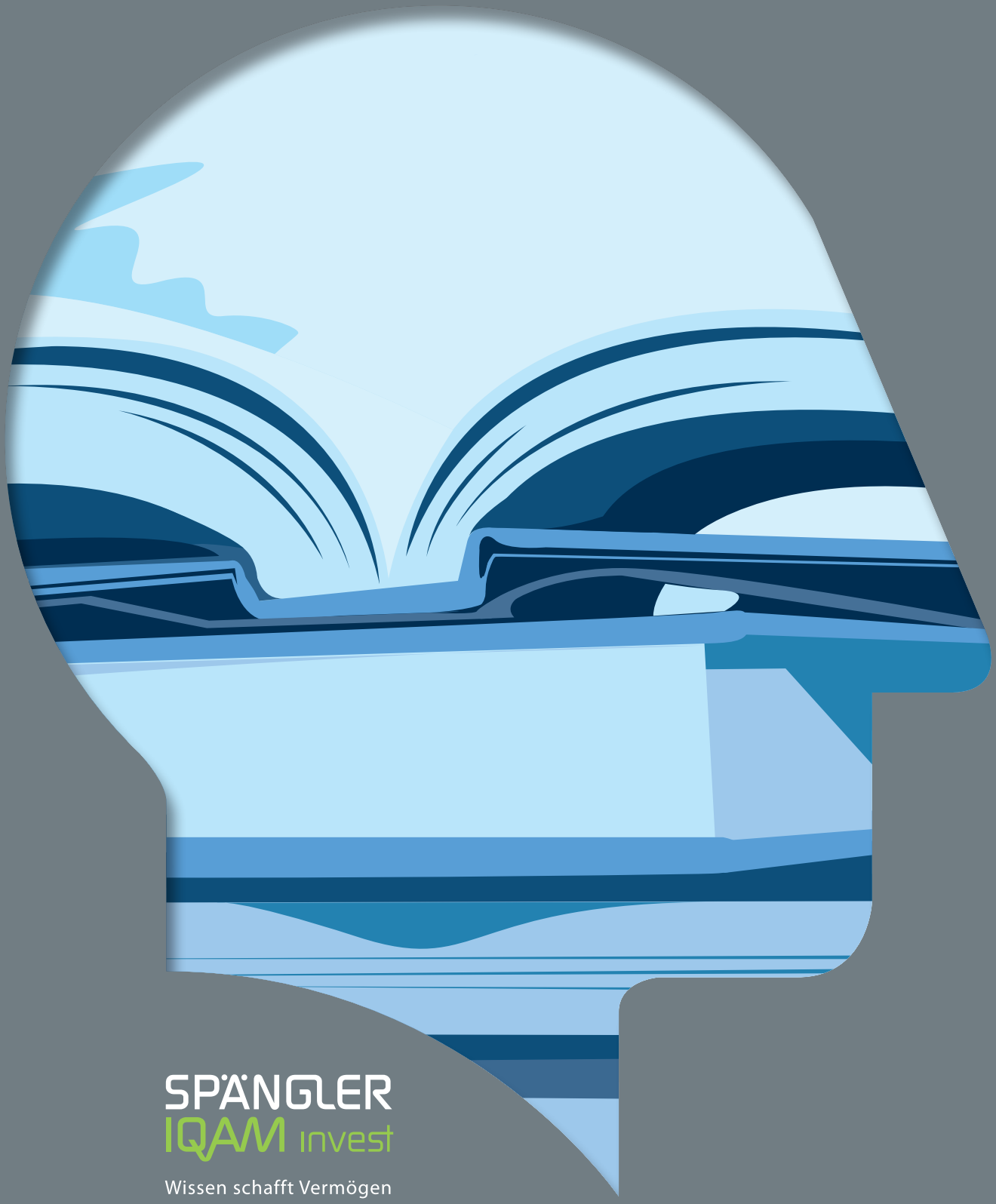


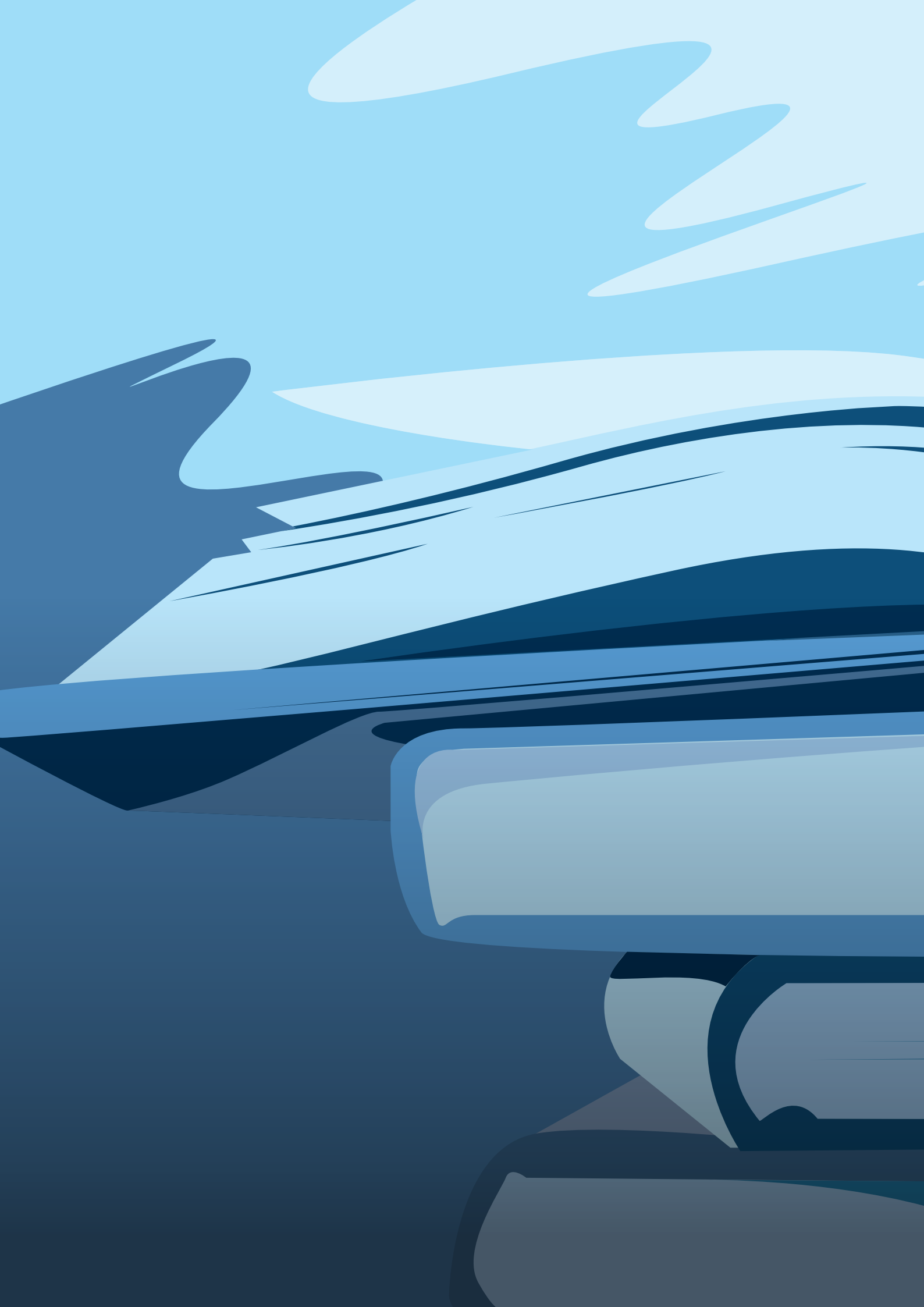
SPÄNGLER IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Spängler IQAM Report

03/2016

Sind Emerging Market-Anleihefonds attraktive Investments?



Sind Emerging Market-Anleihefonds attraktive Investments?

Univ.-Prof. Dr. Engelbert J. Dockner
Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest

Inhalt

05 Einleitung

08 Analyse der Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

10 Risikoexposures und Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

13 Wie kann in EM-Staatsanleihen investiert werden?

14 Fazit

15 Literatur und Kurzlebenslauf

Einleitung

Wie kann man in Staatsanleihen der Emerging Markets investieren?
Spätestens seit der Finanzkrise 2009 haben Finanzinvestitionen in die Emerging Markets (EM) auch bei unerfahrenen Investoren große Aufmerksamkeit erlangt. Dieses Interesse kann man auf drei Besonderheiten zurückführen.

1. Während und vor allem unmittelbar nach der Finanzkrise 2009 blieben sowohl die Aktien- als auch die Anleihenmärkte der EM relativ stabil und wiesen nur **geringe Kursverluste** aus.

2. Die makroökonomischen Rahmenbedingungen der Schwellenländer unterstützten diese Entwicklung, ganz besonders die **sehr geringen Staatsschuldenquoten** der Länder.

3. Schließlich blieben auch die Korrelationen zwischen traditionellen Anlageklassen und jenen aus den EM stabil, wodurch Finanzinvestitionen in den EM **solide Diversifikationseffekte** generierten.

Der vorliegende Beitrag analysiert die Attraktivität von Investitionen in EM-Staatsanleihen im Zeitraum von Jänner 2002 bis April 2016. Investoren haben **zwei Möglichkeiten in Staatsanleihen aus den Schwellenländern zu investieren**: Sie können **Anleihen in Lokalwährung** kaufen, z. B. türkische Staatsanleihen emittiert in türkischer Lira, oder **Anleihen in Fremdwährung**, türkische Anleihen emittiert im USD, EUR oder einer anderen Finanzierungswährung. Im Falle von Investitionen in Lokalwährung trägt der Investor zur Gänze das Zins- und Währungsrisiko der Anleihen. Bei Anleihen, die im USD oder EUR emittiert werden, trägt der Investor ein Zins- (darin inkludiert ein Ausfalls-) und ebenfalls ein Währungsrisiko, das sich allerdings nur auf die Finanzierungswährung bezieht. Daher spiegelt bei Emission einer türkischen Staatsanleihe im Euro das Zinsniveau der Anleihe das Zinsrisiko der Finanzierungswährung und das Länderrisiko der Emittentin wider. Währungsrisiko gibt es in diesem Fall für einen Euroinvestor keines.

Der Autor bedankt sich bei Herrn Stephan Kranner für die wertvolle Unterstützung bei den quantitativen Analysen.

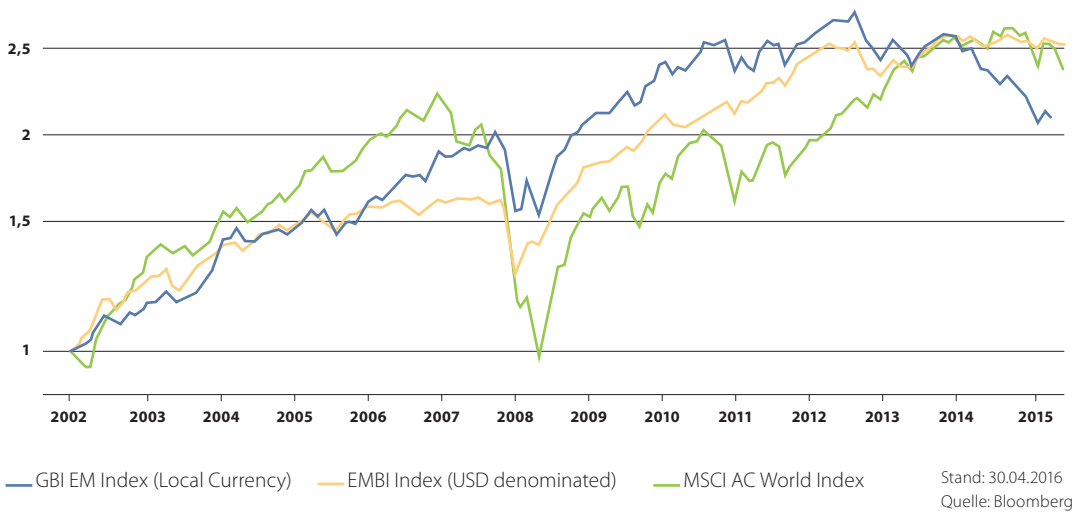
Einleitung

Sind Investitionen in Staatsanleihen der Emerging Markets attraktiv?
Nachdem es zwei alternative Wege gibt, in Staatsanleihen von Schwellenländern zu investieren, drängt sich die Frage auf, welche der beiden Varianten ist vorzuziehen? Diese Frage kann nur über ein solides Verständnis der involvierten Risiken beantwortet werden. Staatsanleihen von Schwellenländern sind durch ein **Zins-**, **Währungs-** und ein **Länderrisiko** charakterisiert. Kauft man Anleihen in Lokalwährung, setzt man auf Risikoprämien aller drei Risikokategorien. Kauft man Anleihen im Euro oder USD, dann schalten Euro- bzw. USD-Investoren das Währungsrisiko aus und erwarten eine Kompensation für das Zins- und Länderrisiko.

Um den Unterschied zwischen Anleihen in lokaler bzw. einer Finanzierungswährung deutlich zu machen, verwenden wir zwei unterschiedliche Instrumente, den **JP Morgan Government Bond Index Emerging Markets (GBI EM)**, einen Index von EM-Staatsanleihen in lokaler Währung und den **JP Morgan Emerging Market Bond Index (EMBI)**, einen Index von EM-Staatsanleihen im USD[1]. Als Vergleichsindex verwenden wir einen globalen Aktienindex, nämlich den **MSCI All Country World Index (MSCI ACWI)**. Abbildung 1 zeigt die Kursverläufe der drei Indizes über den Zeitraum Dezember 2002 bis April 2016. Dabei fallen drei Beobachtungen auf:

1. **EM-Staatsanleihen** waren nur **gering von den Turbulenzen der Finanzkrise 2009 betroffen**.
2. **EM-Staatsanleihen im USD** konnten in den letzten Jahren das **hohe Kursniveau halten**, während Anleihen in Lokalwährung durch massive Währungsabwertungen stark verloren haben.
3. Die **Volatilität** der beiden Anleiheindizes ist **deutlich geringer** als jene des globalen Aktienmarktes.

Abbildung 1 | **Performance von EM-Staatsanleihen in Lokalwährung und im USD im Vergleich zu globalen Aktieninvestments (logarithmisch skaliert)**



Stand: 30.04.2016
Quelle: Bloomberg

1 Die Version vom EMBI, die nur Staatsanleihen im USD inkludiert, wird auch JP Morgan EMBI Global Index bezeichnet.

Einleitung

Der durch Abbildung 1 gewonnene Eindruck wird durch die deskriptiven Statistiken der Tabellen 1 und 2 bestätigt. In Tabelle 1 werden die durchschnittlichen Überschussrenditen (Ü-Rendite) der drei Indizes gemeinsam mit dem Deutschen Rentenindex (REX) zusammen mit den jährlichen Volatilitäten und den Sharpe Ratios präsentiert. Alle Renditen sind Dollar-Renditen, da die Indizes in Dollar gemessen werden. Wir sehen, dass über die gesamte Laufzeit Investitionen in währungsgeschützte Staatsanleihen der Schwellenländer die beste absolute wie auch risikoadjustierte relative Performance haben. Obwohl Investitionen in globale Aktienmärkte eine höhere durchschnittliche Überschussrendite als EM-Anleihen in Lokalwährung aufweisen, ist die Sharpe Ratio des GBI EM deutlich höher als jene des MSCI ACWI. Das ergibt sich aus der geringeren Volatilität. Eine weitere Beobachtung aus Tabelle 1 ist noch erwähnenswert. Der REX als Rentenindex in deutsche Bundesanleihen hat in der Beobachtungsperiode eine höhere Volatilität als der EMBI.

Tabelle 1 | **Deskriptive Statistiken der Indizes über die gesamte Beobachtungsperiode Dezember 2002 bis April 2016**[2]

	GBI EM	EMBI	REX	MSCI ACWI
Ü-Rendite p.a.	6,19 %	7,49 %	3,56 %	7,72 %
Volatilität p.a.	11,87 %	8,57 %	10,53 %	15,66 %
Sharpe Ratio	**0,522**	**0,874**	**0,338**	**0,493**

Die Ergebnisse für Investitionen in Staatsanleihen von Schwellenländern werden noch beeindruckender, wenn man sich die Performance-Kennzahlen für die Subperiode Dezember 2002 bis Dezember 2007 ansieht. Obwohl in dieser Subperiode ein Investment in Aktien alle anderen Investitionsalternativen dominiert, sind dennoch die Sharpe Ratios sowohl für Anleihen in Lokalwährung als auch jene im USD beeindruckend.

Tabelle 2 | **Deskriptive Statistiken der Indizes GBI EM, EMBI und MSCI ACWI in der Periode Dezember 2002 bis Dezember 2007**

	GBI EM	EMBI	MSCI ACWI
Ü-Rendite p.a.	12,17 %	9,32 %	14,91 %
Volatilität p.a.	8,22 %	6,76 %	9,57 %
Sharpe Ratio	**1,480**	**1,379**	**1,558**

Vor diesem Hintergrund stellt sich die berechtigte Frage: Welche Risiken werden in welcher Höhe bei EM-Anleihen kompensiert? Dass erstaunliche Jahresrenditen bei vertretbaren Volatilitäten möglich sind, zeigen die deskriptiven Statistiken der Tabellen 1 und 2. Was die Renditetreiber für diese Performance sind, werden wir im nächsten Abschnitt erarbeiten, indem wir die Renditen der beiden Indizes mittels einer Faktoranalyse erklären.

2 Die Überschussrendite (Ü-Rendite) wird als Durchschnitt monatlicher Differenzen zwischen der Indexrendite und der risikolosen Verzinsung (3-Monats USD Zinssatz) über die Periode Dezember 2002 bis April 2016 errechnet. Die Volatilität entspricht der durchschnittlichen quadrierten Abweichung vom Mittelwert. Die Sharpe Ratio ist definiert als durchschnittliche Überschussrendite dividiert durch die Volatilität und misst den Überschussertrag pro Einheit Risiko. Beim REX ist davon auszugehen, dass sich bei den Überschussrenditen positive und negative Abweichungen vom Mittelwert die Balance halten, die Verteilung ist symmetrisch. Beim EMBI dominieren eindeutig negative Abweichungen, d.h. die Verteilung ist nach links gekrümmt.

Analyse der Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

Ausgangspunkt der Faktoranalyse ist die ungedeckte Zinsparität. Sie besagt, dass das Zinsdifferential zwischen zwei Währungen (z. B. dem Euro und der türkischen Lira) gleich ist der erwarteten Abwertung der Hochzinswährung, d.h. liegen die einjährigen Zinsen im Euro bei einem Prozent und jene in der türkischen Lira bei 11 %, dann liegt die erwartete Währungsabwertung der türkischen Lira gegenüber dem Euro im folgenden Jahr bei 10 %. Algebraisch kann man das wie folgt darstellen:

$$i_d - i_f = E(w_{d,f})$$

Wobei i_d die heimischen, i_f die ausländischen Zinsen und $E(w_{d,f})$ die erwartete Währungsänderung zwischen heimischer und ausländischer Währung sind.

Zahlreiche empirische Studien zeigen, dass die ungedeckte Zinsparität in der Praxis nicht gültig ist, sodass im Regelfall Zinsdifferenzen nicht durch Währungsabwertungen ausgeglichen werden. Dieser statistisch gut gesicherte Zusammenhang ist die Grundlage für sogenannte **Carry-Strategien**, bei denen man Papiere von Hochzinswährungen kauft und diese mit Krediten in Niedrigzinswährungen finanziert. Da die Zinsparität nicht gilt, erzielt man aus dem Zinsdifferential der entsprechenden Carry-Strategien attraktive Renditen. Tabelle 3 zeigt die Überschussrenditen, Volatilitäten und Sharpe Ratios von vier unterschiedlichen Carry-Strategien im Vergleich zum Markt (MSCI ACWI) und zur risikolosen Veranlagung.[3]

Tabelle 3 | **Deskriptive Statistiken des Marktindex (MSCI ACWI) sowie konstruierter Carry-Indizes inklusive der risikolosen Verzinsung im Zeitraum Dezember 2002 bis April 2016**

	Carry3	Carry5	Carry3 L-S	Carry5 L-S	Risk Free	MSCI ACWI
Ü-Rendite p.a.	8,71 %	7,71 %	8,29 %	7,51 %	1,25 %	7,72 %
Volatilität p.a.	12,61 %	10,76 %	12,30 %	9,55 %	0,49 %	15,66 %
Sharpe Ratio	**0,691**	**0,716**	**0,674**	**0,786**	**–**	**0,493**

3 Die vier Carry-Strategien ergeben sich wie folgt: Jeden Monat kauft man jene fünf (drei) Währungen mit den höchsten Zinssätzen. Das entspricht den Long-Strategien Carry5 Long und Carry3 Long. Zusätzlich finanziert man die Investitionen in gleichen Teilen durch die drei (fünf) niedrigsten Zinssätze. Das entspricht den Long-Short-Strategien Carry5 L-S und Carry3 L-S.

Analyse der Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

Carry liefert Renditen, die mit jenen von Aktien vergleichbar sind, bei deutlich geringerem Risiko.

Mit **Carry** ist der erste Renditetreiber von EM-Anleihen identifiziert. In der akademischen Literatur wird er nicht nur für Anleiheinvestments, sondern auch für andere Anlageklassen als wichtige Ertragskomponente gesehen.[4] Im Lichte der Diskussion von oben ist Carry ein kombinierter Faktor, der sich aus einem Zins- und einem Währungsteil zusammensetzt. Sind die Zinssätze hoch und werten die Währungen der Schwellenländer auf, ist die Entschädigung gemäß Carry deutlich über dem Zinsdifferential. Wertet die Währung ab, aber egalisiert das Zinsdifferential nicht, dann ist der Carry noch immer positiv aber deutlich kleiner als der Zinsanteil. Überkompensiert die Währungsabwertung die Zinsen, ist der Carry negativ. In diesem Fall führen die EM-Zinsen und -Währungen in Summe zu Kursverlusten.

Ein weiterer Renditetreiber für EM-Anleihen ist die Wahl der Laufzeit der Anleihen. Dieser Risikofaktor entspricht einer klassischen Duration und wird als **Duration-Faktor** bezeichnet. Der Duration-Faktor ist eng mit der Dynamik der Zinskurven verknüpft. Sinken die Zinsen ist es von Vorteil sich am langen Ende der Zinskurve zu positionieren. Steigen die Zinssätze ist eine umgekehrte Strategie optimal. Schließlich identifizieren wir als dritten Risikofaktor neben Carry und Duration den **Marktfaktor**. Dieser Faktor entspricht dem Marktportfolio im klassischen CAPM und hat die Aufgabe die nicht diversifizierbaren Risiken für gegebene Marktstimmungen einzufangen.

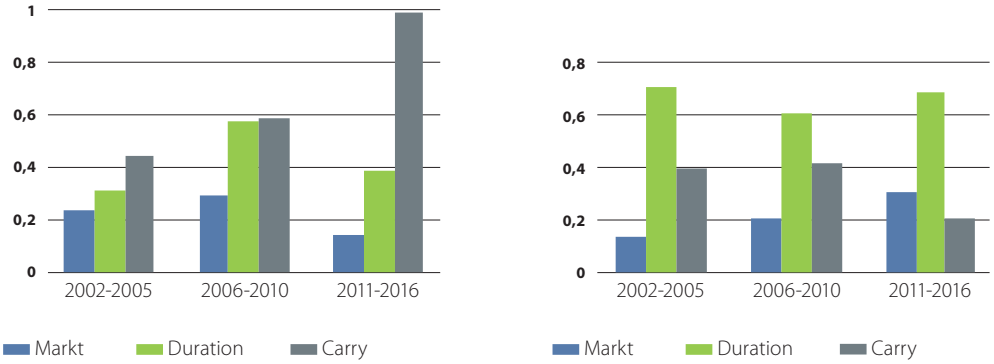
4 Siehe die Arbeit von Kojen et al (2015).

Risikoexposures und Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

Ein profundes Verständnis des Rendite-/Risikoprofils einer Investition in EM-Staatsanleihen setzt die Kenntnis der Wirkungen des Carry-, Duration- und Marktfaktors auf die Performance der Anleiherenditen voraus. Um diese Kenntnis zu erlangen, bietet sich eine Faktoranalyse an, mit der die Exposures bezüglich der Risikofaktoren gemessen werden können. Kennt man mit welcher Intensität ein Investment einem Risikofaktor ausgesetzt ist (kennt man die sogenannten Faktorladungen bzw. die Exposures), dann kann man mit den Exposures und den durchschnittlichen Preisen für eine Einheit Risiko die Risikoprämien ermitteln.

Abbildung 2 zeigt die Exposures der beiden Indizes bezogen auf die drei Risikofaktoren: Carry, Duration und Markt aufgeteilt nach den drei Subperioden, Dezember 2002 bis Dezember 2005, Jänner 2006 bis Ende 2010 und Jänner 2011 bis April 2016.

Abbildung 2 | **Faktor-Exposures des GBI (Abbildung links) und des EMBI (Abbildung rechts) gegenüber den drei Risikofaktoren Markt, Duration und Carry**

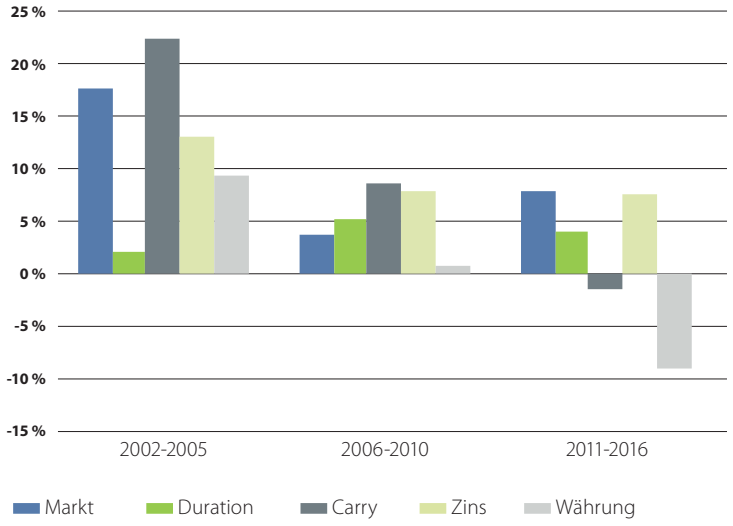


Die Darstellung der Risiko-Exposures macht deutlich, dass es zwischen den beiden Indizes (Lokalwährung und USD) signifikante Unterschiede gibt, die sich natürlich im Risiko- und Ertragsverhalten niederschlagen müssen. Während der Index im USD ein konstantes Duration- und ein beinahe konstantes Carry-Exposure hat, schwanken beide Exposures beim GBI deutlich. Aus der Sicht eines Asset Managers kann man behaupten, dass das Duration- und Carry-Risiko im Index mit Lokalwährungen über die Zeit deutlich variiert, während jenes beim EMBI relativ stabil bleibt. Um aus den Exposures die einzelnen Risikoprämien zu berechnen, benötigt man die Einheitspreise fürs Risiko.

Risikoexposures und Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

Abbildung 3 zeigt die Preise für eine Einheit Markt-, Duration- und Carryrisiko aufgeteilt nach den drei bereits zuvor genannten Subperioden. In der Darstellung wird der Preis für Carry in einen Zins- und einen Währungsteil aufgeschlüsselt, d.h. die Summe aus dem hellgrünen und hellgrauen Balken ergibt den grauen Balken. Betrachtet man die Performance von Carry sieht man, dass über die Jahre der Währungsbeitrag kleiner wird und in der Periode 2011 bis 2016 sogar deutlich negativ ist. Diese Entwicklung hat dazu geführt, dass in den letzten Jahren EM-Staatsanleihen deutlich an Attraktivität verloren haben. Allerdings haben die starken Währungsabwertungen dazu geführt, dass im Moment EM-Staatsanleiheportfolios wieder attraktive Investments sind.

Abbildung 3 | **Marktpreis der drei Risikofaktoren: Markt, Duration und Carry**



Aus den Marktpreisen der Risikofaktoren ergeben sich gemeinsam mit den Exposures die Risikoprämien, die ein Investor im Durchschnitt für eine Anlage in den GBI bzw. in den EMBI in den einzelnen drei Subperioden als Entschädigung erzielen konnte. Multipliziert man das Duration-Exposure des GBI in der Subperiode 2006 bis 2010 in Höhe von 0,568 mit dem Marktpreis für das Duration-Risiko in Höhe von 5,082 % erhält man für den GBI eine Risikoprämie für das Duration-Risiko in Höhe von 2,887 % (= 0,568*5,082 %). Ökonomisch bedeutet dies, dass man in der Periode 2006 bis 2010 bei EM-Staatsanleihen in Lokalwährung aus dem Laufzeitenrisiko eine Prämie in Höhe von knapp 3 % erwarten durfte.

Risikoexposures und Risikoprämien von EM-Staatsanleihen

Die Abbildungen 4 und 5 fassen die Prämien der Risikofaktoren in den drei Subperioden zusammen. Dabei zeigt sich deutlich, dass die Gesamtrisikoprämie (= Summe der einzelnen Prämien) über die Periode 2002 bis 2016 einmal leicht (GBI) und einmal klar (EMBI) positiv war. Während sie in den ersten beiden Subperioden deutlich über sieben Prozent lag, verringerte sie sich in der dritten Periode deutlich und lag bei den Staatsanleihen in Lokalwährungen nur mehr knapp über einem Prozent. Dieser Unterschied ist ausschließlich auf die Währungsverluste in der letzten Fünfjahresperiode zurückzuführen.

Aufgrund der massiven Währungsverluste sind die Carry-Prämien negativ, was in Summe die Gesamtrisikoprämie reduziert. Bei den Investments im USD (EMBI) fallen die Währungsverluste weg, was dazu führt, dass auch in der dritten Subperiode die Gesamtrisikoprämien bei knapp 4,8 % liegen. Insgesamt lässt sich der generelle Schluss ziehen, dass aufgrund historischer Rendite- und Risikoprofile EM-Staatsanleihen als attraktive Investments eingestuft werden können, die für risikobewusste Investoren eine echte Alternative zu traditionellen Anlageformen darstellen.

Abbildung 4 | **Risikoprämien für EM-Anleiheinvestments in lokaler Währung (GBI)**

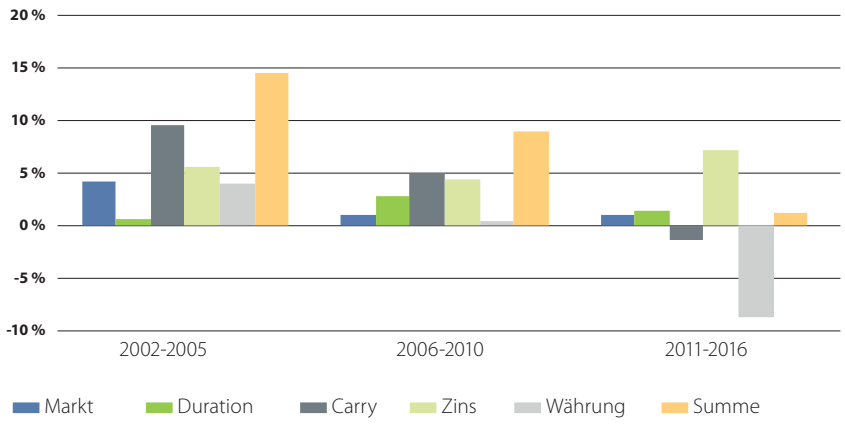
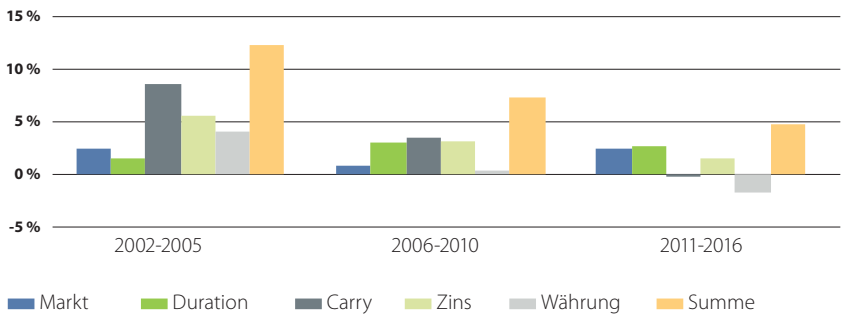


Abbildung 5 | **Risikoprämien für EM-Anleiheinvestments im USD (EMBI)**



Wie kann in EM-Staatsanleihen investiert werden?

In die beiden Indizes, die in der vorangegangenen Analyse verwendet wurden, kann man nicht direkt anlegen, weshalb sich für private wie auch für institutionelle Investoren die Frage stellt, wie man in derartige Risikofaktoren investieren kann. Am Markt wird dazu eine Reihe von EM-Staatsanleihefonds angeboten. **Spängler IQAM Invest** bietet den **Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets** an. Der Fonds investiert überwiegend in Anleihen und Geldmarktinstrumente, die von Staaten aus den Emerging Markets begeben oder garantiert werden sowie in Anleihen, welche durch supranationale Emittenten begeben werden und in einer Emerging Markets-Währung denominiert sind. Veranlagungen in Fremdwährungen werden nicht abgesichert, weshalb der Fonds als EM-Fonds in Lokalwährung einzustufen ist. Die Kennzahlen der investierten Anleihen sowie des Fonds sind in der nachfolgenden Tabelle zusammengefasst.

Zinsdifferential und realer Wechselkurs werden neben den Credit Default Swaps als Risikoschätzer systematisch eingesetzt, damit die Haupttreiber für Emerging Markets genutzt werden.

Tabelle 4 | **Aktuelle Anleihen- und Gesamtfonds-Kennzahlen des Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets**

Kennzahlen Anleihen	
Ø-Restlaufzeit	6,05 Jahre
Ø-Kupon	5,61 %
Ø-Rendite	5,63 %
Ø-Rating	BBB

Stand: 31.08.2016
Quelle: Spängler IQAM Invest

Kennzahlen Gesamtfonds	
Ø-Duration	4,73 Jahre
Ø-Modified Duration	4,56 %
Anzahl Titel	37

Stand: 31.08.2016
Quelle: Spängler IQAM Invest

Die aktuellen Performancezahlen finden sich in der abschließenden Tabelle.

Tabelle 5 | **Performancekennzahlen des Spängler IQAM Bond LC Emerging Markets**

	Fonds
seit Jahresbeginn	+11,45 %
12 Monate	+10,36 %
seit Fondsbeginn p.a.	+1,94 %
seit Performancevergleich (29.07.14)	+1,73 %
maximaler Monatsverlust (3J)	-6,37 %

Stand: 31.08.2016
Quelle: OeKB, Datastream, Spängler IQAM Invest

Fazit

Investitionen in Staatsanleihen von Schwellenländern (EM Bonds) sind sowohl für private als auch für institutionelle Anleger attraktiv, da sie ein alternatives Spektrum von Risikoprämien bieten. Neben traditionellen Zinsrisiken werden Währungs- und Länderrisiken systematisch in Form von Carry- und Duration-Prämien entlohnt. Durch die Möglichkeit Anleihen in Lokalwährung bzw. in Fremdwährung zu erwerben, entscheidet der Anleger über die Währungsrisiken, die er tragen möchte. Eine fundierte Faktoranalyse zeigt, dass in allen Marktphasen die Zinskomponente der Carry-Prämie positiv ist und in der Periode 2002 bis 2010 durch die Währungskomponente verstärkt wird, während sie in den letzten fünf Jahren durch starke Abwertungen aufgezehrt wurde.

Literatur und Kurzlebenslauf

Engel, C. (1996). "The Forward Discount Anomaly and the Risk Premium: A Survey of Recent Evidence", Journal of Empirical Finance, 3, 123-92.

R. S. J. Koijen, T. J. Moskowitz, L. H. Pedersen und E. B. Vrugt (2015). "Carry" August 2015. NBER WP #19325.

Univ.-Prof. Dr. Engelbert J. Dockner
ist seit Februar 2008 ordentlicher Universitätsprofessor für Finanzwirtschaft an der WU Wirtschaftsuniversität Wien. Davor war er von 1993 bis 2008 Ordinarius an der Universität Wien und zwischen 1996 bis 2006 zusätzlich wissenschaftlicher Leiter des Zentrums für Banking & Finance an der Donau-Universität in Krems. Er ist ein international anerkannter Fachmann für die Analyse der Auswirkungen von Industriestrukturen und Industriewettbewerb auf Aktienrenditen sowie für die Quantifizierung dynamischer Risiken und der daraus resultierenden Wertkonsequenzen von Unternehmen. Seine wissenschaftlichen Arbeiten sind in renommierten internationalen Fachzeitschriften erschienen. Von 1997 bis 2000 war er Geschäftsführer der Financial Advisory Service GmbH und 2004 Gründungsmitglied des Instituts für strategische Kapitalmarktforschung. Professor Dockner ist Mitglied der Wissenschaftlichen Leitung bei Spängler IQAM Invest.

Spängler IQAM Invest GmbH

Franz-Josef-Straße 22
A-5020 Salzburg

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Wien
Wollzeile 36-38
1010 Wien

T +43 (0) 505 8686-0
F +43 (0) 505 8686-869

Standort Frankfurt am Main
An der Welle 4
60322 Frankfurt am Main

T +49 (0) 69 7593-8150

office@spaengler-iqam.at
www.spaengler-iqam.at

SPÄNGLER IQAM invest

Wissen schafft Vermögen

Wichtige Informationen

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthält auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Die Angaben basieren auf den zum Erstellungszeitpunkt aktuell verfügbaren Daten. Die genannten Investitionsmöglichkeiten eignen sich ggf. nicht für alle Investoren. Ein Anleger muss seine Investitionsentscheidung daher auf seine individuellen Investitionsziele sowie seine finanzielle Situation abstimmen und je nach persönlichem Ermessen eine unabhängige Finanzberatung in Anspruch nehmen. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Die Angaben sind keine Finanzanalyse und unterliegen daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die geäußerten Meinungen geben die derzeit aktuelle Einschätzung wieder, Änderungen sind auch ohne vorherige Bekanntmachung möglich. Die Fonds der Spängler IQAM Invest GmbH werden nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Der jeweilige Prospekt sowie allfällige Änderungen wurden gem. § 136 InvFG 2011 veröffentlicht. Die geltende Fassung des Prospekts sowie der Wesentlichen Anlegerinformationen (= Kundeninformationsdokument, KID) liegen in deutscher Sprache bei der Spängler IQAM Invest GmbH, der Depotbank des jeweiligen Fonds sowie bei der Bankhaus Carl Spängler & Co. AG auf und sind im Internet auf der Homepage www.spaengler-iqam.at verfügbar. Für Anleger in Deutschland sind bei bestehender Zulassung zum öffentlichen Vertrieb der Prospekt sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank GmbH, München, erhältlich. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden.

Zuständige Aufsichtsbehörde: Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien

Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf: www.spaengler-iqam.at