



**Dividendenstrategien**

Hohe Ausschüttungs-  
quote = hohes künftiges  
Gewinnwachstum

Je höher die Ausschüttungsquote, desto  
höher das zu erwartende Gewinnwachstum.

Entscheidende  
Einblicke für  
vorausschauende  
Anlagestrategien



# Inhalt

- 4 Hohe Ausschüttungsquote =  
hohes künftiges Gewinnwachstum**
- 7 Was bedeutet das für Investoren?**
- 9 Regionale Aussichten**
- 10 Entscheidende Einblicke**

# Impressum

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main

## Kapitalmarktanalyse

Hans-Jörg Naumer (hjn), Dennis Nacken (dn),  
Stefan Scheurer (st), Olivier Gasquet (og)

Unsere aktuellen Studien finden Sie direkt unter  
**[www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)**  
Alle Publikationen sind abonnierbar unter  
**[www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)**

Soweit nicht anders vermerkt, stammen die Daten von  
Thomson Financial Datastream.

Stand: 31.12.2011

# Hohe Ausschüttungsquote = hohes künftiges Gewinnwachstum

Je höher die Ausschüttungsquote, desto höher das zu erwartende Gewinnwachstum.

Bei dieser Analyse handelt es sich um einen Beitrag von Stefan Hofrichter.

**Stefan Hofrichter** ist Leiter der Abteilung Volkswirtschaft und Strategie bei Allianz Global Investors. Er zeichnet sich für die Analyse volkswirtschaftlicher Entwicklungen verantwortlich und ist Mitglied im Global Policy Committee, das die Leitlinien für die Anlagestrategien bei Allianz Global Investors entwickelt.

Eine weitere Studie zum Thema „Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!“ finden Sie unter: [www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse](http://www.allianzgi.de/kapitalmarktanalyse)

Unternehmen, die einen großen Teil ihrer Gewinne einbehalten, tun dies meist mit der Begründung, dass sie in neue Projekte investieren, um weiter wachsen zu können. Im Umkehrschluss würde es bedeuten, dass Unternehmen mit hohen Ausschüttungen bzw. mit zumeist hohen Dividendenrenditen weniger wachsen. Sind diese Erklärungsmuster wirklich stichhaltig?

Unstrittig ist folgender Zusammenhang: das Wachstum eines Unternehmens ( $g$ ) ist umso höher, je höher der Anteil der Gewinne ist, der einbehalten und nicht ausgeschüttet wird ( $1 - p$ ), sofern – und dies ist entscheidend – die Profitabilität (RoE) der neuen Investitionen konstant bleibt:

$$(1) \quad g = (1 - p) * \text{RoE}$$

Für Aktieninvestitionen ergibt sich damit, dass der erwartete Return ( $R$ ) für Unternehmen mit geringerer Ausschüttungsquote ( $p$ ) bzw. geringer Dividendenrendite ( $DY$ ) durch höheres zukünftiges Wachstum kompensiert werden kann:

$$(2) \quad R = p * E/P + g = DY + g$$

Wobei  $E$  = Gewinne und  $P$  = Kurs.

Aber ist in der Realität das künftige Wachstum von Unternehmen mit niedriger Ausschüttungsquote wirklich höher? Arnott und Asness haben in ihrem 2003 im Financial Analysts Journal (FAJ) erschienenen Artikel „Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth“<sup>1</sup> den Zusammenhang für den US-Aktienmarkt insgesamt empirisch untersucht. Sie kommen für den S&P 500 zu folgendem Ergebnis:

Die Ausschüttungsquote ist auf Indexebene ein guter Vorlaufindikator für das künftige Gewinnwachstum. Allerdings gilt der zunächst überraschende Zusammenhang: Je höher die Ausschüttungsquote, desto höher, nicht geringer, ist das künftige Gewinnwachstum, korrigiert um die Inflationsrate! Die Vorlaufzeit beträgt fünf bis zehn Jahre, der Zusammenhang gilt also im längerfristigen Trend und nicht kurzfristig.

<sup>1</sup> Robert D. Arnott, Clifford S. Asness, „Surprise! Higher Dividends = Higher Earnings Growth“, Financial Analysts Journal, Vol. 59, No. 1, January/February 2003.



Natürlich ist auch möglich, dass für einzelne Unternehmen das Ergebnis anders ausfällt und eine niedrige Ausschüttungsquote zu einem hohen Gewinnwachstum führt. Im Durchschnitt über die im Index vertretenen Unternehmen gilt allerdings der oben genannte Zusammenhang. Er ist auch über lange Betrachtungszeiträume hinweg stabil.

Arnott und Asness liefern drei Erklärungen für das Ergebnis der Untersuchung, das zunächst der Erwartung vieler Investoren widerspricht.

**Erstens** deutet eine Erhöhung (bzw. Reduktion) der Dividende – und damit auch eine entsprechende Änderung der Ausschüttungsquote – auf eine starke Überzeugung des Unternehmensmanagements hinsichtlich eines steigenden (bzw. fallenden) Gewinnwachstums in den Folgejahren hin. Unternehmen versuchen Dividenden relativ stabil zu halten und nur dann zu ändern, wenn Änderungen der Dividendenzahlungen auch auf mittlere Frist durch einen entsprechenden Gewinntrend gerechtfertigt sind. Diese Einschätzungen durch die Unternehmen scheinen zumeist richtig zu sein.

**Zweitens:** Gewinne durchlaufen einen mehrjährigen Zyklus. Der beobachtete Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote und Gewinnwachstum kann eine regelmäßige zyklische Rückkehr zu mittleren Wachstumsraten widerspiegeln. So ist z. B. eine Phase hoher Gewinne gekennzeichnet durch eine relativ niedrige Ausschüttungsquote: wie gesagt, Unternehmen versuchen Dividenden relativ stabil zu halten, so dass nicht jede Gewinnerhöhung unmittelbar zu einer gleich hohen Erhöhung der Dividenden führt. Wenn nun aber einer Periode hoher Gewinnwachstumsraten eine mehrjährige Phase niedrigen Gewinnwachstums folgt, ist eine zunächst relativ niedrige Ausschüttungsquote ein Indikator für künftig zu erwartendes niedriges Gewinnwachstum.

Hohe Dividendenausschüttungen scheinen ein guter Vorlaufindikator für hohes Gewinnwachstum zu sein

**Drittens** deutet eine hohe Ausschüttungsquote auf eine effizientere Verwendung von Ressourcen hin: Wenn Unternehmen einen hohen Anteil ihrer Gewinne ausschütten und deshalb gezwungen sind, für Neuinvestitionen einen relativ hohen Anteil der Finanzierungsmittel extern zu beschaffen, werden Investitionsprojekte sorgfältig ausgewählt, da die Kosten der Kapitalbeschaffung relativ hoch sind und die Kapitalgeber zunächst vom Investitionsprojekt überzeugt werden müssen. Unternehmen, die hingegen einen hohen Gewinnanteil einbehalten, könnten dagegen zu einer ineffizienten Ressourcenverwendung neigen, da der aufwändige Prozess, externe Kapitalgeber zu finden, entfällt. In der Tat zeigen Arnott und Asness, dass Zeiten niedriger Ausschüttungsquoten einhergehen mit überdurchschnittlichen Investitionsquoten relativ zum BIP. Solche Investitionsbooms führten zu Fehl- und Überinvestitionen und in der Folge zu niedrigen gesamtwirtschaftlichen Gewinnen. Bestes Beispiel sind die 90er Jahre des letzten Jahrhunderts, die gekennzeichnet waren durch Überinvestitionen im Bereich Informationstechnologie (IT) und Telekommunikationstechnik. Die Rezession im Jahr 2001 war die Folge. Die Ausschüttungsquote fiel Mitte/Ende der 90er Jahre auf ein Rekordtief und war somit ein Vorlaufindikator für schwächeres Gewinnwachstum in den Folgejahren.

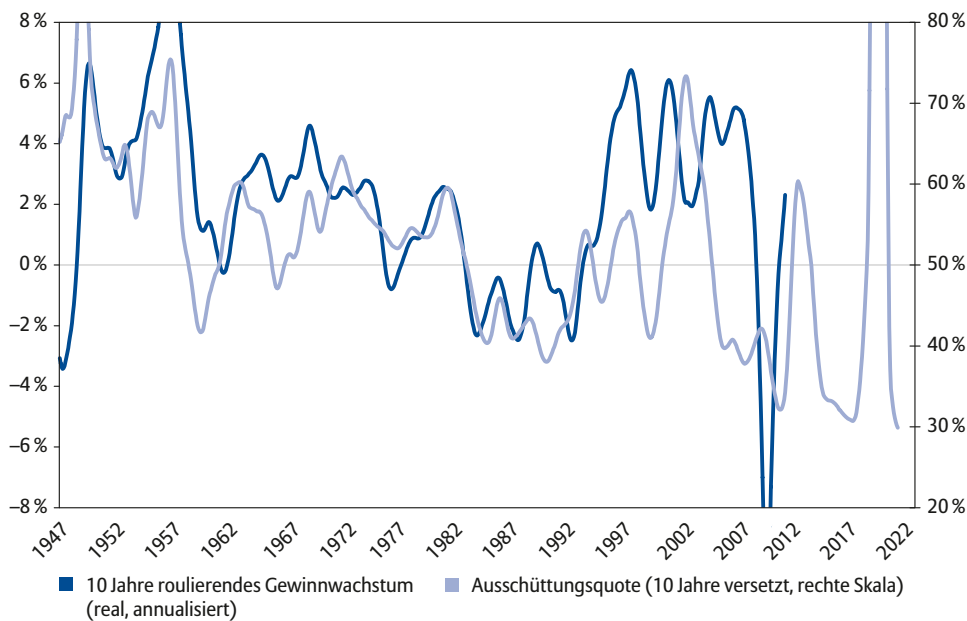
Es kann festgehalten werden: Die Profitabilität von Unternehmen sinkt im Durchschnitt, wenn ein hoher Anteil an Gewinnen einbehalten wird, und steigt, wenn die Ausschüttungsquote hoch ist.

Schaubild 1 zeigt den Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und dem durchschnittlichen realen Gewinnwachstum in den folgenden zehn Jahren für den S&P 500. Dabei ist zu beachten, dass der Zacken in der Ausschüttungszeitreihe im Jahr 2009 erklärt ist durch den Gewineinbruch der Unternehmen im S&P 500 aufgrund der massiven Abschreibungen im Bankensektor. In den letzten beiden Jahren ist im Zuge der insgesamt positiven Gewinnentwicklung der US-amerikanischen Konzerne die Ausschüttungsquote mit 30% sogar auf ein neues historisches Tief gesunken.

Sollte der Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote und Gewinnen auch weiterhin gelten, deutet dies auf ein niedriges (inflationbereinigtes) Gewinnwachstum für die Unternehmen im S&P 500 in den kommenden Jahren hin.



**Schaubild 1: S&P-500-Ausschüttungsquote vs. reales Gewinnwachstum**



Quelle: R. Shiller, Allianz Global Investors

Wir haben den Zusammenhang zwischen Ausschüttungsquote und Gewinnen auch für andere Märkte, nämlich für Europa, Japan und die Schwellenmärkte untersucht. Auch dort gilt: Je höher die Ausschüttungsquote, desto höher ist das künftige Gewinnwachstum auf Indexebene.

### Was bedeutet das für Investoren?

Entscheidend für Aktien-Investoren ist jedoch, inwieweit aus den Beobachtungen auch Rückschlüsse für Anlageentscheidungen gezogen werden können.

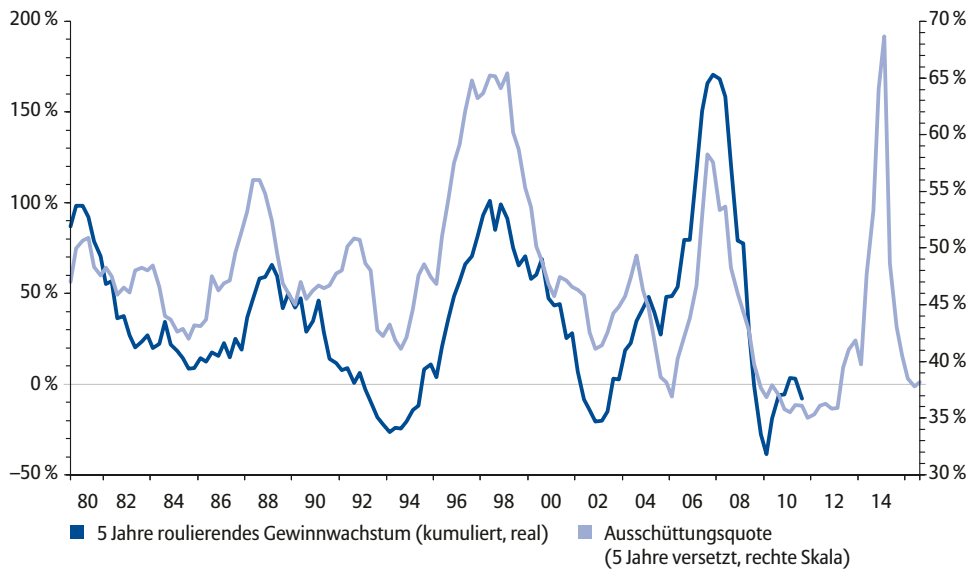
Der Zusammenhang zwischen Aktienkursen und Gewinnen ist kurzfristig gesehen nur äußerst schwach ausgeprägt. So reagieren die Kurse zumeist nicht eins zu eins auf die Entwicklung der geschätzten Unternehmensgewinne der nächsten 12 Monate als auch

auf die zuletzt berichteten Gewinne. Auch die Aktienbewertungen basierend auf den Unternehmensgewinnen des vergangenen Jahres oder den erwarteten Gewinnen für die Folgeperiode sind auf kurze Sicht nicht immer ein geeigneter Indikator für die zukünftige Kursperformance.

Längerfristige Gewinntrends sind jedoch performancerelevant. Man kann empirisch zeigen, dass Bewertungsmaße, die auf längerfristigen Durchschnittsgewinnen basieren, statistisch signifikant sind für die Erklärung längerfristiger, mehrjähriger Aktienmarktrends (nicht jedoch für kurzfristige Entwicklungen).

Ähnlich verhält es sich mit mehrjährigen Gewinntrends, und zwar sowohl für die Gewinntrends der Vergangenheit als auch für die künftig erwarteten.

**Schaubild 2: Globale Ausschüttungsquote verglichen mit dem kumulierten 5-jährigen Gewinnwachstum**



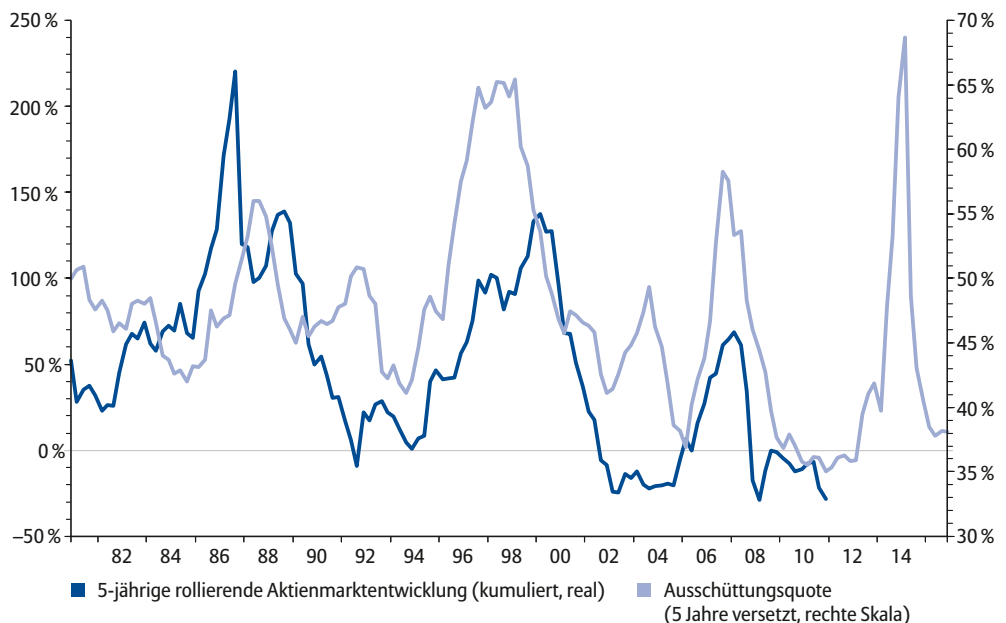
Quelle: Thomson Datastream, Allianz Global Investors

Schaubild 2 zeigt den Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote in den globalen Aktienmärkten als Vorlaufindikator für das globale kumulierte Gewinnwachstum; Schaubild 3 illustriert den Zusammenhang zwischen der Ausschüttungsquote und der globalen kumulierten Aktienmarktentwicklung. Für beide Schaubilder wählten wir für die Ausschüttungsquote eine Vorlaufzeit von

fünf Jahren. Ähnlich wie für die US-Daten bleibt der Zusammenhang auch für einen längeren, zehnjährigen Vorlauf gültig.

Wir können zusammenfassend folgende Aussagen über den Zusammenhang zwischen globaler Aktienmarktentwicklung und der Ausschüttungsquote treffen:

**Schaubild 3: Globale Ausschüttungsquote verglichen mit der kumulierten 5-jährigen Aktienmarktentwicklung**



Quelle: Thomson Datastream, Allianz Global Investors

1. Die Ausschüttungsquote als Vorlaufindikator für künftige Gewinne ist auch ein Vorlaufindikator für die Aktienperformance auf globaler Ebene.
2. Der Kursrückgang der globalen Aktienmärkte von ca. 25% in den letzten fünf Jahren reflektiert das niedrige Gewinnumfeld der letzten fünf Jahre.
3. Für die nächsten fünf Jahre ist ein moderates Gewinnwachstum zu erwarten: die weltweite Ausschüttungsquote ist im Trend der letzten fünf Jahre moderat gestiegen, nämlich von ca. 35 auf 38%. Dies spricht für einen moderaten Gewinnanstieg bis Ende 2016. Der zwischenzeitliche Anstieg der Ausschüttungsquote könnte auf einen massiven Kursanstieg in den Jahren 2013/14 hindeuten. Gleichwohl erklärt sich der temporäre Anstieg der Ausschüttungsquote auf knapp 70% durch den US-Markt: Im Jahr 2009 sind die Gewinne infolge von Abschreibungen der Banken um ca. 90% eingebrochen. Aus unserer Sicht ist die Ausschüttungsquote an dieser Stelle deshalb verzerrt.

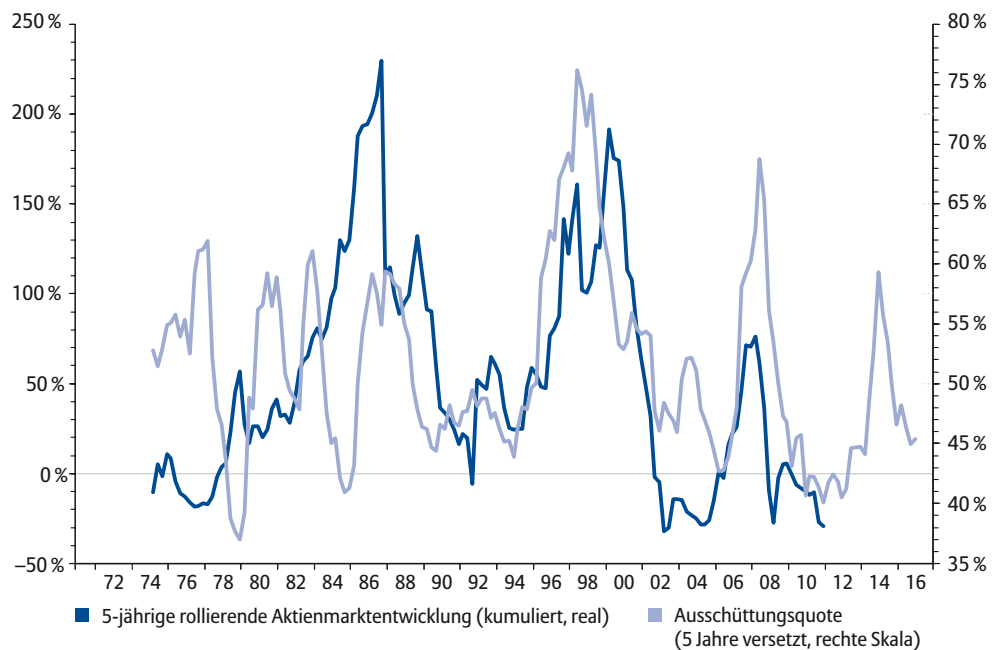
## Regionale Aussichten

Wenn wir die obige Analyse auf regionaler Ebene durchführen, stellen wir fest, dass sich die Aussichten für Gewinne und Aktienkurse zum Teil deutlich unterscheiden.

Für die **USA** kommen wir, wie oben gezeigt, zum Ergebnis, dass der mittelfristige Gewinausblick, und damit die erwartete Kursentwicklung, verhalten ist. Zu diesem Schluss kann man nicht nur kommen, wenn man die Ausschüttungsquote analysiert. Die Gewinne sind zyklisch aktuell auf einem hohen Niveau und deutlich über dem Trend. Gleiches gilt für die Margen. Eine Rückkehr der Gewinne zum langfristigen Trend, insbesondere vor dem Hintergrund weiterhin hoher Rohstoffpreise und einer sich verlangsamen Weltkonjunktur, ist deshalb naheliegend. Auch die Aktienmarktbeurteilung spricht für einen unterdurchschnittlichen Performanceausblick: Das Shiller-KGV, das auf zyklusbereinigten Gewinnen (rollierende zehn Jahre) beruht, ist derzeit höher als der langfristige Mittelwert – typischerweise ein Indikator für unterdurchschnittliche Kursgewinne in der nächsten Zeit.



**Schaubild 4: Europäische Ausschüttungsquote verglichen mit dem kumulierten 5-jährigen Aktienperformance**



Quelle: Thomson Datastream, Allianz Global Investors

Auch für **Japan** kommen wir mittelfristig nur zu einem schwachen Gewinnzuwachs. Das Land leidet weiter unter der demographisch bedingten schwachen Binnennachfrage, niedriger Inflation und geringen Preisüberwälzungsspielräumen.

Für **Europa** hingegen kommen wir zu einem deutlich positiveren Bild (Schaubild 4).

Der Anstieg der Ausschüttungsquote in den letzten fünf Jahren von ca. 40% auf 45% lässt auf eine positive Aktienperformance im Durchschnitt der nächsten Jahre schließen.

Auch für die Schwellenmärkte erwarten wir in den nächsten Jahren weiterhin überdurchschnittliches Gewinnwachstum relativ zum Weltaktienmarkt: Die Ausschüttungsquote hat in den letzten Jahren im Trend relativ zu den entwickelten Märkten weiter zugenommen. Im Vergleich zum vergangenen Jahrzehnt nimmt die Dynamik allerdings etwas ab.

## Entscheidende Einblicke

Die Ausschüttungsquote ist ein wichtiger Faktor für die Aktienmarktperformance: je höher, desto höheres Gewinnwachstum darf man erwarten und desto besser wird wohl auch die Aktienmarktentwicklung sein. Anders formuliert: Eine Investitionsstrategie, die auf hohe Ausschüttungsquoten und damit auf eine relativ hohe Dividendenzahlung/-rendite setzt, ist eine defensive Wachstumsstrategie. Aktuell spricht die weltweit leicht gestiegene Ausschüttungsquote für einen moderaten Anstieg der globalen Aktienindizes.

Stefan Hofrichter

# Investor's Corner

Wer sich für Fonds interessiert, die eine Dividendenstrategie verfolgen, für den können folgende Aktienfonds in Frage kommen:

**Allianz RCM European Equity Dividend - A - EUR\***

ISIN: LU0414045582; TER -,-

**Allianz Global Equity Dividend - A - EUR \***

ISIN: DE0008471467; TER 1,8% zuzüglich 0,24% für performanceabhängige Vergütung

**Allianz RCM High Dividend Asia Pacific - AT - EUR\***

ISIN: LU0229173827; TER 2,05% per 30.09.2010

**Allianz RCM High Dividend Discount - A - EUR\***

ISIN: LU0204035603; TER 1,68% per 31.12.2010

Die von uns genannten Fonds können sich sowohl als Portfoliobeimischung als auch als Basisallokation verstehen, bei deren Umsetzung die individuellen Verhältnisse inklusive des jeweiligen Ertrag-Risiko-Profiles des Anlegers berücksichtigt werden müssen. Auch empfiehlt sich die Beratung durch einen Anlagespezialisten. Verkaufsprospekte sowie alle weiteren Informationen zu den einzelnen Fonds erhalten Sie direkt bei Ihrem Anlageberater oder bei Allianz Global Investors. Fällt beim Erwerb der Fondsanteile ein Ausgabeaufschlag an, wird dieser bis zu 100% vom Vertriebspartner vereinnahmt. Daneben kann die KAG aus der Verwaltungsvergütung eine laufende Vertriebsprovision an den Vertriebspartner zahlen. Im Rahmen der Anlageberatung teilt der Vertriebspartner die genaue Höhe der Vertriebsprovision und des von ihm vereinnahmten Ausgabeaufschlages mit.

\* Die Volatilität (Wertschwankung) der Fondsanteilstwerte kann stark erhöht sein.

TER (Total Expense Ratio): Gesamtkosten (ohne Transaktionskosten), die dem Fondsvermögen im letzten Geschäftsjahr belastet wurden.



# Weitere Literatur von der Kapitalmarktanalyse:

## Welt im Wandel

- Entscheidende Einblicke in eine Welt im Wandel
- Tunring Point – die Zeitenwende
- Turning Point: 10 Thesen zum richtigen Investieren in der Zeitenwende
- Wachstumsländer
- Brasilien: Local Hero – Global Winner
- Asien im Aufbruch – Gravitationszentrum des 21. Jahrhunderts
- Der sechste Kondratieff – Wohlstand in langen Wellen

## Chinas neue Epoche des Wachstums

- Chinas Sorge: die Inflation
- Die zaghafte Öffnung des chinesischen Kapitalmarkts
- China Fokus – In den Fußstapfen Japans
- Tiger und Drache
- China Fokus – Arbeitskräftemangel
- Wachstumsland China
- Chinas neue Epoche des Wachstums
- China Fokus – Die Internationalisierung des Renminbi nimmt Fahrt auf
- China Fokus – „Hard Landing“?

## Knappe Ressourcen

- Fokus: Am Golde hängt doch alles?
- Megatrend: Knappe Ressourcen

## Strategie und Taktik

- Dividententitel – eine attraktive Ergänzung fürs Depot!
- Dividendenstrategien im Umfeld von Inflation und Deflation
- Is small beautiful?
- Wissen: Alpha bis Vola
- Investieren in Aktien und Anleihen
- Bond Basics

## Zukunftssicherung – Demographie – Renten

- Geldvermögen
- Sparen – aber richtig!
- Kompendium Zeitwertkonten
- Pensionsrisiken der betrieblichen Altersversorgung
- Bilanzrechtsmodernisierungsgesetz und Versorgungsverpflichtungen
- Zukunft sichern mit betrieblicher Altersversorgung
- Ausfinanzieren von Pensionsverpflichtungen
- Demografische Zeitenwende (Teil 1)
- Altersvorsorge im Demografischen Wandel (Teil 2)
- Investmentchance Demografie (Teil 3)

## Verhaltensökonomie – Behavioral Finance

- Wie wir doch noch aus unseren Fehlern lernen können
- Überliste dich selbst!
- Behavioral Finance und die Ruhestandskrise

## SRI – Sustainability – ESG

- Rendite ohne Reue
- Rendite ohne Reue reloaded
- Nachhaltig – verantwortungsvoll – themenbasiert

## Risikomanagement & Advanced Return

- Advanced Return-Strategien im Niedrigzinsumfeld
- Neue Zoologie des Risikomanagements der Kapitalanlage
- Schwarzer Schwan
- Master-KAG

Aktuelle Einblicke rund um China: Folgen Sie uns auf [twitter.com/China\\_Insights](https://twitter.com/China_Insights)

All unsere Publikationen, Analysen und Studien können Sie unter der folgenden Adresse online einsehen:

<http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse>

Verpassen Sie auch nicht  
unsere Podcasts:  
[www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast)





# Kapitalmarktanalyse – unser besonderer Service.

Die Arbeiten des Teams Kapitalmarktanalyse werden in den drei Publikationsreihen

- Kapitalmarktbrief
- Analysen & Trends
- PortfolioPraxis

zur Verfügung gestellt.

Mit dem Kapitalmarktbrief verschaffen wir Ihnen jeden ersten Freitag im Monat Einblick in Aktien- und Anleihemärkte sowie Branchen- und Länderkonjunkturen. Nach Rubriken unterteilt, informieren wir Sie über aktuelle Entwicklungen, Tendenzen und Investmentideen.

Die Reihe Analysen & Trends konzentriert sich jeweils auf ein Thema: Wir stellen Ihnen Branchen oder Regionen vor, erläutern die Bewertung einzelner Marktsegmente, gehen auf längerfristige Entwicklungen ein und bieten Ihnen so Hilfen bei der Anlageentscheidung.

In PortfolioPraxis geht es um die Kunst des Vermögensaufbaus und der Vermögensstrukturierung: Baustein für Baustein durchleuchten wir hier Möglichkeiten & Chancen für den optimalen „Mix“ in Ihrem Portfolio, verbunden mit Tipps zur Umsetzung mit den Investmentfonds von Allianz Global Investors.

Die aktuellen Publikationen finden Sie immer direkt auf [www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de).

TIPP: Alle Publikationen sind direkt per E-Mail abonnierbar: [www.allianzglobalinvestors.de/newsletter](http://www.allianzglobalinvestors.de/newsletter)

## Kapitalmarktanalyse goes MP3 & iPod!

Jeder Kapitalmarktbrief ist Monat für Monat als Mp3-File erhältlich. Auch werden immer weitere Publikationen der Reihen „Analysen & Trends“ und „PortfolioPraxis“ als Audio-File zur Verfügung gestellt. Sie sind unter [www.allianzgi.de/podcast](http://www.allianzgi.de/podcast) direkt erhältlich und können z. B. über iTunes als PodCast abonniert werden.

Hans-Jörg Naumer

Leiter Kapitalmarktanalyse, Allianz Global Investors

Investieren birgt Risiken. Der Wert einer Anlage und die Erträge daraus können sowohl sinken als auch ansteigen und Investoren erhalten den investierten Betrag möglicherweise nicht in voller Höhe zurück. Die hierin enthaltenen Einschätzungen und Meinungen sind die des Herausgebers und / oder verbundener Unternehmen zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Die verwendeten Daten stammen aus unterschiedlichen Quellen und wurden als korrekt und verlässlich betrachtet, jedoch nicht unabhängig überprüft; ihre Vollständigkeit und Richtigkeit sind nicht garantiert und es wird keine Haftung für direkte oder indirekte Schäden aus deren Verwendung übernommen, soweit nicht durch grobe Fahrlässigkeit oder vorsätzliches Fehlverhalten verursacht.

Hierbei handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Herausgegeben von Allianz Global Investors Kapitalanlagegesellschaft mbH, ([www.allianzglobalinvestors.de](http://www.allianzglobalinvestors.de)) einer Kapitalanlagegesellschaft mit beschränkter Haftung, gegründet in Deutschland mit eingetragenem Sitz in Mainzer Landstrasse 11 –13, D-60329 Frankfurt / Main, zugelassen und beaufsichtigt von der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)). Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

[www.allianzglobalinvestors.de/  
kapitalmarktanalyse](http://www.allianzglobalinvestors.de/kapitalmarktanalyse)

Allianz Global Investors  
Kapitalanlagegesellschaft mbH  
Mainzer Landstraße 11–13  
60329 Frankfurt am Main



Stand: März 2012

Bei dieser Broschüre handelt es sich um Werbung gem. § 31 Abs. 2 WpHG.