen eingehen.

Ähnlich wie im letzten Jahr entwickelten sich die meisten unserer großen Positionen besser als der Vergleichsindex, während es bei den kleineren Positionen einige deutliche Verlierer gab. Man könnte daher meinen, wir sollten unser Portfolio noch konzentrierter als bisher zusammenstellen. In jedem Fall werden wir die Hürde für neue Investments hoch legen.

EMIS Group – ein neues Investment

Zwei britische Ärzte gründeten 1987 die Firma, um eine Lösung für zwei typische Defizite von Medizinern anzubieten: Erstens ihre schlechte Handschrift und zweitens ihre begrenzte Managementfähigkeit. Mittlerweile ist EMIS der Marktführer für Software britischer Hausärzte und verwaltet die Patientendaten von mehr als 40 Mio. Menschen. An dieses Daten-Herzstück wird EMIS Apotheken, kommunale Gesundheitseinrichtungen und Hospitäler anbinden. Dadurch entsteht ein Informationsnetzwerk, das die Kommunikation mit den einzelnen Einheiten effizienter machen wird. Weil dieses Netzwerk mit zunehmender Größe attraktiver wird, entsteht ein langfristiger Wettbewerbsvorteil für EMIS, der schwer zu replizieren ist.

Wachstum im Gesundheitssektor

Während im Jahr 1949 nur 3,5 Prozent des britischen Volkseinkommens für den nationalen Gesundheitsdienst (National Health Service, kurz NHS) aufgewendet wurde, sind es mittlerweile knapp 9 Prozent. Ferner steigt die Lebenserwartung der Menschen, und chronische Krankheiten nehmen zu. Die britische Gesundheitsbehörde steht daher unter Kostensenkungsdruck. Die Ausgaben des NHS liegen heute bei 120 Mrd. Pfund. Für das Jahr 2020 wird eine Finanzierungslücke von 20 Milliarden Pfund befürchtet.

Charakteristisch für das derzeitige Gesundheitssystem sind lange Wartezeiten und – schonend formuliert – verbesserungswürdige Ablaufprozesse. Im

Jahr 2013 wurde daher die NHS-Struktur verändert, um die „Top-Down“-Bürokratie zu reduzieren. Anstelle einer zentralen Behörde verwalten nun mehr als 200 lokale Clinical Commissioning Groups (CCGs), bestehend aus Ärzten und anderen Anwendern, die Budgets. Diese Veränderungen sind positiv für EMIS, denn im Gegensatz zu zentralen Behörden treffen Anwender rationale(re) Kaufentscheidungen. Außerdem sinkt die Abhängigkeit von einigen wenigen Entscheidern.

Besitzt EMIS Elemente eines „Great Business“?

Ein gutes Unternehmen schafft Wert für alle Beteiligten. Als Teil unseres Researchs haben wir daher mit verschiedenen Vertretern der Branche gesprochen, viel gelesen und dabei Folgendes herausgefunden:

(1) Hausärzte können ihre Praxis mit der Software von EMIS effizienter managen. Dies betrifft die Termin- und Ressourcenplanung, Patientendatenverwaltung, Medikamentenauswahl, das Dokumentieren von Befunden und Laborberichten und das Erstellen von automatischen Abrechnungen. Mit EMIS werden nicht nur die Abläufe erleichtert, sondern es wird auch die Qualität der Behandlung erhöht. Beispielsweise wird ein Arzt bei der Diagnose von EMIS-Software durch Behandlungsvorschläge und Hinweise zu möglichen Nebenwirkungen unterstützt. Die Ärzte, mit denen wir uns unterhalten haben, sind sehr zufrieden mit EMIS. Sie lobten insbesondere den guten Service beim letzten Upgrade zur Cloud-basierten Anwendung „EMIS Web“.

(2) Patienten profitieren von geringeren Wartezeiten und besserem Service. Mithilfe einer App können Patienten online Termine planen, Dauerrezepte bestellen und wenig später die Medikamente bei der lokalen Apotheke abholen. Das nervige Rezeptabholen entfällt. Künftig können Patienten ihre Krankenakten per Internet abrufen.

(3) „Clinical Commissioning Groups“ sind ebenfalls positiv auf EMIS zu sprechen. Hierzu muss man die Historie kennen: Im Jahr 2002 sollte ein neues Programm die gesamte NHS-IT revolutionieren. EMIS entschied sich damals dafür, nicht an diesem Projekt teilzunehmen, sondern setzte auf die Verbesserung und Vernetzung der bestehenden Technologie. Eine weise Entscheidung, denn das Projekt entpuppte sich als Fiasko und wurde 2012 begraben. Allen daran beteiligten Firmen haftet seitdem ein Stigma an. Die NHS setzt jetzt auf die Strategie der Vernetzung bestehender Anwendungen, weil sie viel weniger Risiken birgt und weniger kostet. EMIS gewann enorm an Reputation und passt perfekt zu dieser Strategie.

(4) Apotheker, die mit EMIS arbeiten, nutzen Software von RX Systems, eine Firma, die EMIS im Jahr 2013 dazugekauft hat. Sie profitieren von verschiedenen Softwaremodulen, die u.a. eine direkte Anbindung an das System des

Standardisierung in der Medizin

Kritiker monieren, dass Hausärzte mittlerweile länger auf den Computermonitor schauen, als auf den Patient. Vor allem ältere Menschen fürchten eine unpersönliche Betreuung. Tatsächlich jedoch kann eine standardisierte, automatische Behandlung bei einfacheren Krankheitsfällen zu wesentlich besseren klinischen Ergebnissen führen, die gleichzeitig weniger kosten. Vorbild ist der Einsatz von Checklisten – ähnlich wie bei Piloten.

Lesenswert hierzu ist das Buch „The Checklist Manifesto“ von Atul Gawande.

—

Hausarztes ermöglicht. Ein Apotheker kann damit Einsicht in Patientendaten nehmen, Rezepte elektronisch verarbeiten und Kunden besser beraten.

(5) EMIS-Aktionäre konnten bisher von der guten Unternehmensperformance profitieren. Grundsätzlich ist die Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen stabil. Dies erzeugt für die Firma stetige, wiederkehrende Einnahmen, unabhängig von Konjunkturzyklen. Seit dem IPO Anfang 2010 haben sich Umsatz und Gewinn verdoppelt. Der Aktienkurs inklusive Dividendenausschüttung stieg sogar um 161 Prozent (CAGR 21 Prozent).

EMIS erzeugt zweifellos Wert für viele Beteiligte. Aber um den geschaffenen Wert langfristig für die Aktionäre zu monetarisieren, bedarf es Markteintrittsbarrieren.

Gibt es Markteintrittsbarrieren?

Ein Indiz für Markteintrittsbarrieren sind stabile Marktanteile über einen langen Zeitraum. EMIS' Marktanteil bei Hausärzten liegt seit 10 Jahren stabil bei 50 Prozent – Tendenz leicht steigend. Wettbewerber sind TPP mit 23 Prozent und INPS (Cegedim Group) mit 20 Prozent. Ein weiterer Hinweis auf Markteintrittsbarrieren ist eine hohe Eigenkapitalrendite von mehr als 20 Prozent (die Rendite auf das Sachanlagevermögen, kurz ROTC, vor Steuern, liegt sogar über 90 Prozent). Qualitativ erkennen wir die folgenden Eintrittsbarrieren:

Hausärzte nutzen EMIS-Software zur Unterstützung ihrer Diagnosen. Aus der täglichen Anwendung entstehen Gewohnheiten, die zu einer hohen Produktloyalität führen. Ein Wechsel zu einer anderen Software wäre mit großem Aufwand verbunden und trotz Migrations-Lösungen kostspielig und risikoreich – man denke nur an die Sicherheit der Patientendaten. Diese Produktwechselkosten müssen Ärzte selbst tragen, während die laufenden Kosten der bestehenden Software, von den Commissioning Groups der NHS bezahlt werden.

Zudem erzeugt EMIS durch die Verlinkung mit anderen Bereichen des Gesundheitswesens einen Netzwerkeffekt. Er führt zu Vorteilen für alle Beteiligten und macht den Zukauf und die Integration ausgewählter externer Anbieter attraktiv. Vernetzung ist ein wichtiges Ziel der NHS und damit hat EMIS einen großen Vorteil gegenüber anderen Anbietern. Aus unserer Sicht bedeutet dies eine große Wachstumschance für die Firma.

Und was halten wir vom Management?

Der CEO Chris Spencer treibt die Strategie „Integrated Healthcare“ an. Er ist bereits seit 1999 bei EMIS und seit 2003 CEO. Auf unsere Frage, was für ihn das Wichtigste sei, antwortete Spencer: „Being trusted. Not taking advantage.“. Er unterhält sehr gute Beziehungen zur NHS, legt größten Wert auf

das langfristige Vertrauen seiner Kunden und wird deswegen nur mit Bedacht Preissetzungsmacht ausnutzen. Wir werten das als sehr positiv, weil es die Firma langfristig wertvoller macht, auch wenn die Profitabilität kurzfristig nicht voll ausgereizt wird. Die bisherigen Akquisitionen von EMIS machten allesamt ökonomischen Sinn, auch wenn der letzte Zukauf der Firma Ascribe mit einer leichten (aus unserer Sicht unnötigen) Verwässerung der Aktionäre bezahlt wurde.

Uns gefällt ferner ein Detail der Managementvergütung: Der Aufsichtsrat erwartet, dass Manager ihr Vermögen in EMIS-Aktien investieren – mindestens in Höhe des dreifachen Grundgehaltes. Zu den Aktionären gehören die Altgründer, die insgesamt etwa 30 Prozent der Firma halten.

Preis versus Wert

Aktuell liegt der Umsatzanteil der Hausärzte bei etwa 60 Prozent. Wir glauben, dass EMIS stark in den beiden anderen Bereichen „Secondary Care“ und „kommunale Gesundheitseinrichtungen“ wachsen wird.

Der „Secondary Care“ Bereich umfasst IT-Lösungen im Wert von etwa GBP 650 Mio. jährlich und ist wesentlich grösser als der „Primary Care“ Sektor der Hausärzte (GBP 150 Mio.). EMIS hat hier bisher nur einen Marktanteil von 5 Prozent, aber gute Voraussetzungen zu wachsen, denn etwa 50 Prozent dieser IT-Verträge stammen noch aus dem Nationalen Programm und werden in 2015/2016 auslaufen. Damit entsteht eine Nachfrage nach genau den Softwarelösungen, bei denen EMIS ein Alleinstellungsmerkmal besitzt.

Der Bereich „kommunale Gesundheitseinrichtungen“ hat eine Marktgröße von etwa GBP 90 Mio.. Ende 2014 kam EMIS auf einen Marktanteil von geschätzten 10 Prozent. Nach unserer Recherche hat EMIS eine Reihe von Projekten in der Pipeline und wird diesen Anteil in den nächsten Jahren auf etwa 25 Prozent ausbauen können. Auch die kommunalen Versorgungseinheiten profitieren u.a. von der Anbindung an die elektronischen Krankendaten des Hausarztes.

Das Wachstumspotenzial wird vom Markt unterschätzt. 4 Analysten, die EMIS laut Capital IQ verfolgen, schätzen den 2016er Gewinn pro Aktie im Schnitt auf 47 Pence, was ein Gewinnwachstum von 10 Prozent unterstellt. Aufgrund der Informationen, die wir durch unsere Gespräche und Besuche auf Healthcare Messen erhalten haben, halten wir ein wesentlich höheres Gewinnwachstum für wahrscheinlich – langfristig 15 Prozent oder mehr. Zum Kaufpreis von 7,75 GBP bezahlen wir 15,5x die 2015er Owner's Earnings² pro Aktie bzw. erhalten eine anfängliche Gewinnrendite von 6,5 Pro-

² Owner's Earnings sind unsere Schätzung der tatsächlichen ökonomischen Gewinne. So enthalten Owner's Earnings nicht die Amortisierungskosten von GBP 2,2 Mio. pro Jahr, die EMIS für Kundenbeziehungen abschreibt.

zent. Das Risiko ist begrenzt durch einen hohen Anteil von wiederkehrenden Einkünften und der stabilen Nachfrage nach Gesundheitsdienstleistungen.

Im Vergleich zu allen anderen Investmentopportunitäten, die wir einschätzen können, rangiert EMIS unter den Top 5. Wir haben daher EMIS Group plc zum Preis von GBP 7,75 pro Aktie gekauft. Zum Quartalsende steht die Aktie bei GBP 8,50 und die Positionsgröße beträgt 6,5 Prozent des Fondsvermögens.

US-Dollar steigt – noch weiter

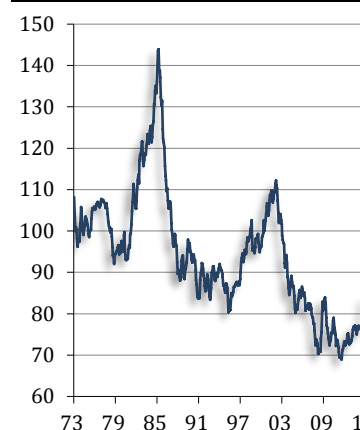
Das weltweite Kredit- und Geldsystem ist ein *Dollar-Devisen-Standard*: Der Greenback ist die Reservewährung für alle anderen Währungen – ob für Euro, chinesischen Renminbi, britisches Pfund oder Schweizer Franken. Seit Mitte 2011 wertet der US-Dollar gegenüber allen wichtigen Währungen auf. Wir wären nicht überrascht, wenn die Dollar-Aufwertung einen *beginnenden Rückzug* aus den Währungen, die auf dem US-Dollar aufgebaut sind, signalisieren würde, und die Dollar-Aufwertung erst am Anfang stünde.

Der US-Dollar-Außenwert hat zwar in den letzten Jahrzehnten abgenommen, aber es gab dabei immer wieder Phasen, in denen er merklich aufgewertet hat: Zum Beispiel legte von April 1995 bis Februar 2002 der US-Dollar-Außenwert um 40 Prozent zu, von September 1980 bis März 1985 sogar um 54 Prozent. Da nimmt sich die Aufwertung seit August 2011 bis Dezember 2014 mit 21 Prozent noch relativ bescheiden aus.

Japan und Europa werden zusehends zu einem Instabilitätsrisiko. Beide leiden unter hoher Verschuldung, einer überalternden Bevölkerung, und ihre Volkswirtschaften wachsen kaum noch. Japan monetisiert seine Staatsschulden, der Euroraum ist drauf und dran, diesem Beispiel zu folgen. Die Geldpolitik der Tiefzinsen, verbunden mit dem Kauf von Schulden durch die Ausgabe von neuem Geld, wird die Probleme nicht lösen und kann unerwünschte Überraschungen bringen.

Der Grund: Die Zentralbanken lassen mittlerweile keine ansteigenden Zinsen mehr zu. Dadurch kann der Zins natürlich auch keine Ausgleichsfunktion mehr übernehmen. Früher sind die Renditen gestiegen, wenn Investoren sich aus Staatsanleihen zurückgezogen haben. Heute ist das nicht mehr so, weil die Zentralbanken den Zins tief halten. Dadurch kann nun Folgendes passieren: Die fortgesetzten Anleihekäufe der Bank von Japan und der Europäischen Zentralbank schwächen das Vertrauen in Yen und Euro. Die Nachfrage nach Yen- und Euro-Papieren geht zurück. Die Zentralbanken kaufen daraufhin noch mehr Anleihen und weiten die Geldmenge noch stärker aus. Nehmen die Zweifel an Yen und Euro zu, führt der „natürliche

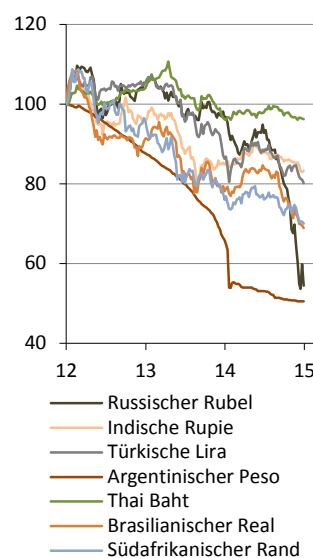
Der Außenwert des US-Dollar* - ist der Sinkflug zu Ende?



Quelle: Bloomberg.

*Handelsgewichtet.

Wechselkurse der 'aufstrebenden Volkswirtschaften' unter Druck gegenüber dem US-Dollar



Quelle: Bloomberg. Januar 2012 = 100.

Fluchtweg“ in den US-Dollar. Die Abwertung von Yen und Euro wird erheblich sein, weil nur noch der Wechselkurs, nicht aber mehr der Zins für ein neues Marktgleichgewicht sorgen kann.

Wertet der US-Dollar weiter auf, wird sich früher oder später Widerstand aus der amerikanischen Industrie regen, die ihre Wettbewerbsfähigkeit beeinträchtigt sieht. Die „natürliche“ Reaktion wäre, dass die US-Zentralbank ihre in Aussicht gestellten Zinserhöhungen absagt – zumal ein gefallener Ölpreis und sinkende Importgüterpreise die US-Teuerungsrate ohnehin tief halten werden.

Ein anschwellender Kapitalzustrom in den Greenback senkt die US-Kapitalmarktrenditen. US-Aktienkurse und die Preise für Land und Immobilien gehen in die Höhe. Je weiter die Vermögenspreise ansteigen, desto größer wird natürlich das Rückschlagrisiko. Doch man kann erwarten, dass im Fall der Fälle die elektronische Notenpresse eingesetzt würde, um einen Preisverfall zu bekämpfen. Schließlich wären bei Preisrückgängen in den Vermögensmärkten negative Folgen für die Konjunktur absehbar.

Es gibt aus unserer Sicht also Gründe für einen weiter erstarkenden US-Dollar und anhaltend sehr tiefe Marktzinsen.

Gute Ideen verbreiten

Wir haben uns zum Ziel gesetzt, nicht nur das Geld unserer Investoren zu vermehren, sondern auch „gute Ideen“ zu verbreiten. Dazu zählt, logische Einsichten zu vertreten, die oft eine bessere Alternative zu den Mehrheitsmeinungen der Volkswirtschaftslehre und der gängigen Investmenttheorie bieten.

Am 16. und 17. Januar 2015 findet das „Ludwig von Mises Seminar 2015“ in Frankfurt am Main statt: ein akademisches Seminar, das etwa 130 Teilnehmern die Gelegenheit gibt, Vorlesungen von führenden Vertretern der Österreichischen Schule zu hören (▶ [Infos Mises Seminar](#)). Veranstaltet wird es vom Ludwig von Mises Institut Deutschland (▶ www.misesde.org), Sponsorin ist die Deutsche Börse AG, die u. a. die Räumlichkeiten in der Deutschen Börse zur Verfügung stellt. Das Seminar ist der Startschuss und eine Plattform für „gute Ideen“ in Deutschland!

Nicht immer lässt sich der Erfolg dieser Bemühungen „messen“, doch ab und zu gibt es Hinweise, dass die Botschaft ankommt. So wie am 21. November 2014, als uns die nachstehende E-Mail erreichte:

„Sehr geehrter Herr Polleit,

ich bin weder Ökonom, noch in der Lage, die Welt grundlegend zu ändern, wobei ich aber schon länger sehr deutlich spüre, dass da "Draußen" vieles im Argen liegt.

Längst habe ich mich von den Leitmedien abgewendet, längst habe ich jegliches Vertrauen in unser Finanzsystem verloren, vieles gelesen über Mises, Hayek und Baader, wenngleich ich zugeben muss, dass nicht alles auf Anhieb in meinem Kopf stimmig verarbeitet werden konnte.

Aber ich habe diese Bücher nun mehrmals gelesen und bin am Kern der Botschaft angekommen und wollte Ihnen nur sagen, dass durch Menschen wie Sie eine wichtige Botschaft in die Welt getragen wird! In eine Welt, die förmlich nach einer grundlegenden Veränderung schreit, wären da nicht die wirklich Mächtigen, die Ihre den Menschen zunehmend versklavende Welt um jeden Preis erhalten möchten.

Herr Polleit, ich glaube wir gehen harten Zeiten entgegen, denn wenn ich die aktuelle Äußerung von Ken Rogoff durchdenke, ist dies sicherlich keine Einzelmeinung, sondern der letzte Akt, den Menschen weltweit endgültig und dauerhaft den letzten Hebel ihrer Freiheit zu entreißen.

Darum bitte ich Sie, bleiben Sie Ihrer Linie treu, denn ich habe vieles gelernt und weiß heute, was bleibende Werte sind und handle auch danach. Bedrucktes Papier ist es nicht, das ist auch in meinem Freundeskreis - allesamt nicht aus der Finanzbranche kommend - angekommen.

Der Gegner ist sehr sehr mächtig, aber ich glaube, dass auch die "kleinen Leute" aus der vorgekauften Matrix langsam aufwachen und das wahre Elend erkennen ... es besteht also noch Hoffnung.

Es war mir wichtig, Ihnen das mitzuteilen.

Mit freundlichen Grüßen

Wir haben uns über die Zusendung sehr gefreut. Sie zeigt uns, dass „gute Ideen“ nicht wirkungslos verhallen. Die Zeilen drucken wir an dieser Stelle auch zur Ermutigung all derer ab, die ähnlich besorgt sind über die wirtschaftliche und politische Entwicklung. Denn in diesen Zeilen wird die Lösungsformel gleich mitgeliefert: Eine Besserung der Lage lässt sich nur erzielen, wenn die besseren Ideen die schlechten Ideen übertrumpfen. Denn es sind stets die Ideen, die das menschliche Handeln leiten.

Wir freuen uns auf das dritte Jahr unserer Firma und bedanken uns bei Ihnen für Ihr Vertrauen.

Mit freundlichen Grüßen

Thorsten Polleit
Königstein i. T.

Matthias Riechert
London

Thorsten Polleit

[Signature]

Polleit & Riechert
Investment Management LLP

130 Jermyn Street
2nd Floor, St James's
GB-London SW1Y 4UR

Internet: www.polleit-rieichert.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.