

Finreon Impulse

3. Ausgabe

Juni 2017

Impulse aus der Praxis

- Mehrrendite durch Rebalancing

Impulse von Finreon

- Inflation is back – Was sagt die Phillips Kurve?
- Faktorprämien - Timing im Wirtschaftszyklus

Impulse aus der Akademie

- Residual Momentum
- Risk Parity Portfolios with Risk Factors
- Socially responsible funds and market crises



Mehrendite durch Rebalancing

Rebalancing als regelmässige Umschichtung des Portfolios hin zu Zielgewichten ist eine einfache und effektive Möglichkeit das Portfoliorisiko zu steuern und das Rendite-Risiko-Profil zu verbessern. Rebalancing auf Ebene Anlageklasse wird von vielen Investoren bereits breit angewendet, bildet jedoch nur die Spitze des Eisberges. Ein Rebalancing auf Einzeltitel ermöglicht es darüber hinaus, das gesamte Potential des Rebalancings auszuschöpfen.

Fast jeder institutionelle Investor führt auf Ebene der Anlageklassen ein regelmässiges Rebalancing durch. Hierbei werden die Portfoliogewichte auf die strategische Asset Allocation angepasst, indem Anlageklassen mit positiver, relativer Rendite abgebaut, während Anlageklassen mit einer negativen relativen Rendite wieder aufgestockt werden.

Ein regelmässiges Rebalancing ist entscheidend zur Einhaltung des gewünschten Risikoprofils sowie der regulatorischen Vorgaben. Darüber hinaus ist antizyklisches Rebalancing sowohl aus Rendite- als auch aus Risikoperspektive sehr attraktiv:

Renditeoptimierung: Wird das Portfolio nicht regelmässig auf die Zielallokation zurückgeführt, so gewinnen mit der Zeit überbewertete Anlageklassen immer mehr an Gewicht, wohingegen unterbewertete Anlageklassen an Gewicht verlieren. Diese systematische Übergewichtung von überbewerteten Anlageklassen bei gleichzeitiger Untergewichtung von unterbewerteten Anlageklassen führt zu einem kontinuierlichen Renditenachteil: Dieser ‚Rebalancing-Bonus‘ ist in einer Vielzahl an akademischen Studien dokumentiert und beträgt auf Ebene der Anlageklassen langfristig **ca. 0.5% p.a.**

Risikooptimierung: Ein Portfolio ohne regelmässiges Rebalancing neigt mit der Zeit zu einer immer stärkeren Konzentration in Anlageklassen, Regionen oder Währungen. Diese Klumpen stellen ein zusätzliches Risiko dar, welches nicht systematisch entschädigt wird. Im Ext-

remfall wird das Portfolio durch die Anlageklasse mit der höchsten Rendite dominiert. Durch ein regelmässiges Rebalancing können diese Klumpenrisiken im Sinne eines Risiko-management systematisch vermieden werden.

Rebalancing auf Anlageklassen: Nur die Spitze des Eisberges

Das Rebalancing auf Anlageklassen stellt allerdings nur die Spitze des Eisberges dar (Abb 1): Die Rendite- und Risikovorteile des Rebalancings kommen genauso auf Ebene Länder, Sektoren und Einzeltitel zum Tragen. Das regelmässige Zurückführen von Einzeltiteln auf die Ausgangsgewichtung verspricht dabei den mit Abstand grössten Mehrwert, da der Rebalancing-Bonus von einer Vielzahl an Einzeltiteln ‚geerntet‘ werden kann. Dies steigert die Performance des Portfolios deutlich: Im Durchschnitt über eine Vielzahl von akademischen Studien hinweg, führt ein antizyklisches Rebalancing auf Ebene Einzeltitel zu einer jährlichen Out-performance von **ca. 2.0%**.



Abbildung 1: Rebalancing auf Ebene Anlageklasse - Nur die Spitze des Eisberges

Finreon hat hierzu eine einfache Simulation durchgeführt. Grundlage bildet dabei ein gemischtes Portfolios aus 50% Aktien, 30% Bonds und 20% Immobilien über den Zeitraum 1990-2016. Die Resultate sind in Abbildung 2 ersichtlich: **Ohne Rebalancing** erzielte das Portfolio eine **jährliche Rendite von 8.02%** bei einer jährlichen **Volatilität von 11.78%**: Dabei haben sich mit der Zeit die Portfoliogewichte deutlich verschoben.

ben. **Durch ein jährliches Rebalancing** des Portfolios auf **Stufe Anlageklasse** konnte die **Rendite auf 8.17% gesteigert werden**, während sich die **Volatilität deutlich auf 10.94% reduzierte**. Die Rendite- und Risikovorteile des Rebalancings auf Ebene Anlageklassen werden somit durch die Simulation bestätigt.

Ein weiteres **Rebalancing-Potential** liegt **innerhalb der Anlageklassen**: Wird die Anlageklasse Aktien nun in sieben Regionen aufgeteilt und diese Regionen regelmässig zur Ausgangsgewichtung zurückgeführt, kann die Performance auf 8.24% gesteigert werden. Die grösste Rendite-verbesserung durch Rebalancing auf 9.55% wird dagegen erzielt, wenn das Rebalancing für Einzeltitel durchgeführt wird.

Genau dieser Effekt des Rebalancings auf Einzeltitelebene wird auch von der Finreon IsoPro[®] Methodologie genutzt. Durch regelmässiges Rebalancing und der damit einhergehenden Vermeidung von Blasen sowie einer sehr breiten Diversifikation kann ein deutlich attraktiveres Rendite-Risikoprofil erzielt werden als bei einer klassischen, marktkapitalisierten Aktienanlage.

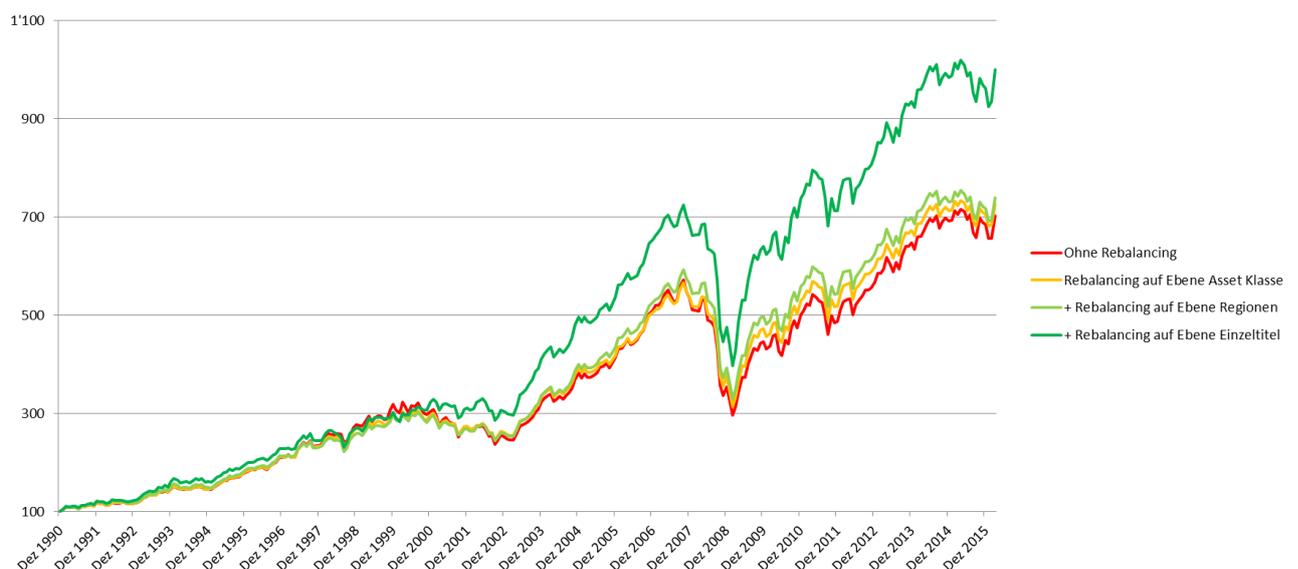


Abbildung 2: Feiner auflösendes Rebalancing führt zu deutlichen Performancegewinnen

Schlussfolgerungen

- **Rebalancing** ist nicht nur geeignet zur **Einhaltung der Bandbreiten** einer strategischen Asset Allocation und damit des gewünschten Risikoprofils auf Ebene der Anlageklassen. Es führt auch zu einem **attraktiveren Rendite-Risiko-Profil**.
- Sein volles Potential kann **Rebalancing** ausspielen, wenn es auch **innerhalb von Anlageklassen**, insbesondere Aktien, eingesetzt wird. Durch **Vermeidung von Blasen und Titelkonzentrationen** kann langfristig ein deutlich attraktiveres Rendite-Risiko-Profil erzielt werden als bei einem ein passiven, markt-kapitalisierten Investment.

Inflation is back – Was sagt die Phillips Kurve?

Seit Mitte 2016 sprechen Finanzmarktakteure von der Rückkehr der Inflation. Zinsen weltweit, welche stark von den Inflationserwartungen abhängen, sind seither gestiegen. Aber was genau treibt Inflation? Seit einigen Jahren steht der Zusammenhang der „Phillips Kurve“ wieder mehr im Vordergrund und hebt vor, wie wichtig Arbeitsmarktzahlen für Zinsmärkte sind.

Jüngste Zinsmarkt- und Inflationsentwicklungen Besonders seit der Wahl von US-Präsident Donald Trump, dominiert der Modebegriff des „**Inflation-Trade**“. In der Tat sind die Inflation und Inflationserwartungen im letzten Jahr stark angestiegen, was sich vor allem auf die Zinsmärkte ausgewirkt hat. Die Entwicklungen der Zinsen und die Inflationserwartungen sind stark positiv korreliert. Der **Anstieg in den Inflationserwartungen seit Ende 2016** hat sich dementsprechend auf die langlaufenden Zinsen niedergeschlagen. Zuvor befanden sich die Zinsen seit der Finanzkrise auf historischen Tiefstständen: Grund dafür war vor allem die lockere Geldpolitik der Zentralbanken, aber auch der Rückgang der Inflationserwartungen ab 2011 und die schwachen Wirtschafts- und Wachstumsaussichten.

Treiber von Inflationsentwicklungen Die **Nonfarm-Payrolls**, welche die monatliche Anzahl neugeschaffener Arbeitsplätze in den USA ausserhalb der Landwirtschaft angeben, stellen eine der meistbeachteten Kennzahlen der Finanzmärkte dar. FED-Präsidentin Janet Yellen und weitere FED-Mitglieder kommentieren diese Arbeitsmarktentwicklungen bei jeder Sitzung und betrachten diese als entscheidend für ihre Inflations- und Zinsbeurteilung. Neben der Stärke des Arbeitsmarktes und der allgemeinen US-Wirtschaftsentwicklung steht diese Statistik auch aufgrund der Phillips-Kurve im Fokus. Laut der **Phillips-Kurve besteht ein Zusammenhang zwischen Ar-**

beitsmarkt und Inflation: Eine niedrige Arbeitslosenrate schlägt sich in höheren Löhnen nieder und treibt so die Inflation an (Push-Inflation, vgl. Abbildung 1). Dieser empirische Zusammenhang wurde von Alban W. Phillips (1958) entwickelt und wird in der akademischen Literatur sowohl gelobt als auch kritisiert.

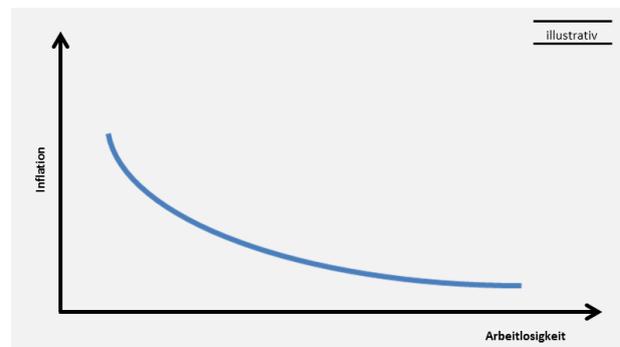


Abbildung 1: Darstellung der Phillips-Kurve

Milton Friedman (1968) und andere Ökonomen haben diese Theorie dafür kritisiert, dass sie ein rein empirisches Konzept ohne starke theoretische Grundlage sei und nur kurzfristig halte. Seither wurden einflussreiche Ökonomen für Ihre Beiträge zur Phillips-Kurve aber mit einem Nobelpreis (z.B. E. Phelps, 2006) ausgezeichnet. Sie gilt grundsätzlich als bestätigt, auch wenn es Perioden geben kann, in denen der Zusammenhang nicht hält. Abbildung 2 stellt beispielsweise die Arbeitslosenrate der Lohnentwicklung (als Inflationsproxy) in den USA gegenüber. Wie zu erkennen ist, gab es Phasen in denen der Zusammenhang der Phillips-Kurve stark signifikant war (z.B. 1985-2008).

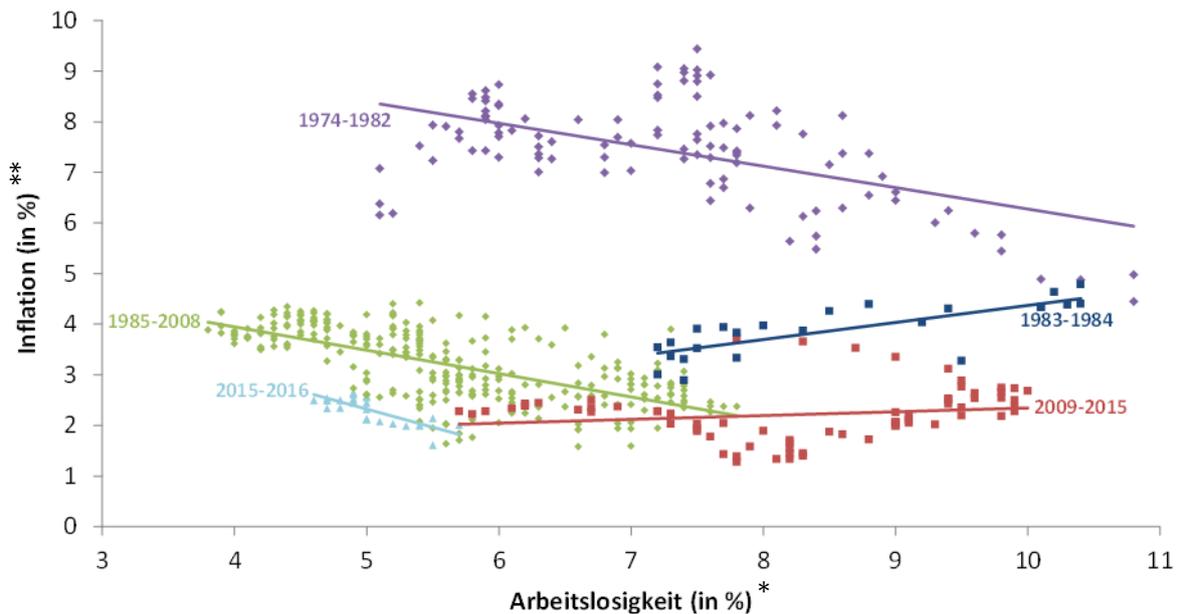


Abbildung 2: Lohnentwicklung und Arbeitslosigkeit in den USA zwischen 1974 und 2016 (monatlich) Quelle: Federal Reserve Bank St. Louis, Finreon Research

* Zivile Arbeitslosenrate (in %, monatlich, saisonal adjustiert)

** Durchschnittlicher Stundenlohn von Produktions- und Nichtführungspositionen: Total Privatsektor (%-Änderung zum Vorjahr, saisonal adjustiert)

Während die Phillips-Kurve im Zeitraum nach der Finanzkrise (2009-2015) nicht den normalen Verlauf hatte, ist zu erkennen, dass **der Zusammenhang zwischen tieferer Arbeitslosigkeit und höherem Lohnwachstum seit 2015 wieder hält**. Seit den US-Wahlen und der Leitzinserhöhung im Dezember wird die Rückkehr der Inflation und der Begriff des „Inflation-Trade“ oft auch als „Trump-Trade“ bezeichnet, da die Finanzmärkte mit höheren Inflationserwartungen aufgrund von US-Präsident Trumps wirtschaftspolitischen Massnahmen rechnen. Allerdings hat **US-Präsident Trump lediglich einen bestehenden Trend verstärkt**: Höhere

Lohnabschlüsse wegen positiver Entwicklungen im Arbeitsmarkt sind schon seit zwei Jahren zu beobachten, auch wenn diese aufgrund der volatilen Rohstoffpreise in dieser Zeit nicht direkt in den Inflationzahlen ersichtlich waren. Neben den möglichen Szenarien rund um den neuen US-Präsidenten stehen also aufgrund des wiederbestehenden Zusammenhangs der Phillips-Kurve die **Arbeitsmarktzahlen im Fokus der Finanzmärkte**: Wegen der Zusammenhänge von Arbeitslosigkeit und Inflation sowie Inflation und Zinsen, muss für eine vertiefte Zinsbeurteilung den Lohnabschlüssen wieder verstärkt Bedeutung beigemessen werden.

Schlussfolgerungen

- Seit Mitte 2016 erleben Finanzmärkte den „Inflation-Trade“: **Inflationserwartungen sind gestiegen und Zinsrenditen sind gefolgt**.
- In der Akademie wird der **Phillips-Kurve**, also dem Zusammenhang zwischen **Arbeitslosigkeit und Inflation**, viel Aufmerksamkeit geschenkt.
- Diese **empirische Relation** gilt in den USA seit zwei Jahren wieder und wurde durch die Wahl von US-Präsident Trump sowie die Leitzinserhöhung durch das FED verstärkt.
- **Arbeitsmarktzahlen** sollten deswegen wieder verstärkt im **Fokus jeder Zinsbeurteilung** stehen.

Faktorprämien - Timing im Wirtschaftszyklus

Die akademische Forschung hat eine Vielzahl von Renditequellen bei Aktien, sogenannte Faktoren, identifiziert, mit denen langfristig eine Überrendite erwirtschaftet werden kann. Aufgrund ihrer unterschiedlichen Eigenschaften bringen die verschiedenen Faktoren viele Einsatzmöglichkeiten mit sich, wodurch das Portfolio gezielt dem Wirtschaftszyklus angepasst werden kann.

Der Nobelpreisträger Eugene Fama gilt als Vorreiter des Forschungsgebiets der Faktorprämien. In den 90-er Jahren veröffentlichte er zusammen mit Kenneth French eine Reihe wissenschaftlicher Arbeiten, in denen er die Validität des Capital Asset Pricing Modells (CAPM) und die Kernannahme, dass das Markt-beta alleine die Rendite von Aktien erkläre, widerlegte. Ihre Ergebnisse zeigten, dass die Aktien kleiner (**Size-Faktor**) und günstig bewerteter Unternehmen (**Value-Faktor**) den Markt in der langen Frist systematisch schlagen. Seitdem wurden in der Finanzmarktforschung folgende weitere Faktorprämien entdeckt:

- **Momentum:** Titel, die in der näheren Vergangenheit outperformed haben
- **Residual Momentum:** Titel, die in der näheren Vergangenheit positive unternehmensspezifische Renditen aufwiesen
- **Reversal:** Titel, die in der früheren Vergangenheit underperformed haben
- **Low Risk:** Risikoarme Titel
- **Quality:** Titel von profitablen Unternehmen

Jeder einzelne Faktor hat langfristig eine signifikante Outperformance gegenüber dem Markt erzielt, jedoch können einzelne Faktoren je nach Marktentwicklung auch lange Underperformance-Phasen aufweisen.

Eigenschaften von Faktoren

Faktorprämien lassen sich aufgrund ihrer Charakteristika in drei Kategorien einteilen: **Prozyklische Faktoren** folgen dem Trend und partizipieren an der Marktdynamik. Darunter fallen die Faktoren Momentum und Residual Momentum. Im Gegensatz dazu wirken **antizyklische Faktoren** dem Trend entgegengesetzt und können eine Outperformance durch Antizipation der Trendumkehr erzielen. Die Faktoren Value und Reversal werden oft in dieser Kategorie eingeteilt. Zuletzt dienen **defensive Faktoren**, wie Low Risk und Quality, zur Risikoreduktion, da sie weniger mit dem Markt korreliert sind und eine tiefere Volatilität aufweisen.

Faktorprämien im Wirtschaftszyklus

Aufgrund ihrer eher defensiven, pro- oder antizyklischen Ausrichtung bieten Faktorprämien vorteilhafte Eigenschaften in verschiedenen Phasen des Wirtschaftszyklus. So sind **Boom-Phasen** beispielsweise charakterisiert durch steigende Aktienmärkte und Zinsen. In solchen Phasen profitieren vor allem prozyklische Faktoren wie Momentum und Residual Momentum, sowie kleinkapitalisierte Titel (Size-Faktor) vom Aufschwung. Ein Investor kann durch Hinzunahme dieser Faktorprämien überproportional am Aufschwung profitieren. Sobald die Wirtschaftsentwicklung sich hingegen abschwächt und es zu einer **Verlangsamung** oder **Rezession** kommt, ist an den Märkten ein „Risk-Off“-Verhalten zu beobachten: Aktienmärkte und Zinsen fallen.

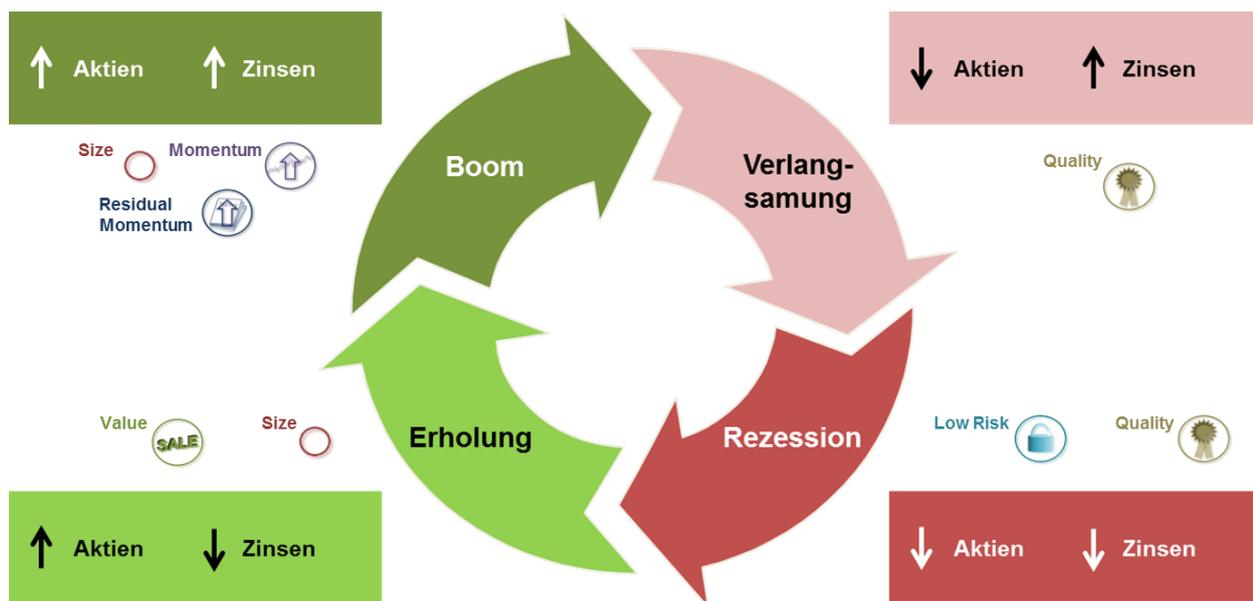


Abbildung 1: Faktorprämien im Wirtschaftszyklus (illustrativ)

Investoren wenden sich in solchen Zeiten sicheren Werten zu, weshalb die defensiven Faktorprämien Quality und Low Risk eine Outperformance erzielen können. Während einer wirtschaftlichen **Erholung** bleiben die Zinsen auf tiefen Niveaus, während Aktienmärkte steigen. Dadurch können unterbewertete (Value-Faktor) und kleine Unternehmen (Size-Faktor) eine Outperformance erreichen. Abbildung 1 veranschaulicht den Zusammenhang von Wirtschaftszyklus, Marktentwicklung und Faktorprämien.

Faktorprämien im Portfolio

Die unterschiedlichen Eigenschaften der Faktoren ermöglichen Investoren den **gezielten Einsatz von Faktorprämien** im Portfolio, um zum Beispiel **Marktmeinungen** systematisch **umzusetzen**, **Risikopräferenzen anzupassen** oder **marktkapitalisierte Anlagen** zu **ergänzen**. Das kapitalgewichtete Marktportfolio baut aufgrund der Koppelung von Preis und Gewicht zufällig Exposures auf und ab. Der passive Investor gewichtet also unbewusst und unsystematisch einige

Faktorprämien über- und andere unter, so dass sein **marktkapitalisiertes Portfolio** Faktorexposures aufbaut, welche möglicherweise **nicht der Phase des Wirtschaftszyklus entsprechen**. Falls beispielsweise Zeichen für eine anstehende Rezession zu erkennen sind, ist ein passives, marktkapitalisiertes Portfolio im Faktor Momentum relativ übergewichtet und im Faktor Low Risk verhältnismässig untergewichtet. Ein weiteres Beispiel ist der Swiss Market Index (SMI), der aufgrund seiner drei Megatitel (Nestlé, Novartis und Roche) den Size-Faktor stark untergewichtet. Kommt es also zu einem wirtschaftlichen Aufschwung, so kann mit einer passiven SMI-Anlage die Faktorprämie Size nur in geringem Masse abgeschöpft werden. Das **unbeabsichtigte Über- oder Untergewicht des Portfolios** in einem Faktor, welches durch marktkapitalisierte Anlagen entsteht, kann aber angepasst werden, so dass Faktorprämien zeitlich dem Umfeld abgestimmt und gezielt abgeschöpft werden.

Schlussfolgerungen

- **Sieben Faktorprämien** gelten heute als in der Akademie und Praxis bewährt.
- Aufgrund ihrer **prozyklischen, antizyklischen und defensiven Eigenschaften** bieten Faktorprämien **hohe Flexibilität** für eine Aktien-Allokation gemäss **Wirtschaftszyklus**.
- Durch Faktorprämien kann das Portfolio dem wirtschaftlichen Umfeld und dem Risikoprofil des Anlegers angepasst werden, sowie zur **Ergänzung einer marktkapitalisierten Anlage** dienen.

Residual Momentum

Traditionelle Momentumstrategien weisen starke, über die Zeit variierende Exposures zu bekannten Risikoprämien (Marktbeta, Size und Value) auf. Dabei werden die Risikoprämien übergewichtet, welche in der nahen Vergangenheit eine Outperformance erzielt haben. Bei Umkehrbewegungen in den Märkten (z.B. Erholung nach der Finanzkrise 2009) werden diese Strategien auf dem falschen Fuss erwischt und weisen massive Verluste auf.

Eine Momentumstrategie basierend auf Residuen eines Fama-French-Modells kann die variablen Exposures zu bekannten Risikofaktoren deutlich senken. So werden das Risiko halbiert, die

Drawdowns massiv gesenkt und die starke Abhängigkeit der Performance von den Marktphasen abgeschwächt. Daher erweist sich dieser „Residual Momentum“ Ansatz als deutlich stabiler.

Die Performance leidet nicht unter der Vermeidung der variablen Exposures zu Risikofaktoren. Vielmehr kann die Rendite und das Alpha der Strategie noch weiter gesteigert werden. Neben leicht verbesserter Rendite, deutlich reduziertem Risiko und höherer Stabilität, können auch die Transaktionskosten verringert werden.

Quelle: David Blitz, Joop Huij & Martin Martens, Journal of Empirical Finance, 2011

Schlussfolgerungen

Eine Momentumstrategie basierend auf Residuen eines Fama-French-Modells kann gegenüber einer klassischen Preismomentumstrategie bei leicht höherer Rendite das Risiko halbieren und ist deutlich robuster.

Risk Parity Portfolios with Risk Factors

In ihrem Paper legen Roncalli und Weisang die theoretischen Grundlagen für die Berechnung von Risikoparitätsstrategien auf Faktoren. Ihr Vorteil besteht darin, dass eine faktorbasierte Risikoparitätsstrategie im Gegensatz zur einzeltitelbasierten Risikoparitätsstrategie versteckte Konzentrationsrisiken vermeidet.

Ein Beispiel für diese versteckten Konzentrationsrisiken ist, dass wenn ein Einzeltitel zweimal in das Portfolio aufgenommen wird, sich sein Gewicht erhöht, obwohl es sich um genau den gleichen Titel und somit die gleiche Risikoquelle handelt. Gibt es daher ein Cluster von sehr ähnlichen Titeln im Portfolio, bildet sich eine unerwünschte Konzentration.

Diese faktorbasierte Risikoparitätsstrategie lässt sich in vielen Portfolios zielführend einsetzen. So kann damit ein breit

diversifiziertes Portfolio aus Aktienrisikoprämien (Size, Value, Momentum etc.) konstruiert werden. Auch im Hedge Fund Bereich lässt sich mithilfe von statistischen Faktoren ein diversifiziertes Portfolio aus Hedge Fund Strategien konstruieren, welches deutlich attraktivere Rendite-Risiko-Eigenschaften aufweist als Risikoparitätsstrategien, die anstatt auf Faktoren auf die Hedge Fund Strategien direkt setzen. Pensionskassen könnten ihre Grundausrichtung (Asset Allocation) anhand von ökonomischen Faktoren (Wirtschaftswachstum, Inflation, Zinsen etc.) ausrichten und diese gezielt steuern, anstatt sich durch Betrachtung der Anlageklassen unerwünschte Risikokonzentrationen ins Portfolio aufzunehmen.

Quelle: Thierry Roncalli & Guillaume Weisang, Working Paper, University Library of Munich, 2012

Schlussfolgerungen

Risikoparitätsstrategien auf Faktoren anstatt auf Anlageklassen oder Einzeltiteln eignen sich sehr gut, um über die wahren Risikoquellen zu diversifizieren und somit versteckte Konzentrationsrisiken zu vermeiden.

Socially responsible funds and market crises

Nachhaltige Fonds zeichnen sich dadurch aus, dass sie eine geringere Krisenanfälligkeit aufweisen. In Krisenphasen erzielten SRI Fonds eine Outperformance gegenüber konventionellen Fonds von 1.18%, wobei ein noch höheres Alpha von 1.61%-1.70% erzielt werden konnte. Auf lange Sicht rentieren nachhaltige Anlagen ähnlich wie nicht-nachhaltige Anlagen.

Somit sind sie ähnlich wie defensive Aktien besonders für Investoren geeignet, die in Krisen nicht die vollen Drawdowns des Marktes mitmachen wollen, aber dennoch an Aktien festhalten wollen, um

langfristig die Aktienrisikoprämie einzufahren.

Dieses asymmetrische Renditemuster wird getrieben von den Umwelt-, Sozial- und Governance-Kriterien der Fonds und ist besonders ausgeprägt bei einem positiven Screening Ansatz, d.h. bei der Auswahl der nachhaltigsten Titel. Der reine Ausschluss von lasterhaften Industrien wie Tabak und Alkohol dagegen führt zu keinem defensiveren Portfolio in Krisenphasen.

Quelle: John Nofsinger & Abhishek Varma, Journal of Banking & Finance, 2014

Schlussfolgerungen

Fonds, die eine positive Selektion anhand von Nachhaltigkeit vornehmen, sind in Krisenphasen stabiler und weisen geringere Drawdowns als vergleichbare nicht-nachhaltige Fonds auf. Sie bieten sich für Investoren an, die ihr Aktienportfolio defensiver gestalten wollen.

Finreon AG – Ein Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG)

Das Unternehmen Finreon AG entstand als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und dem Advisory institutioneller Kunden geht. Die Lösungen der Finreon AG basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neuesten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien.

CEO

Dr. Ralf Seiz
Lehrbeauftragter Universität St.Gallen

Kontakt

Finreon AG
Oberer Graben 3
CH-9000 St.Gallen

+41 71 230 08 06

info@finreon.ch
www.finreon.ch

Disclaimer

Diese Unterlagen und die darin enthaltenen Informationen sind nur für ausgewählte qualifizierte Investoren bestimmt und vertraulich. Eine Reproduktion oder eine Weiterverwendung ist nicht erlaubt. Die vorliegende Dokumentation stellt weder eine Empfehlung noch eine Offerte zum Abschluss irgendeines Rechtsgeschäfts dar. Sie dient lediglich zu Informationszwecken. Obwohl Finreon AG bestrebt ist, den Inhalt dieses Dokuments korrekt und vollständig zu halten, wird keine Garantie für dessen Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit gegeben. Jede Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus diesen Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Historische Renditen sind keine Garantie für zukünftige Erträge.