



CIO Special

5. Februar 2020

Autoren:
Dr. Olaf Scherf
Globaler Leiter Risk Engineering

Dr. Alex Kusen
Investment Officer

Themen rund um SAA: Market Timing

01 Grundlegende
Herausforderungen

02 Market Timing Risiko

03 Zeitdiversifikation

04 Market Timing vs. TAA

05 Fazit

Wichtige Schlussfolgerungen

- Market-Timer versuchen, an positiven Marktentwicklungen in Zeiten interessanter Renditen zu partizipieren, ohne in Zeiten schlechterer Marktbedingungen investiert zu sein.
- Die Erfahrung zeigt jedoch, dass Market Timing auf längere Sicht keine verlässliche Renditequelle ist.
- Die beiden Hauptherausforderungen beim Market Timing sind, dass zukünftige Renditen schwer vorherzusagen sind und dass falsches Timing teuer werden kann.
- Durch die Investition gemäß einer strategischen Assetallokation (SAA), die auch von einer zeitlichen Diversifikation profitiert, können nachhaltige Portfoliorenditen erzielt werden. Mit längerem Anlagehorizont verliert der Markteintrittspunkt an Relevanz und die durchschnittliche langfristige Wachstumsrate der Vermögenspreise dominiert. Geduld ist hier der Schlüssel zum Erfolg.

01 Grundlegende Herausforderungen

Die strategische Assetallokation (SAA) macht im Durchschnitt rund 90% der langfristigen Erträge eines Portfolios aus – siehe unser vorheriges CIO Special „Strategische Assetallokation: Robustheit trotz Unsicherheit“ und für eine akademische Analyse Brinson et al. (1986). Der restliche Teil der Renditen stammt aus alternativen Renditequellen, wie der Auswahl einzelner Wertpapiere und dem „Market Timing“. Dieser Bericht konzentriert sich auf das Market Timing.

Die Erfahrung zeigt, dass Market Timing keine verlässliche Renditequelle für eine langfristige Investitionsbetrachtung darstellt. Wir diskutieren die Gründe dafür im weiteren Verlauf und zeigen, warum wir versuchen, potenziell negative Auswirkungen durch Market Timing in unserem SAA-Prozess zu vermeiden.

Die Grundidee des Market Timings besteht darin, in besseren Marktperioden investiert zu sein, indem zukünftige Preismuster antizipiert werden – und Investments in schlechteren Marktperioden zu vermeiden. Befürworter des Market Timings versuchen dies über qualitative Beurteilungen oder quantitative Modelle, die Indikatoren Markt (z.B. basierend auf Momentum, Stimmungsindikatoren und Preis) und/oder Wirtschaft oder Politik nutzen. Diese können auch Verhaltensfaktoren enthalten – siehe zum Beispiel Kusen und Rudolf (2019).

Aber warum ist es so schwierig, „günstig zu kaufen“ und „teuer zu verkaufen“? Das Problem ist, dass wir nicht wissen können, was die Zukunft mit sich bringt. Das Spektrum der möglichen Ergebnisse ist riesig. Wie Abbildung 1 schematisch zeigt, können Gewinne durch die falsche Entscheidung von Markt Timing in der nächsten Phase (die rote Linie) möglicherweise verloren gehen, auch wenn das Timing in einer Periode (der grünen Linie) richtig gewesen ist.



Bitte den QR-Code
benutzen, um weitere
Publikationen von
Deutsche Wealth
Management aufzurufen.



Die Auswirkungen dieser Unsicherheit können in einem kurzfristigen Portfoliomanagementkontext durch Verhaltensfaktoren verstärkt werden – z.B. durch die Tendenz von Investoren, Gewinne zu früh zu realisieren und Verluste zu lange zu ignorieren, wie von Shefrin und Statman (1985) untersucht. Aber selbst wenn diese Verhaltensprobleme beim Aufbau von Portfolios überwunden werden könnten, macht das Problem der Unsicherheit in Bezug auf zukünftige Renditen das Market Timing immer noch sehr schwierig. Wir diskutieren dies im folgenden Abschnitt.

02 Market Timing Risiko

Wir müssen akzeptieren, dass wir keine perfekten Informationen und Kenntnisse über zukünftige Renditen von Anlageklassen oder Marktbewegungen haben – und jederzeit mit Überraschungen auf den Kapitalmärkten rechnen müssen. Die Preismuster von Vermögenswerten sind systematisch „ex-ante“ (vor dem Ereignis) nicht bekannt. Diese Unsicherheit und ihre Auswirkungen auf künftige Renditen äußert sich in dem systematischen Marktrisiko. Diese Ansicht steht im Einklang zu der Annahme (z.B. Fama (1970)), dass die aktuellen Preise alle verfügbaren Informationen vollständig widerspiegeln. Tatsächlich sind die Kapitalmärkte weitaus riskanter als angenommen. Dies liegt daran, dass häufige Marktschwankungen in der Regel klein sind, seltene Ereignisse (z. B. Kurseinbrüche) jedoch die langfristige Performance dominieren.

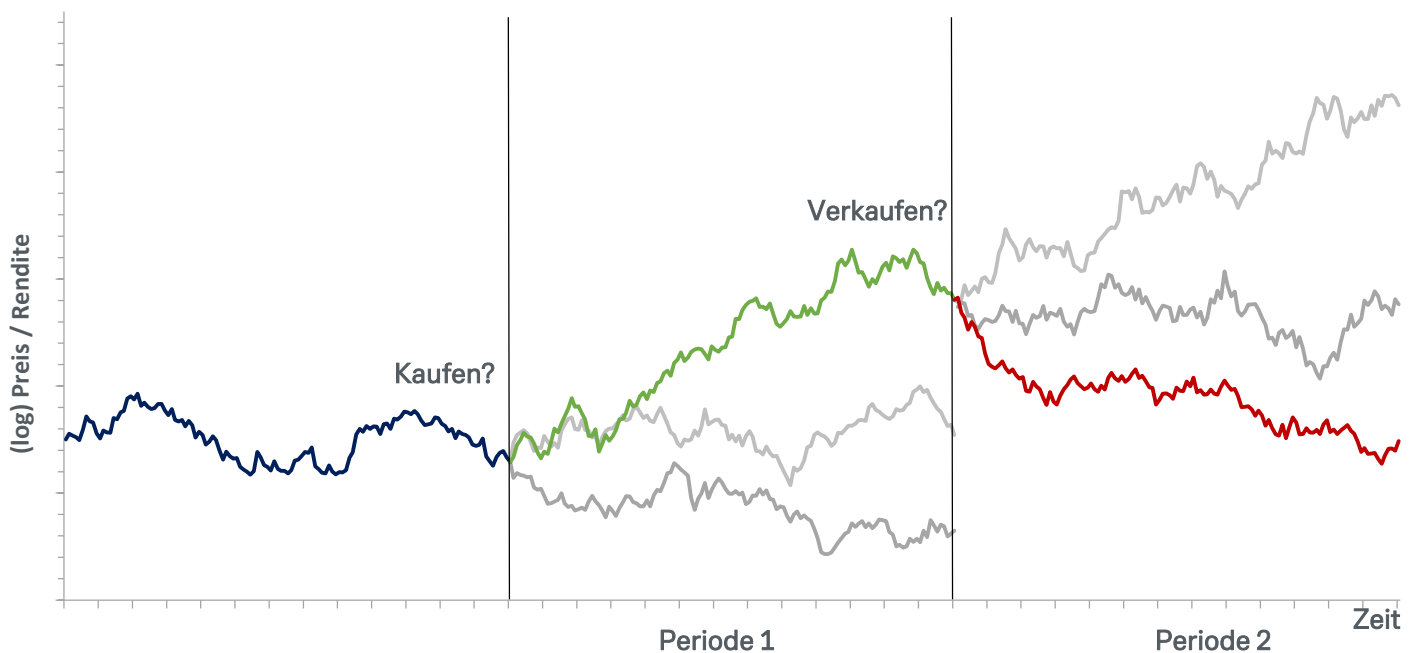
Das zufällige Verhalten der Märkte kann strukturell aus den folgenden drei Gründen erklärt werden:

1. Es gibt viele Einflussfaktoren, die die Vermögenspreise auf vielen unterschiedlichen Ebenen beeinflussen können (z.B. politische Ereignisse, Wirtschaftslage, firmenspezifische oder branchenbezogene Daten).
2. Diese Einflussfaktoren können sehr empfindlich sein (so dass kleine Ursachen einen großen Einfluss haben können).
3. Nicht alle (systematischen) Informationen sind zugänglich, so dass ein Zusammenhang zwischen Faktoren nicht immer klar ist oder gleiche Situationen zu unterschiedlichen Ergebnissen führen können.

Angesichts dieser Unvorhersehbarkeit ist das Market Timing – das eine hohe Prognosegenauigkeit erfordert – äußerst schwierig auf konsistenter Basis anzuwenden (selbst wenn es gelingt, die auf der vorigen Seite genannten Verhaltensfaktoren in den Griff zu bekommen). In einem volatilen Markt ist es besonders anspruchsvoll, diszipliniert zu bleiben. Daher investieren wir aber in Positionen, in denen unsere Prognosen sicherer und robuster sind, und versuchen Positionen mit größeren Prognoserisiken zu vermeiden.

Erhebliche nachteilige Auswirkungen auf den Wert eines Portfolios sind möglich, wenn Perioden mit außergewöhnlichen Erträgen durch falsches Timing der Investition versäumt werden. Abbildung 2 zeigt die wesentlichen negativen Auswirkungen einer Nichtanlage an den besten Markttagen in einem bestimmten Zeitraum. Umgekehrt kann eine Investition an schlechten Markttagen auch die Performance deutlich beeinträchtigen.

Abbildung 1: Gewinne und Verluste resultierend aus Market Timing



Quelle: Deutsche Bank Wealth Management. Schematische Abbildung basierend auf eigenen Berechnungen.



03 Zeitdiversifikation

Anstelle von Market Timing nutzen wir die zeitliche Diversifikation – basierend auf der Beobachtung, dass die Renditen in aufeinanderfolgenden Anlageperioden nicht abhängig sind (die Korrelation der Renditen liegt über die Zeit nahe bei Null). Anders ausgedrückt, es ist klar, dass die relative Bedeutung der Schwankungen der Wachstumsrate mit einem längeren Zeithorizont deutlich abnimmt. Abbildung 3 zeigt, dass eine zeitliche Diversifikation zu höheren risikobereinigten Erträgen führen kann als ein Market-Timing-Ansatz. In der ersten Zeile des Diagramms sieht man, dass eine reine Market-Timing-Investition mit einer prognostizierten Trefferquote von 50% (d.h. die Hälfte der Market-Timing-Entscheidungen ist richtig und die andere Hälfte falsch) und einer durchschnittlichen Aufteilung (50-50) zwischen chancenorientierten Vermögenswerten und Liquidität zu einer Volatilität von 14% und einer erwarteten Rendite von 5% führt. Die zweite Zeile in Abbildung 3 zeigt, dass ein Ansatz der reinen Zeitdiversifikation (durchgängig konstanter 50-50-Split) die gleiche Rendite liefert, jedoch mit einer geringeren Volatilität verbunden ist. Eine stärkere Gewichtung von chancenorientierten Vermögenswerten in einem Zeitdiversifizierungsansatz (Zeile 3) kann zu einer Rendite führen, die der des Market-Timing-Ansatzes entspricht, jedoch eine geringere Volatilität aufweist als dieser – und ist daher vorzuziehen. Um die erwartete Rendite mit dem gleichen Risikoprofil über einen Market-Timing-Ansatz (Zeile 4) anzugleichen, ist eine viel höhere „Trefferquote“ erforderlich – die Market-Timing-Entscheidungen müssen in mindestens 63% der Fälle korrekt sein (abhängig von den erwarteten Renditen und Volatilität der zugrundeliegenden Vermögenswerte), was in der Praxis kaum vorkommt. Dies unterstützt die Argumentation, sich statt Market Timing auf die Zeitdiversifikation zu konzentrieren.

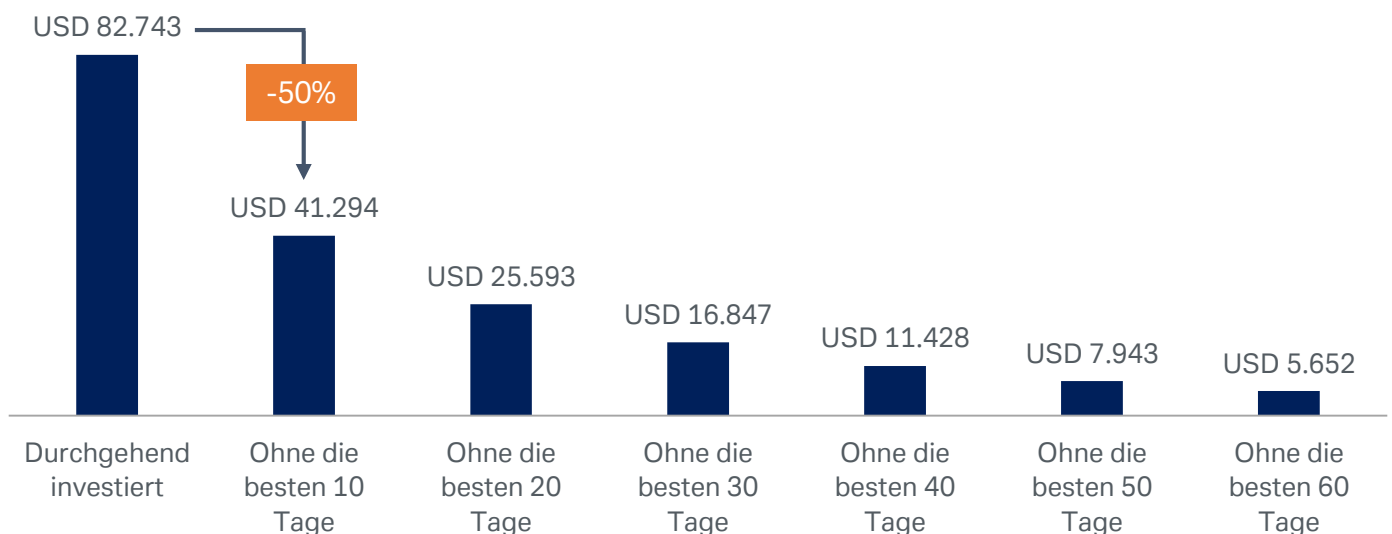
04 Market Timing vs. TAA

Eine taktische Assetallokation (TAA) ist eine Eigenschaft aktiver Anlagestrategien, die die SAA durch Anpassungen auf Ebene der Anlageklassen und Sub-Anlageklassen ergänzt, um von kurzfristigen Chancen profitieren zu können und das Verhalten des Portfolios in bestimmten Märkten auf die Bedürfnisse der Anleger anzupassen.

Bei Überlegungen zu TAA-Ansätzen sollte die relative Attraktivität von Anlagen in Sub-Anlageklassen bis hin zu einzelnen Wertpapieren oder Instrumenten berücksichtigt werden. Das Risiko bleibt in etwa unverändert. Ein Weg in die Zukunft kann durch kurzfristige Anpassungen des Risikoengagements erfolgen, um die Performance durch konkaves (Gewinnmitnahmen) und konvexes (Risikominderung) Handeln zu stabilisieren.

Dies impliziert, dass die Einzeltitelauswahl hilfreich sein kann, um eine Diversifizierung innerhalb einer bestimmten Anlageklasse zu erreichen, ohne die relative Zusammensetzung der Anlageklasse zu ändern. Der Schlüssel ist, dass kurzfristige Schutzmaßnahmen zur Glättung von Portfolioschwankungen erreicht werden können, ohne von langfristigen Zusagen abzuweichen. Folglich kann eine TAA im Verhältnis zur SAA über- oder untergewichtet sein, sich aber immer noch innerhalb der Richtlinien für die strategische Anlagekombination befinden. In einem zukünftigen CIO Special werden wir weiter untersuchen, wie SAA und TAA sich ergänzen können.

Abbildung 2: Beeinträchtigung des Portfoliowertes bei verpassten positiven Markttagen



Quelle: Bloomberg Finance L.P., Deutsche Bank Wealth Management. Stand: 20. Januar 2020. Entwicklung einer Anlage in den S&P 500 Index in Höhe von USD10.000 zwischen dem 1. Januar 1996 und 31. Dezember 2019.



05 Fazit

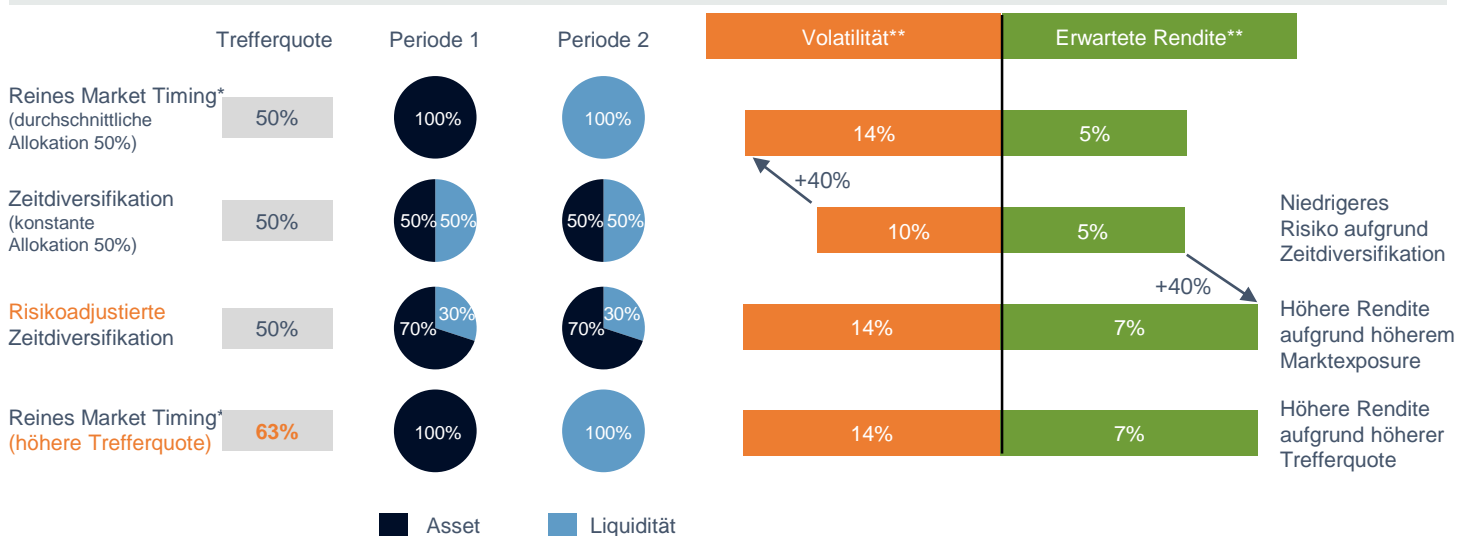
Geduld ist der Schlüssel zum Erfolg. Wir können davon ausgehen, dass einige Marktstrategien – aus einer Vielzahl von Strategien mit unterschiedlichen Market Timings – annehmbare Ergebnisse liefern würden, doch in Wirklichkeit ist dies zufällig, da die Märkte nicht vorhersehbar sind. Derartige Strategien dürften langfristig zum Scheitern verurteilt sein.

Angesichts unvollständiger Kenntnisse dürfte Anlegern (privaten wie institutionellen) die Bestimmung des besten Zeitpunkts für den Marktein- bzw. -ausstieg weiter schwer fallen. Ein grob korrektes Market Timing (mit einer „Trefferquote“ knapp über 50%) ist hier nicht ausreichend, und es besteht ein erhebliches Risiko, dass ein schlechtes Market Timing den Wert eines Portfolios mindert.

Wir sind daher der Ansicht, dass ein Anleger besser gestellt sein dürfte, wenn er über längere Zeiträume investiert bleibt – indem er die Auswirkungen unvorhersehbarer oder unbekannter Einflussfaktoren mithilfe der Zeitdiversifikation verringert – anstatt zu versuchen, diese durch Market Timing zu erraten. Um es auf den Punkt zu bringen: Kurzfristig können Marktschwankungen im Vordergrund stehen, langfristig ist die Wertschöpfung entscheidend.

Geduld sollte hier als eine wichtige Tugend angesehen werden – und als eine Bestätigung, dass wir kein perfektes Wissen über die Zukunft haben können. Die Wahl eines geeigneten Risikoprofils der gewählten Strategie sollte sicherstellen, dass vorübergehende Verluste durchgehalten werden können. Es sollte vor allem daran gedacht werden, dass der überwiegende Teil der Renditen eines Portfolios im Laufe der Zeit aus einer effektiven SAA resultiert. Darauf sollte der Fokus liegen.

Abbildung 3: Risikoadjustierter Vergleich zwischen Market Timing und Zeitdiversifikation



Quelle: Deutsche Bank Wealth Management. Erklärende Abbildung basierend auf eigenen Berechnungen. * Selektion der Zeitperioden mit höheren Renditen (nicht nur positiven Renditen); ** Beispiel: Geometrische brownische Bewegung mit erwarteten Renditen 10% pro Jahr und Volatilität 20% pro Jahr (Periode 1 & 2).



Bibliographie

- Brinson, G.P., L.R. Hood, und G.L. Beebower (1986). Determinants of Portfolio Performance. *Financial Analysts Journal* 42(4), 39-44.
- Fama, E.F. (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. *The Journal of Finance* 25(2), 383-417.
- Kusen, A. und M. Rudolf (2019). Feedback trading: Strategies during day and night with global interconnectedness. *Research in International Business and Finance* 48, 438-463.
- Shefrin, H. und M. Statman (1985). The Disposition to Sell Winners Too Early and Ride Losers Too Long: Theory and Evidence. *The Journal of Finance* 40(3), 777-790.

Glossar

Die **Korrelation** beschreibt die Entwicklung eines Wertes im Vergleich zu einem anderen bzw. einer Benchmark. Sie ist ein statistisches Maß, das den Grad der Abhängigkeit zwischen zwei Werten darstellt.

Die **strategische Assetallokation** ist die langfristige Allokation des Portfolios eines Anlegers über verschiedene Anlageklassen.

Das **systematische Marktrisiko** ist das Risiko, das den gesamten Markt (nicht nur eine bestimmte Aktie, Branche oder Anlageklasse) betrifft und weitgehend unvorhersehbar ist.

Der Standard & Poor's 500 bzw. **S&P 500** bildet in der Regel die 500 US-Unternehmen mit der höchsten Marktkapitalisierung der USA ab. Der Index berücksichtigt nicht die Dividenden der Indexbestandteile (Preisindex). Die Berechnung des Index erfolgt durch S&P.

Die **taktische Assetallokation** ist die kurzfristige Änderung an der strategischen Anlageallokation.

Die **Trefferquote** misst richtig oder falsche Investitionsentscheidungen. Die Prognosefähigkeit für die Zukunft wird von den erwarteten Renditen und der Volatilität beeinflusst.

Die **Volatilität** ist ein Parameter zur Bestimmung der Schwankungsbreite eines Wertes während eines bestimmten Zeitraums. Es handelt sich um eine mathematische Größe (i.d.R. Standardabweichung), die als Maß des Risikos einer Kapitalanlage gilt.

Appendix

Performance	20.1.2015 - 20.1.2016	20.1.2016 - 20.1.2017	20.1.2017 - 20.1.2018	20.1.2018 - 20.1.2019	20.1.2019 - 20.1.2020
S&P 500	-8,1%	22,2%	23,7%	-5,0%	24,7%

Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein geeigneter Indikator für die künftige Wertentwicklung.
Quelle: Bloomberg Finance L.P, Deutsche Bank Wealth Management. Stand Januar 2020.



Wichtige Informationen

Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Handels- oder Geschäftskunden. Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank AG, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“), in gutem Glauben vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder zur Erteilung von Ratschlägen zu Recherche, Anlagerecherche oder Anlageempfehlungen in einem beliebigen Rechtsgebiet dar. Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Erklärt ein zuständiges Gericht eine Bestimmung dieses Haftungsausschlusses für nicht vollstreckbar, so bleiben die übrigen Bestimmungen hiervon unberührt. Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände einzelner Anleger wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen allgemeinen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Instrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Ausgeber zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichteten Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Berichts dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkennzeichnung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können ohne Ankündigung und auf der Grundlage einer Reihe von Annahmen, die sich als nicht zutreffend erweisen, geändert werden und können von den Schlussfolgerungen abweichen, die andere Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank gezogen haben. Wenngleich die in diesem Dokument enthaltenen Informationen von der Deutschen Bank sorgfältig zusammengestellt wurden und von Quellen stammen, die die Deutsche Bank als vertrauenswürdig und zuverlässig einstuft, kann und wird die Deutsche Bank keine Garantie bezüglich der Vollständigkeit, Angemessenheit oder Genauigkeit der Informationen abgeben, und Anleger sollten sich darauf auch nicht verlassen. Der Einfachheit halber kann dieses Dokument Verweise zu Websites und anderen externen Quellen enthalten. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Anlageberaters entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien in Bezug auf ihre persönlichen Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen, finanziellen Umstände und Instrumente geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwälten und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzplänen und sind nichtgarantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse; der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.



Wichtige Informationen

Bahrain

Für Einwohner Bahrains: Dieses Dokument ist kein Angebot zum Kauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds, die in Bahrain, im Rahmen der Auslegung der Monetary Agency Regulations von Bahrain vermarktet werden. Alle Geldanlageanträge sind von außerhalb Bahrains zu stellen, und alle Zuteilungen haben außerhalb von Bahrain zu erfolgen. Dieses Dokument wurde zu privaten Informationszwecken für Anleger erstellt, bei denen es sich um Institutionen handelt. Es stellt keine Einladung an die Öffentlichkeit des Königreichs Bahrain dar und wird auch nicht für die Öffentlichkeit ausgegeben, an diese weitergegeben oder dieser zur Verfügung gestellt. Die Central Bank (CBB) hat dieses Dokument oder die Vermarktung solcher Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain nicht geprüft oder genehmigt. Demzufolge dürfen die Wertpapiere, Derivate oder Fonds nach dem Gesetz Bahrains nicht in Bahrain oder an die Einwohner Bahrains angeboten oder verkauft werden. Die CBB ist nicht verantwortlich für die Entwicklung der Wertpapiere, Derivate oder Fonds.

Kuwait

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihre Anfrage hin übersandt. Diese Präsentation dient nicht der allgemeinen Verteilung an die Öffentlichkeit von Kuwait. Die Wertpapiere wurden nicht von der Capital Markets Authority in Kuwait und auch von keiner anderen zuständigen Regierungsbehörde in Kuwait zum Angebot in Kuwait freigegeben. Das Angebot der Wertpapiere in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder einer Börsennotierung ist daher in Übereinstimmung mit dem Decree Law No. 31 von 1990 und den Implementierungsvorschriften (in der jeweils gültigen Form) und Law No. 7 von 2010 und den dazugehörigen Statuten (in der jeweils gültigen Form) nicht zulässig. Es erfolgt keine Privatplatzierung und keine Börsennotierung der Wertpapiere in Kuwait, und es wird keine Vereinbarung bezüglich des Verkaufs der Wertpapiere in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing-, Werbe- oder Anreizaktivitäten zum Angebot oder zur Vermarktung der Wertpapiere in Kuwait unternommen.

Vereinigte Arabische Emirate

Die Deutsche Bank AG im Dubai International Financial Centre (Registernummer 00045) wird von der Dubai Financial Services Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle DIFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende DFSA-Lizenz fallen. Hauptsitz im DIFC: Dubai International Financial Centre, The Gate Village, Building 5, PO Box 504902, Dubai, U.A.E. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich professionellen Kunden gemäß der Definition der Dubai Financial Services Authority zur Verfügung.

Katar

Die Deutsche Bank AG im Qatar Financial Centre (Registernummer 00032) wird von der Qatar Financial Centre Regulatory Authority reguliert. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle QFC, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende QFCRA-Lizenz fallen. Hauptsitz im QFC: Qatar Financial Centre, Tower, West Bay, Level 5, PO Box 14928, Doha, Qatar. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG bereitgestellt. Damit verbundene Finanzprodukte oder -dienstleistungen stehen ausschließlich Geschäftskunden gemäß der Definition der Qatar Financial Centre Regulatory Authority zur Verfügung.

Belgien

Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG in Belgien über die Zweigstelle Brüssel bereitgestellt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und berechtigt ist, das Bankgeschäft zu betreiben und Finanzdienstleistungen anzubieten und die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Brüssel, hat ihren Sitz in Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel unter der Umsatzsteueridentifikationsnummer BE 0418.371.094. Weitere Angaben sind auf Anfrage erhältlich oder können auf www.deutschebank.be nachgelesen werden.

Saudi-Arabien

Die Deutsche Securities Saudi Arabia Company (Registernummer 07073-37) wird von der Capital Market Authority reguliert. Deutsche Securities Saudi Arabia ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende CMA-Lizenz fallen. Hauptsitz in Saudi-Arabien: King Fahad Road, Al Olaya District, P.O. Box 301809, Faisaliah Tower, 17th Floor, 11372 Riyadh, Saudi-Arabien.

Vereinigtes Königreich

Im Vereinigten Königreich (UK) gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von DB UK Bank Limited im Namen aller Unternehmen, die als Deutsche Bank Wealth Management im UK agieren, genehmigt. Deutsche Bank Wealth Management ist ein Handelsname von DB UK Bank Limited. Handelsrechtlich eingetragen in England und Wales (Nr. 00315841). Eingetragener Sitz: 23 Great Winchester Street, London EC2P 2AX. DB UK Bank Limited wird von der Prudential Financial Conduct Authority zugelassen und beaufsichtigt, und die entsprechende Registrierungsnummer lautet 140848. Die Deutsche Bank behält sich das Recht vor, diese Veröffentlichung über eine ihrer britischen Niederlassungen zu verteilen, und in einem solchen Fall gilt diese Publikation als Finanzwerbung und wird von der Niederlassung dort genehmigt, wo sie von der zuständigen britischen Regulierungsstelle zugelassen wird (wenn die entsprechende Niederlassung hierzu nicht berechtigt ist, wird diese Veröffentlichung von einem anderen britischen Mitglied der Deutsche Bank Wealth Management Group genehmigt, das über die entsprechende Erlaubnis verfügt).

Hongkong

Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich Informationszwecken. Der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Angebot einer Geldanlage oder als Einladung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Geldanlage zu betrachten und ist auch nicht als Angebot, Einladung oder Empfehlung auszulegen.

In dem Umfang, in dem dieses Dokument Bezug auf konkrete Anlagemöglichkeiten nimmt, wurde sein Inhalt nicht geprüft. Der Inhalt dieses Dokuments wurde von keiner Regulierungsbehörde in Hongkong geprüft. Wir empfehlen Ihnen, in Bezug auf die hierin erwähnten Geldanlagen Vorsicht walten zu lassen. Falls Sie Zweifel bezüglich des Inhalts dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen Rat einholen. Dieses Dokument



Wichtige Informationen

wurde von der Securities and Futures Commission in Hongkong nicht genehmigt, und es wurde auch keine Kopie dieses Dokuments beim Companies Registry in Hongkong registriert; demzufolge (a) dürfen die Geldanlagen (mit Ausnahme der Geldanlagen, bei denen es sich um „strukturierte Produkte“ gemäß Definition in der Verordnung über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 571 des Gesetzes von Hongkong) („Securities and Futures Ordinance –SFO“) nicht durch dieses Dokument oder ein anderes Dokument angeboten oder verkauft werden, es sei denn, dies geschieht an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung dieses Begriffs in der SFO und der darunter erlassenen Regeln oder unter anderen Umständen, die das Dokument nicht zu einem „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in der Verordnung über Unternehmen (Auflösung und Sonstige Bestimmungen) (Kap. 32 der Gesetze von Hongkong) („Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance –CO“) oder wenn es sich nicht um ein öffentliches Angebot gemäß CO handelt und (b) darf keine Person in Hongkong oder anderswo eine Anzeige, eine Einladung oder ein Dokument ausgeben oder zur Ausgabe besitzen, das sich auf die Geldanlagen bezieht und sich an die Öffentlichkeit Hongkongs richtet oder deren Inhalt wahrscheinlich der Öffentlichkeit Hongkongs zugänglich gemacht wird (es sei denn dies ist im Rahmen der Wertpapiergesetze Hongkongs zulässig), es sei denn es geht um die Geldanlagen, die ausschließlich an Personen außerhalb von Hongkong oder ausschließlich an „professionelle Anleger“ im Rahmen der Bedeutung des Begriffs gemäß SFO und den darunter erlassenen Regeln verkauft werden.

Singapur

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von der von der Monetary Authority of Singapore („MAS“) geprüft. Die hierin erwähnten Geldanlagen dürfen der Öffentlichkeit von Singapur oder einzelnen Mitgliedern der Öffentlichkeit von Singapur nicht angeboten werden, mit Ausnahme von (i) institutionellen Anlagern gemäß §274 oder 304 des Gesetzes über Wertpapiere und Termingeschäfte (Kapitel 289) („SFA“) in der jeweils gültigen Form des SFA, (ii) relevanten Personen (darunter auch akkreditierte Anleger) gemäß §275 oder 305 und in Übereinstimmung mit sonstigen in §275 oder 305 SFA genannten Bedingungen in der jeweils gültigen Form des SFA, (iii) institutionelle Anleger, akkreditierte Anleger, Fachanleger oder ausländische Anleger (jeweils gemäß der Definition der Begriffe in den Finanzberatungsvorschriften) („FAR“) (in der jeweils gültigen Form der Definition) oder (iv) Vorgängen gemäß den Bedingungen einer geltenden Bestimmung des SFA oder der FAR (in der jeweils gültigen Form).

USA

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

Deutschland

Dieses Dokument wurde von Deutsche Bank Wealth Management über die Deutsche Bank AG erstellt und wurde der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht weder vorgelegt noch von ihr genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden Prospekte von den zuständigen Behörden genehmigt und veröffentlicht. Anleger sind aufgefordert ihre Anlageentscheidung auf der Grundlage solcher genehmigten Prospekte zu begründen, einschließlich möglicher Anhänge. Darüber hinaus stellt dieses Dokument keine Finanzanalyse im Rahmen der Bedeutung des Begriffs im Wertpapierhandelsgesetz dar und muss daher nicht den gesetzlichen Anforderungen an die Finanzanalyse entsprechen. Die Deutsche Bank AG ist eine nach deutschem Recht gegründete Aktiengesellschaft mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist im Handelsregister des Amtsgerichts Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und ist berechtigt, Bankgeschäfte zu führen und Finanzdienstleistungen anzubieten. Aufsichtsbehörden: Die Europäische Zentralbank („EZB“), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland.

Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Bancad'Italia und der CONSOB unterliegt.



Wichtige Informationen

Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von Deutsche Bank Luxembourg S.A. vorgelegt, einer nach luxemburgischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Commission de Surveillance du Secteur Financier unterliegt.

Spanien

Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de España und von CNMV reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 019 eingetragen ist. Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Bank- und Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der Hauptgeschäftssitz in Spanien ist in Paseo de la Castellana 18, 28046 Madrid. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española bereitgestellt.

Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Bancod de Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal. Diese Informationen wurden von der Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, bereitgestellt.

Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft, die nach deutschem Recht gegründet wurde und zum Betreiben von Bankgeschäft und zum Angebot von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Sie wird von der Europäischen Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main, Deutschland sowie der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Strasse 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Strasse 24-28, 60439 Frankfurt am Main, Deutschland, beaufsichtigt, die Filiale Wien zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner Platz 5, 1090 Wien. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt. Für bestimmte der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen wurden unter Umständen Prospekte veröffentlicht. In einem solchen Fall sollten Anlageentscheidungen ausschließlich auf der Grundlage der veröffentlichten Prospekte, einschließlich möglicher Anhänge, getroffen werden. Nur diese Dokumente sind bindend. Dieses Dokument stellt Marketingmaterial dar, das ausschließlich Informations- und Werbezwecken dient und nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse oder -recherche ist.

Alle Markenrechte liegen bei ihren jeweiligen rechtlichen Inhabern.

© 2020. Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: Deutsche Bank AG, Taunusanlage 12, 60325 Frankfurt am Main, Deutschland