
Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

FONDSGIPFEL Stuttgart

Heiko Böhmer, Kapitalmarktstrategie
Shareholder Value Management AG

Stuttgart, 24. März 2022

Werbemittel, richtet sich nicht an Privatanleger

Shareholder Value Management AG

It's all about Value

SAUREN
FONDSMANAGER-RATING



Unabhängige,
eigentümergeführte
Anlageberatung für
~ EUR 1,5 Mrd.

Ursprung als Aktien-Club in
den 1980er Jahren

Investmentstil der
Share Value Stiftung mit
Fokus auf Kapitalerhalt
und Dividenden

Aktive Absicherungs-
strategie zur Vermeidung des
permanenten Kapital-
verlustes

Einzigartige 71% positive
Monatsrenditen (110 von
insgesamt 157 Monaten seit
März 2009)*

Goldener Bulle 2018
Fondsmanager des Jahres
Frank Fischer

Platz 11 von 220 Fonds über
10 Jahre in der Kategorie
Mischfonds EUR flexibel bei
Morningstar*

Jährliche Rendite
von durchschnittlich
8,11% p.a.
seit Auflage*

Deutscher Fondspreis 2021
„Herausragend“ in der
Kategorie Aktienfonds
Europa**

Quelle: morningstar.de, Axxion S.A., *Anteilklasse T des Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen, **Frankfurter – Value Focus Fund P Stand: 28.02.2022
Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Frankfurter Investmentblog

www.shareholdervalue.de



Frankfurter Investmentblog



Alles auf Aktien: Der Frankfurter Modern Value Index

26. Januar 2022

Die Modern Value-Strategie ist der Kern unseres Handelns bei Shareholder Value Management. Nach diesem Ansatz wählen wir einen Großteil der Aktien für unsere Mandate, wie den Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen und den Frankfurter – Value Focus Fund aus.

[Weiterlesen »](#)



SolarEdge lässt die Sonne länger scheinen

14. Januar 2022

Der globale Markt für Solarenergie wächst rasant: Allein zwischen 2017 und 2020 stieg die Leistung der weltweiten Photovoltaikanlagen um knapp 90 Prozent auf 760 Gigawatt. Doch die Effizienz vieler Anlagen ist nicht optimal. Hier kommt SolarEdge Technologies ins Spiel.

[Weiterlesen »](#)



Kapitalmarkt 2022: Das Jahr der Stockpicker

28. Dezember 2021

Nach dem Rekordjahr 2021 an den Börsen deutet sich jetzt eine andere Entwicklung an: Das Potenzial vieler Indizes ist nach den deutlichen Zuwächsen begrenzt.

[Weiterlesen »](#)



Tapering läuft: Gutes Umfeld für Qualitätsaktien

14. Dezember 2021

2022 steht vor der Tür und kann massive Verschiebungen bringen – vor allem bei der Rolle der Notenbanken. In den USA hat die Fed damit begonnen, die Anleihenkäufe erst einmal um 15 Milliarden Dollar pro Monat zu reduzieren.

[Weiterlesen »](#)



L'Oréal: Stabile Erträge mit dem globalen Beauty-Marktführer

30. November 2021

Schönheit ist ein globales Business – für Frauen, aber auch zunehmend für Männer.



Heiko Böhmer

Kapitalmarktstrategie

[Aktien](#) | [Fonds](#) | [Frankfurt](#)

[Blick in den Finanzmarkt](#) |

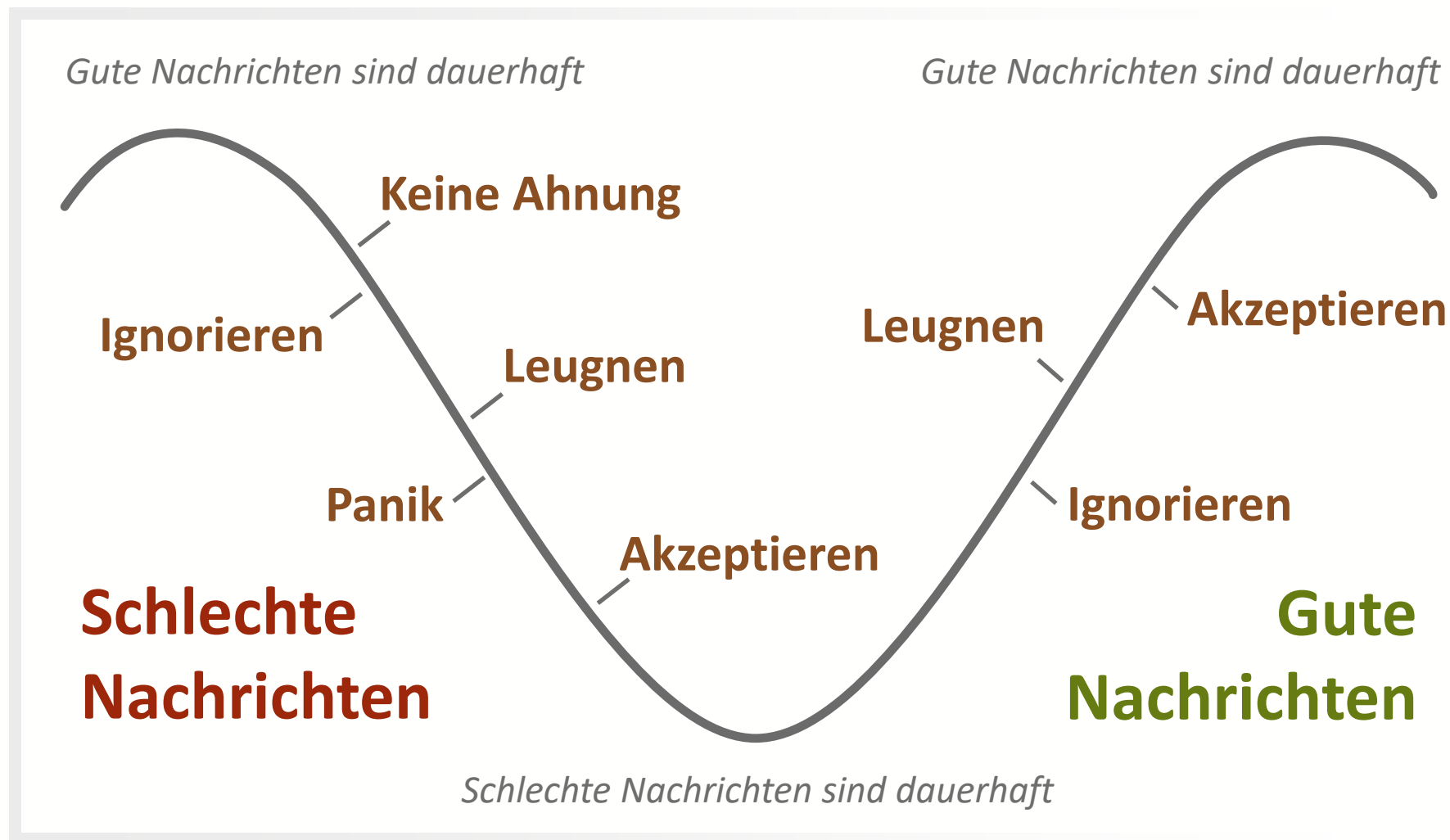
Heiko Böhmer verfügt über mehr als 20 Jahre Finanzmarkterfahrung.

Als Kapitalmarktstrategie bei Shareholder Value Management zeigt er, wie wirtschaftliche Entwicklungen und Anlagetrends zusammenhängen.

Ein besonderer Schwerpunkt liegt dabei auf den Einzeltiteln und den Aktienstrategien von Shareholder Value Management.

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Der "Schockzyklus" für alle großen Nachrichtenereignisse



Quelle: Blog von
Morgan Housel

Unsicherheit inmitten von Gefahr fühlt sich schrecklich an

„Es ist also beruhigend, starke Meinungen zu haben, auch wenn viele keine Ahnung haben, wovon sie sprechen, denn mit den Schultern zu zucken fühlt sich rücksichtslos an, wenn viel auf dem Spiel steht.

Komplexe Dinge sind immer unsicher, Unsicherheit fühlt sich gefährlich an, und eine Antwort zu haben, reduziert die Gefahr. Wir wollen klare Antworten, wenn die Dinge am unsichersten sind, doch genau dann gibt es keine klaren Antworten.“

Quelle: Blog von Morgan Housel



Ukraine Krieg: Rückschritt ins 20. Jahrhundert

Lösung jetzt noch völlig unklar:

Best-Case-Szenario: Kurzer Krieg mit klarer Verhandlungslösung und anschließender Normalisierung des Handels.

Worst-Case-Szenario: Langer und zermürender Krieg

„Putin doesn't care about Russia; he only cares about Vladimir Putin. Trying to predict what Putin will do to maintain power is very difficult. There are no ex-dictators, there are only dead dictators, and Putin knows it.“

Vitaly Katsenelson, Value-Investor mit russischen Wurzeln

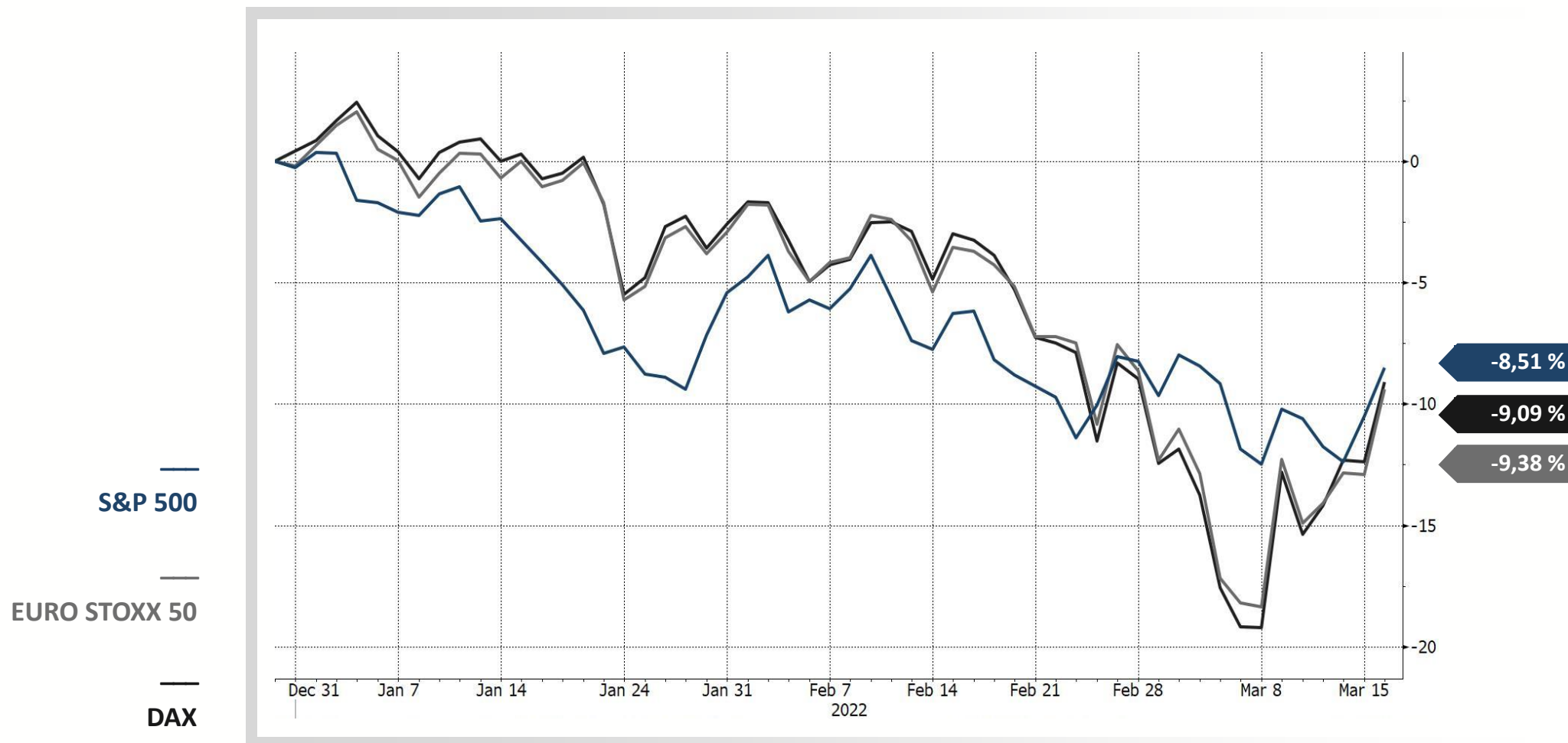
Ukraine Krieg: Rückschritt ins 20. Jahrhundert

Kriege wirken inflationär:

- Rohstoffpreise steigen massiv an
- Russland wichtiger global Player bei Rohstoffen
- Russland drittgrößtes Förderland für Öl und auch für Kohle
- Russland liefert 40 bis 50% des europäischen Erdgases

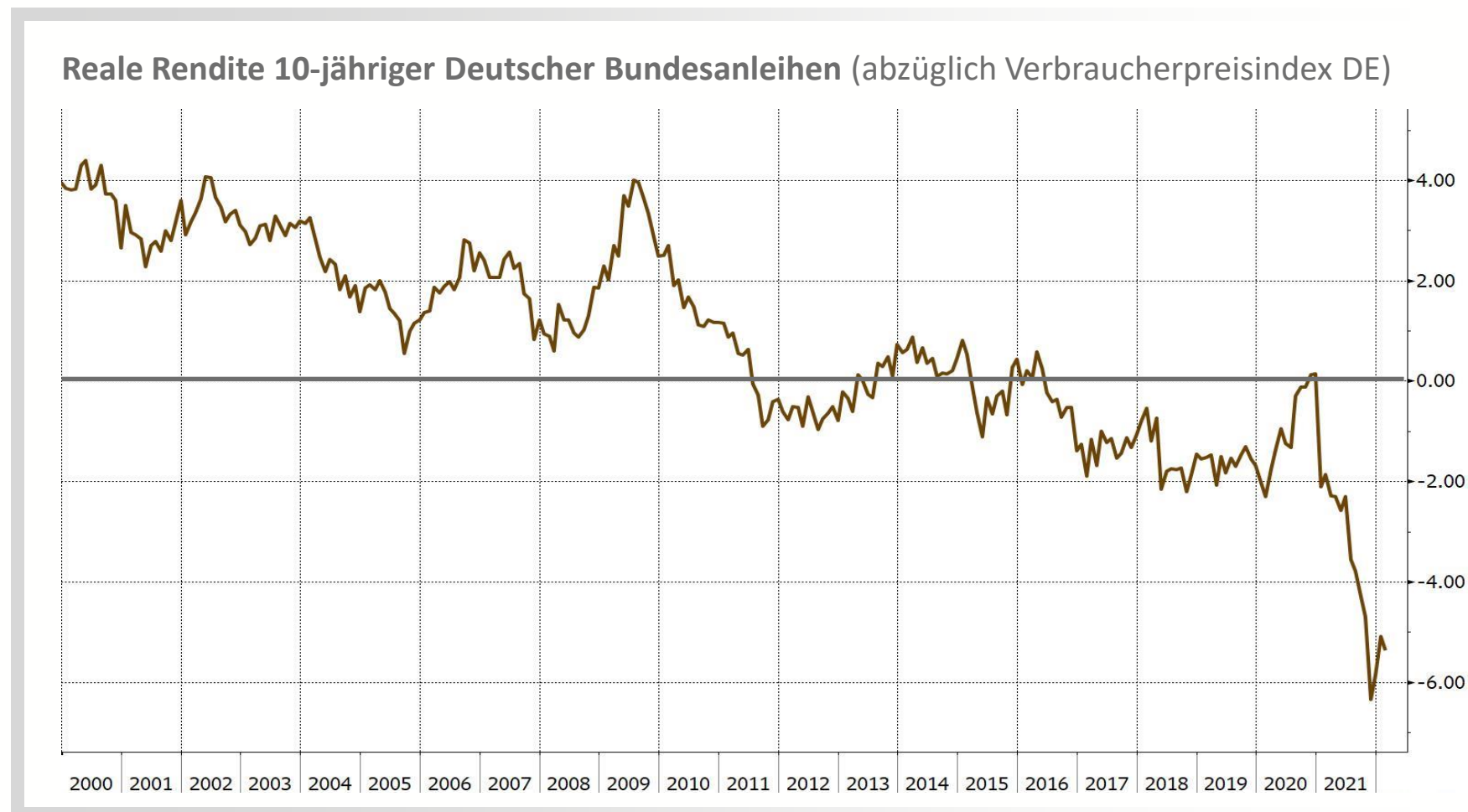
Höhere Inflation wird wohl noch längere Zeit bleiben.

Europäischer Krieg schwächt Europas Börsen



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Stand: 16.03.2022

Negative Realrenditen werden bleiben

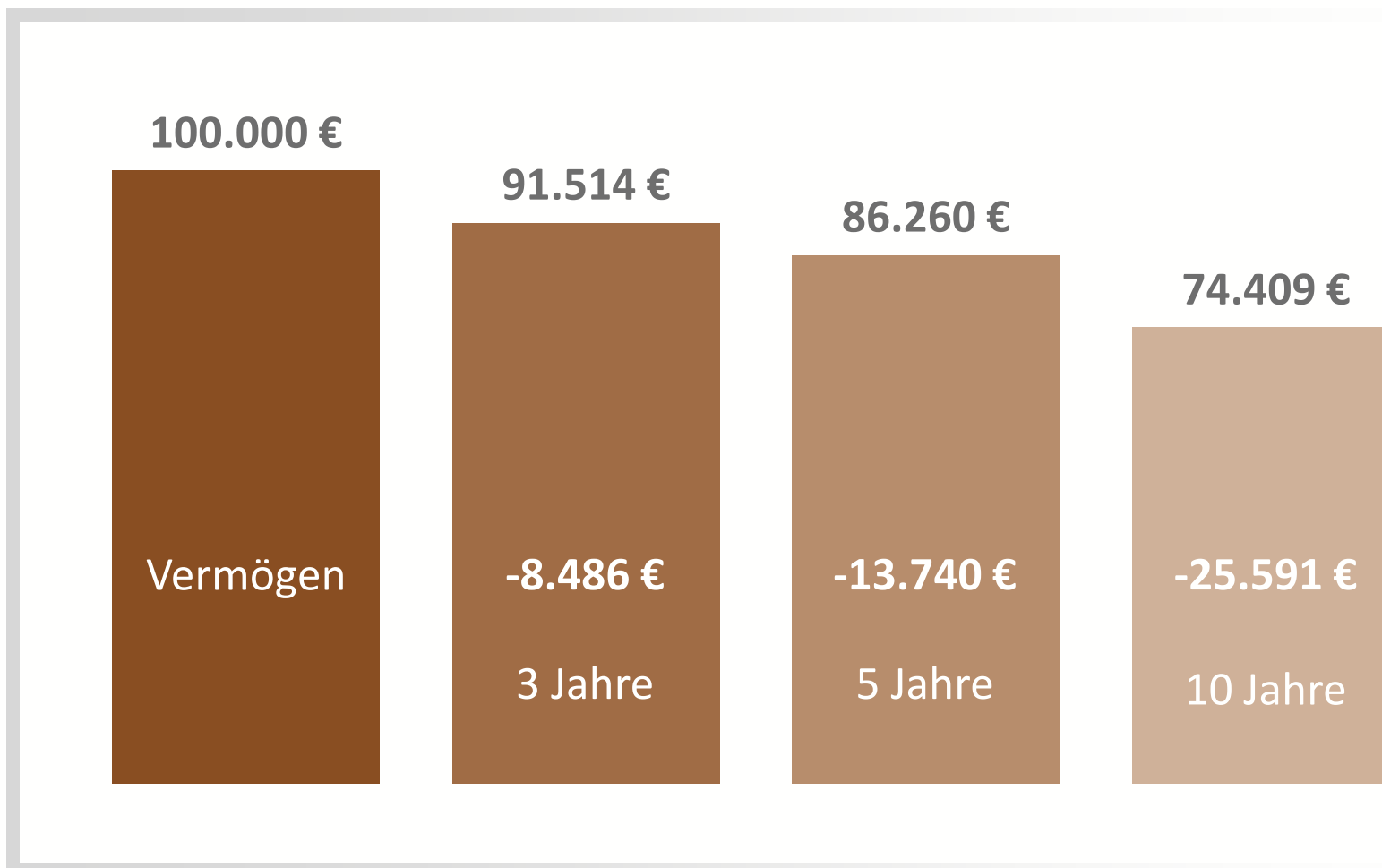


Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Stand: 28.02.2022

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Inflation als Belastung

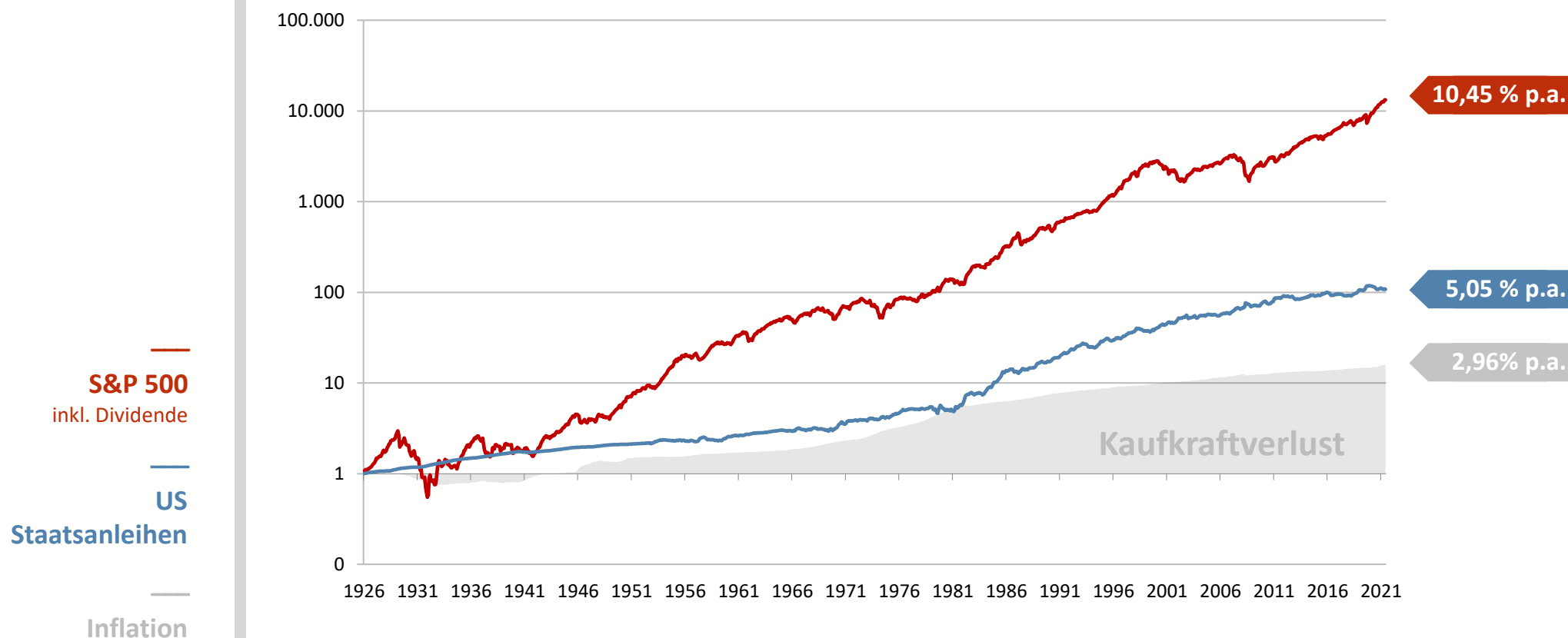
Vermögensverlust bei 3% Inflation



Quelle: finanz-tools.de, eigene Darstellung

Langfristig steigen Aktienmärkte – und wie!

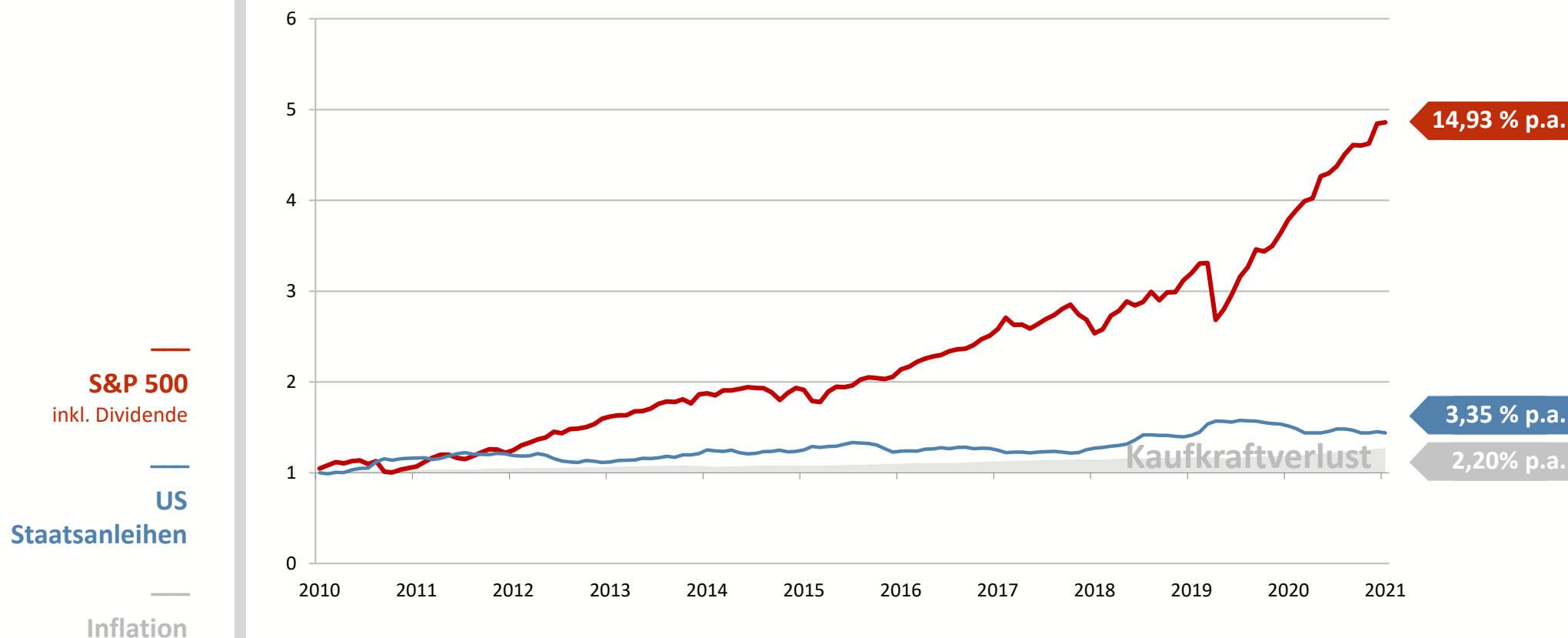
Performance verschiedener Anlageklassen USA (1926-2021)



Quelle: Fama/French Benchmark Portfolios bis 12/2018, Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Federal Reserve Economic Data Stand: 31.12.2021
Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

Langfristig steigen Aktienmärkte – und wie!

Performance verschiedener Anlageklassen USA (2011-2021)



Quelle: Fama/French Benchmark Portfolios bis 12/2018, Thomson Reuters Datastream, Bloomberg, Federal Reserve Economic Data Stand: 31.12.2021
Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

2022 wird wohl wieder ein „normales“ Börsenjahr

2021 war definitiv kein normales Börsenjahr

2022 wird die Zinswende bringen – erst in den USA und vielleicht schon in der Euro-Zone

Kapitalmarktausblick 2022 mit zwei wichtigen Thesen:

- 1. Höhere Volatilität an den Finanzmärkten**
- 2. Normalisierung der Aktienmarktrendite**

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Russland-Ukraine Krieg dominiert die Risikowahrnehmung in Europa

Was ist Ihrer Meinung nach das größte "Tail Risk"?

Russia-Ukraineconflict

Globalrecession

Inflation

Hawkish central banks

Asset bubbles pop

Other

COVID-19

China credit event

0 5 10 15 20 25 30 35 40 45 50

März 2022

Februar 2022

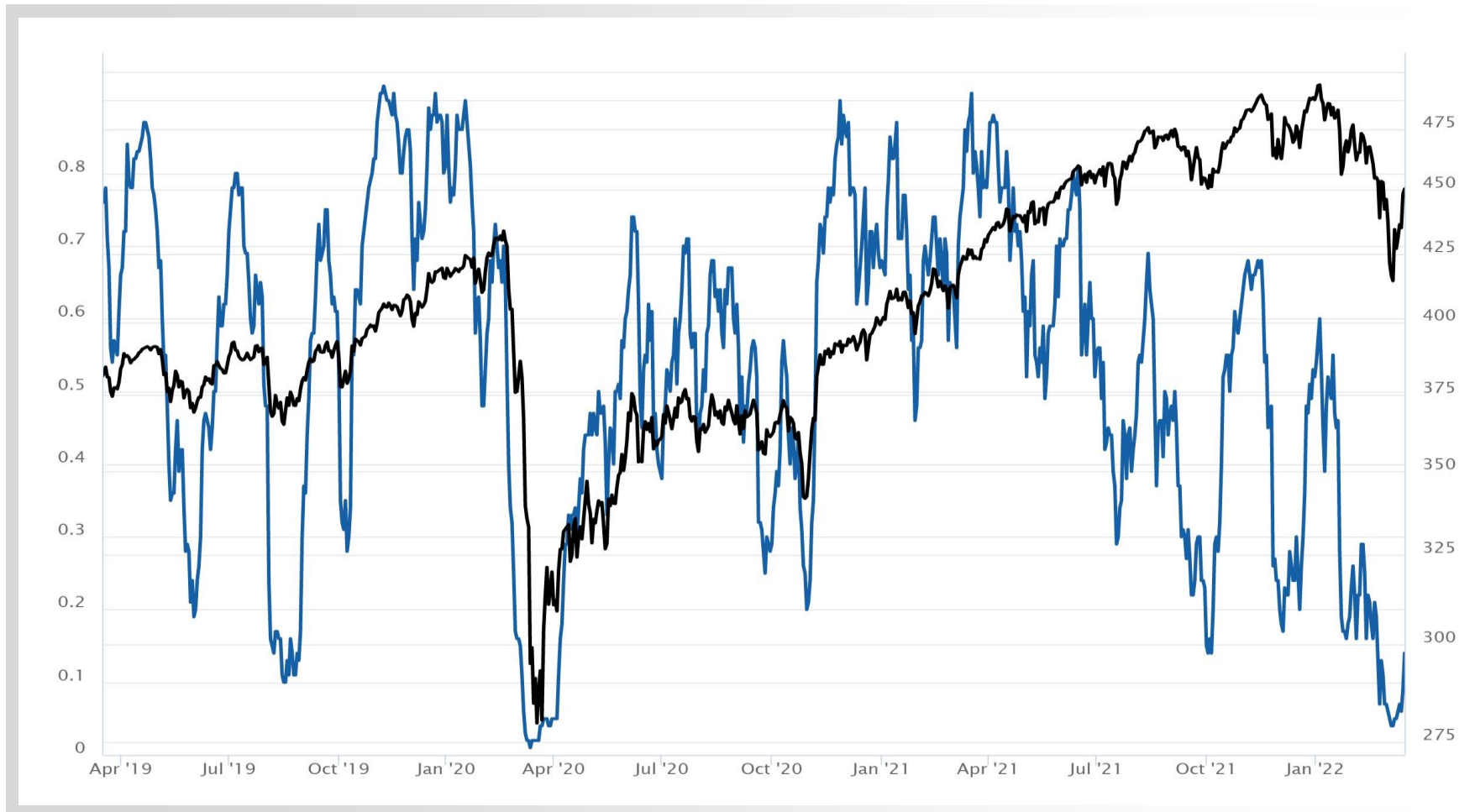
Januar 2022

Quelle: BofA Global Fund Manager Survey Stand: 15.03.2022

Fear & Greed Europa

—
STOXX
Europe 600

—
Fear & Greed
Europa



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen Stand: 17.03.2022

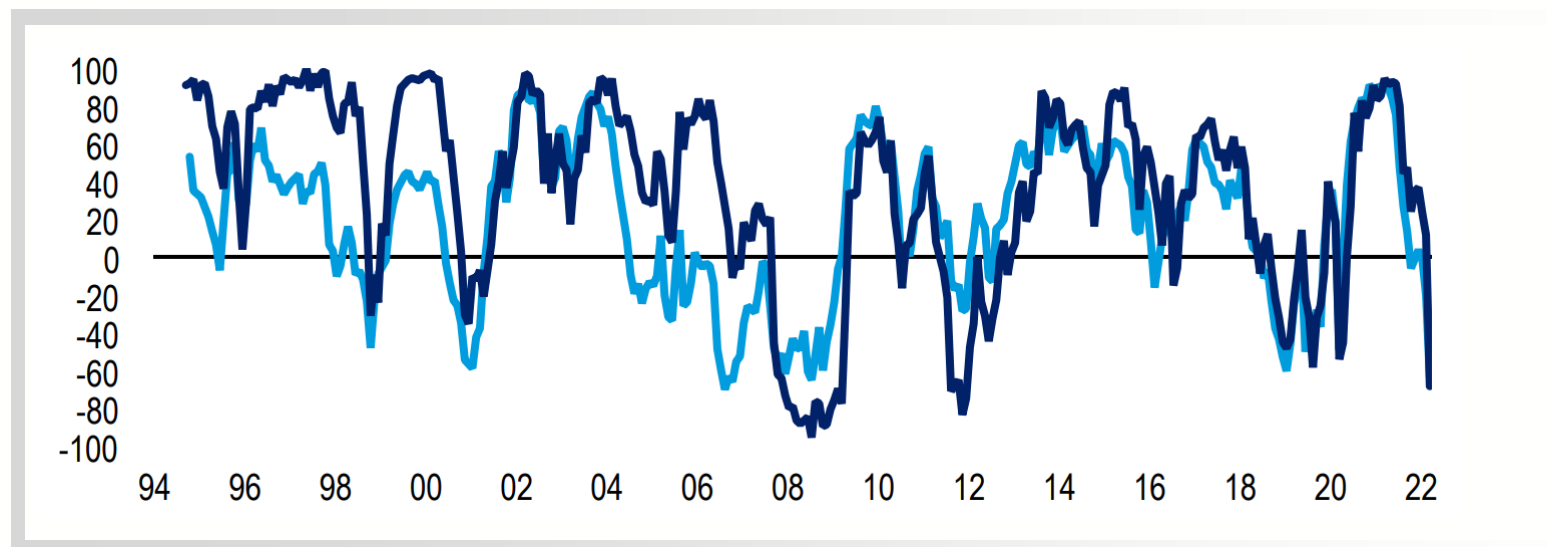
Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Rekordeinbruch bei den europäischen Gewinnerwartungen

Investoren die eine stärkere Wirtschaft erwarten (Netto %)

Europa

Global



Quelle: BofA European & Global Fund Manager Survey Stand: 15.03.2022

Die europäischen Investoren haben ihren Gewinnausblick für Europa als Reaktion auf den Russland-Ukraine-Krieg massiv nach unten korrigiert.

- 69% der Befragten erwarten in den kommenden 12 Monaten eine **schwächere europäische Konjunktur** – das ist der höchste Wert seit 2011
- 64% der Befragten erwarten einen **globalen Konjunkturrückgang** in den kommenden 12 Monaten – das ist der höchste Wert seit 2008
- 44% erwarten zudem wieder **größere Herausforderungen bei den Lieferketten** – hier lag der Vergleichswert im Vormonat nur bei 3%

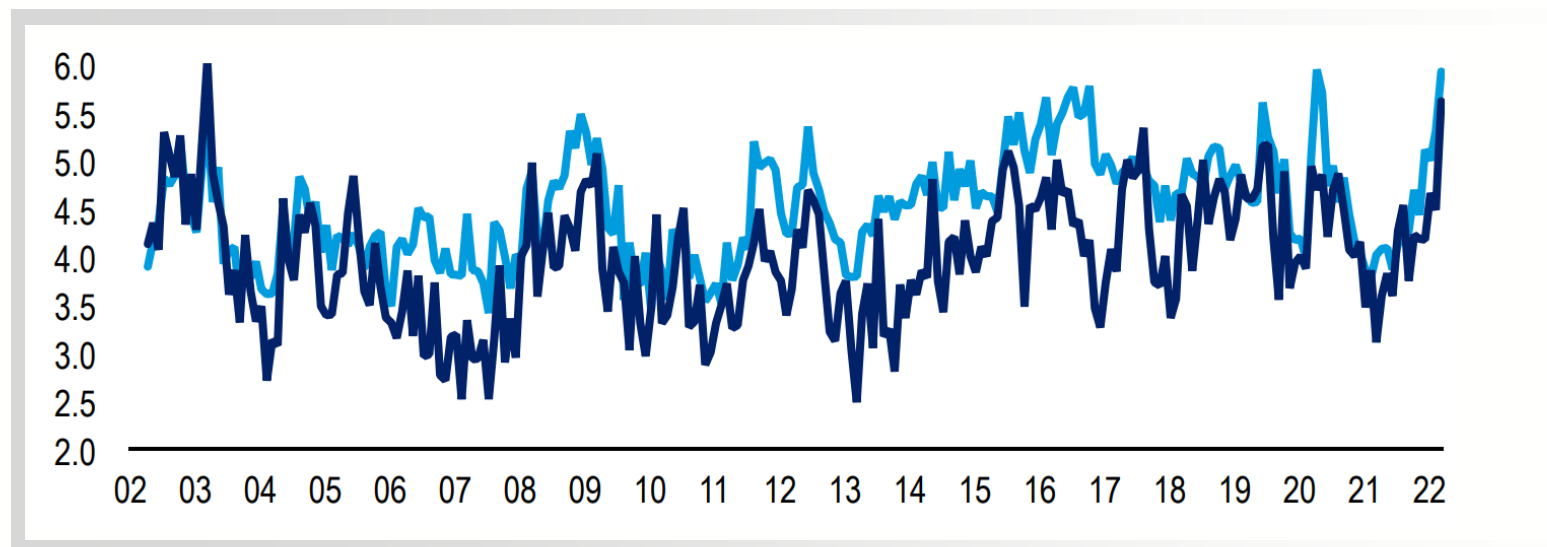
Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Zuversicht am Aktienmarkt nimmt deutlich ab – Cash-Levels der Profis auf 5,6% gestiegen

Durchschnittliche
Kassenposition (%)

Europa

Global



Quelle: BofA European & Global Fund Manager Survey Stand: 15.03.2022

- **Ein Drittel** der Befragten erwartet **weiteren Rückgang der Aktienmärkte** (vs. 18% im Februar)
- **61%** der Befragten sagen, dass die Finanzmärkte den **Peak im aktuellen Marktzyklus** zuletzt schon erreicht haben (vs. 22% im Februar)
- **48%** sehen die zu **geringe Absicherung der Portfolios als größtes Risiko** an (vs. 30% im Februar)
- **Cash-Levels** der Profis sind von 4,5 auf **jetzt 5,6% gestiegen** – das ist der höchste Stand seit 20 Jahren

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

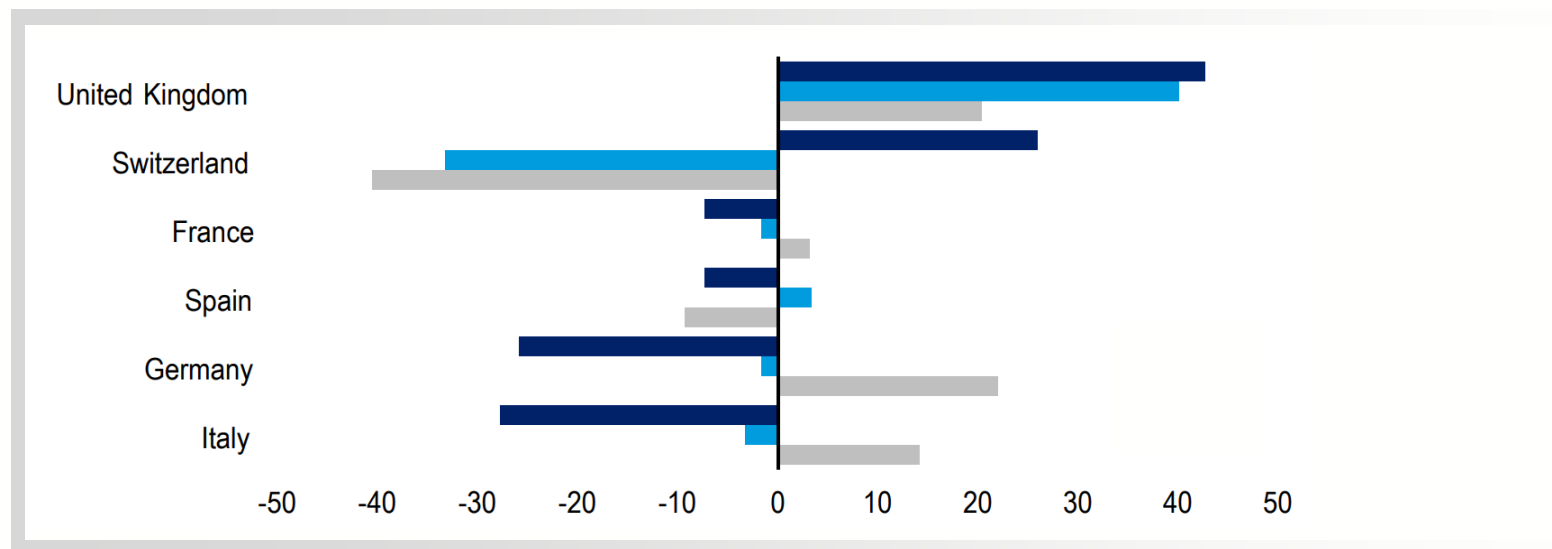
Positionierung verschiebt sich massiv – Rohstoffe, Energie & Healthcare legen klar zu

Aktienmärkte
über- oder
untergewichtet?
(nächsten 12
Monate)

März 2022

Februar 2022

Januar 2022



Quelle: BofA European Fund Manager Survey Stand: 15.03.2022

- Nur noch **22%** der Befragten erwarten **Outperformance Value vs. Growth** (vs. 72% im Februar)
- **Finanzen und Versicherungen** deutlich geringer gewichtet, im Gegensatz dazu **Versorger** mit Veränderung **von untergewichtet auf übergewichtet**
- **Autowerte, Chemie und Reiseaktien** mit massiver **Untergewichtung**
- Durch den hohen Anteil der Energie- und Rohstoffwerte bleibt **Großbritannien der favorisierte Aktienmarkt in Europa**, **Schweiz** auch mit Aufschwung **von untergewichtet auf übergewichtet**

Konjunkturindex Euro-Zone

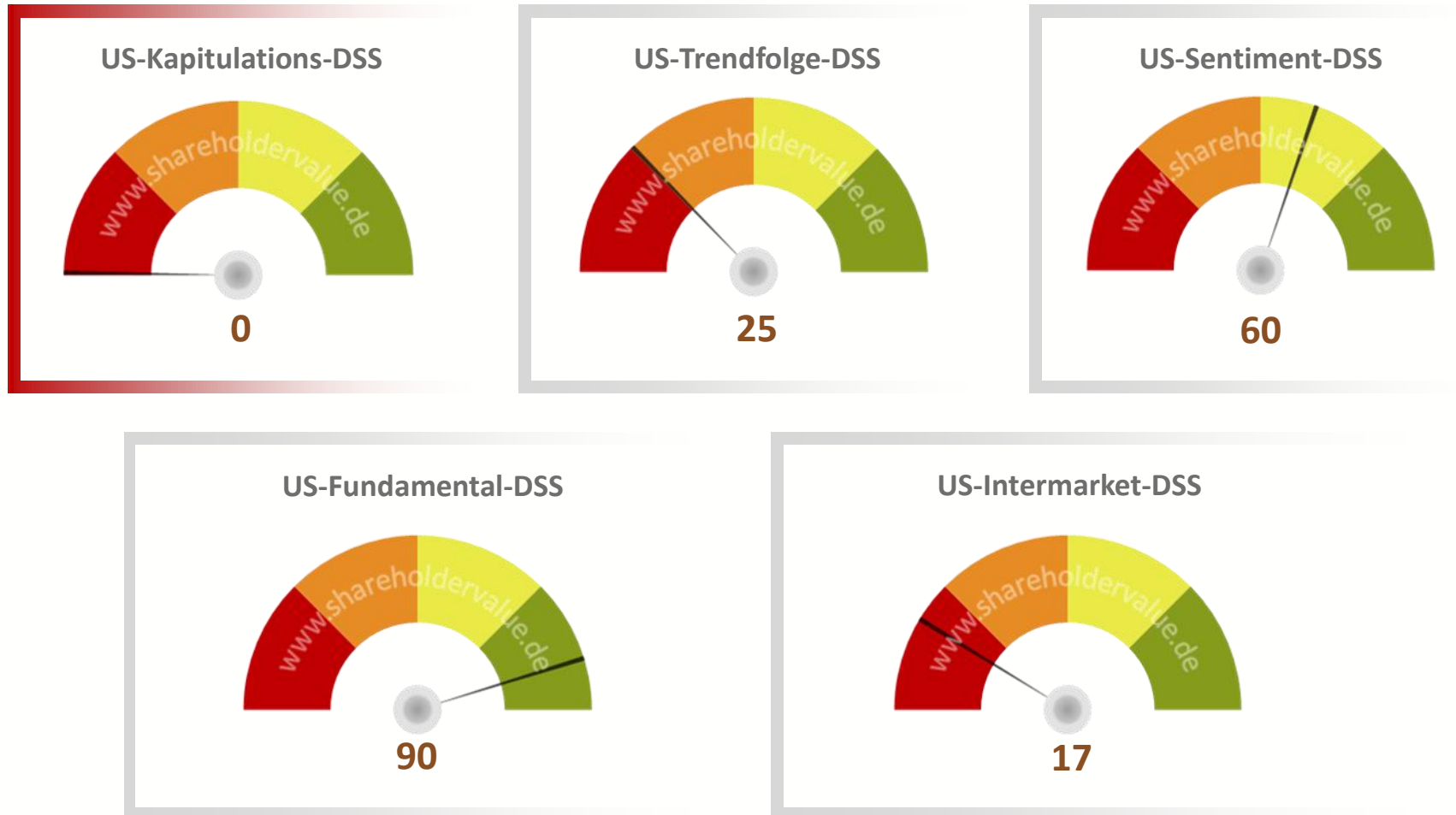


Quelle: Sentix, Bloomberg Stand: 07.03.2022

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

SVM „Mr. Market“ – Cockpit

Systeme zur Entscheidungsunterstützung (DSS) – S&P 500



Stand: 18.03.2022

www.shareholdervalue.de/mr-market

Marktrückgang oder Bärenmarkt?

Der Start ins Jahr 2022 war mehr als holprig:

- DAX, Nasdaq und Russell 2000 haben die >20% Drawdown schon überschritten – das erfüllt die Definition des Eintritts in den Bärenmarkt!
- Umkehrung der geldpolitischen Lockerheit durch straffere Geldpolitik führt zu **kaltem Entzug** der Liquidität(-sdroge) und steigenden Zinssätzen (FED + EZB vor Zinserhöhungen)
- Rezession droht neben China (Lockdown und Immobilienkrise) und Europa (Krieg) auch in den USA (Einbruch Consumer Confidence)
- Steigender Inflationsdruck - Gewinnspannen unter Druck (höhere Energiepreise, Logistikkosten, Löhne)
- Anhaltendes geopolitisches Risiko: Russland Ukraine-Krieg

Die Rezession ist sicher!

Entspannung kann von der Zinsseite kommen

Wenig Rückenwind für einen Aufschwung, der die aktuellen Gewinnschätzungen erfüllen könnte:

- Das Wirtschaftswachstum außerhalb Chinas bleibt schwach
- Energiepreise bleiben hoch – der Krieg in der Ukraine lässt grüßen
- Derzeit gibt es keine massive Katastrophe, die einen erneuten Anstieg der Staatsausgaben (Fiskalprogramm) auslösen würde – dieser Konjunkturimpuls entfällt. Die Staaten sind eh überschuldet.
- Es gibt keine Steuersenkungen, die Unternehmensgewinne in die Höhe treiben
- Das Beschäftigungswachstum wird sich verlangsamen

➤ **Es ist nur eine Frage der Zeit bis eine Rezession eintritt**

Gründe zur weiteren Vorsicht

- Änderungen des Steuerrechts und/oder der Steuersätze
- Erhöhte Kreditkosten aufgrund höherer Zinssätze
- Erhöhte Lohnkosten
- Inflationärer Druck (Energie als Impulsgeber)
- Abnehmende (Konumenten-) Nachfrage
- Langsameres Wirtschaftswachstum
- Rücknahme von Aktienrückkäufen entweder durch Entscheidung oder Gesetzgebung

Business Picking für die 2020er Jahre

Bedeutung der Aktienselektion

Die Auswahl der richtigen Geschäftsmodelle wird wichtiger, weil wir in einem **Late Cycle Bullenmarkt** sind, der nur noch **von wenigen Unternehmen getragen** wird. Die Masse der Aktien befindet sich schon im langfristigen Abwärtstrend.

Langfristig überragende Renditen mit **ausgewählten Qualitätsunternehmen**, die deutlich **stärker als der Gesamtmarkt wachsen**, sowohl beim Umsatz als auch Gewinn.

Modern Value-Beispiele: Alphabet, Amazon, secunet, Berkshire Hathaway, Netflix

Vorteile Stockpicking vs. Indizes

Durch die **Auswahl von krisenfesten Geschäftsmodellen** senken wir die Anfälligkeit eines Portfolios deutlich - im Vergleich zu breiten Indizes.

Stockpicker **entscheiden selbst**, ob ein Unternehmen noch attraktiv bewertet ist oder doch besser verkauft werden soll. Indexkäufer sind auf **Anpassungen im Index angewiesen**, damit schwache Firmen ausgetauscht werden.

Modern Value

Was zeichnet Qualitätsfirmen aus?



- Güter & Dienstleistungen mit einer positiven **Wachstumsdynamik**
- Geschäftsmodell mit überdurchschnittlichen Kapitalrenditen > **20%**
- Interner Investitionsbedarf für viele Jahre und **inkrementell besseren** Ergebnissen
- **Strukturelle Wettbewerbsvorteile**, als Verwässerungsschutz der Kapitalrenditen für mindestens 10 Jahre (**wirtschaftlicher Burggraben** (engl. economic moat))
- Eine moderate und für das jeweilige Geschäftsmodell **angemessene Verschuldung**
- Reduzierte Interessenskonflikte zwischen Aktionären („principle“) und Management („agent“) mit dem Ideal der **familien-** oder **eigentümergeführten** Gesellschaft die wirtschaftlich nachhaltig entscheidet

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Berkshire Hathaway – Momentum nicht Growth ist das Gegenteil von (Modern) Value!

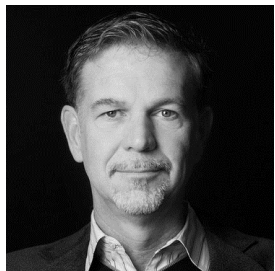
Berkshire Hathaway vs. ARK Innovation ETF



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Stand: 14.03.2022

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

NETFLIX



Reed Hastings
Mitgründer & CEO

Investmentbeispiel: Netflix Inc.



Marktdurchdringung erst bei 25%,
Langfristiger Profiteur des Streaming-Trends,
Ungenutzte Preissetzungsmacht



Aktuell Kapitalrendite (ROIC) 21%, Ausgaben
für Inhalte und Technologie können einfach auf
schnell wachsenden Abo-Kundenstamm
übertragen werden, daher Potenzial von
Margenausweitung



Hohes Potenzial durch globale Blockbuster-
Formate, Hohes Wachstum außerhalb der USA,
Spezielle Inhalte für lokale Märkte



Netflix hat einen Vorsprung bei weltweiten
Abonnenten und Investitionen in Inhalte,
Vorteil wird immer größer, Immer mehr Inhalte
bringen immer mehr Abonnenten



Seit Januar 2021 für Geschäftsbetrieb nicht
mehr auf Fremdkapital angewiesen,
Überschüssige Liquidität wird für Rückkäufe
genutzt, Bruttoverschuldung zwischen 10 und
15 Milliarden Dollar



Reed Hastings ist Mitbegründer und CEO mit
einem Aktienanteil von 1,2 Prozent,
Transparente Firmenkultur mit viel
Eigenverantwortung, einige 100 Mitarbeiter
können Freigaben für Serien oder Filme geben



Wachstum



Kapitalrendite



Investitionsbedarf



Wettbewerbsvorteile



Verschuldung



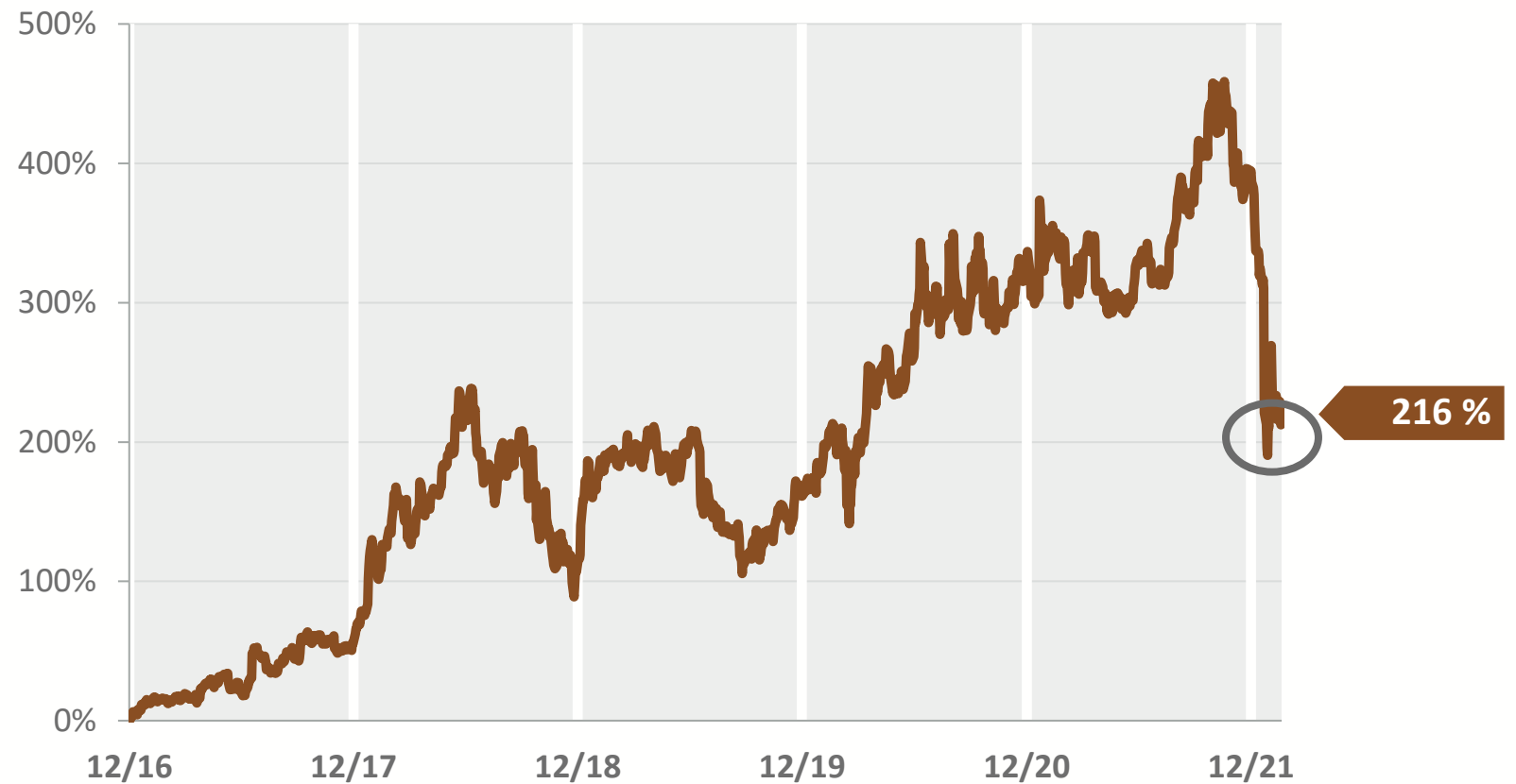
Inhabergeführt

Investmentbeispiel: Netflix Inc.

NETFLIX



Wertentwicklung 5 Jahre | Netflix Inc. (Erstkauf zu 391,- USD)



Quelle: Bloomberg, Stand: 18.02.2022 | Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

Aktive Fondsmandate

Produktübersicht

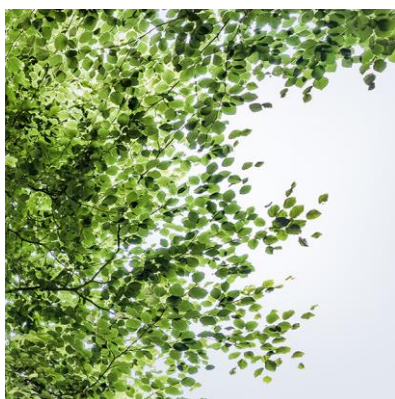
Frankfurter Stiftungsfonds

Multi Asset
Defensiv



Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen

Vermögens-
verwaltender
Value-
Aktienfonds



PRIMA – Globale Werte

Value-
Aktienfonds
mit Fokus auf
Qualität



Frankfurter – Value Focus Fund

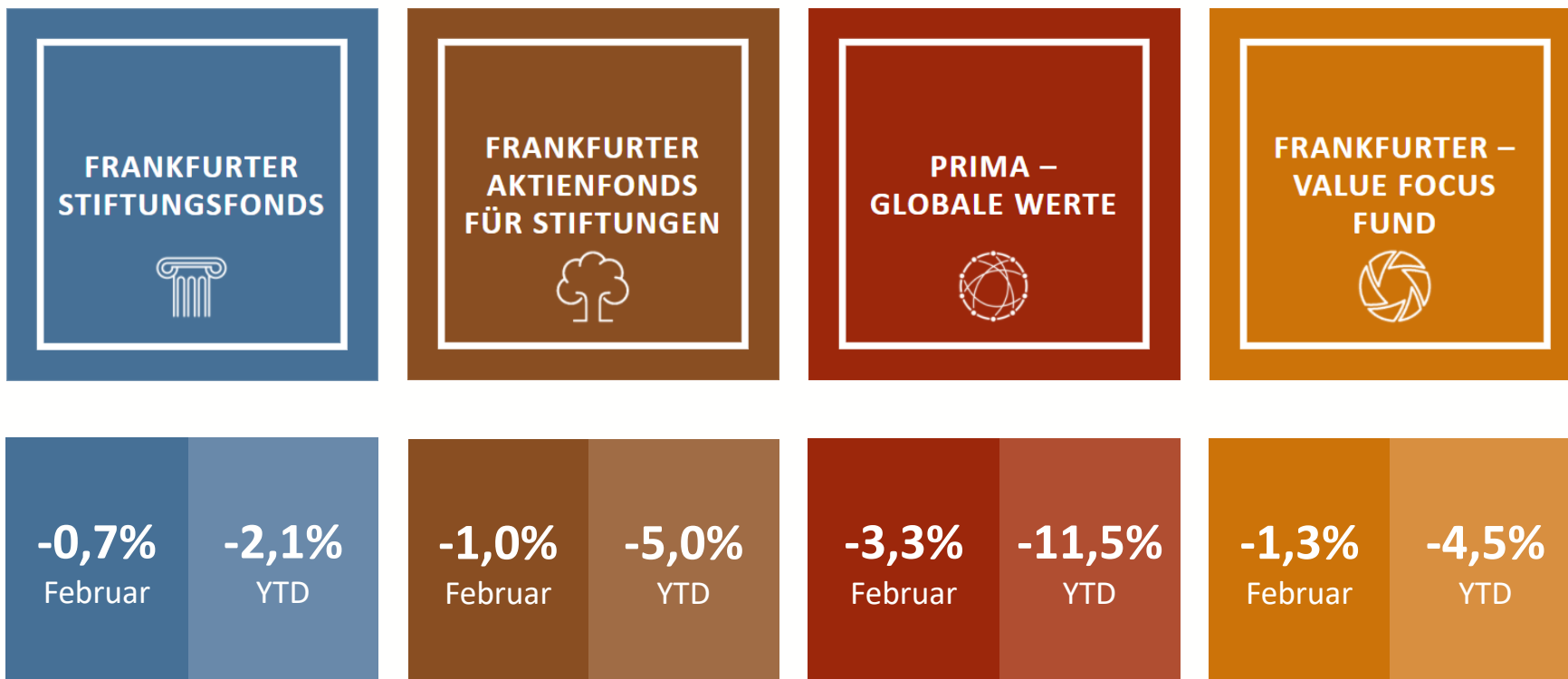
Small-Cap
Value-
Aktienfonds



Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Aktive Fondsmandate

Wertentwicklung ausgewählter Zeiträume

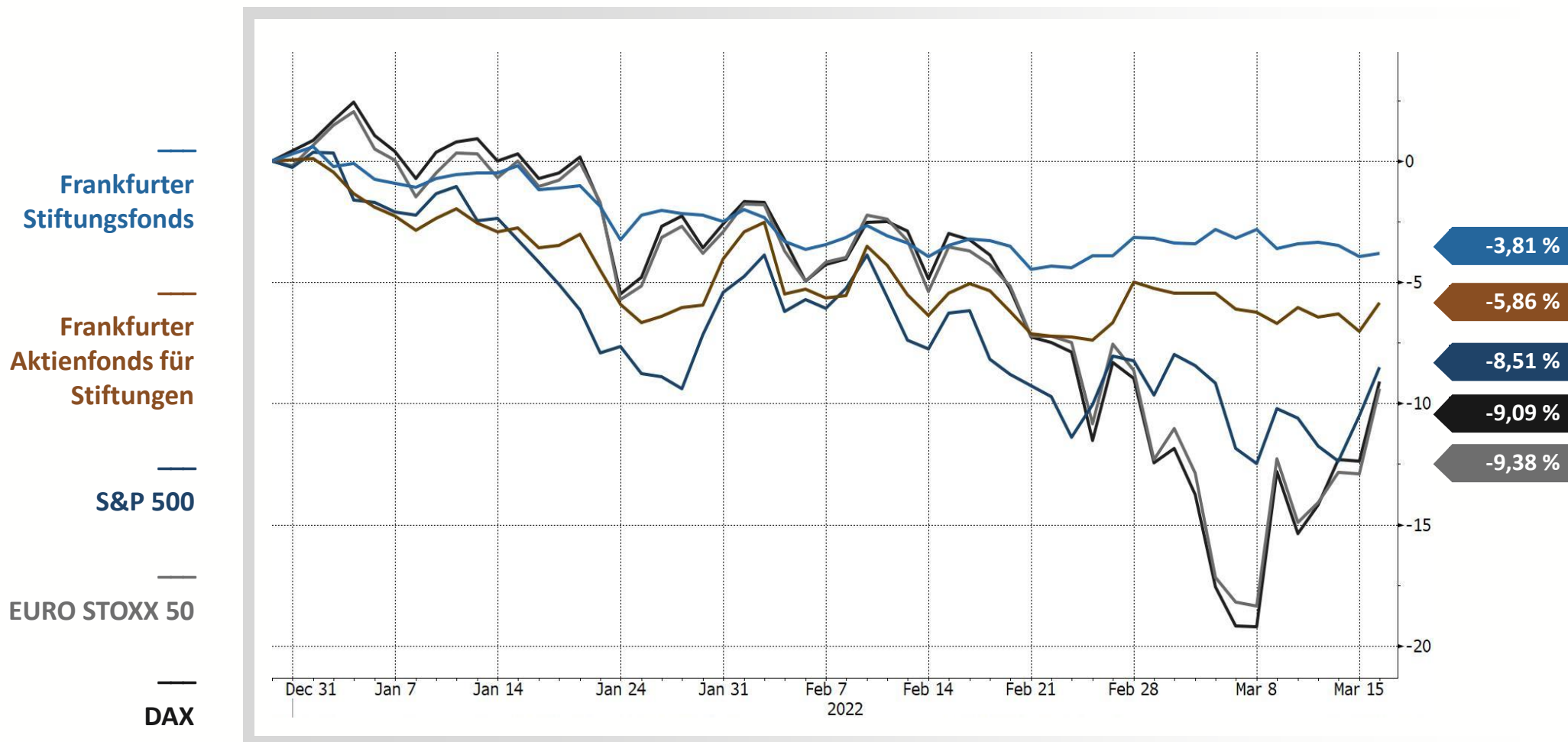


Quelle: Axxion S.A., cleversoft, eigene Darstellung, Stand: 28.02.2022

Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Weniger Schwankungen durch Aktienselektion & Absicherung



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung Stand: 16.03.2022

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Frankfurter Modern Value Index

Eigenschaften

- 25 Aktien mit dem höchsten erwarteten Total Shareholder Return (TSR) der nächsten 5 Jahre
- Quartalweise Neuzusammensetzung und Gleichgewichtung der Top 25 Aktien zu je 4%
- 100% Investitionsgrad
- Volle Transparenz aller Titel
- Fortlaufende Kursfeststellung
- Index ist live:
 - Bloomberg: FRAX Index
 - ISIN: DE000SLODNFO

Wie anlegen im aktuellen Umfeld?

Frankfurter Modern Value Index

Index Komponenten nach Rebalancing



Quelle: Solactive, *Frankfurter UCITS ETF – Modern Value in Auflage Stand: 14.03.2022

Die Frankfurter Fonds Familie

Nebenwerte | Mischfonds | Aktienindex



- Realer Kapitalerhalt durch nachhaltige **Modern Value-Aktienfonds** je nach Risikoneigung
- Primäres Ziel ist der **langfristige Vermögensaufbau mit einer geringeren Volatilität** im Vergleich zum Aktienmarkt
- Erweiterung des Themenspektrums durch den neuen **Frankfurter Modern Value Index**
- Mit gutem **ESG**ewissen zur nachhaltigen Rendite (Nachhaltigkeitsresearch mit Sustainalytics anhand von Ausschlusskriterien und ergänzendem internen Monitoring)
- **Langjährige Expertise** des Fondsmanagement & **eigentümergeführter** Fondsberater

Ihre Ansprechpartner



Philipp Prömm

Vorstand, Head of Sales
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 18
pp@shareholdervalue.de



Endrit Çela

Relationship Manager
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 257
ec@shareholdervalue.de



Viktor Scheidt

Relationship Manager
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 251
vs@shareholdervalue.de



Heiko Böhmer

Kapitalmarktstrategie
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 0
hb@shareholdervalue.de



Micha Siegle

Client Support Manager
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 259
ms@shareholdervalue.de

Shareholder Value Management AG

Neue Mainzer Straße 1
D-60311 Frankfurt am Main
Tel.: +49 (0) 69 66 98 30 0
E-Mail: info@shareholdervalue.de

www.shareholdervalue.de

Mehr News zu unseren Fonds finden Sie online



facebook.com/ShareholderValueManagementAG



wallstreet-online.de/nachrichten/autor/frank-fischer



instagram.com/SVM_AG



xing.com/companies/shareholdervaluemanagementag



twitter.com/SVM_AG



YouTube Kanal: **Shareholder Value TV**



Value Kompakt: shareholdervalue.de/value-kompakt



linkedin.com/company/shareholder-value-management-ag



#Fondsgipfel

www.fondsgipfel.de

#FondsgipfelAkademie

www.fondsgipfel-akademie.de

Eventlabel
mit Bellevue
& DJE

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Alle Rechte vorbehalten. Die in dieser Präsentation zusammengestellten Informationen sind ausschließlich für den Empfänger bestimmt. Die Präsentation darf ohne die ausdrückliche, schriftliche Erlaubnis nicht vervielfältigt oder verbreitet werden. Unter dieses Verbot fällt insbesondere auch die gewerbliche Vervielfältigung per Kopie, die Aufnahme in elektronische Datenbanken, Online-Dienste und Internet, sowie die Vervielfältigung auf CD-Rom. Die Shareholder Value Management AG agiert unter dem Haftungsdach der NFS Netfonds Financial Service GmbH, Heidenkampsweg 73, 20097 Hamburg.

Die enthaltenen Informationen ersetzen kein Beratungsgespräch. Ein Verkauf von Fondsanteilen erfolgt ausschließlich auf Grundlage des jeweils aktuellen Jahres- oder Halbjahresbericht sowie dem Verkaufsprospekt.

Das Domizil des Fonds ist Deutschland. In der Schweiz ist der Vertreter ACOLIN Fund Services AG, Leutschenbachstrasse 50, CH-8050 Zürich, und die Zahlstelle ist InCore Bank AG, Wiesenstrasse 17, CH-8952 Schlieren/Zürich. Der Prospekt mit den Anlagebedingungen, die wesentlichen Informationen für die Anlegerinnen und Anleger sowie die Jahres- und Halbjahresberichte können kostenlos beim Vertreter bezogen werden. Für die in der Schweiz angebotenen Anteile ist der Erfüllungsort am Sitz des Vertreters. Der Gerichtsstand liegt am Sitz des Vertreters oder am Sitz oder Wohnsitz des Anlegers. Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar. Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt.

Haftungsausschluss:

Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse. Der Wert von Anlagen und mögliche Erträge daraus sind nicht garantiert und können sowohl fallen als auch steigen. Es kann daher grundsätzlich keine Zusicherung gegeben werden, dass die Ziele der Anlagepolitik erreicht werden. Zukünftigen Investoren wird dringend angeraten, ihre eigenen professionellen Berater für die Beurteilung des Risikos, der Anlagestrategie, der steuerlichen Folgen etc. hinzuzuziehen, um die Angemessenheit einer Investition aufgrund ihrer persönlichen Verhältnisse festzulegen. Die enthaltenen Informationen in diesem Dokument wurden von der Shareholder Value Management AG. erhoben. Informationen aus externen Quellen sind durch Quellenhinweis gekennzeichnet. Für deren Richtigkeit, Genauigkeit und Vollständigkeit können wir, auch wenn wir diese Informationen für verlässlich halten, weder Haftung noch irgendeine Garantie übernehmen. Eine Haftung der Kapitalanlagegesellschaft aufgrund der Darstellungen in diesem Dokument ist ausgeschlossen. Die ausgegebenen Anteile dieses Fonds dürfen nur in solchen Rechtsordnungen zum Kauf angeboten oder verkauft werden, in denen ein solches Angebot oder ein solcher Verkauf zulässig ist. So dürfen die Anteile dieses Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässigen US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden.