



Fondsselektion in Krisenzeiten: Wichtige Faktoren bei der Auswahl am Beispiel von Immobilienfinanzierungen

Investment Advisory & Solutions – Investoren-Perspektive Q3 2022

Im Bereich *Investment Advisory & Solutions* haben wir in den letzten Jahren für institutionelle Kunden Portfolien im Privatmarktbereich mit einem Gesamtvolumen von rund 3 Mrd. Euro aufgebaut und kennen daher bestens die Perspektive eines Investors. Mit „Investoren-Perspektive“ berichten wir Ihnen quartalsweise von unseren Erfahrungen und Erkenntnissen, um auf Themen und Trends innerhalb der Privatmärkte einzugehen. Wir freuen uns auf Ihre Fragen oder Feedback.

Die aktuelle Energiekrise gepaart mit Zinserhöhungen der Zentralbanken zeigt, dass wir uns in einem neuen Marktumfeld befinden. Für institutionelle Investoren ist es in dieser Phase essentiell Portfolios aufzubauen und Investmentstrategien zu selektieren, die besonders resilient in schwierigen Marktphasen sind bzw. diese Marktphasen opportunistisch nutzen, um erfolgreich Transaktionen zu strukturieren.

Als Teil dieser Ausgabe der Investorenperspektive schauen wir uns am Beispiel von bankenunabhängigen Immobilienfinanzierungen (Real Estate Debt) an, welchen Einfluss das momentane Umfeld auf unsere Fondsselektion hat und welche Faktoren bei Investitionen in Real Estate Debt von besonderer Bedeutung sein sollten.

Aktuelles Marktumfeld und Opportunitäten

Die Anlageklasse Immobilien befindet sich durch die aktuelle Marktumgebung, die Auswirkungen der Covid-Pandemie und die strukturellen Änderungen bei der Nutzung von Gewerbe- und Wohnflächen in einem Wandel. Durch die heterogene und illiquide Natur der Immobilien-Anlageklasse sind die Auswirkungen auf die einzelnen Investitionen jedoch sehr unterschiedlich.

Das Umfeld steigender Zinsen erhöht die Kapitalkosten für die Equity-Sponsoren und Projektentwickler, was an den Bewertungen für Bestandsobjekte zehrt und zu hohen Bid-Ask Spreads führt. So sieht man derzeit vermehrt bei Eigenkapital-Strategien eine reduzierte Aktivität bei neuen Transaktionen (siehe Abb. 1) und Unsicherheiten bei der Preisfindung, bzw. signifikante Dispersion in der Preissetzung zwischen Verkäufer und Käufer. Deswegen werden derzeit Neu- und Nachverhandlung von Kaufpreisen getätigt und Equity-Sponsoren präferieren, falls möglich, momentan nicht den Exit zu suchen.

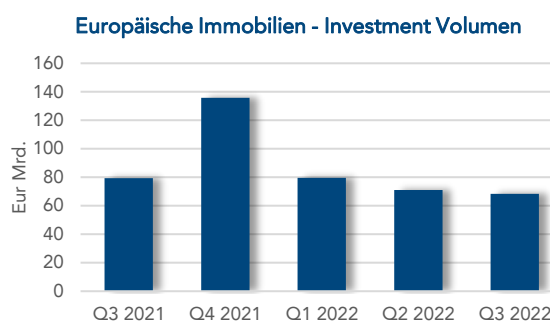


Abbildung 1: Entwicklung des Volumen Immobilien Transaktionen in Europa, CBRE

Inflation und gestörte Lieferketten erschweren und verzögern ebenfalls die Fertigstellung von Neubauprojekten. Zudem werden bei Bestandsimmobilien der Anstieg der operativen Kosten für die Mieter zu einer Herausforderung. All diese Faktoren führen dazu, dass Transaktionen derzeit nicht oder nur verlangsamt zum Abschluss kommen.

Nichtsdestotrotz sehen wir in diesem Umfeld auch einige Investitionsmöglichkeiten, welche sich besonders für Kapitalgeber eignen, die flexibel in der Kapitalstruktur sind. Fremdkapital-Strategien erfahren in der momentanen Wirtschaftslage eine höhere Investoren-Nachfrage durch ihren Fokus auf stetige laufende Zinszahlungen, eine Absicherung der Investitionen durch Equity-Puffer und vorrangige Sicherheiten-Strukturen.

Der Real Estate Debt Markt hat in den letzten Jahren weltweit ein starkes Wachstum durchlaufen und hat sich damit zu einer gereiften Anlageklasse entwickelt. In Europa verwalten alternative Kreditgeber inzwischen ein Marktvolumen von rund EUR 100¹ Mrd. Das Interesse von institutionellen Investoren ist groß, da kaum andere Anlageklassen eine attraktivere Kombination aus (erstrangiger) Besicherung mit Sachwerten, stetigen Ausschüttungsrenditen und variable Zinsstrukturen bieten. Durch den institutionellen Markt haben Investoren einen breiten Zugang zu unterschiedlichen Strategien und Risikoprofilen, die Immobilien aus unterschiedlichen Nutzungsarten und über verschiedene Abschnitte der Bau- und Reife-Phasen bei der Finanzierung als Basis haben. Investoren können sich sowohl auf der Mezzanine-, Junior-, als auch Senior-Seite positionieren, oder das gesamte Fremdkapital (Whole Loan) stellen. Damit ergibt sich ein breites Investitionsspektrum, welches eine tiefgehende Expertise im Portfoliomanagement erfordert.

Hinsichtlich des Deal Flows sieht die Situation für Fremdkapital-Strategien, im Vergleich zu Real Estate Equity, ebenfalls besser aus. Der Risiko-Appetit von Banken und die Kapazität für Finanzierungen aufgrund von Basel III hat im Zuge der Zinserhöhungen und der geopolitischen Spannungen weiter abgenommen, weswegen der Anteil von Private Debt Managern stetig wächst. Weiterhin besteht ein stabiler Bedarf für bankenunabhängige Finanzierungen über alle Risikoprofile hinweg, wegen erwartet hoher Rückzahlungen, die refinanziert werden müssen (s. Abb. 2).

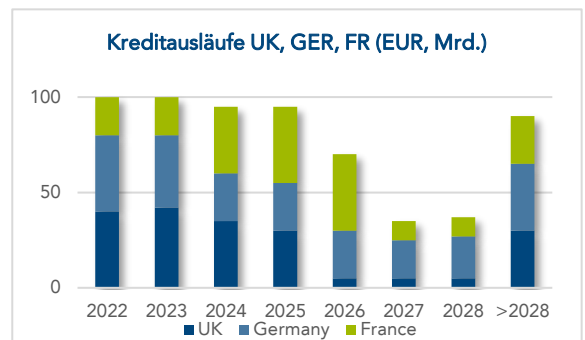


Abbildung 2: Volumen anstehender Immobilienkredit-Rückzahlungen, PGIM

Im folgenden Schaubild (s. Abb. 3) stellen wir schematisch den Einfluss von unterschiedlichen Markt- und Risikofaktoren auf den Immobilienfinanzierungs-Markt in Europa dar.

Real Estate Debt zeichnet sich durch stetige Ausschüttungsrendite, attraktive Besicherung mit Sachwerten und variablen Zinsstrukturen auch im schwierigen Marktumfeld als resilient aus.

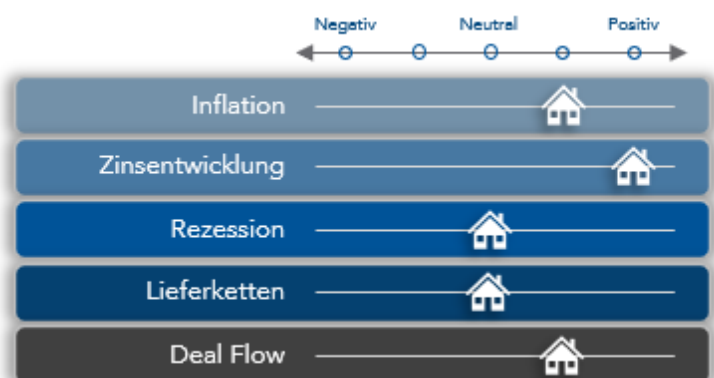


Abbildung 3: Schematische Darstellung Einfluss Marktfaktoren auf Immobilienfinanzierungen

¹ PGIM, Sep. 2022

Wir beleuchten im Folgenden, am Beispiel der Immobilien-Anlageklassen, relevante Risikofaktoren und leiten Schlussfolgerungen für die Selektion dieser Anlageklassen ab:

Einflussfaktor Zins und Leverage

Um ihrer Aufgabe der Preisstabilität gerecht zu werden erhöhen viele Zentralbanken die Leitzinsen. Steigende Leitzinsen führen dazu, dass neu-emittierte Staats- und Unternehmensanleihen höhere Coupons aufrufen. Dies hat ebenfalls einen Einfluss auf den relativen Wert von bestehenden festverzinslichen Anlagen, die sich diesem Zinsniveau anpassen.

Bei Immobilienfinanzierungen werden oftmals variable, sogenannte floating-rate, Zinssätze vereinbart. Deren Verzinsung setzt sich aus einem Spread über einem Basiszinssatz (EURIBOR oder SOFR) zusammen. Durch den variablen Basiszinssatz können Zinsänderungsrisiken für die Alternativen Fremdkapitalgeber abgefangen werden. Jedoch wurden ebenfalls die Risikoprämien von Privatmarkt-Finanzierungen in diesem Zusammenhang von den Alternativen Fremdkapitalgebern (nach oben) angepasst.

Die Finanzierungskosten von Immobilien sind im Jahr 2022 durchschnittlichen über 50-150bp angestiegen. Dies liegt zum einem an dem Anstieg der Basiszinssätze, zum anderen an einem Ø25-75bp Anstieg der Spreads durch eine Neubewertung des Kreditrisikos durch die Asset Manager.

Das Beispiel in Abb. 4 soll vereinfacht aufzeigen, wie sich höhere Finanzierungskosten auf den Cash Flow eines Objektes auswirken und welchen Einfluss dies auf den ICR² hat:

Für eine bereits erworbene Immobilie wird die variabel verzinst Fremdkapitalfinanzierung in Szenario I durch den Zinsanstieg verteuert, was den Free Cash Flow für den Eigenkapitalgeber deutlich reduziert. Um die Bedienung des Kapitaldienstes zu leisten, ist eine Reduktion des Kreditvolumens erforderlich, was in Szenario II durch eine Reduktion des LTV von 70% auf 50% erfolgt.

	Finanzierungskosten t0	Szenario I: Zinsanstieg	Szenario II: Sinkender LTV
Immobilienbewertung	1,000	1,000	1,000
LTV	70%	70%	50%
Ø Verzinsung	4%	7%	7%
Net Operating Income	50	50	50
Finanzierungskosten	-28	-49	-35
Cash-Flow	22	1	15
ICR ²	1.79x	1.02x	1.43x

Abbildung 4: Fiktive Beispielrechnung Finanzierungskosten Europäischer Whole Loan mit 70% LTV

Als Konsequenz erhöhen sich die Fremdkapitalkosten bei Floating-Rate-Finanzierungen, was einen Einfluss auf die Eigenkapitalrendite für Equity-Sponsoren hat. Fixed-rate Finanzierungen sind ebenfalls im Fall von Neuakquisitionen und Refinanzierungen betroffen. Vor allem Equity-Sponsoren mit einer schwachen Kapitalausstattung haben hierbei ein erhöhtes Kreditrisiko, weil die steigenden Kapitalkosten den freien Cash Flow der Investition reduzieren. Die Folge davon kann sein, dass die Zielrendite des Equity-Sponsors nicht erreicht wird, nicht ausreichend Kapital für die geplanten CapEx-Investitionen zur Verfügung steht, oder im schlimmsten Fall Kredit-Klauseln gebrochen oder Zinszahlungen nicht bedient werden können. In diesen Fällen ist es von Vorteil, wenn der Equity-Sponsor sein Zinsrisiko durch Derivate oder Interest Rate Caps abgesichert. Wenn dies nicht ausreicht, muss der Equity-Sponsor zusätzliches Eigenkapital nachschießen oder ein Zinsreservekonto einrichten.

Inflation – Fluch oder Segen für Immobilieninvestments?

Historisch betrachtet war ein inflationäres Umfeld von Vorteil für Immobilienanlagen, da sowohl der Preis als auch die Entwicklung der Mieten eine positive Korrelation mit der Inflationsrate aufweisen. In der derzeitigen Marktphase erfahren wir eine hohe Inflation bei Rohstoffen und Energie sowie steigende Erzeuger- und Konsumentenpreise. Asset Manager von Immobilien-Strategien legen deshalb einen starken Fokus auf die Profitabilität und Stabilität der unterliegenden Business-Pläne der einzelnen Objekte. Ein sehr wichtiger Faktor ist die diversifizierte Mieterstruktur und die Preissetzungsmacht gegenüber den Mietern, um die steigenden Bau- und

² ICR: Interest Coverage Ratio, Verhältnis Finanzierungskosten im Vergleich zum verfügbarem Cash Flow

Betriebskosten weiterzugeben. Die weiterhin bestehende Unsicherheit der Verfügbarkeit und Kosten von Baumaterialien (Abbildung 5) führt zu einer verringerten Planbarkeit von Projektentwicklungen. Asset Manager planen deshalb Verzögerungen ein, und müssen größere Puffer aufstellen und Absicherungsgeschäfte gegen Preissteigerungen abschließen. Momentan wird dieser Punkt jedoch zu einem gewissen Teil durch den Rückgang des Deal Flow im Markt entschärft.

Bewertungen und Leverage – Was verträgt der Immobilienmarkt

Privatmarkt-Anlagen werden nicht an liquiden Märkten gehandelt, sondern über institutionelle Sekundärmärkte oder setzen das investierte Kapital erst nach Ablauf der Fondslaufzeit wieder frei. Dementsprechend haben Privatmarkt-Anlagen sehr eingeschränkte tägliche, sog. „mark-to-market“, Volatilität. Änderungen an der Bewertung von einzelnen Investments ergeben sich nur bei relevanten Markt-Events oder Änderungen des idiosynkratischen Risikos des speziellen Assets. Sachwertanlagen werden meistens auf jährlicher Basis von externen Dienstleistern bewertet, was im Fall von Abwertungen zu Abschreibungen auf Equity und Debt führen kann. Im Vergleich zu den liquiden Märkten treten Auswirkungen auf Bewertungen von Privatmarktanlagen typischerweise verzögert auf.

Die expansive Zinspolitik der Zentralbanken bringt Immobilienmärkte unter Druck, da der höhere Diskontierungszins zur Wertminderung zukünftiger Cashflows und somit zu einer niedrigeren Gesamtbewertung von Immobilien führen kann. Durch den gleichzeitigen Anstieg von Renditen in liquiden Anlageklassen mit niedrigerem Risikoprofil (z.B. Anleihen) könnte der Immobilienmarkt relativ an Attraktivität verlieren. Deshalb erwarten viele Marktteilnehmer steigende Cap-Rates und somit sinkende Bewertungen für Immobilien. Seit der Finanzkrise in 2008 sehen wir jedoch einen sinkenden Verschuldungsgrad bei Immobilieninvestitionen und somit einen höheren Puffer für potentielle Abwertungen (s. Entwicklung LTV vs. DSCR Abb. 6).

Selektiver Investitionsansatz – Fallbeispiel Real Estate Debt

Vor dem Hintergrund aktueller Entwicklungen erwarten wir in den folgenden Monaten und Jahren eine signifikantere Dispersion der Performance einzelner Manager und Strategien. In dieser Zeit ist eine strukturierte Manager- und Fonds-Selektion essentiell, um alle relevanten Risikofaktoren zu identifizieren und ein diversifiziertes Portfolio aufzustellen (siehe Abbildung 7).

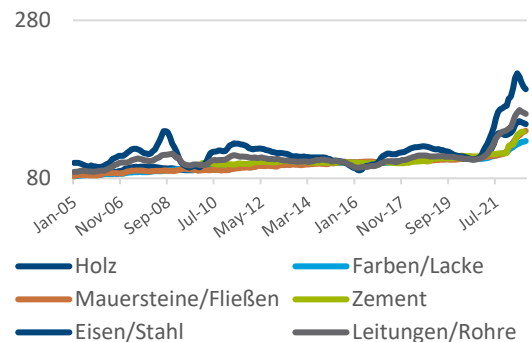


Abbildung 5: Rohstoffpreise, EU27, Index 2015=100, Eurostat

Gewerbeimmobilien LTV in % (links), DSCR-Ratio (rechts)

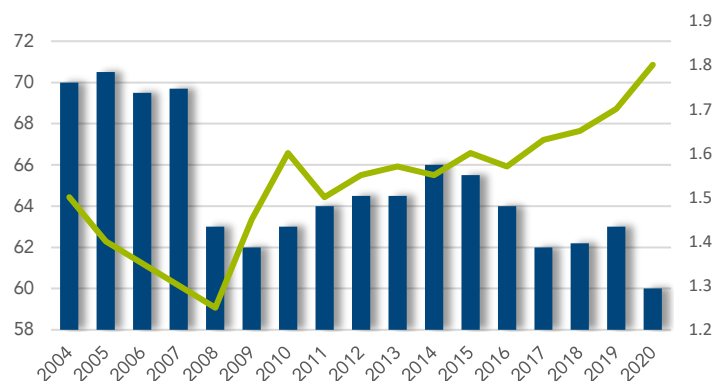


Abbildung 6: Entwicklung LTV und DSCR Ratio von CRE, Trepp



Abbildung 7: Real Estate Debt: Relevante Faktoren bei der Manager Selektion im aktuellen Marktumfeld

Sourcing/ Screening

In Privatmarkt-Anlageklassen ist es sehr wichtig einen breiten Zugang zu relevanten Fonds und Strategien herzustellen, der über quantitative Datenbanken und direkte Kontakte aufgebaut wird. Das Investment-Universum wird zunächst einem Screening unterzogen, welches die relevanten Produkte nach den wichtigsten Eckdaten filtert. Hinsichtlich Risikoprofil konzentrieren wir uns in der aktuellen Marktphase vor allem auf Core+ und Value-Add Projekte mit guter Lagequalität und positiver Vermietungsprognose, in denen der Business-Plan des Equity-Sponsors/ Projektentwicklers substantiell zu einer höheren Bewertung des Objektes im Laufe der Kreditlaufzeit beitragen soll.

Unser Fokus liegt auf erstrangig besicherte Finanzierungen bzw. Whole Loans mit Beimischung von nachrangigen Finanzierungen mit einem starken Eigenkapitalpuffer von mind. 25-30%

Nachhaltigkeitsfaktoren werden ebenfalls im Rahmen des Screenings bei der Anwendung von Ausschlusskriterien und quantitativen Auswertung von KPIs berücksichtigt. Privatmarkt-Investitionen bieten die Möglichkeit einer direkteren Einflussnahme auf einzelne Projekte und höhere Transparenz, um bestimmte Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Für Finanzierungen mit mehrjähriger Laufzeit ist die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsfaktoren ebenfalls ein wichtiges Werkzeug um die Immobilie nachhaltig zu bewirtschaften und damit Exit-Risiken zu reduzieren.

Due Diligence

Immobilienfinanzierungen, die mit einem speziellen Objekt oder einem Portfolio von Immobilien besichert sind, unterliegen primär idiosynkratischen Risiken. Als Risikopuffer für den Kreditgeber gilt das deal-spezifische Equity-Cushion des Equity-Sponsors, der im Fall von Abwertungen der unterliegenden Assets, Kapital nachschießen muss. Dementsprechend besteht Kreditrisiko mit dem Equity-Sponsor, dessen Bonität und Stabilität, neben der Asset-Qualität, relevant für die Stärke der Besicherung ist.

Mieteinnahmen lassen sich ggf. über Indexierung oder Staffelung an Inflationsänderungen anpassen. Hierbei sollte man eine möglichst hohe Diversifikation der unterliegenden Mieterstruktur beachten.

Finanzierungen mit floating-rate Verzinsung erfordern, bei steigenden Zinssätzen, aktives Monitoring und Stress-Testing der Zahlungsfähigkeit der Equity-Sponsoren und der unterliegenden Mieter.

Sektorspezifische Risiken sind derzeit vor allem für Büro, Hotels und Einzelhandelsobjekte relevant. Während der Covid-19 Pandemie waren diese Nutzungsklassen besonders durch Social-Distancing-Maßnahmen und Reisebeschränkungen betroffen. In diesem Zusammenhang werden neue Konzepte zur Büronutzung und für kollaboratives Arbeiten, insbesondere in Großstädten bspw. wie den Top-7 in Deutschland, umgesetzt. Im Kontrast dazu gibt es auch Nutzungsarten, die von den aktuellen Entwicklungen profitieren: Logistik und Lagerung, Datacenter, Wohnimmobilien und Life Science Objekte für den technischen und medizinischen Sektor.

Weiterhin betrachtet das Selektions-Team bei Real-Estate-Debt-Fonds den Prozess für die Strukturierung der Kreditverträge, mit besonderem Fokus auf Nebenabreden, sog. Covenants. Zudem ist es sehr wichtig, dass der Equity-Sponsor über ausreichend Erfahrung verfügt, um Immobilienprojekte aus schwierigen Situationen zu führen. Hierfür analysieren wir die Restrukturierungsfähigkeiten und -Kompetenzen des Managers und analysieren historische Ausfälle.

Covenants, sind ein Sicherheitsmechanismus von Kreditverträgen und bieten dem Kreditgeber die Möglichkeit durch bestimmte Trigger-Events Kontrolle über die Besicherung zu erlangen oder bestimmte Verpflichtungen beim Equity Sponsor durchzusetzen. Grundsätzlich sind die meisten Kredite nicht auf Übernahme der Kontrolle durch den Kreditgeber (Loan-to-Own) ausgerichtet, weswegen sich Kreditgeber und -Nehmer in der Regel einigen wollen. Deswegen achten Manager darauf möglichst starke Covenants in die Kreditverträge zu übernehmen. Hierfür werden besonders Covenants berücksichtigt, die das Verhältnis zwischen Eigenkapital/ Gesamtwert und des Nennwerts des Fremdkapitals bestimmen (Loan-to-Value oder Leverage-ratio) und Covenants, die Cash-Flows ins Verhältnis mit den Verpflichtungen an den FK Geber (Debt-Service-Coverage Ratio, DSCR oder Interest-Coverage-Ratio, ICR) oder mit dem Volumen des Fremdkapitals (Debt-Yield-Ratio) aufzeigen.

Aktuell sehen wir bei Immobilienfinanzierungen einen höheren EK-Puffer und stärkere Kredit-Klauseln im Vergleich zum Jahr 2021.

Banken haben durch sinkende Coverage Ratios (insb. ICR und DSCR) höhere Risikokapital-Hinterlegungspflichten, weswegen wir eine weiter sinkende die Nachfrage nach Immobilienfinanzierungen bei Banken erwarten. Das bringt Asset Manager und Investoren in eine sehr attraktive Ausgangslage, in der konservativere Konditionen mit den Equity-Sponsoren durchgesetzt werden können.

Weiterhin kann der Fremdkapital-Geber bestimmte Zeitpläne und Milestones vereinbaren, die z.B. bei Projektentwicklungen und Renovierungen den Fortschritt messen sollen. Im Fall eines Bruchs dieser Klauseln hat der Equity-Sponsor typischerweise die Möglichkeit diese durch zusätzliches Eigenkapital oder Zinsreserven zu heilen. Hierfür ist besonders die Strukturierungs-Expertise des Managers von Relevanz, um Zugriffsrechte und Rangfolge mit dem Equity Sponsor, aber auch in Intercreditor-Agreements (ICAs) mit anderen Fremdkapitalgebern zu definieren.

Sollten die o.g. Maßnahmen nicht ausreichend sein, hat der Manager die Möglichkeit Bürgschaften und Zins- und Kapitalgarantien zu verlangen, oder die besicherte Immobilie zu übernehmen, selbständig zu verwalten und anschließend zu veräußern. Deshalb ist es besonders wichtig auf einen adäquaten Team-Set-Up zu achten, der genug Expertise und Ressourcen bietet solche Situationen zu verarbeiten.

Fazit

Als Konsequenz auf die aktuellen Entwicklungen verschärfen alternative Kreditgeber ihre Kriterien zur Kreditvergabe und fokussieren sich auf Objekte mit konservativen Business-Plänen mit Wertsteigerungspotential und guter Gebäudequalität unter Beachtung von Nachhaltigkeitsfaktoren und Energieeffizienz.

Bei Prime Capital wenden wir für die Selektion von Strategien einen holistischen Investmentprozess über alle Anlageklassen an, der generelle Aspekte sowie Strategie-spezifische Faktoren berücksichtigt. Wir evaluieren potentielle Investitionen mit quantitativen und qualitativen Methoden auf Ebene des Managers, der Strategie und des Investmentvehikels. Weiterhin analysieren wir das strukturelle und operationelle Setup, die relevanten

Prozesse des Managers sowie Nachhaltigkeits- und ESG-Faktoren. Unser mehrstufiger Investmentprozess umfasst alle relevanten Schritte auf dem Weg zur Investmententscheidung von der Erstellung des Investmentuniversums, dem quantitativen Screening und der initialen und detaillierten qualitativen Due Diligence. Das Manager Selection Team von Prime Capital legt den Prozess auf Transparenz aus, um den Investor an allen notwendigen Stellen flexibel involvieren zu können.

Über Prime Capital Investment Advisory & Solutions (IAS)

In der Einheit Investment Advisory & Solutions beraten wir institutionelle Kapitalanleger entlang des gesamten Investmentprozesses. Der Bereich verfügt über eine langjährige und nachweisliche Expertise in verschiedensten Privatmarktsegmenten sowie über fundierte Kenntnisse der regulatorischen Rahmenbedingungen, die für eine erfolgreiche Umsetzung notwendig sind. Dabei geht unser Ansatz über eine reine Beratungsfunktion hinaus und umfasst zudem die Umsetzung im Rahmen einer Kapitalanlageverwaltung sowie der Implementierung. Sämtliche Dienstleistungen von IAS unterliegen nach internationalem Standard (ISAE) zertifizierten Prozessen und Kontrollen.

Weitere Informationen über Prime Capital AG finden Sie unter www.primecapital-ag.com.

Autoren:



Daniel Huss
Head of Manager Selection
+49 69 9686 984 385
Daniel.Huss@primecapital-ag.com

Kontakt:



Sebastian Stehling, CFA
Head of Investment Advisory & Solutions
+49 69 9686 984 343
Sebastian.Stehling@primecapital-ag.com



Eugen Lechner
Director, Manager Selection
+49 69 9686 984 328
Eugen.Lechner@primecapital-ag.com

Disclaimer:

Dieses Material richtet sich ausschließlich an Personen, die erfahrene oder bestehende Investoren in kollektiven Kapitalanlagen sind, professionelle Kunden sind oder anderweitig berechtigt sind, gemäß dem geltenden Angebot zu investieren. Dieses Material ist vertraulich und nur für die Person bestimmt, der es zur Verfügung gestellt wurde. Eine Kopie darf unter keinen Umständen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Prime Capital einer anderen Person als dem autorisierten Empfänger gezeigt, kopiert, übermittelt oder anderweitig gegeben werden. Die Verbreitung der hierin enthaltenen Informationen in bestimmten Rechtsordnungen kann eingeschränkt werden, und dementsprechend liegt es in der Verantwortung jedes potenziellen Anlegers, sich in Bezug auf die Einhaltung der einschlägigen Gesetze und Vorschriften zu überzeugen. Dieses Material dient den Informationszwecken, ist nur für Ihren Gebrauch bestimmt und stellt keine Einladung, Aufforderung oder ein Angebot dar, eines der genannten Produkte oder Dienstleistungen in Anspruch zu nehmen, oder zu kaufen oder zu verkaufen. Die bereitgestellten Informationen sollen keine ausreichende Grundlage für eine Investitionsentscheidung bieten. Die hierin enthaltenen Informationen sind vorläufig, dienen nur zu Diskussionszwecken, sind nur eine Zusammenfassung der wichtigsten Informationen, sind nicht vollständig und enthalten keine wesentlichen Angaben über den geplanten Fonds, einschließlich wichtiger Konfliktangaben und Risikofaktoren im Zusammenhang mit einer Investition in diesen Fonds, und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Es besteht keine Verpflichtung, dieses Material zu aktualisieren, zu ändern oder zu ergänzen oder den Leser anderweitig zu benachrichtigen, falls die hierin genannten Informationen oder die hier in diesem Text dargelegte Meinung, Projektion, Prognose oder Schätzung sich ändert oder unzutreffend wird.