

Helen Meyer und Stephan Mrozik, Kapitalmarktforschung der StarCapital AG

Value trifft Momentum

Value schlägt Wachstum! In der Börsengeschichte haben Value-Aktien langfristig stets eine deutlich höhere Rendite als Wachstumsaktien erzielt, das belegen zahlreiche wissenschaftliche Studien. Investieren in günstig bewertete Unternehmen, kaufen am Tiefpunkt – das Prinzip hört sich einfach an. Doch woher wissen Value-Investoren, ob und zu welchem Zeitpunkt die Bodenbildung einer Aktie einsetzt und ab wann sich eine Value-Investition auszahlt? Nicht jede optisch attraktive Aktie erweist sich als lukrative Investition.

Generell lassen sich Value-Aktien in drei verschiedene Typen klassifizieren: *Fast Winner* sind Aktien, die nach dem Kauf direkt zu steigen beginnen. Unter *Late Winners* versteht man hingegen solche Value-Aktien, die nach dem Kauf zwar ansteigen, allerdings erst nach einer

längeren Periode der Ereignislosigkeit. Die sogenannten *Value Traps* umfassen dagegen diejenigen Value-Aktien, die überhaupt nicht mehr ansteigen und letzten Endes vielleicht sogar insolvent gehen. Anleger möchten folglich in *Fast Winner* investieren, den Kauf von *Late Winners* zeitlich aufschieben und *Value Traps* vermeiden (Abb. 1). Doch genau diese *Value Traps*, also Value-Aktien, die trotz günstiger Bewertung kontinuierlich weiter sinken, sind schwer zu ermitteln. Dennoch können Anleger durch eine adäquate Erweiterung der Value-Strategie das Risiko deutlich senken, in solche Aktien zu investieren und das Timing von Investitionen in *Late Winner* verbessern. Eine Möglichkeit besteht darin, aus Value-Aktien nur diejenigen auszuwählen, die gleichzeitig auch ein starkes Kurs-Momentum aufweisen.

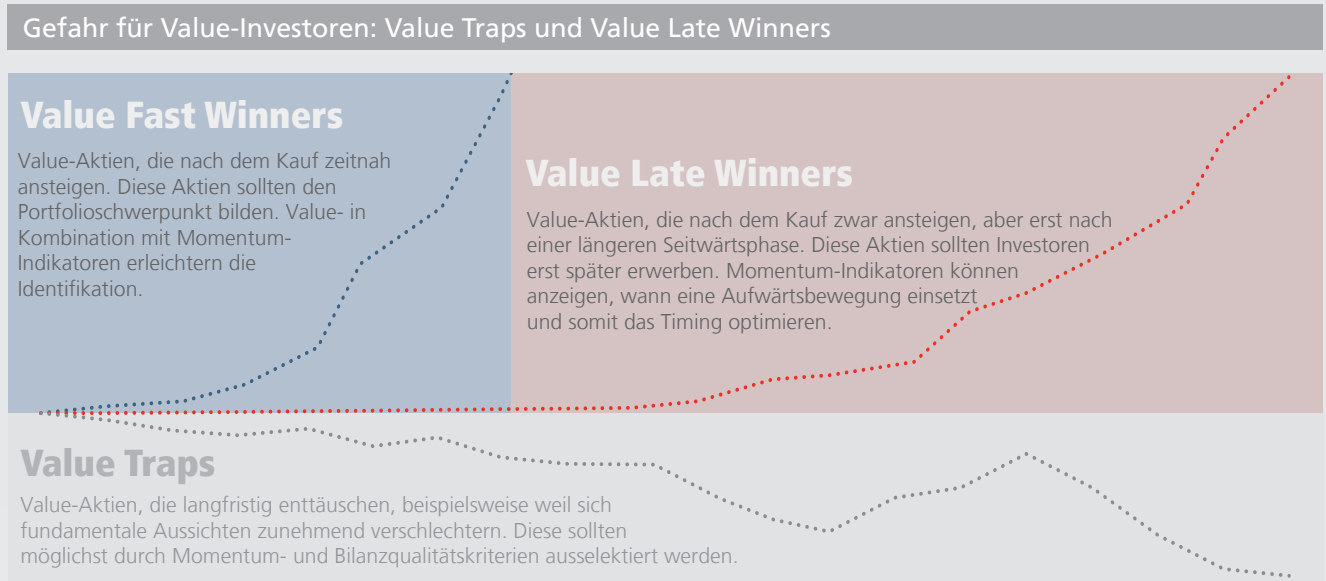


Abbildung 1. Grafische Darstellung der Klassifizierung verschiedener Typen von Value-Aktien in Anlehnung an Bird (2007).



StarCapital
Aktiengesellschaft
Kronberger Str. 45
61440 Oberursel
Deutschland

StarCapital Swiss
Aktiengesellschaft
Schloss Römerburg
Burgstrasse 8
8280 Kreuzlingen
Schweiz

StarCapital
Société anonyme
2, rue Gabriel Lippmann
5365 Munsbach
Luxembourg

Die Historie bestätigt eine negative Korrelation zwischen Value- und Momentum-Prämien

	Zeitraum	Markt	Datenbasis	Korrelation
Bird / Whitaker (2004)	1990 - 2002	7 europäische Märkte	Worldscope, IBES, GMO Woolley	-0,74
de Groot / Pang / Swinkels (2010)	1997 - 2008	24 Frontier Markets	Standard & Poor's	-0,25
Cakici / Tan (2012)	1991 - 2011	41 Märkte weltweit	Datastream, MSCI, Kenneth French Data	-0,25
Cakici / Tan (2012)	1991 - 2011	18 Emerging Markets	Datastream, MSCI	-0,26
Asness / Moskowitz / Pedersen (2013)	1974 - 2011	USA / Europa / Japan	Compustat, CRSP, Worldscope, Bloomberg	-0,52
StarCapital (2014)	1927 - 2013	USA	Kenneth French Data	-0,50

Durchschnittliche Korrelation -0,42

Abbildung 2. Empirische Studien zu Korrelationen zwischen Value- und Momentum-Aktien. Die angegebene Korrelation bezieht sich auf die Korrelation zwischen den jeweiligen Überrenditen (mit Ausnahme von Asness / Moskowitz / Pedersen, die die Korrelation anhand von durchschnittlichen Renditen errechnen).

Clifford Asness (1997) war einer der ersten Forscher, der Value- mit Momentum-Strategien verband. Auf den ersten Blick scheint es wenig intuitiv, die von der Grundidee eher gegensätzlich wirkenden Strategien Value und Momentum zu einer Strategie zu vereinen. Asness et al. (1997 und 2013) machten jedoch die Entdeckung, dass Anleger aus der Verknüpfung von Value und Momentum profitieren können.

Ein Grund dafür ist, dass Value- und Momentum-Strategien ihren Mehrwert zu unterschiedlichen Zeiten generieren, was zu rentablen Diversifikationseffekten führen kann, da die

Kombination negativ korrelierter Anlagen das Gesamtrisiko eines Portfolios verringert - das können Anleger nutzen.

Korrelation zwischen Value und Momentum

In Abbildung 2 werden die historischen Korrelationen zwischen Value und Momentum dargestellt. Alle vorliegenden Studien kommen zu dem Ergebnis, dass Value- und Momentum-Prämien signifikant negativ korreliert sind, auf Basis verschiedener Märkte, Zeiträume und auf Basis verschiedener Value-Indikatoren. Die inverse Korrelation der Überrenditen von im Durchschnitt -0,42 hat in der Vergan-

Kombination aus Value und Momentum erzielte von 1965-2009 das höchste Sharpe Ratio

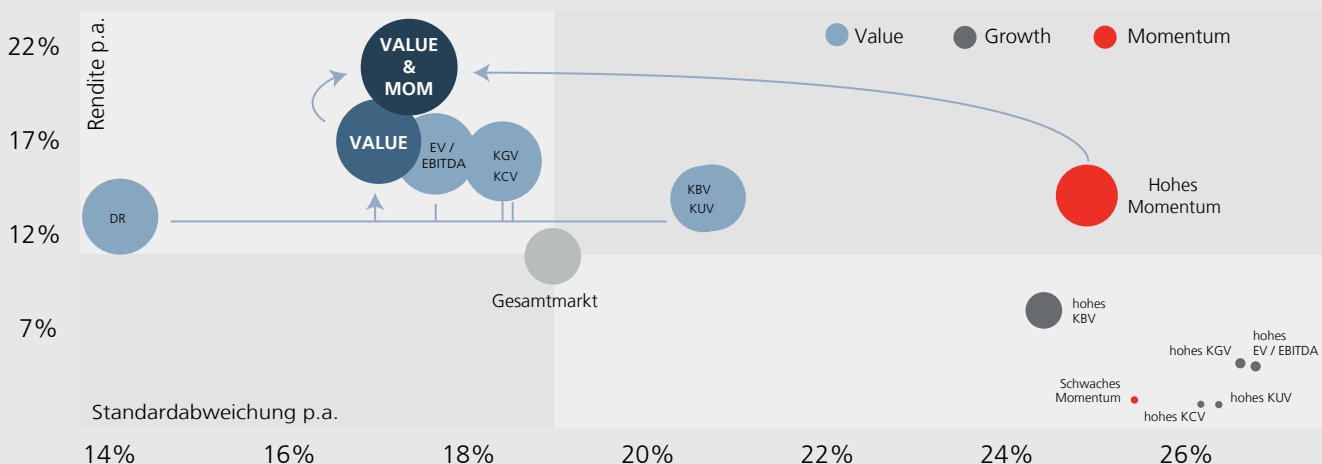


Abbildung 3. Verschiedene Anlagestrategien nach Standardabweichung und jährlicher Rendite im Zeitraum von 1965 bis 2009. Die Größe der jeweiligen Blase spiegelt das jeweilige Sharpe Ratio des Portfolios wider. Der Gesamt-Value-Indikator „Value“ setzt sich aus KBV, KGV, EV/EBITDA, KUV, Shareholder Yield und KCV zusammen. Das Momentum basiert auf 6-monatiger Preisentwicklung. Das Value-Momentum-Portfolio wählt aus dem 1. Dezil des Gesamt-Value-Indikators die 25 bis 50 momentum-stärksten Aktien. Die Renditen wurden risiko-adjustiert (O’Shaughnessy 2012).

Historische Renditeentwicklung der verschiedenen Anlagestrategien

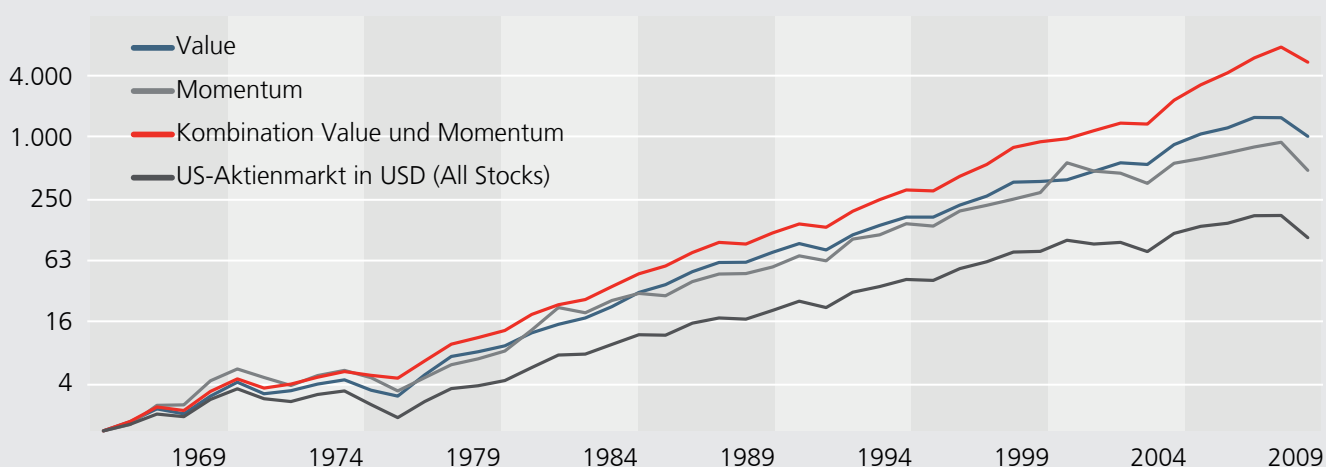


Abbildung 4. Kumulierte Wertentwicklungen basierend auf dem US-Markt von 1964 bis 2009. Das Value-Kriterium setzt sich aus dem 1. Dezil einer gleichgewichteten Kombination aus KGV, KBV, KUV, EV/EBITDA, KCV und Shareholder Yield zusammen. Das Momentum basiert auf dem 6-monatigen Preismomentum. Die Momentum-Value-Kombination wählt aus dem 1. Dezil der Value-Aktien die Aktien mit dem stärksten Momentum (O'Shaughnessy 2012).

genheit bei Kombinationsstrategien zu einer deutlich geringeren Volatilität im Vergleich zu den jeweils individuell betrachteten Strategien geführt.

Höhere Renditen bei geringerem Risiko?

Die sich aus der negativen Korrelation ergebenden Vorteile werden in Abbildung 3 visualisiert. Sie vergleicht die Charakteristika verschiedener Investmentstrategien. Zunächst wird deutlich, dass Investoren hoch bewertete Wachstumsunternehmen wie auch momentumschwache Aktien meiden sollten. Im Zeitraum von 1965 bis 2009 erzielten diese Aktien unterdurchschnittliche Wertzuwächse bei stark überdurchschnittlichem Risiko. Investoren, welche dagegen systematisch in niedrig bewertete oder momentumstarke Unternehmen investierten, konnten höhere Wertzuwächse als der Gesamtmarkt erzielen. Die mit Abstand höchste Wertentwicklung wie auch das höchste Sharpe Ratio bot jedoch ein Portfolio aus attraktiven Value-Aktien welche ein überdurchschnittliches Kursmomentum aufwiesen.

Abbildung 4 stellt die kumulierte Wertentwicklung ausgewählter Anlagestrategien seit 1964 dar. Während der US-Aktienmarkt eine durchschnittliche Rendite von 11,0% p.a. erzielte, konnten sowohl Value- wie auch Momentum-Investoren bessere Ergebnisse verbuchen (17,1% p.a. bzw. 14,2% p.a.). Die höchsten Renditen lieferte die Kombinationsstrategie aus Value und Momentum: Die erzielte Rendite

von 21,1% p.a. liegt für den betrachteten Anlagezeitraum ca. 4% über den Ergebnissen der jeweils einzeln betrachteten Strategien. Und dies bei vergleichsweise geringen Risiken: Die Volatilität der Kombinationsstrategie liegt mit 17,7% unterhalb des Gesamtmarktes (19,3%), unterhalb der Momentumstrategie (25,2%) und unterhalb der meisten Einfaktor-Value-Strategien (14,4% bis 21,0%).

Die nach 14 Jahren Kursstagnation vieler Leitindices unrealistisch anmutende absolute Höhe der von O'Shaughnessy berechneten Renditen von über 20% p.a., die auffällig hohe relative Outperformance zum Markt, die geringeren Wertzuwächse vergleichbarer Strategien in der Praxis und die z.T. nachträglich optimiert wirkende Faktorkombination werfen die Frage auf, inwieweit sich diese Ergebnisse auch in anderen Studien, Märkten und Zeiträumen verifizieren lassen. So sollte ein Anleger die Wertentwicklung aus den Boomphasen der US-amerikanischen Börse, auf denen die untersuchten Studien größtenteils basieren, nicht als Erwartungshaltung in die Zukunft übertragen. Auch stellt sich die Frage, ob die höheren Renditen eines Kombinationsportfolios lediglich eine Folge von stärker konzentrierten Value-Portfolios sind. Wenngleich die Anzahl vorliegender Studien vergleichsweise gering ausfällt, und wenngleich die zukünftig realisierten Renditen sich wahrscheinlich von den Studienergebnissen unterscheiden werden, dokumentieren jedoch auch andere Autoren die Überlegenheit von Kombinationsstrategien.

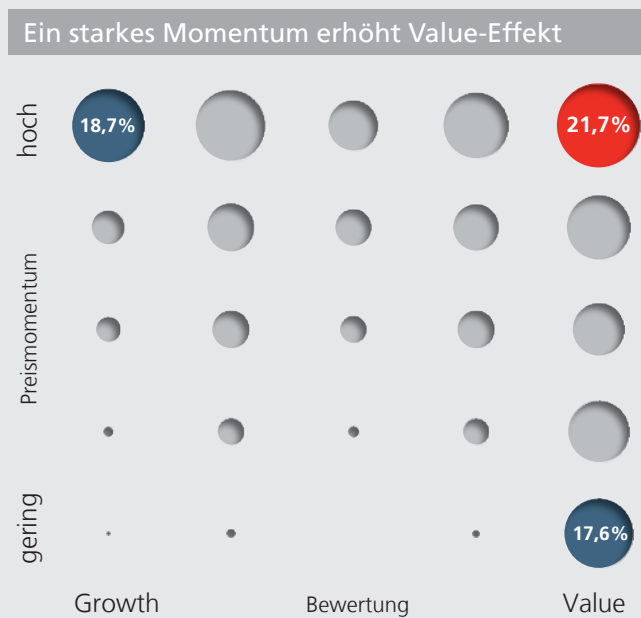


Abbildung 5. Jährliche Renditen von Aktien verschiedener Bewertungsklassen, aufgespalten nach Preismomentum in 15 europäischen Aktienmärkten von 1989-2004. Die Größe der Blasen spiegelt die erzielte Rendite wider. Verwendetes Value-Kriterium ist das Kurs-Umsatz-Verhältnis, das Momentum-Kriterium ist die monatliche Durchschnittsrendite der vergangenen 6 Monate. Der Anlagezeitraum betrug 12 Monate. Das 5. Bewertungs-Quintil stellt Value-Aktien dar. Das 5. Momentums-Quintil umfasst die Aktien mit dem stärksten Momentum (Bird und Casavecchia 2007).

So untersuchten Bird und Casavecchia (2007) den Zusammenhang zwischen Value und Preismomentum in 15 europäischen Ländern von 1989-2004. Sie ordneten Aktien anhand des Kurs-Umsatz-Verhältnisses jeweils 5 Value- und Momentum-Quintilen zu. Auch sie konnten nachweisen, dass eine Kombination aus Value und Momentum signifikant höhere Wertsteigerungen als reine Value- oder Momentum-Portfolios verbuchen konnte. Während reine Value- und Momentum-Portfolios im Mittel 16,8% p.a. zulegten, generierte das Kombinationsportfolio einen jährlichen Zuwachs von 21,7%, d.h. 4,9% Outperformance im Vergleich zu klassischen Value-Strategien (Abb. 5).

Einen ähnlichen Mehrwert in Höhe von 3,7% p.a. ermittelte Asness (1997) im US-amerikanischen Aktienmarkt von 1963-1994. Auch er konnte nachweisen, dass die Renditen von Value-Aktien in signifikanter Weise ansteigen, sobald Momentum-Kriterien in die Investitionsentscheidung eingebunden werden: Während reine Value-Aktien im Mittel 17,6% p.a. zulegten, erzielte die Schnittmenge aus Value und Momentum deutlich höhere Wertsteigerungen von 21,3% (Abb. 6). Die Erkenntnisse von Asness sprechen im Einklang mit den Erkenntnissen von Bird dagegen, dass die Value-Prämien in Kombinationsportfolios lediglich durch

eine höhere Konzentration der Portfolios ansteigen. Abweichende Untersuchungszeiträume, Faktor-Definitionen und Datenbanken sprechen außerdem gegen Datamining.

Untersuchungsergebnisse eigener Studien

Auch eigene Studien im Zeitraum von 1986-2008 in 32 internationalen Aktienmärkten legen nahe, dass Value-Investoren das Preismomentum in Investitionsentscheidungen einbeziehen sollten: Während der Gesamtmarkt im Untersuchungszeitraum um durchschnittlich 9,3% zulegte, generierte ein Kombinationsportfolio aus Value-Aktien mit überdurchschnittlichem Kursmomentum 19,0% p.a. Dies entspricht einer Outperformance von über 5% im Vergleich zu reinen Value- bzw. Momentumstrategien (13,8% bzw. 13,5%). Die Ergebnisse erwiesen sich für verschiedene Value-Definitionen als robust und fielen für alle klassischen Value-Kennzahlen tendenziell ähnlich aus (Abb. 7).

Value-Investoren, welche das Preismomentum in ihre Investitionsentscheidung einbeziehen, können dabei nicht nur die Höhe ihrer Outperformance steigern. Auch der Anteil positiver Kaufentscheidungen steigt mit 57,6% im Vergleich zu reinen Value-Strategien (52,2%) bei allen untersuchten Value-Indikatoren signifikant. Die Zusammenhänge

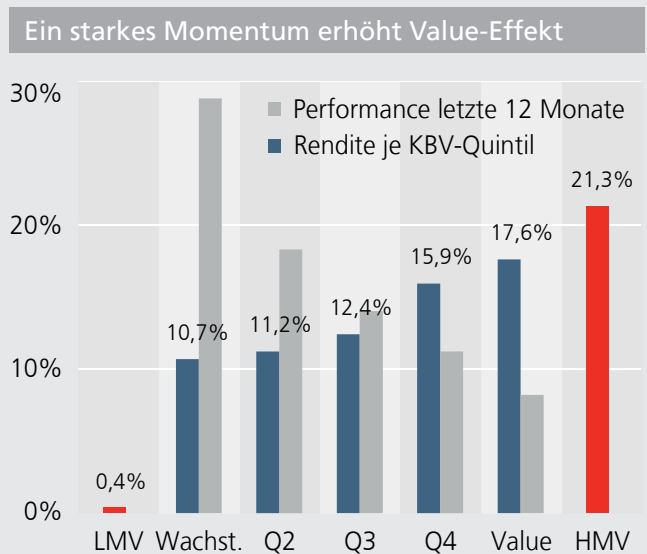


Abbildung 6. Abgebildet sind annualisierte Renditen im US-Markt von 1963-1994. Die Quintile wurden auf Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses gebildet (blau). Für diese wurde außerdem das mittlere Preismomentum der vorausgehenden 12 Monate berechnet (grau). Asness untersuchte auch die Interaktion aus Bewertung und Momentum. Hierzu wurden 25 Portfolios aus je 5 Value- und Momentum-Quintilen gebildet. Die Schnittmengen aus hohem Momentum und günstiger Bewertung (HMV) und niedrigem Momentum und hoher Bewertung (LMV) sind (rot) abgebildet (Asness 1997).

Internationale Kombinationstrategien aus Value und Momentum von 1986-2008

Untersuchte Strategie	Value	Value+RS	Mehrwert	pSig Value	pSig Value+RS	Länder pos.
Kurs-Gewinn-Verhältnis	13,5%	18,6%	5,1%	52,4%	57,4%	81,3%
Kurs-Cashflow-Verhältnis	14,2%	19,6%	5,4%	52,5%	56,2%	75,0%
Kurs-Buchwert-Verhältnis	14,0%	18,9%	4,9%	52,3%	58,7%	68,8%
Kurs-Umsatz-Verhältnis	13,6%	17,2%	3,6%	51,2%	55,0%	71,9%
Dividendenrendite	12,1%	16,5%	4,4%	52,1%	57,4%	71,9%
Multifaktor Value-Strategie	15,2%	23,3%	8,1%	52,8%	60,8%	84,4%
Mittelwert	13,8%	19,0%	5,3%	52,2%	57,6%	75,6%

Abbildung 7. Abgebildet sind die Renditen verschiedener international anlegender Ein- und Mehrfaktor-Strategien. Das Universum besteht aus 32 Aktienmärkten im Zeitraum von 1986-2008 in EUR, inkl. Dividendenerträgen. Zur Vermeidung von Look-Ahead- und Survivorship-Bias wurden „tote“ Unternehmen berücksichtigt, eine Mindestmarktkapitalisierung von 500 Mio. EUR unterstellt und Fundamentalkennzahlen mit einer Verzögerung von 3 Monaten berechnet. Die Spalte „Value“ stellt die Wertentwicklung einer Strategie dar, welche jeweils monatlich 12 Monate in alle Aktien des jeweils 1. Dezils investiert. Die Multifaktor Value-Strategie basiert primär auf den abgebildeten Indikatoren. „Value+RS“ bildet die Schnittmenge aus dem jeweils 1. Value- und Momentum-Dezil (6 Monate). Die Spalten „pSig Value“ bzw. „pSig Value+RS“ geben an, wieviele Signale auf Aktienebene eine Outperformance zur Benchmark generierten. Die Spalte „Länder pos.“ gibt an, in wie vielen Ländern eine zusätzliche Berücksichtigung der Relativen Stärke einen Renditeanstieg zur Folge hatte. Die Benchmark erzielte im Vergleichszeitraum eine jährliche Rendite von 9,3%, das 1. RS6-Dezil 13,5%. Quelle: StarCapital, MarketQA, Worldscope und IBES.

wurden auch in allen 32 Märkten separat untersucht. In etwa 24 von 32 Ländern (75,6%) führte eine Investition in Value-Aktien mit hohem Momentum zu höheren Wertzuwächsen als bei reinen Value-Portfolios.

Weshalb lassen sich Value-Strategien mit Momentumkriterien optimieren?

Ein Grund dafür könnte sein, dass Anleger, die eine reine Value-Strategie verfolgen, zu häufig in die durch längere Bodenbildungsphasen gekennzeichneten *Late Winner* und damit zeitlich gesehen zu früh investieren. Die Berücksichtigung von Momentumfaktoren kann bei der Entscheidung für den richtigen Investitionszeitpunkt helfen und das Risiko einer verfrühten Investition senken. Darüber hinaus ist die Wahrscheinlichkeit geringer, dass sich eine Aktie, die sich bereits im Aufwärtstrend befindet, später als *Value Trap* herausstellt.

Investoren, welche in Value-Aktien investieren und dabei Aktien mit überdurchschnittlichem Kursmomentum bevorzugen, können außerdem von der negativen Korrelation zwischen Value- und Momentum-Prämien profitieren. Da Value- und Momentum-Aktien ihren Mehrwert in unterschiedlichen Marktphasen generieren, können value-schwache Perioden in einem stärker stildiversifizierten

Portfolio abgemildert werden - ohne dass von einem Value-Fokus abgewichen werden oder die erhöhte Volatilität reiner Momentum-Strategien in Kauf genommen werden muss.

Noch ein anderer Aspekt legt nahe, Momentum-Kriterien bei Investitionsentscheidungen zu berücksichtigen: nicht nur Value- und Momentum-Prämien, sondern auch Value- und Momentum-Kriterien sind negativ korreliert. Value-Investoren, die sich ausschließlich von Bewertungskriterien leiten lassen, laufen auf Grund der negativen Korrelation von Value- und Momentum-Kriterien Gefahr, überwiegend in Aktien mit unterdurchschnittlichem Kursmomentum zu investieren. So weist bspw. Asness nach, dass Value-Aktien typischerweise ein schwaches Kursmomentum aufweisen (Abb. 6). Dies hat nachteiligen Folgen: Aktien mit schwachem Momentum erzielen nachweislich nicht nur enttäuschende Renditen, sie weisen auch eine überdurchschnittliche Kursvolatilität auf.

Fazit

Zahlreiche Studien dokumentieren, dass Value-Investoren langfristig vor Kosten ca. 3% Outperformance im Vergleich zur Benchmark generieren können. Die hier vorgestellten Ergebnisse legen darüber hinaus den Schluss nahe, dass Value-

Empirische Studien zur Kombination von Value und Momentum

Studie	Zeitraum	Markt	Datenbasis	Value	Value+RS	Mehrwert
Asness (1997)	1963 - 1994	USA	CRSP, Compustat	17,6%	21,3%	3,7%
Bird / Whitaker (2004)	1990 - 2002	7 eur. Märkte	WS, IBES, GMO	9,4%	10,2%	0,8%
Bird / Casavecchia (2007)	1989 - 2004	15 eur. Märkte	WS, GMO, IBES	16,8%	21,7%	4,9%
StarCapital (2009)	1986 - 2008	32 Märkte	MarketQA, WS, IBES	13,8%	19,0%	5,3%
O'Shaughnessy (2012)	1964 - 2009	USA	Compustat	17,1%	21,1%	4,0%

Durchschnittliche Rendite

3,7%

Abbildung 8. Empirische Studien zur Kombination von Value- und Momentum-Indikatoren (WS = Worldscope), alle Renditeangaben sind annualisiert (p.a.). In der Tabelle wurden lediglich Studien berücksichtigt, die im Einklang mit dem beschriebenen Vorgehen das Verhalten von momentumstarken Value-Aktien untersuchten. Eine andere Möglichkeit von Kombinationsstrategien, bspw. die Bildung von Portfolios, die zur Hälfte aus Value-Aktien und zur Hälfte aus momentumstarken Aktien bestehen, ist nicht Bestandteil dieser Studie. Auch diese Kombination übertrifft die Wertentwicklung am Markt in signifikanter Weise. Siehe zum Beispiel Asness, Moskowitz und Pedersen „Value and Momentum Everywhere“, 2013.

Investoren ihr Renditepotenzial zusätzlich steigern können, indem sie das Preismomentum einer Aktie in ihre Investitionsentscheidungen einbeziehen.

Anleger, welche systematisch in Value-Aktien mit hohem Kursmomentum investieren, konnten in den letzten Jahrzehnten je nach Untersuchungszeitraum und Markt ca. 1-5% höhere Wertsteigerungen als reine Value-Investoren erzielen (Abb. 8). Als Ursache erscheint es wahrscheinlich, dass Kombinationsstrategien das Timing von Value-Investments optimieren. Die Kombination von Value- und

Momentum-Kriterien kann auf Grund der negativen Korrelation zwischen Value- und Momentum-Effekten darüber hinaus die Stetigkeit der Erträge verbessern und Stilzyklen glätten, was sich positiv auf das Chance-Risiko-Profil eines Value-Portfolios auswirkt.

Wir nutzen diese Erkenntnisse in unserem Aktienfondsmangement und fokussieren uns beispielsweise in unserem internationalen Value-Fonds StarCapital Priamos auf attraktive Value-Unternehmen mit überdurchschnittlichem Kursmomentum.

Fußnoten und Quellenangaben

Asness Clifford S., 1997. The Interaction of Value and Momentum Strategies. Financial Analysts Journal; Vol. 53, N°2, pp. 29-36

Asness C. S., Moskowitz T. J. and Pedersen L. H., 2013. Value and Momentum Everywhere. The Journal of Finance; Vol. 68: pp. 929-985

Bird R., Casavecchia L., 2007. Value enhancement using momentum indicators: the European experience. International Journal of Managerial Finance; Vol. 3 Iss: 3, pp. 229 – 262

Bird R., Whitaker J., 2004. The performance of value and momentum investment portfolios: recent experience in the major European markets: Part 2. Journal of Asset Management; Vol. 5, pp. 157-175

Cakici Nusret, Fabozzi Frank J. and Tan Sinan, 2012. Size, Value, and Momentum in Emerging Market Stock Returns. Fordham University Schools of Business Research Paper No. 2070832

Leivo Timo H., 2012. Combining value and momentum indicators in varying stock market conditions: The Finnish evidence. Review of Accounting and Finance, Vol.11 Iss: 4, pp.440-447

O'Shaughnessy James P., 2012. What Works on Wall Street - Uniting the best from growth and value. McGraw Hill, fourth Edition.



Das Ganze sehen, die Chancen nutzen.

Impressum

Herausgeber: StarCapital S.A., 2, rue Gabriel Lippmann, L-5365 Munsbach
Tel: +352 431180-0, Fax: +352 431180-49

Vertriebsstelle
Deutschland: StarCapital AG, Kronberger Str. 45, D-61440 Oberursel
Tel: +49 6171 69419-0, Fax: +49 6171 69419-49

Vertriebsstelle
Schweiz: StarCapital Swiss AG, Burgstrasse 8, CH-8280 Kreuzlingen
Tel: +41 71 68685-85, Fax: +41 71 68685-89

Redaktion: Helen Meyer, M.Sc. Stephan Mrozik, Dipl.-Wirt. Inf. Norbert Keimling

E-Mail Redaktion: info@starcapital.de

Erscheinungsort: Luxemburg, Oberursel

Quellenhinweis: Soweit nicht anders gekennzeichnet, wurden Tabellen und Charts auf Basis von Thomson Reuters Datastream und Bloomberg erstellt.

Besonderer Hinweis: Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Informationen, Meinungen und Prognosen stützen sich auf Analyseberichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Eine Gewähr hinsichtlich Qualität und Wahrheitsgehalt dieser Informationen muss dennoch ausgeschlossen werden. Eine Haftung für mittelbare und unmittelbare Folgen der veröffentlichten Inhalte ist somit ausgeschlossen. Insbesondere gilt dies für Leser, die unsere Investmentanalysen und Interviewinhalte in eigene Anlagedispositionen umsetzen. So stellen weder unsere Musterdepots noch unsere Einzelanalysen zu bestimmten Wertpapieren einen Aufruf zur individuellen oder allgemeinen Nachbildung, auch nicht stillschweigend, dar. Handelsanregungen oder Empfehlungen stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder derivativen Finanzprodukten dar. Diese Publikation darf keinesfalls als persönliche oder auch allgemeine Beratung aufgefasst werden, auch nicht stillschweigend, da wir mittels veröffentlichter Inhalte lediglich unsere subjektive Meinung reflektieren. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zur bisherigen Wertentwicklung erlauben keine Prognose für die Zukunft. In Fällen, in denen sich das Management zu bestimmten Wertpapieren äußert, sind wir als Firma, als Privatpersonen, für unsere Kunden oder als Berater oder Manager der von uns betreuten Fonds in der Regel unmittelbar oder mittelbar in diese Wertpapiere investiert. Ein auf unsere Äußerungen folgender positiver Kursverlauf kann also den Wert des Vermögens unserer Mitarbeiter oder unserer Kunden steigern. Im Regelfall ist das Management der Firma StarCapital AG in den eigenen Fonds investiert. Sie können auf unserer Website in den Rechenschaftsberichten und Halbjahresberichten lückenlos feststellen, welche Wertpapiere unsere Fonds zu bestimmten Stichtagen hielten. Aktuelle Daten sind im Regelfall für alle Fonds und für die größten Fondspositionen auf den Factsheets zu unseren Fonds auf unserer Website zu finden. Die Aktien, die die StarCapital AG in Ihren Fonds und in dem von ihr betreuten Portfolios und Sondervermögen hält, können Sie unseren Geschäfts- und Rechenschaftsberichten entnehmen. Alle Rechte vorbehalten. Diese Unterlage dient ausschließlich Informationszwecken und stellt keine Aufforderung zum Anteilserwerb dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung, sie geben lediglich eine zusammenfassende Kurzdarstellung wesentlicher Fondsmerkmale. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind: der ausführliche und vereinfachte Verkaufsprospekt, das Verwaltungsreglement sowie die Berichte. Diese sind kostenlos bei StarCapital AG, Ihrem Berater oder Vermittler, den Zahlstellen, der zuständigen Depotbank oder bei der Verwaltungsgesellschaft (StarCapital S.A. 2, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg) erhältlich. Hinweise zu Chancen und Risiken sowie steuerliche Informationen entnehmen Sie bitte dem aktuellen ausführlichen Verkaufsprospekt. Stand 10. September 2014. © 2014