



LB≡BW

# Kapitalmärkte Blickpunkt

LBBW Research | Strategy

## Renten-Retter: Kapitalgedecktes Zubrot mit Sicherheitspuffer

### In aller Kürze:

- Die gesetzliche Rente stößt an strukturelle Grenzen
- Ein kapitalgedeckter Baustein muss hinzukommen
- Bei kluger Architektur stimmt das Verhältnis zwischen Rendite und Risiko

#### Antje Laschewski

Senior Investment Analyst

+49 711 127-73064

[Antje.E.Laschewski@LBBW.de](mailto:Antje.E.Laschewski@LBBW.de)

#### Dr. Berndt Fernow

Senior Investment Analyst

+49 711 127-48385

[Berndt.Fernow@LBBW.de](mailto:Berndt.Fernow@LBBW.de)

[LBBWResearch@LBBW.de](mailto:LBBWResearch@LBBW.de)

[www.LBBW.de/Research](http://www.LBBW.de/Research)

## Einleitung

Die deutsche Altersvorsorge steht vor einem Epochenbruch. Das Umlageverfahren der gesetzlichen Rentenversicherung, einst Stabilitätsanker des Sozialstaats, stößt im demografischen Gegenwind strukturell an seine Grenzen. Das neue Rentenpaket 2025 stabilisiert das Rentenniveau zwar bis 2031, verschiebt die Verteilungskonflikte aber lediglich in die Zukunft. Grundlegende Stellschrauben wie ein höheres Renteneintrittsalter, die Einbeziehung weiterer Berufsgruppen oder eine Absenkung des Rentenniveaus blieben unangetastet – nicht zuletzt aus Angst vor wahlpolitischen Verwerfungen.

Ein Blick nach Frankreich und Österreich zeigt, wohin Reformvermeidung führt: steigende Defizite, wachsende Staatshaushaltsrisiken, erodierendes Vertrauen. Demgegenüber haben Schweden und die Niederlande ihre Systeme frühzeitig kapitalgedeckt ergänzt und flexibilisiert. Dort sorgen obligatorische Zusatzrenten und eine starke betriebliche Vorsorge für mehr Resilienz – wenn auch um den Preis größerer Kapitalmarktrisiken. Auch in Deutschland führt kein Weg daran vorbei, die kapitalgedeckte Säule zu stärken. Allerdings stößt die Abhängigkeit der Altersvorsorge von den Kapitalmärkten weiterhin auf Skepsis. Im analytischen Teil untersuchen wir daher, was eine realistisch ausgestaltete, kapitalmarktbasierte Zusatzrente leisten kann – und wie sie konstruiert sein muss, damit Risiken begrenzt bleiben.

# Umlageverfahren vor Zerreißprobe

Das Umlageverfahren bildet das finanzielle Fundament der gesetzlichen Rentenversicherung in Deutschland. Das Prinzip ist schlicht und zugleich politisch aufgeladen. Die Beiträge der aktuell Erwerbstätigen werden nahezu vollständig verwendet, um die laufenden Renten zu finanzieren. Ein individueller Kapitalstock existiert nicht. Die Leistungsfähigkeit des Systems hängt damit unmittelbar von der demografischen Struktur, der Beschäftigungslage und der Lohnentwicklung ab.

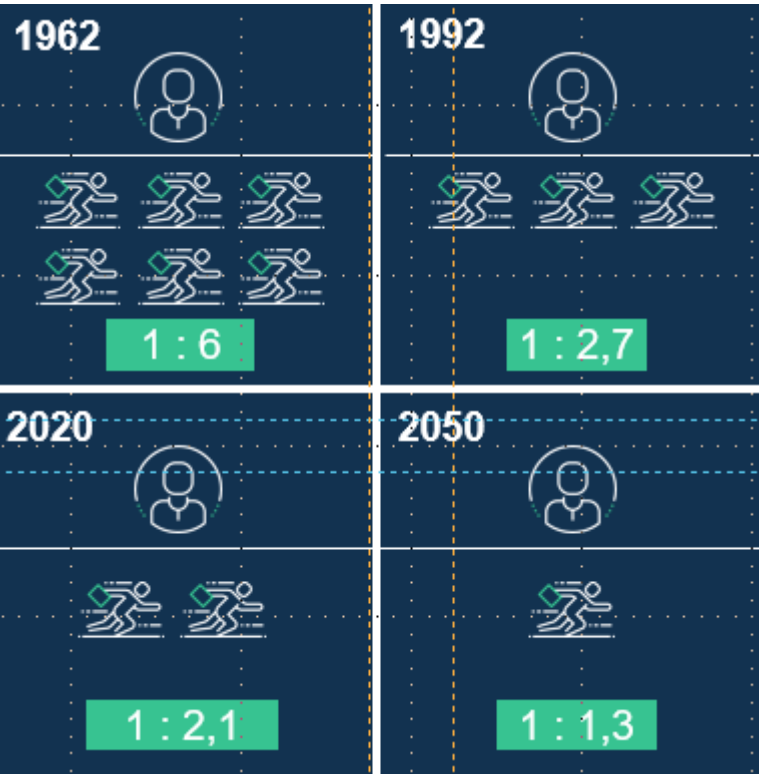
Über Jahrzehnte funktionierte dieses Modell, weil viele Beitragszahler auf wenige Rentner trafen und das Wirtschaftswachstum steigende Löhne garantierte.

Diese Voraussetzungen gelten heute nicht mehr. Der demografische Wandel hat das Verhältnis von Einzahlern zu Rentenbeziehern fundamental verschoben. Während geburtenstarke Jahrgänge in den Ruhestand eintreten, folgen geburtenschwache Jahrgänge in den Arbeitsmarkt. Zugleich steigt die Lebenserwartung, wodurch Renten länger bezahlt werden müssen: Wie in Abb. 1 ersichtlich, kamen Ende der 1980er Jahre noch drei Einzahlern auf einen Rentner. 2050 werden es laut Bundesinstitut für Bevölkerungsforschung nur noch 1,3 Beitragszahler sein.

Immer weniger  
Beitragszahler...

... für immer  
mehr Rentner

Abb. 1: Verhältnis von Rentnern zu Beitragszahlern

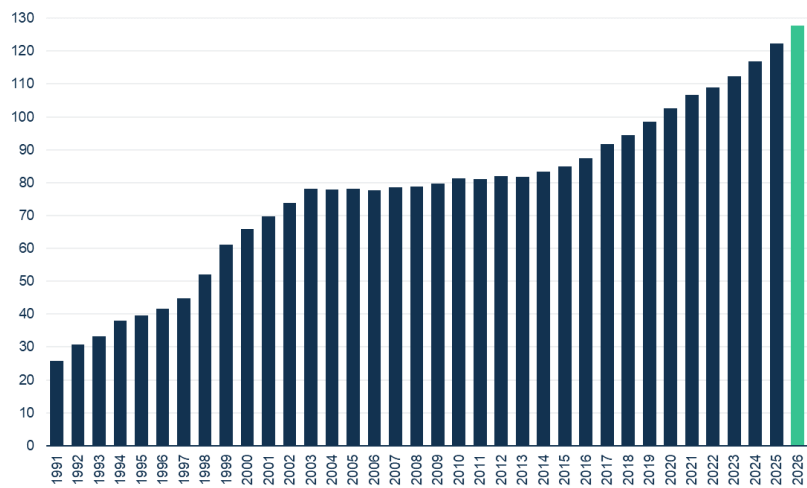


Quelle: LBBW Research

Hinzu kommt die wachsende Abhängigkeit vom Arbeitsmarkt. Teilzeit, Niedriglohnsektoren und unterbrochene Erwerbsbiografien begrenzen das Beitragsaufkommen. Außerdem wirken sich konjunkturelle Schwächen unmittelbar auf die Einnahmen der Rentenkasse aus, da nennenswerte Rücklagen fehlen.

Die Grenzen des Umlageverfahrens werden auch an den steigenden Bundeszuschüssen zur Deutschen Rentenversicherung deutlich. Ohne diese Quersubventionierung durch Steuergelder wäre das System schon lange nicht mehr tragfähig: 2024 überwies der Bund über 110 Milliarden Euro an die Deutsche Rentenversicherung (DRV) – rund 23 % des Gesamtvolumens des Bundeshaushalts – Tendenz steigend.

**Abb. 2: Bundeszuschüsse an die Rentenversicherung**  
1991-2026 in Mrd. Euro



Quelle: Deutsche Rentenversicherung, Bundesfinanzministerium, LBBW Research

Damit ist klar: Ohne strukturelle Anpassungen des Umlageverfahrens wird die Schere zwischen Leistungsversprechen und Finanzierbarkeit immer weiter aufgehen. Als Stabilisierungsparameter stehen höhere Beitragssätze, ein steigendes Renteneintrittsalter und ein sinkendes Rentenniveau zur Verfügung. Zwischen diesen Größen muss die Politik abwägen. Schließlich verschiebt jede Justierung an einer der Stell-schrauben die Lasten zwischen den Generationen:

Höhere Beiträge und ein erhöhtes Renteneintrittsalter belasten primär die aktuell Erwerbstätigen, wobei insbesondere bei der jungen Genera-tion die Chancen auf eine auskömmliche Rente aus dem Umlageverfah-ren überproportional sinken. Ein sinkendes Rentenniveau trifft hingegen vor allem die heutigen Rentner. Da diese aber die größte Wählergruppe stellen, sind Rentenkürzungen aufgrund gefürchteter Stimmenverluste quasi ein politisches Tabu.

Kein Wunder also, dass die heißen Eisen im neuen Rentenpaket 2025, das am 1. Januar 2026 in Kraft getreten ist, wieder nicht angefasst wur-den. Vielmehr ist das zentrale Element eine Stabilisierung des Renten-niveaus bis 2031 bei 48 %. De facto werden die Lasten dadurch einmal mehr in die Zukunft verschoben: auf jene, die heute einzahlen, morgen länger arbeiten und höhere Beiträge zahlen, aber dennoch ein im Ver-hältnis zum Lebensstandard sinkendes Rentenniveau hinnehmen müs-sen. Die Verbesserungen bei der Anrechnung von Kindererziehungszei-ten („Mütterrente“) trösten darüber kaum hinweg. Auch die Aufhebung des Anschlussverbotes, die die arbeitsrechtliche Grundlage für die Ak-tivrente schafft und Menschen motivieren soll, über die Regelalters-grenze hinaus beim alten Arbeitgeber weiterzuarbeiten, ist nicht der große Wurf. Immerhin sollen mit dem zweiten Betriebsrentenstärkungs-gesetz neue Anreize für Arbeitnehmer und Arbeitgeber im Bereich be-triebliche Altersvorsorge gesetzt werden. Auch eine Reform der steuer-lich geförderten privaten Altersvorsorge, die zum 1. Januar 2027 die bis-herige Riesterrente ablösen soll, klingt vielversprechend. Geplant ist ein Übergang zu einem flexibleren, renditestärkeren Altersvorsorgedepot, das Kapitalmarktinvestitionen wie Aktien oder ETFs ermöglicht. Ange-dacht ist eine staatlich geförderte monatliche Sparrate von 150 Euro. Im Laufe des Jahres 2026 soll zudem eine Frühstart-Rente eingeführt wer-den. Vorgesehen ist ein staatlicher Beitrag von monatlich 10 Euro, der in ein kapitalmarktorientiertes Vorsorgekonto für Kinder und Jugendliche fließt. Das geht in die richtige Richtung.

Bundeszuschüsse  
steigen immer  
weiter

Schere zwischen  
Leistungsver-  
sprechen und  
Finanzierbarkeit  
öffnet sich weit

Neues Renten-  
paket ist kein  
großer Wurf

Immerhin:  
Sparen fürs Alter  
wird gefördert

# 48 %

## Haltelinie für das Rentenniveau

Das zentrale Element im Rentenpaket 2025 ist eine Stabilisierung des Rentenniveaus bei 48 % bis 2031. Lasten werden damit einmal mehr in die Zukunft verschoben.

Eine große Rentenreform für die Zeit nach 2031 steht aber noch aus. Eine von der Regierung eingesetzte Alterssicherungskommission soll bis zur Jahresmitte Vorschläge ausarbeiten. Die 13-köpfige Gruppe wird wohl kaum gänzlich neue Ideen aus dem Hut zaubern, sondern eher bekannte Reformanstöße kombinieren. So könnte das Renteneintrittsalter auf 70 erhöht oder die abschlagsfreie Rente mit 63 abgeschafft werden. Außerdem könnten auch Beamte und Selbstständige in die gesetzliche Rente einbezogen werden. Alternativ würden Verbeamtungen begrenzt und damit zukünftige Pensionszahlungen reduziert. Des Weiteren wurde ein Boomer-Soli vorgeschlagen, bei dem reichere Rentner Geld für ärmere abgeben sollen.

Für künftige Rentner ist aber schon jetzt sicher: Die gesetzliche Rente allein wird nicht reichen. Zusätzliche Vorsorge – betriebliche und private – wird zur Pflicht, nicht zur Kür. Politisch führt deshalb kein an einer Stärkung der kapitalgedeckten Säule vorbei – und zwar so, dass auch Geringverdiener eine echte Chance auf Vermögensaufbau und damit eine auskömmliche Rente haben.

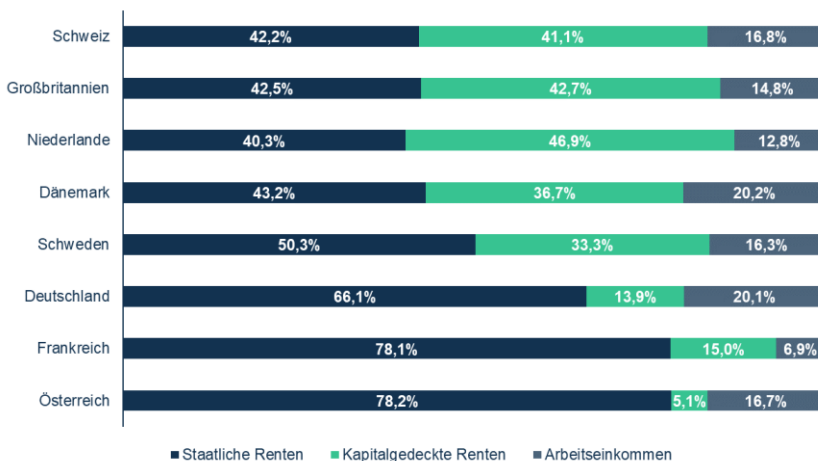
Eine wirklich „Große Reform“ steht noch aus

Kapitalgedeckte Säule muss gestärkt werden

## Exkurs: Wie machen es andere?

Deutschland steht mit seinem Rentenproblem längst nicht allein da. Ein Blick in die europäischen Nachbarländer zeigt, wie unterschiedlich die Länder auf die Herausforderungen reagieren – und dass es neben möglichen Vorbildern auch abschreckende Beispiele gibt.

Abb. 3: Zusammensetzung der Einkünfte von über 65-Jährigen



Quelle: OECD, LBBW Research

In Frankreich ist das Rentensystem seit Jahren chronisch defizitär. Die 2023 beschlossene Anhebung des Rentenalters von 62 auf 64 Jahre war weniger Ausdruck einer vorausschauenden Strategie als ein politischer Kraftakt zur Schadensbegrenzung. Der Eingriff löste massive Proteste, Streiks und eine tiefe gesellschaftliche Polarisierung aus – und blieb im Kern dennoch defensiv: Anstatt das System grundlegend zu modernisieren, begnügt sich Paris mit punktuellen Korrekturen, die den Druck nur in die Zukunft verschieben, statt ihn zu mindern. Der Preis ist ein anhaltender Reformstau, der das Vertrauen in die langfristige Stabilität der Altersvorsorge weiter untergräbt.

Frankreich und Österreich im Reformstau

Ähnlich sieht es in Österreich aus. Auf den ersten Blick steht das Land dank eines vergleichsweise hohen Rentenniveaus zwar solide da, allerdings finanziert durch zunehmende staatliche Zuschüsse. Auch hier halten kleinteilige Anpassungen ein Modell in Gang, das politisch zwar komfortabel, finanziell jedoch zunehmend schwer zu tragen ist. Beide Nachbarländer taugen damit eher als Warnsignale: Politische Rücksichtnahme und das Ausweichen vor echten Reformen können die Problemlage vertiefen, statt sie zu entschärfen.

Demgegenüber haben Länder wie Schweden und die Niederlande den demografischen Wandel frühzeitig aufgegriffen und ihre Rentensysteme konsequent flexibilisiert. Dort ist es gelungen, die Altersvorsorge stärker an die wirtschaftliche Entwicklung zu koppeln, kapitalgedeckte Elemente systematisch zu verankern und zugleich die Transparenz der Strukturen zu erhöhen. Das Ergebnis ist eine verbesserte langfristige Finanzierbarkeit und ein höheres Vertrauen der Bevölkerung in die Stabilität des Systems. Der zentrale Unterschied zu Deutschland liegt in der Rolle der staatlichen Rente. Während Berlin bisher bemüht ist, das umlagefinanzierte System als dominante Säule zu stabilisieren, setzen Stockholm und Den Haag auf obligatorische Zusatzversicherungen.

Schweden kombiniert das Umlageverfahren mit einer verpflichtenden, kapitalgedeckten Prämienrente, in die 2,5 % des Einkommens fließen. Die individuellen Ansprüche werden anhand der Lohnentwicklung und der Performance des Kapitalstocks dynamisch justiert. Die Leistungen hängen damit unmittelbar von der Entwicklung von Einnahmen und Vermögen ab – bis hin zu nominalen Rentenkürzungen, die bislang politisch durch Steuerentlastungen abgedeckt wurden. Ein großer Teil der Alterssicherung läuft zudem über Betriebsrenten, ergänzt durch freiwillige private Vorsorge. Für Menschen mit niedrigen Rentenansprüchen sorgen Garantierente und Wohnzuschlag für eine Basisabsicherung. Markant ist die Kopplung des Renteneintrittsalters an die Lebenserwartung, die das faktische Pensionsalter kontinuierlich steigen lässt.

Die Niederlande setzen mit ihrem sogenannten Cappuccino-Modell auf eine dreigeteilte Architektur aus staatlicher Grundrente, obligatorischer betrieblicher Altersvorsorge und freiwilligen privaten Ergänzungen. Eine reine Aktienrente nach schwedischem Muster gibt es zwar nicht, doch auch das niederländische System ist stark kapitalgedeckt: Nahezu alle Arbeitnehmer zahlen verpflichtend in Betriebsrenten ein, die überwiegend über Fonds am Kapitalmarkt investiert werden.

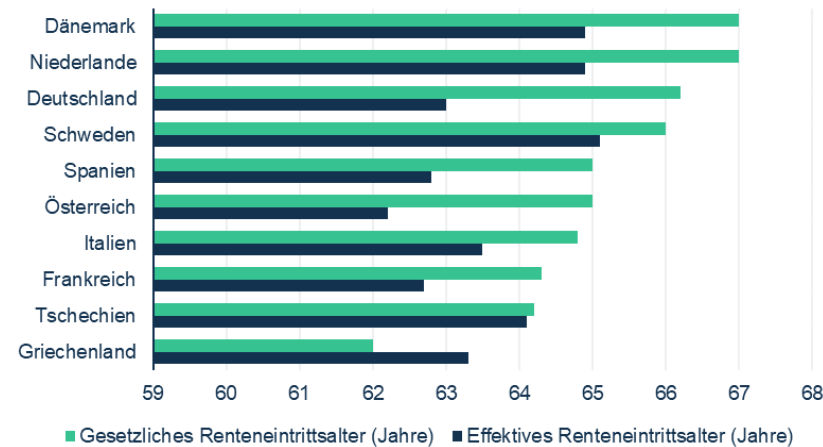
Beim Blick auf die verschiedenen Renteneintrittsalter in Abb.4 fällt auf, dass nicht nur in Deutschland die Menschen tendenziell früher als gesetzlich vorgesehen in Rente gehen. Ein Punkt, den die Bundesregierung bei der geplanten, großen Reform, womöglich zu ändern versucht.

## Schweden und Niederlande als erfolgreiche Vorbilder

## Beide Länder könnten als Blaupause dienen

## Kapitalgedeckter Anteil ist nicht mehr nur Kür, sondern Pflicht

Abb. 4: Renteneintrittsalter im Vergleich



Quelle: OECD, LBBW Research



# Blaupause mit Anpassungsbedarf

Die erfolgreichen Rentenreformen Schwedens und der Niederlande mit ihren hohen kapitalgedeckten Anteilen können der deutschen großen Rentenreform durchaus als Blaupause dienen. Allerdings darf nicht ausgeblendet werden, dass künftige Kapitalmarkterträge womöglich nicht mehr so üppig ausfallen wie in den vergangenen Jahrzehnten. Sie speisen sich schließlich aus Wertschöpfung und realem Wachstum – Größen, die in alternden Gesellschaften und strukturell schwachen Volkswirtschaften unter Druck geraten. Eine naheliegende Reaktion darauf ist die stärkere Diversifikation ins Ausland, insbesondere in dynamischere Volkswirtschaften Übersee oder in Schwellenländern. Doch dieser Weg ist nicht frei von Risiken: Geopolitische Spannungen, Kapitalverkehrskontrollen, Rechtsunsicherheit oder plötzliche Regimewechsel können die vermeintliche Streuung rasch in ein neues Klumpenrisiko verwandeln. Gerade vor diesem Hintergrund spricht viel für eine robuste Architektur mit mehreren Säulen: eine staatliche, umlagefinanzierte Basis, obligatorische betriebliche oder berufsständische Vorsorge sowie ergänzende private, kapitalgedeckte Bausteine.

Des Weiteren stößt die Abhängigkeit der Altersvorsorge von den Kapitalmärkten in Deutschland weiterhin auf breite Skepsis. Reale Einbußen wie sie in Niederlande und Schweden durchaus vorkommen können, sind unvereinbar mit dem deutschen Anspruch auf Sicherheit und Planbarkeit im Alter und fänden deshalb keine Akzeptanz.

Im nachfolgenden analytischen Teil untersuchen wir deshalb, was eine realistisch ausgestaltete, kapitalmarktbasierte Zusatzrente mit Sicherheitspuffer tatsächlich bringen kann.

## Beispielrechnung: Kapitalgedeckte Rente mit Sicherheitspuffer

In unserem Modell investieren wir 70 % der monatlichen Summe in Aktien sowie einen stabilisierenden Anteil von 30 % in Anleihen. Historisch gesehen übertraf die Rendite des Aktienmarktes den Anleihenmarkt zwar deutlich. Ein reines, zu Marktpreisen bewertetes Aktienportfolio würde jedoch im Wert zu stark schwanken. Ab 10 Jahre vor Pensionsbeginn fahren wir den Aktienanteil sukzessive auf Null zurück. Andernfalls würde die Rentenhöhe stark von der Börsenentwicklung in den letzten Jahren des Sparplans abhängen.

In unserer historischen Simulation betrachten wir Monika Mustermann, die jetzt mit 67 Jahren in den Ruhestand eintritt und ihr Leben lang nach dem angedachten Modell gespart hat. Mit sechs Jahren, also 1965, startete sie im Sinne der Frühstartrente mit regelmäßigen Einzahlungen von 10 Euro monatlich, bis zum 18. Geburtstag. Mit Beginn des Erwerbslebens erhöhte Monika die Sparrate auf die geförderten 150 Euro pro Monat. Bei einem Medianeinkommen von 2.726 Euro monatlich halten wir diesen Beitrag für leistbar. Allerdings gilt diese Aussage nur für heute! Bezogen auf die Einkommen und die Kaufkraft in den 1970er und 1980er Jahren wäre eine solche Belastung nicht tragbar gewesen. Daher haben wir den gesamten Wert des Sparplans - also auch den Wert aller Beiträge - um die Geldentwertung von 1965 bis heute bereinigt. Das bedeutet: Monika hat nominal nicht 10 Euro bzw. 150 Euro eingezahlt, sondern nur die Beträge, die diesen 1965 nach Kaufkraft entsprochen hätten. Es gab also keine Dynamisierung. Auch diese Annahme ist durchaus realistisch, denn gesetzlich festgelegte Beträge wie etwa Kilometergeld oder Vermögenswirksame Leistungen bleiben typischerweise über lange Zeit unverändert. Monika hat den Betrag bis zum Pensionsantritt mit 67 Jahren gezahlt. Ihr Sparplan lief also über 61 Jahre.

---

**Kapitalmarkt-  
Renditen fallen  
nicht vom Himmel**

---

---

**In Deutschland  
geht Sicherheit  
vor**

---

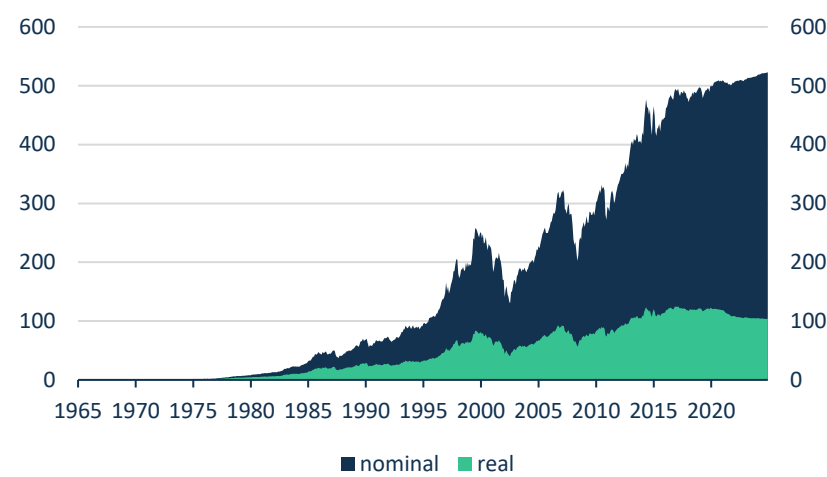
**Martin Fink**  
Research Associate  
Martin.Fink@LBBW.de

### Unsere Berechnung

Wir haben fiktiv seit 1965 in Aktien und Anleihen angelegt. Für die Aktienseite war das der DAX, festverzinslich wurde zum jeweiligen Zins in 10-jährige deutsche Staatsanleihen investiert. Diese wurden bis zur Fälligkeit gehalten und stets mit 100 % bewertet. Es gibt ein monatliches „Rebalancing“, damit die Quoten in etwa stabil bleiben. Als Kosten haben wir für Aktien 0,8 % und für Anleihen 0,5 % angesetzt. 10 Jahre vor Pensionsantritt begann ein sukzessiver Abbau der Aktienquote. Der Endwert des Sparplans wurde mit dem Verbraucherpreisindex um die Inflation bereinigt.

Wie in Abb. 5 ersichtlich, sieht Monikas nominales Ergebnis auch nach Kosten (s. Kasten) mit runden 523.000 EUR beeindruckend aus. Inflationsbereinigt schrumpft das Ergebnis auf 104.000 EUR. Das entspricht einer Rendite von 5,89 % p.a vor Inflation, und 3,67 % p.a. nach Inflation. In Abb. 5 ebenfalls gut erkennbar sind die langen Durststrecken nach den Börsenbaissen – der Stand der 2000er wurde erst nach 2008 nachhaltig übertroffen. Zudem sieht man, dass die Umschichtung des Aktienanteils in Anleihen gegen Ende den Portfoliowert stabilisiert. Der ab 2022 eingetretene reale Wertverlust ist Folge des damaligen Inflationsschubs.

Abb. 5: Wertentwicklung des Musterportfolios  
Wert in 1000 Euro

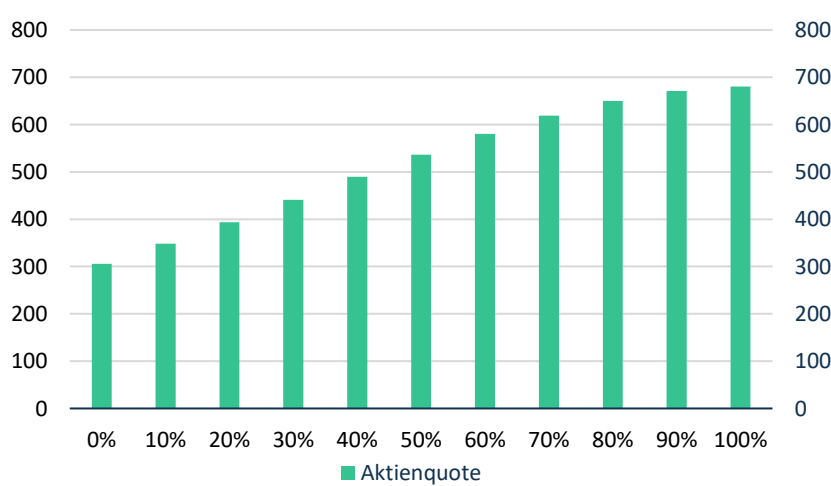


Quelle: LBBW Research, eigene Berechnung, Daten LSEG

Umgerechnet auf eine monatliche Auszahlung ergibt sich für Monika bei einer unterstellten durchschnittlichen Lebenserwartung von 81 Jahren in Deutschland eine monatliche Auszahlung von ca. 619 Euro ab ihrem 67. Lebensjahr. Dies wäre ein beträchtliches Zubrot. Als Durchschnittsverdienerin, die 45 Jahre lang einbezahlt hat, bekäme Monika Mustermann heute eine gesetzliche Monatsrente von 1.835 Euro.

Natürlich kann über alle von uns festgesetzten Parameter diskutiert werden. Auf die lange Frist wird sich die Überrendite der Aktienanlage durchsetzen. Wie in Abb. 6 ersichtlich, bringt eine höhere Aktienquote am Ende auch eine höhere Rente, jedoch mit abnehmendem Grenznutzen.

Abb. 6: Monatsrente je nach Aktienquote  
Wert in Euro



Quelle: LBBW Research, eigene Berechnung

5,89 % Rendite  
mit 70 % Aktien-  
quote

Aus 150 Euro  
Monatsbeitrag...

... werden 619  
Euro Zusatzrente

## Fazit:

Die erfolgreichen Rentenreformen Schwedens und der Niederlande mit ihrer dreigeteilten Architektur aus staatlicher Grundrente, obligatorischer betrieblicher Altersvorsorge und freiwilligen privaten Ergänzungen, jeweils mit hohen kapitalgedeckten Anteilen, können der deutschen „großen“ Rentenreform durchaus als Blaupause dienen. Doch die starke Abhängigkeit der Altersvorsorge von den Kapitalmärkten stößt hierzulande weiterhin auf erhebliche Skepsis. Reale Einbußen, wie sie in Stockholm oder Den Haag möglich und politisch akzeptiert sind, laufen dem deutschen Bedürfnis nach Sicherheit und Planbarkeit im Alter zuwider. Eine kapitalmarktbasierte, politisch geförderte Aktienrente hat daher nur dann Aussicht auf breite Zustimmung, wenn sie mit einem Sicherheitspuffer in Form von Anleihen kombiniert wird. Unsere Beispielrechnung zeigt, wie ein solches Modell ausgestaltet sein kann.

Die Politik ist gefordert, dafür einen einfachen, transparenten und kostengünstigen Rahmen zu setzen, der Vertrauen schafft statt zu überfordern. Klar ist aber auch: Die Bürger werden mehr Eigenverantwortung übernehmen müssen, denn die gesetzliche Rente entwickelt sich zunehmend zur Basisversorgung, nicht zum Rundum-sorglos-Paket. Gerade junge Menschen sollten deshalb frühzeitig beginnen, systematisch Vorsorgebausteine aufzubauen und alle verfügbaren Fördermöglichkeiten konsequent zu nutzen. Wer rechtzeitig handelt, verschafft sich im Alter finanzielle Spielräume und reduziert die Abhängigkeit von der gesetzlichen Rente. Wer dagegen abwartet, riskiert, dass die wachsende Lücke zwischen gewohntem Lebensstandard und staatlicher Basisversorgung später kaum noch zu schließen ist.

Geeignete Instrumente für den individuellen Vermögensaufbau sind vor allem kapitalmarktorientierte Anlagen wie breit gestreute Fonds und ETFs, die langfristig von Produktivitätsfortschritt und globalem Wachstum profitieren. Ergänzend können Immobilien als Sachwerte einen wichtigen Beitrag zur Altersabsicherung leisten – sei es durch mietfreies Wohnen im Alter oder zusätzliche Mieteinnahmen. Eine tragfähige Altersvorsorge wird damit weniger durch ein einzelnes Produkt definiert als durch ein durchdachtes Zusammenspiel mehrerer Säulen: staatliche Rente, betriebliche Vorsorge, private Kapitalmarktanlagen und gegebenenfalls Immobilienvermögen.



# Disclaimer

Diese Publikation richtet sich ausschließlich an Empfänger in der EU, Schweiz und Liechtenstein.

Diese Publikation wird von der LBBW nicht an Personen in den USA vertrieben und die LBBW beabsichtigt nicht, Personen in den USA anzusprechen.

Aufsichtsbehörden der LBBW: Europäische Zentralbank (EZB), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main und Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn / Marie-Curie-Str. 24-28, 60439 Frankfurt.

Diese Publikation beruht auf von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit und Vollständigkeit wir jedoch keine Gewähr übernehmen können. Sie gibt unsere unverbindliche Auffassung über den Markt und die Produkte zum Zeitpunkt des Redaktionsschlusses wieder, ungeachtet etwaiger Eigenbestände in diesen Produkten. Diese Publikation ersetzt nicht die persönliche Beratung. Sie dient nur Informationszwecken und gilt nicht als Angebot oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf. Für weitere zeitnähere Informationen über konkrete Anlagemöglichkeiten und zum Zwecke einer individuellen Anlageberatung wenden Sie sich bitte an Ihren Anlageberater.

**Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen.**

Die in dieser Ausarbeitung abgebildeten oder beschriebenen früheren Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar.

Die Entgegennahme von Research Dienstleistungen durch ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen kann aufsichtsrechtlich als Zuwendung qualifiziert werden. In diesen Fällen geht die LBBW davon aus, dass die Zuwendung dazu bestimmt ist, die Qualität der jeweiligen Dienstleistung für den Kunden des Zuwendungsempfängers zu verbessern.

Mitteilung zum Urheberrecht: © 2014, Moody's Analytics, Inc., Lizenzgeber und Konzerngesellschaften ("Moody's"). Alle Rechte vorbehalten. Ratings und sonstige Informationen von Moody's ("Moody's-Informationen") sind Eigentum von Moody's und/oder dessen Lizenzgebern und urheberrechtlich oder durch sonstige geistige Eigentumsrechte geschützt. Der Vertriebs Händler erhält die Moody's-Informationen von Moody's in Lizenz. Es ist niemandem gestattet, Moody's-Informationen ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Moody's ganz oder teilweise, in welcher Form oder Weise oder mit welchen Methoden auch immer, zu kopieren oder anderweitig zu reproduzieren, neu zu verpacken, weiterzuleiten, zu übertragen zu verbreiten, zu vertreiben oder weiterzuverkaufen oder zur späteren Nutzung für einen solchen Zweck zu speichern. Moody's® ist ein eingetragenes Warenzeichen.

## Redaktion:

Landesbank Baden-Württemberg  
Strategy Research  
Am Hauptbahnhof 2  
70173 Stuttgart

