

Portfolio Insight

Das Magazin für den institutionellen Anleger



bAV-Lösung

Beitragsorientierte
Direktzusage

Anleihen

US-amerikanische
Municipal Bonds

Vola-Strategien

Risikoprämien als
Renditequelle

www.metzler.com

2. Ausgabe 2020

Nachhaltige Kapitalanlage in allen Facetten

Von der Analyse bis zur Implementierung



METZLER
Asset Management

Sehr geehrte Damen und Herren,

hier und da wird die Vermutung laut, dass mit Corona das Thema Nachhaltigkeit in den Hintergrund gerückt sei. Meines Erachtens betrifft das allenfalls die tagesaktuellen Meldungen. Ich beobachte vielmehr, wie konzentriert die Politik auf allen Ebenen an Regulierungen arbeitet, in welcher schneller Taktung Verbände ihre Interessen einbringen und wie stark das Thema die Unternehmen beschäftigt, auch in unserer Branche. Es wird rundum intensiv am großen gesellschaftlichen Ziel unserer Zeit gearbeitet: dem umweltschonenden und sozialen Wirtschaften bei guter Governance.

Das Thema ist ausgesprochen facettenreich. Die politische Dimension wurde uns unlängst mit den Wahlen in den USA bewusst. Der designierte neue US-Präsident gilt als jemand, der Allianzen schätzt und eine Reform der WTO und ein Handelsabkommen mit der EU anstreben dürfte. Er wird von uns Europäern Zugeständnisse fordern, was in einem konstruktiven Verhandlungsprozess verkraftbar ist. Und dass er bei einigen Entscheidungen im Senat auf gemäßigte Republikaner angewiesen sein wird, kann – beispielsweise in der Steuerpolitik – durchaus vorteilhaft sein.

Joe Biden scheint recht zügig den Austritt der USA aus dem Pariser Klimaabkommen rückgängig machen zu wollen. Das lässt hoffen, dass die Transformation zum nachhaltigen Wirtschaften noch mehr Schub bekommt. Was nachhaltiges Investieren betrifft, kam ein großer Schub von der Erkenntnis, dass nachhaltiges Management börsennotierter Unternehmen deren Kapitalproduktivität steigert. An den Aktienmärkten haben sich beim krisenbedingten Einbruch im ersten Quartal Unternehmen mit ESG-Fokus dann auch besser geschlagen als ihre Konkurrenten.

Das vorliegende Portfolio Insight beschäftigt sich eingehend mit Nachhaltigkeit. Unter anderem finden Sie ein Interview mit Udo Giegerich von Uniper über nachhaltige Anlage von Pensionsverpflichtungen; ich danke ihm sehr für seine Gesprächsbereitschaft.

Ihnen wünsche ich eine anregende Lektüre und angesichts der momentanen Beschränkungen einen Blick für den Facettenreichtum des Alltags.


Gerhard Wiesheu



*Gerhard Wiesheu, Mitglied des Partnerkreises
B. Metzler seel. Sohn & Co. Holding AG*

Inhalt

Anlagestrategie

- 4** Dividendenstrategien im Corona-Stresstest: Wie zuverlässig sind Ausschüttungen?
- 7** Auf eigene Gefahr: Short-Volatilität zur Ertragsgenerierung
- 10** US Municipal Bonds: Hohe Kreditqualität bei attraktivem Renditeniveau

Administration und Reporting

- 14** Moderne bAV-Konzepte: Gestaltungsmöglichkeiten in der beitragsorientierten Direktzusage
- 18** ESG-Integration: Von der Asset-Liability-Analyse zur Implementierung im Mult-Asset-Mandat
- 22** Interview mit Udo Giegerich, Uniper SE, zur nachhaltigen Kapitalanlage von Pensionsverpflichtungen: „Für die anfangs nötige Überzeugungsarbeit war es hilfreich, dass Nachhaltigkeit keine Rendite kosten muss“

Makroökonomie und Kapitalmärkte

- 24** „Japanische Verhältnisse“ in Europa: Implikationen für Anleger

ESG

- 28** Nachhaltiges Investieren, was heißt das konkret?
- 31** Nachhaltige Kapitalanlage – drei Fragen an Franz von Metzler
- 32** Erweiterte Nachhaltigkeit unserer Fonds soll sich im Namen widerspiegeln

Neues aus dem Hause Metzler

- 33** „Gerhard Wiesheu leitet Frankfurt Main Finance“

Events und Veranstaltungshinweise

- 34** Constanze Busch, Leiterin Veranstaltungsmanagement, im Gespräch mit Portfolio Insight über analoge Kommunikation im digitalen Zeitalter
- 34** Ausgewählte Termine im ersten Halbjahr 2021



Dividendenstrategien im Corona-Stresstest

Wie zuverlässig sind Ausschüttungen?



→ Dividenden werden 2020 nur mager ausfallen; Covid-19 hinterlässt auch in der Unternehmenslandschaft Spuren. Umso mehr gilt es, bei Investitionen in Aktien dividendenstarker Unternehmen auf zukunftstaugliche Geschäftsmodelle zu achten. Der aktiv gemanagte Fonds Metzler European Dividend Sustainability hat das im Blick. Die im Vergleich mit gängigen Indizes guten Ergebnisse zeigen, dass sich das auszahlt.

2020 wird ein schwaches Dividendenjahr

2020 wird wohl kein gutes Jahr für Dividendenzahlungen europäischer Unternehmen. Nach den Rekordjahren 2017, 2018 und auch 2019 dürften die Ausschüttungen für die Unternehmen des MSCI Europe gegenüber 2019 um ca. 30 % sinken. Für Unternehmen mit strukturell angeschlagenen Geschäftsmodellen ist Covid-19 ein Brandbeschleuniger: Nun treten Probleme zutage, die in der positiven Konjunktur oft unterschätzt worden waren, auch bei etlichen dividendenzahlenden Unternehmen. Der stationäre Einzelhandel etwa wird nach der Krise ein komplett anderer sein – und die damit verbundenen Ausschüttungen langfristig im Risiko. Gleich-

ches gilt für Unternehmen, die Staatshilfe beantragen mussten. Hier fallen die Dividendenzahlungen für die kommenden Jahre vermutlich ganz aus (s. Abb. 1).

Bedrängend für die Konzerne ist nicht nur die wirtschaftliche Not, die Ausschüttungen deutlich nach unten zu korrigieren, sondern die gesellschaftliche Erwartung: Viele konjunktursensitive Unternehmen sehen sich mit einem moralischen Anspruch ihrer Stakeholder und der Öffentlichkeit konfrontiert und passen daher die Ausschüttungsquoten zum Schutz ihrer Reputation nach unten an. Für den Anleger ist das bei dauerhaft niedrigen Zinsen verheerend – brechen doch dringend benötigte ordentliche Erträge beispielsweise für die Altersvorsorge weg.

Diskretionäre Dividendenstrategien bestehen den Stresstest

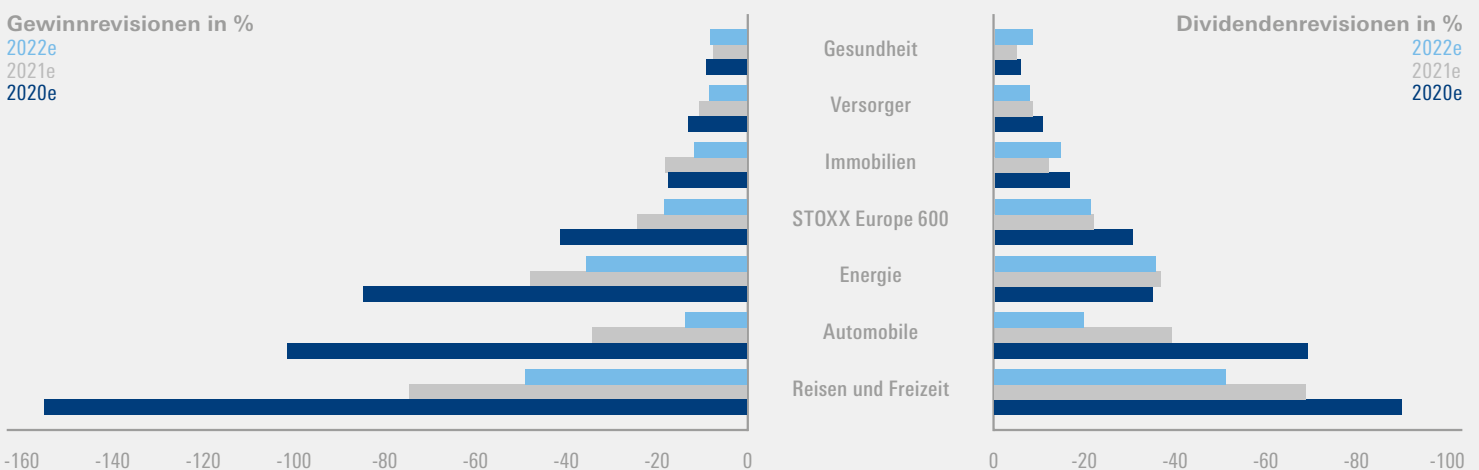
Viele diskretionäre Dividendenstrategien ließen insbesondere während des Abverkaufs im Februar und März 2020 die Vergleichsindizes hinter sich. Vom 20. Februar 2020 bis zum 23. März 2020 verloren europäische Dividendenaktien 37,5 % – gemessen am MSCI Europe High Dividend Yield Index. Der Index MSCI Europe behauptete sich mit -34,1 % etwas besser. Der aktiv gemanagte und auf Qualitätsunternehmen ausgerichtete Metzler European Dividend Sustainability konnte den Verlust mit einem Minus von 32,7 % noch weiter eindämmen.



Oliver Schmidt, stellvertretender Leiter Portfoliomanagement Equities, und Boris Anbinder, Portfoliomanager Equities, Metzler Asset Management GmbH

Der stärkere Verlust der Dividendenindizes ist vor allem darauf zurückzuführen, dass bei ihrer Zusammensetzung Value-Aktien mit sehr hohen Dividendenrenditen dominieren. Allerdings ist diese Dividende oft ein Risikohinweis: Die Marktteilnehmer zweifeln an der Beständigkeit des Geschäftsmodells und an künftigen Dividendenzahlungen. Die Ausschüttungsquoten typischer Dividendenbranchen wie Banken, Energie und Telekommunikation sind oft mit über 70 % sehr hoch, was kaum Spielraum für Dividendenwachstum lässt, zumal die Gewinne in diesen Branchen eher sinken und die Bilanzen angeschlagen sind. Dividendenkürzungen sind hier nicht selten. Da Aktien darauf sehr negativ reagieren, bleibt die Dividendenrendite dieser Unternehmen optisch häufig ansehnlich (s. Abb. 2 auf S. 6). Für Aktionäre entsteht ein massiver finanzieller Schaden, da die prognostizierte Dividende oft nicht gezahlt werden kann. Das zeigt, wie wichtig aktives Portfoliomanagement bei Dividendenstrategien ist: Es gilt, Unternehmen zu finden, bei denen Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufe im Gleichgewicht sind mit Wachstumsinvestitionen und Übernahmen – und deren Bilanzstruktur dabei gesund bleibt.

Abb. 1: Gewinn- und Dividendenrevisionen ausgewählter Branchen im Jahresverlauf für die Jahre 2020e bis 2022e



Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

Was sind jetzt gute Dividendenstrategien?

Bei gerade einmal 12 % der europäischen Unternehmen wachsen Umsatz und Ertrag langfristig um mehr als 4 %. Nach Covid-19 werden es unseres Erachtens weniger sein. Was benötigen gute Investmentansätze, um künftig Überrenditen zu erzielen?

■ Stärkerer Fokus auf Dividendenwachstum

Eine sehr hohe Dividende wird zunehmend als hohe Risikoprämie zu werten sein. Das erfordert Konzentration auf Unternehmen mit moderaten Ausschüttungsquoten, die zugleich überdurchschnittliches Wachstum erwarten lassen und ihre Ausschüttungsquote steigern können.

■ Investitionen in Small und Mid Caps

Das Wegbrechen der klassischen Dividendenbranchen erfordert zunehmende Investitionen in Titel außerhalb des üblichen Large-Cap-Spektrums. Oft bieten hier eigentümergeführte Unternehmen attraktive Möglichkeiten – nämlich eine nachhaltige Ausschüttungspolitik, eine an den wirtschaftlichen Daten orientierte Dividendensteigerung sowie eine stabile und langfristig ausgerichtete Finanzstrategie.

■ Nutzen des gesamten Spektrums an Dividendenkategorien

Die Bandbreite reicht von nachhaltig hohen Ausschüttungen bis hin zu Sonderdividenden und Aktienrückkäufen. Eine gute Strategie investiert über alle Kategorien und kann so von unterschiedlichen Dividendenquellen profitieren. Dazu zählen

- „Aristokraten“: stabile Large Caps mit nachhaltig hohem Dividendenniveau
- „Herausforderer“: wachstumsorientierte Unternehmen mit hohem Dividendenwachstum

- „Aggressive Zahler“: Unternehmen in Sondersituationen mit stark steigenden Ausschüttungsquoten
- „Hidden Champions“: Total-Shareholder-Return-Aktien, die von hohen Sonderdividenden und Aktienrückkaufprogrammen profitieren

■ Integration von Nachhaltigkeit

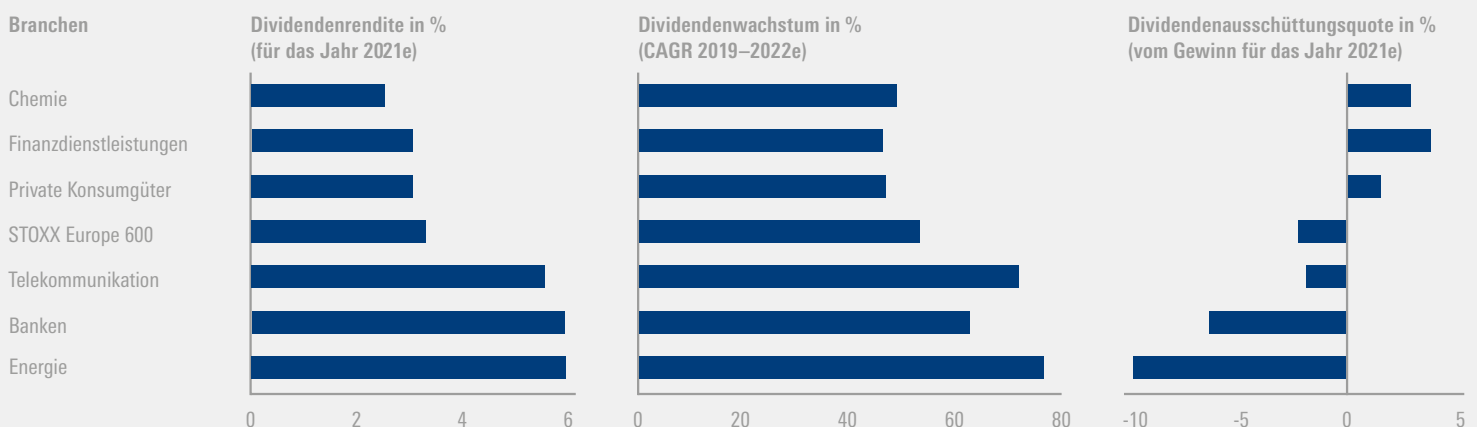
Covid-19 führt dazu, dass Investoren nachhaltige Anlagen stärker nachfragen. Da auch die Gelder aus dem Hilfspaket der Europäischen

Die Dominanz der Dividende

Auch wenn die Coronakrise das Anlagespektrum von Dividendeninvestoren nachhaltig beeinflusst – an den Grundpfeilern der Ausschüttungspolitik ändert sich nichts. Wir gehen davon aus, dass schon 2021 die Ausschüttungsquoten wieder deutlich steigen werden, sofern sich die Erholung der Wirtschaft fortsetzt. Über lange Zeiträume reinvestierte Dividenden zählen zu den verlässlichsten Mitteln, ein Vermögen aufzubauen. Seit 1970 bis heute resultieren ca. 75 % der Erträge des S&P aus reinvestierten Dividenden. Bei den aktuell niedrigen Zinsen und negativen Renditen bei mehr als drei Viertel der globalen Staatsanleihen bleibt die Dividende ein wesentlicher und unverzichtbarer Bestandteil der Kapitalanlage.

Union von 750 Mrd. EUR voraussichtlich in nachhaltig orientierte Branchen und Themen fließen, gehen wir davon aus, dass ESG-Aspekte für das Erzielen von Alpha künftig relevanter werden. ●

Abb. 2: Akzeptable Dividenden mit Potenzial für Wachstum



Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

Auf eigene Gefahr

Short-Volatilität zur Ertragsgenerierung

→ Auf der Suche nach neuen Renditequellen sind Volatilitätsstrategien in den Fokus von Investoren gerückt. Doch seit 2018 sehen die Ergebnisse nicht mehr so gut aus wie zuvor. Gründe hierfür sind sowohl die zunehmenden Kursausschläge als auch das gestiegene Volumen in Volatilitätsstrategien. Der Corona-Crash im März 2020 hat die Risiken, die in diesen Strategien schlummern, sehr deutlich gezeigt. Anleger sollten bei diesen komplexen Strategien daher sehr genau hinschauen.



*Christoph Sporer,
CFA, CESGA, stellvertretender Leiter
Absolute Return & Wertsicherung,
Metzler Asset Management GmbH*

Die Volatilitätsrisikoprämie ist ökonomisch fundiert

Der Grund für die Existenz von Volatilitätsrisikoprämien leuchtet intuitiv ein. Optionen bieten Anlegern eine Absicherung gegen fallende Kurse. Die aber hat ihren Preis, sonst wären Verkäufer von Optionen nicht bereit, die Absicherung anzubieten. Der Verkäufer erhält als Kompensation für die übernommenen Risiken eine Volatilitätsrisikoprämie. Das gilt im Übrigen nicht nur für Put-Optionen, die beispielsweise zur Absicherung bestehender Aktienportfolios eingesetzt werden, sondern auch für Call-

Optionen, die sich genauso für den Aufbau von Aktienexposure mit begrenztem Verlustpotenzial einsetzen lassen. Häufig wird der Einsatz von sogenannten „Short Vola“-Strategien, die durch den Verkauf von Optionen die Volatilitätsrisikoprämie verdienen sollen, als alternative und bestenfalls auch unkorrelierte Renditequelle propagiert. Doch das mit der Korrelation ist kompliziert. In der Regel werden nämlich Put-Optionen verkauft, die ein positives Delta haben (weil Short Put) und daher auch positiv mit dem Basiswert korrelieren (s. Abb. 1 auf S. 9).

Deltarisiko wird bei „Short-Vola“-Strategien meist eliminiert

Mathematisch ist das Delta die erste Ableitung des Optionspreises nach dem Basiswert, also die Steigung an jedem Punkt der Kurve. Das Delta eines Short Put ist relativ gering, solange der Put weit aus dem Geld liegt, also der Basiswert weit über dem Basispreis der Option notiert (hier 100). Fällt jedoch der Basiswert unter den Basispreis, nehmen das Delta und damit auch die Korrelation zum Basiswert schnell zu.

Das positive Delta des Short Put wird häufig durch eine Short-Position im zugrunde liegenden Future oder eine Short-Position in einem Call auf denselben Basiswert mit identischem Delta neutralisiert. Beides führt zwar im Status quo zu einem neutralen Delta, also zu einer marktneutralen Gesamtposition; dieses Delta ist aber gerade bei starken Marktbewegungen sehr fragil. Denn wie beschrieben ist das Delta einer Option nicht konstant. Gerade bei kurzlaufenden Optionen kann es sich bei Marktbewegungen drastisch ändern. Dann wird der eigentliche Risikotreiber dieser Positionen schlagend: das Gamma. Die Volatilitätsrisikoprämie ist nämlich technisch betrachtet eine Prämie für das eingegangene Gamma-Risiko – also das Risiko, dass das aus der Optionsposition eingegangene Delta-Risiko nicht effektiv neutralisiert werden kann. Im Falle eines Short Put mit Future-Hedge erhält man die Prämie für den

Put und hat auch nur das Gamma-Risiko aus dem Put. Werden gleichzeitig Puts und Calls – zum Beispiel als Straddles oder Strangles – verkauft, erhält man die Prämien und das gleichgerichtete Gamma-Risiko aus beiden Optionen (s. Abb. 2 auf S. 9).

Eigentliche Risikotreiber sind Gamma und Leverage

Die Short-Gamma-Position begründet nun die eigentliche Prämie, denn sie hat die Eigenschaft, dass sie immer gegen den Markt läuft: Wenn der Markt fällt, baut sie positives Delta auf; wenn der Markt steigt, entsteht negatives Delta. Das kann gutgehen, solange der Markt sich in einer Handelsspanne bewegt, aber es wird gefährlich, wenn der Markt anfängt, in eine Richtung auszubrechen. Dann kommt ein weiterer wesentlicher Aspekt von „Short Vola“-Strategien (eigentlich Short Gamma) zum Tragen: der Leverage. Das Nominal der verkauften Optionen beträgt in der Regel ein Vielfaches des Fondsvolumens. So werden beispielsweise gleichzeitig zu 100 % Optionen auf Aktienindizes verkauft, zu 300 % Optionen auf Renten und zu 400 % Optionen auf Währungen. Die fatalen Auswirkungen des Leverage werden dann – und nur dann – deutlich, wenn sich der zugrunde liegende Markt sehr stark und schnell bewegt, wie zuletzt im März 2020. So kam es vor, dass Strategien mit einer Zielrendite von 3 % Verluste von 20 % und mehr in wenigen Tagen erlitten. Das ist aber tatsächlich charakteristisch für solche



Strategien und stellt keineswegs die Volatilitätsrisikoprämie per se infrage. Doch welchen Mehrwert bietet sie Investoren? Darüber lässt sich diskutieren. Denn eine Risikoprämie, die zwar langfristig vielleicht einen Ertrag von 3 % bringt, dafür aber zeitweise überproportionale Verluste verursacht, erinnert eher an waghalsige ABS-Konstrukte aus der Zeit der Finanzkrise als an eine sinnvolle Portfolioergänzung.

Diversifikation durch „Short-Vola“-Strategien

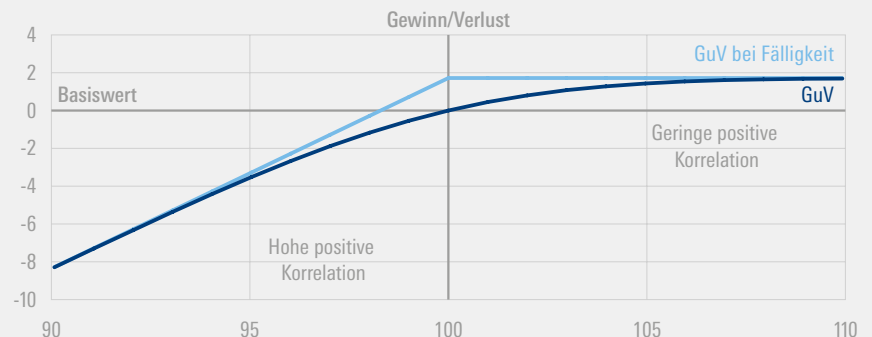
Besonders kritisch wird das in genau jenen Phasen, in denen Diversifikation und Stabilität vonnöten sind. Tatsächlich haben beispielsweise kurzlaufende Unternehmensanleihen ein sehr ähnliches Renditeprofil wie „Short Vola“-Strategien (Linksschiefe und Kurtosis), doch bei deutlich geringerer Komplexität und wesentlich höherer Transparenz (Stichwort: Leverage). Dennoch werden „Short Vola“-Strategien bessere Diversifikationseigenschaften nachgesagt als zum Beispiel Unternehmensanleihen. Dies ist konstruktionsbedingt der Fall, wenn auch Call-Optionen verkauft werden. Dann kann es nämlich sein, dass die Strategie auch bei steigenden Kursen verliert – oder nachdem sie in stark steigenden Märkten bereits verloren hat, ihre Verluste bei leicht sinkenden Kursen wieder aufholt (s. Abb. 3).

So entsteht über die Zeit eine neutrale Korrelation, die jedoch bei stark fallenden Kursen sehr schnell verschwindet und wieder das wahre Gesicht von geheltem Short Gamma offenbart.

Risikoprämie – zu welchem Preis?

Dass die Volatilitätsrisikoprämie existiert, ist unbestritten. Doch ob sie für die eingegangenen Risiken ausreichend kompensiert und ein Portfolio tatsächlich diversifiziert, sollte genau hinterfragt werden. Bei Metzler setzen wir deshalb Optionen zur Ertragsgenerierung nur vorsichtig und sehr gezielt ein. So können Wertsicherungsstrategien zum Beispiel durch ein systematisches Call-Overwriting – also den Verkauf von Call-Optionen – ihre Performance verstetigen, ohne die Tail-Risiken zu erhöhen. Bei Absolute-Return-Strategien setzen wir Short Strangles – also den Verkauf von Put- und Call-Optionen – nur sehr begrenzt ein, um auch hier die Tail-Risiken im Zaum zu halten. ●

Abb. 1: Ein Short Put hat positives Delta, profitiert also von steigendem Basiswert



Die Differenz zwischen der GuV und der GuV bei Fälligkeit ist das Performancepotenzial der Option, also der Zeitwert.

Abb. 2: Gamma-Risiko – die Instabilität des Deltas am Beispiel Short Straddle

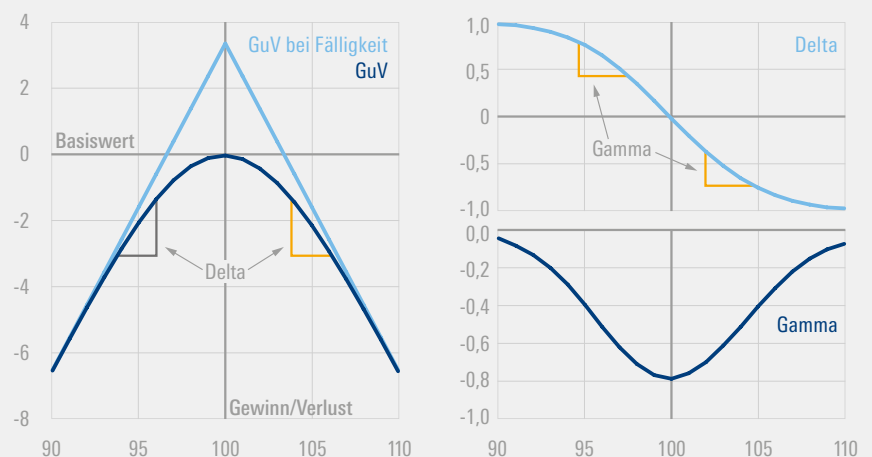
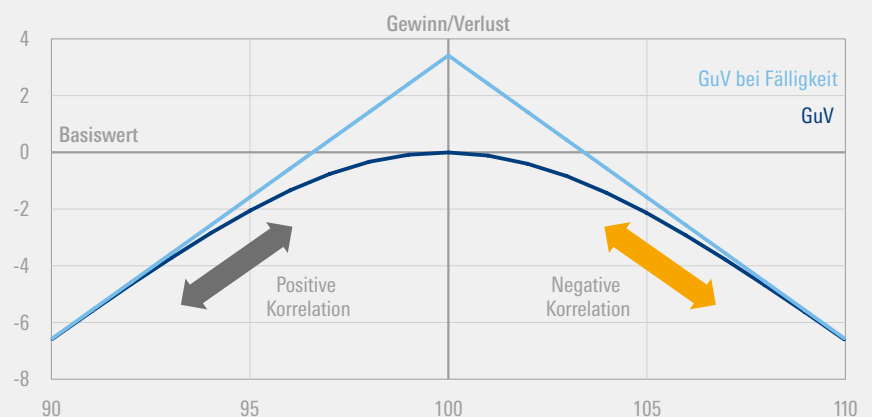


Abb. 3: Negative Korrelation durch Short Calls



Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

US Municipal Bonds

Hohe Kreditqualität bei attraktivem Renditeniveau

→ Der Markt für US-Kommunalanleihen ist die wichtigste Finanzierungsquelle für die 50 Bundesstaaten und lokalen Behörden der USA: Die Infrastruktur und wichtige lokale und bundesstaatliche Aufgaben werden über sogenannte „US Municipal Bonds“ finanziert. Diese Anleihen bieten eine attraktive Rendite bei hoher Kreditqualität und sind eine sinnvolle Beimischung in einem gut diversifizierten Portfolio.

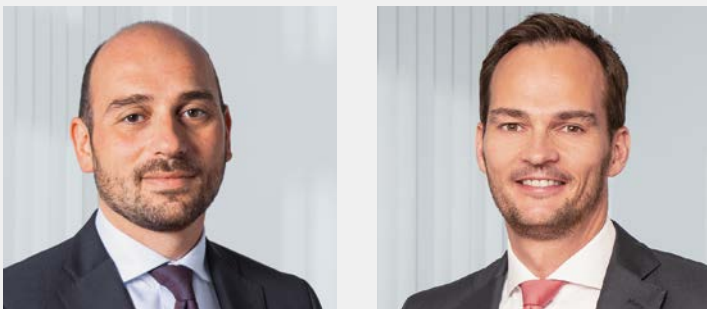
Municipal Bonds zur Finanzierung öffentlicher Projekte

US Municipal Bonds (kurz: „US-Munis“) sind Schuldverschreibungen von staatlichen Emittenten und gemeinnützigen Einrichtungen, um Investitionsausgaben zu finanzieren. Grundsätzlich lassen sich zwei Arten von Municipal Bonds unterscheiden: General Obligations (GO) und Revenue-Bonds; letztere machen etwa zwei Drittel und damit den größeren Teil des Gesamtmarktes für Municipal Bonds aus¹.

Emissionen von US-Munis sind für Anleger aus den USA entweder steuerpflichtig („taxable“) oder von der Steuer befreit („tax-exempt“). Für Nicht-US-Investoren hat die Unterscheidung steuerlich keine Relevanz, jedoch lassen sich mit steuerpflichtigen US-Munis in der Regel höhere Nominalrenditen erzielen als mit steuerbefreiten US-Munis ähnlicher Bonität.

Steigende Nachfrage und steigendes Angebot

Der US-Munis-Markt ist ein dynamischer und wichtiger Emittenten- und Anlegermarkt mit einem Volumen von etwa 4,1 Bio. USD (Stand: 31. März 2020). Die Investorenbasis ist relativ stabil; 46 % der Investoren sind Kleinanleger und 26 % Investmentfonds.



Joannis Karathanasis, Managing Director Metzler/Payden, LLC
Tobias Mansky, Institutional Sales Manager, Metzler Asset Management GmbH

Unmittelbar nach der globalen Finanzkrise begab die US-Regierung sogenannte steuerpflichtige „Build America Bonds“ (BAB), deren Volumen abnimmt. 2010 betrug das Emissionsvolumen rund 152 Mrd. USD, davon werden 2020 Bonds im Umfang von rund 20 Mrd. USD zur Zahlung fällig, die weitgehend durch steuerfreie Anleihen ersetzt werden dürften. Dennoch rechnen wir damit, dass das steuerpflichtige US-Muni-Universum insgesamt weiter wachsen wird: Abhängig von Zinsbewegungen und politischen Entwicklungen erwarten wir für 2021 ein Emissionsvolumen von über 100 Mrd. USD. Das steigende Angebot trifft auf eine robuste Nachfrage, da der Markt für Kommunalanleihen von der US-Notenbank über die „Municipal Lending Facility“ unterstützt wird.

Attraktive Rendite bei hoher Kreditqualität

US Municipal Bonds eignen sich besonders für Anleger, die bei der Kreditqualität der Emittenten keine Abstriche machen möchten. Knapp 70 % der Anleihen haben ein Rating

municipal Bonds zu einem etwas höheren Spread als die Unternehmensanleihen – per Ende August 2020 lag die Differenz bei sieben Basispunkten.

Auch das absolute Renditeniveau von steuerpflichtigen US-Munis ist überaus attraktiv; per Ende August 2020 rentierte der Markt bei 2,25 % (in USD). Durch den rapiden Rückgang der Kosten für die Währungssicherung in den vergangenen zwölf Monaten ist die Anlageklasse auch für Euro-Anleger wieder erheblich interessanter geworden.

Niedrige Volatilität und gute Diversifikationsmöglichkeiten

US-Munis weisen im Vergleich zu anderen Fixed-Income-Anlagen eine vergleichsweise niedrige Volatilität und geringere Drawdowns auf. Dies ließ sich zuletzt bei der jüngsten Marktkorrektur im März 2020 beobachten, als die Kursrückgänge bei US-Munis deutlich geringer ausfielen als in anderen Rentenmarktsegmenten.



von AA oder höher. Zum Vergleich: Nur knapp 9 % der in US-Dollar denominierten Unternehmensanleihen werden mit einer derartigen Bonität eingestuft (s. Abb. 1 auf S. 13). Trotz der im Durchschnitt höheren Kreditqualität handeln US Mu-

Ein weiterer wichtiger Punkt, der für US-Munis spricht, sind die positiven Diversifikationseffekte. So sind sie insbesondere zu in Euro denominierten Anleihen niedrig korreliert (s. Abb. 2 auf S. 13).

Mit US-Munis nachhaltig investieren

Nachhaltigkeitsaspekte haben bei der Kapitalanlage in den vergangenen Jahren stark an Bedeutung gewonnen. Wir schätzen, dass etwa 60 % des US-Muni-Universums den ICMA Green and Social Bond Principles² entsprechen – mit steigender Tendenz. Zudem fördert eine Anlage in US-Munis sozial wünschenswerte Zwecke (s. Abb. 3 auf S. 13).

Aktives Management für attraktive Opportunitäten

Der Markt für US Municipal Bonds ist extrem fragmentiert. Verglichen mit dem Markt für US-Dollar-Unternehmensanleihen ist die Zahl der Emissionen von US-Kommunal-



US-Munis als attraktiver Portfoliobaustein für Lebensversicherungen

Unter den Erstversicherern im deutschen Markt sind Lebensversicherungen gemessen am Kapitalanlagebestand mit einem Anteil von knapp 56 % oder 930 Mrd. EUR³ die größte Sparte.

Lebensversicherungsverträge haben typischerweise eine sehr lange Laufzeit. Das zukünftige Auszahlungsprofil lässt sich relativ gut prognostizieren. Der Schwerpunkt der Kapitalanlage liegt folgerichtig auf festverzinslichen Anleihen. Sie erzeugen einen planbaren Einkommensstrom, der dem Profil der Passivseite der Bilanz angepasst werden kann. Die lange Duration der Verbindlichkeiten versucht man durch entsprechend lange Laufzeiten der Vermögenswerte abzubauen. Die Struktur des Marktes für in Euro denominierte festverzinsliche Anleihen ist allerdings überwiegend von kurzen bis mittleren Laufzeiten geprägt. Nur 15 % des Gesamtmarktes⁴ haben eine Laufzeit von mehr als 15 Jahren, wobei dieses Laufzeitensegment fast ausschließlich Staats- und staatsnahe Anleihen umfasst, die überwiegend sehr niedrig rentieren.

Im Vergleich zur Euro-Zinskurve bietet die US-Dollar-Zinskurve dem Anleger gerade bei den langen Laufzeiten ein sehr viel breiteres Spektrum an Anlagemöglichkeiten. Für Versicherungen sind insbesondere US Municipal Bonds interessant:

- Niedrige Korrelation zu anderen Anleihen: Das dominante Marktrisiko eines Versicherers ist das Spread-

risiko, das in vielen Fällen überwiegend aus in Euro denominierten Papieren resultiert. US Municipal Bonds sind relativ gering beispielsweise mit Euro-Unternehmensanleihen korreliert und bieten dadurch einen positiven Diversifikationseffekt in einem bestehenden Portfolio.

- Geringe Kapitalanforderungen für das Spreadrisiko: Die überwiegend hohe Bonität von US-Munis sorgt trotz der langen Duration der Papiere dafür, dass die regulatorischen Anforderungen an die Eigenkapitalkosten für das Spreadrisiko unter der Solvency-II-Richtlinie vergleichsweise gering ausfallen. Zudem lassen sich viele Revenue-Bonds als Infrastrukturinvestments klassifizieren. Versicherer müssen dann für eine solche Anleihe 30 % weniger Eigenkapital vorhalten als für eine Unternehmensanleihe mit denselben Risikoparametern.
- Attraktive Rendite: Nach Abzug der Kosten für die Währungssicherung rentiert der Index für steuerpflichtige US-Munis aktuell bei etwa 1,5 % (in EUR). Dagegen liegen die Renditen im Euro-Zinsmarkt selbst bei langen Laufzeiten und einer vergleichbaren Kreditqualität, also AA und höher, zum Teil deutlich unter 0,5 %. Dieser Renditevorteil ist für institutionelle Anleger insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltend niedrigen Zinsen ein wichtiges Argument.

anleihen um ein Vielfaches höher – bei gleichzeitig viel geringerem durchschnittlichem Emissionsvolumen. Um die interessantesten Titel zu identifizieren und zu erwerben, sind Spezialisten nötig, die gut mit Emittenten und Händlern vernetzt sind.

Im Zuge der jüngsten Krise kam es zu Marktverwerfungen, und in der Folge wurde kaum zwischen stärkeren und schwächeren Emittenten unterschieden. Aktives Sektormanagement und eine detaillierte Analyse von US-Munis sind daher aus unserer Sicht der Schlüssel, um Risiken zu vermeiden und attraktive Anlagemöglichkeiten zu identifizieren. ●

Payden & Rygels langjährige Erfahrung mit US Municipal Bonds

Payden & Rygel sind seit der Gründung vor mehr als 30 Jahren aktiv in US-Munis investiert. Aufgrund ihrer hohen Kreditqualität und attraktiven Renditen sind sowohl „taxable“ als auch „tax-exempt“ US-Munis Kernbestandteil in den Portfolios vieler Kunden. Zum Ende des zweiten Quartals 2020 verwalteten Payden & Rygel über 4 Mrd. USD in US-Munis bei über 127 Mrd. USD in Total Assets.

Payden & Rygels aktiv verwaltete Strategie für US-Munis konstruiert Kundenportfolios passgenau, sodass sie sich an Ziele mit unterschiedlichen ESG-Kriterien anpassen können.

Abb. 1: Rating-Qualität von US Taxable Municipal Bonds und US-Unternehmensanleihen

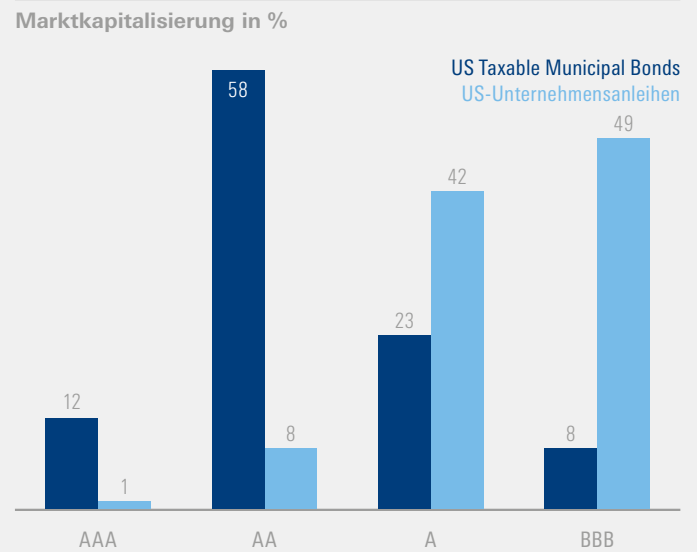
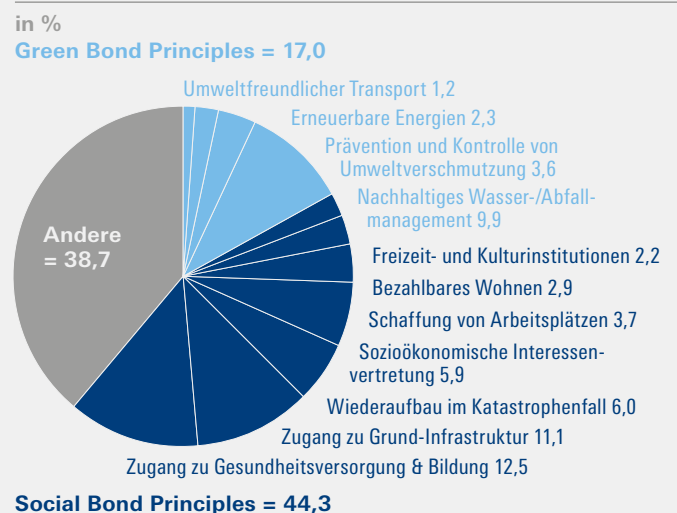


Abb. 2: Sektorkorrelationen über zehn Jahre

	Taxable Munis	Tax-Exempt Munis	US Equities	Euro Corp. Bonds	Euro Govt. Bonds	US Corp. Bonds
Taxable Munis	1,00					
Tax-Exempt Munis	0,82	1,00				
US Equities	-0,10	-0,05	1,00			
Euro Corp. Bonds	0,56	0,48	0,47	1,00		
Euro Govt. Bonds	0,66	0,58	-0,04	0,64	1,00	
US Corp. Bonds	0,77	0,66	0,47	0,83	0,58	1,00

Abb. 3: „Social Impact“-Kategorien



Moderne bAV-Konzepte

Gestaltungsmöglichkeiten in der beitragsorientierten Direktzusage

→ Die Komplexität der gesetzlichen Vorgaben sowie die Unübersichtlichkeit bei Anbietern und Produkten erschweren die Gestaltung einer betrieblichen Altersversorgung, zumal es keine Lösungen von der Stange gibt. Bei Großunternehmen spricht vieles für eine beitragsorientierte Direktzusage – vor allem die hohe Flexibilität bei der Beitragsgestaltung und bei der Kapitalanlage. Dabei lässt sich die Arbeitgeberhaftung minimieren. Auch kann ein aktives Risikomanagement bezüglich der Arbeitgeberhaftung vorgenommen werden.

Relevanz betrieblicher Altersversorgung bleibt hoch

Das Betriebsrentenstärkungsgesetz hat schon vor seinem Inkrafttreten im Januar 2018 für Diskussion gesorgt. Denn erstmals ist damit in der betrieblichen Altersversorgung (bAV) eine reine Beitragszusage möglich – also eine Zusage ohne Arbeitgeberhaftung und ohne Garantie. Dies bedeutet mehr Freiheit in der Kapitalanlage und die Chance auf höhere Renditen. Umgesetzt wurde eine reine Beitragszusage bisher allerdings noch nicht, vor allem aufgrund der notwendigen Einbeziehung der Sozialpartner.

Die bAV fördert neben der allgemeinen Fürsorgepflicht und sozialen Verantwortung auch die Attraktivität eines Unternehmens als Arbeitgeber. Daher befassen sich viele unserer Kunden mit den Gestaltungsmöglichkeiten für eine moderne bAV. „Modern“ heißt: zukunfts-fähig und bedarfsgerecht, an den Zielen und Erwartungen des Arbeitgebers und der Arbeitnehmer ausgerichtet sowie der aktuellen Situation an den Kapitalmärkten entsprechend.

Gestaltung entlang vielfältiger Arbeitgeber- und Arbeitnehmerbedürfnisse

Bei der Gestaltung eines neuen Versorgungssystems müssen die Auswirkungen auf die spezifische Situation des Unternehmens geprüft werden, von Bilanz- und Cashflow-Effekten beim Unternehmen einerseits bis hin zu Faktoren, die andererseits das Sicherheitsbedürfnis der Mitarbeiter und deren Finanzaffinität betreffen.

Für Großunternehmen ergeben sich aus unserer Sicht folgende Kriterien, die eine moderne bAV erfüllen sollte:

- Attraktivität für Mitarbeiter hinsichtlich der Finanzierung und der Absicherung
- Minimierte AG-Haftung
- Flexibilität in der Kapitalanlage
- Flexible Beitragsgestaltung
- Flexible Auszahlungsoptionen
- Weitgehend externe Administration
- Geringe laufende Kosten
- Geringe Komplexität/hohe Transparenz.

Bei der Konzeption muss über die im Betriebsrentengesetz vorgesehenen Gestaltungsmög-

lichkeiten entschieden werden, das heißt über Zusageart und Durchführungsweg. Außerdem müssen die Kapitalanlage, Beitragsgestaltung, Auszahlungsoptionen und Ergänzungsbausteine festgelegt werden.

Beitragsorientierte Zusagen lösen leistungsorientierte Zusagen ab

Die vier wesentlichen Zusagearten sind Leistungszusage, beitragsorientierte Leistungszusage (BOLZ), Beitragszusage mit Mindestleistung (BZML) und die reine Beitragszusage.





Leonie Enders, Metzler Pension Management GmbH

Aktuell spricht vieles für die Gestaltung als beitragsorientierte Zusage, also als BOLZ oder BZML. Der Unterschied liegt in der Arbeitgeberhaftung: Bei der Leistungszusage ist das Haftungsrisiko für den Arbeitgeber durch die feststehende Verpflichtungshöhe und die biometrischen Risiken deutlich höher. Mit der reinen Beitragszusage lässt sich aufgrund des Garantieverbotes eine minimierte Arbeitgeberhaftung erreichen. Allerdings bietet sie keinen Spielraum für Auszahlungsmöglichkeiten, da nur eine Auszahlung als lebenslange Rente möglich ist. Außerdem erscheinen solche Zusagen

durch die notwendige Einbindung der Tarifpartner als sehr komplex.

Auch bei den beitragsorientierten Zusagen kann die Arbeitgeberhaftung über eine reine Beitragsgarantie (keine Mindestverzinsung) in Verbindung mit einer intelligenten Kapitalanlage reduziert werden.

Dies spiegelt sich auch in der Praxis: Leistungsorientierte Zusagen werden zunehmend abgelöst und kommen bei neuen Plänen in der Regel nicht mehr in Betracht.

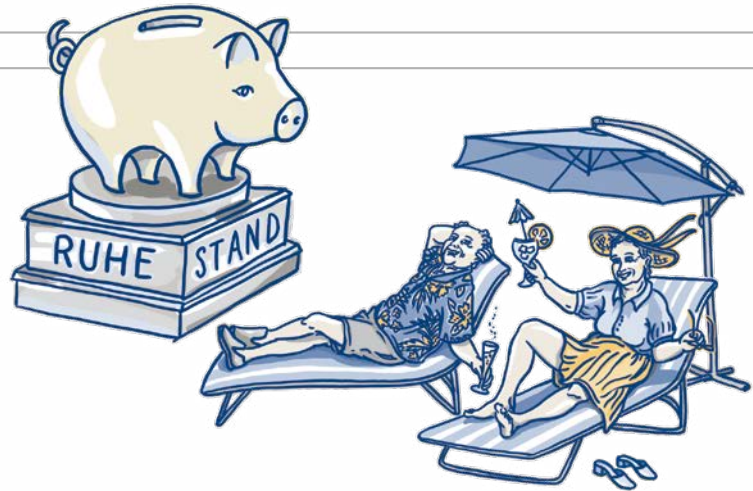
Vorteile der Direktzusage überwiegen bei Großunternehmen

Unter den fünf Durchführungswegen der bAV (s. Abb. 1 auf S. 16) spricht für Großunternehmen unter den genannten Kriterien vieles für die Direktzusage. Zwar schneidet diese bei der Arbeitgeberhaftung und externen Administration scheinbar schlechter ab; das kann aber durch den Einsatz eines intelligenten Kapitalanlagekonzeptes und eines zusätzlichen externen Administrators optimiert werden. Als

nachteilig gelten die bilanziellen Auswirkungen der Direktzusage beim Unternehmen: Pensionsrückstellungen müssen in der Handelsbilanz gebildet werden und belasten die Bilanz zum Teil enorm. Diese können aber zum Beispiel über die Finanzierung in einem Treuhandmodell (CTA) mit Vermögensgegenständen saldiert werden. Wird das bAV-Modell zusätzlich als eine wertpapiergebundene Versorgungszusage anerkannt, bei der die Versorgungsleistung direkt von der Entwicklung des Vermögensgegenstandes abhängt, können Auswirkungen auf die Handelsbilanz und mögliche Schwankungen dort größtenteils vermieden werden. Ferner muss eine Rückstellung in der Steuerbilanz gebildet werden. Die Aufwendungen führen hier zu einer Minderung des steuerrechtlichen Gewinns, was bei vielen Unternehmen allerdings positiv gewertet wird.

Die Direktzusage überzeugt mit ihrer hohen Flexibilität bei der Kapitalanlage und der Beitragsgestaltung. Die versicherungsförmigen Durchführungswege sind dagegen in der Kapitalanlage regulatorisch stärker eingeschränkt





und angesichts der niedrigen Zinsen aktuell mit großen Herausforderungen konfrontiert. Zudem bremsen die Garantien die Rendite. Im Gegensatz dazu gibt es keine Einschränkungen bei den Gestaltungsmöglichkeiten der Kapitalanlage in einer Direktzusage oder (pauschaldotierten) Unterstützungskasse. Hier kann die Kapitalanlage beispielsweise gezielt auf eine minimierte Arbeitgeberhaftung ausgerichtet werden.

Höchste Flexibilität der Beitragsgestaltung bei der Direktzusage

Obwohl grundsätzlich bei allen Durchführungswegen flexibel, gibt es bei der Beitragsgestaltung Unterschiede bei der Höhe der steuer- und sozialversicherungsfreien Beiträge: Direktzusage und Unterstützungskasse bieten

hier mehr Möglichkeiten. Allerdings sind bei der rückgedeckten Unterstützungskasse aufgrund der Vorgaben des Einkommenssteuergesetzes nur laufende und konstante Beiträge möglich, sodass die Umwandlung von einmalig hohen Summen (zum Beispiel Tantiemen) begrenzt ist. Höchste Flexibilität bietet daher nur die Direktzusage.

Diesen Vorteilen entsprechend ist die Direktzusage bei den mittleren und großen Unternehmen der beliebteste Durchführungsweg für eine

arbeitgeberfinanzierte bAV – mit einer Tendenz zur unternehmensexternen Kapitalanlage, etwa über CTAs.

Erfolgsfaktor Kapitalanlage?

Beim Vergleich anhand der wichtigen Kriterien für Großunternehmen spricht also vieles für beitragsorientierte Modelle im Durchführungsweg der Direktzusage. Allerdings sind hier insbesondere die Arbeitgeberhaftung und die Attraktivität für die Mitarbeiter abhängig von der Gestaltung der Kapitalanlage.

Abb. 1: Auswahl von Zusage und Durchführungsweg



Dabei kann grundsätzlich zwischen einer kollektiven Kapitalanlage für alle Mitarbeiter und einer individuellen Kapitalanlage für jeden einzelnen Mitarbeiter unterschieden werden, bei der individuellen Kapitalanlage ferner zwischen einem einheitlichen Kapitalanlagemodell und altersabhängigen Life-Cycle-Modellen (s. Abb. 2). In einem Life-Cycle-Modell reduziert der Asset-Manager mit zunehmendem Alter das Risiko, was in der einfachsten Version für die älteren Mitarbeiter bedeutet, dass sukzessiv von den riskanten in weniger riskante Anlageklassen umgeschichtet wird.

Grundsätzlich ist keines der Kapitalanlage-Modelle bezogen auf Rendite und Risiko besser oder schlechter. Arbeitgeber sollten bei der Auswahl eines Kapitalanlagekonzeptes die er-

wartete Rendite, Risiken und Kosten ausführlich analysieren und gegenüberstellen.

Arbeitgeberbeiträge und „Add-ons“ steigern Attraktivität des Modells

Um die Attraktivität des Versorgungsmodells für den Mitarbeiter zu erhöhen und die Teilnahmequoten zu maximieren, sind Arbeitgeberbeiträge bei der Gestaltung einer Versorgungszusage in jedem Fall zu empfehlen. Dies kann entweder über unabhängige Arbeitgeberbeiträge erfolgen oder über ein sogenanntes Matching-Modell, bei dem die Arbeitgeberbeiträge von der Eigenbeteiligung der Mitarbeiter abhängig sind bzw. Zusatzbeiträge des Unternehmens implementiert werden. Flexible Auszahlungsoptionen werden sowohl von Arbeitnehmern als auch von Arbeitgebern als wichtiges Krite-

rium bei der Gestaltung einer modernen bAV genannt. Für ein zukunftsorientiertes Versorgungsmodell kann das Konzept um eine zusätzliche Risikoabsicherung oder Ergänzungsbausteine, wie Lebensarbeitszeitkonten oder Gutschriftenpläne erweitert werden.

Die Gestaltungsmöglichkeiten sind vielfältig. Daher müssen sich Unternehmen stark mit dem Thema bAV befassen, um ein geeignetes Konzept zu finden. Mit dem Einbeziehen von Experten kann ein maßgeschneidertes Konzept entwickelt und umgesetzt werden, das die vielfältigen Ansprüche innerhalb des Unternehmens am besten abdeckt. ●

Abb. 2: Ausgestaltung der Kapitalanlage

Flexibel und individuell zugeschnitten auf die Anforderungen des Unternehmens

Gestaltung	Individuell – Lifecycle <ul style="list-style-type: none"> ■ Arbeitnehmerindividuelle Kapitalanlage durch ein altersgerechtes Rendite-Risiko-Profil ■ Je nach Alter und Anlagedauer verschiedene Anlageergebnisse möglich ■ Im Vergleich zur kollektiven Anlage höhere Renditeerwartung für jüngere Mitarbeiter, da kein Risikoausgleich im Kollektiv stattfindet ■ Im Vergleich zu kollektiver Anlage höherer administrativer Aufwand, externe Administration möglich 	Kollektiv – Anlagestrategie (Strategische Asset-Allokation) <ul style="list-style-type: none"> ■ Pooling der Kapitalanlage schafft gleiche Bedingungen für alle (fair) ■ Reduzierung der Arbeitgeberrisiken durch Ausgleich im Kollektiv möglich ■ Geringeres Anlageergebnis möglich, wenn Risikoausgleich stattfindet ■ Attraktiver für ältere Mitarbeiter ■ Auf die Bedürfnisse des Unternehmens zugeschnittene Anlagestrategie umsetzbar (zum Beispiel Immobilienquote bei entsprechendem Volumen) ■ Geringerer administrativer Aufwand
Anlagevehikel	Publikumsfonds <ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Diversifikation von Beginn an möglich ■ Größtmögliche Transparenz für Arbeitnehmer durch reguläre Berichterstattung ■ Täglich handelbar ■ Keine individuellen Anlagerichtlinien möglich ■ Nutzung institutioneller Anteilsklassen für die Anlage möglich 	Spezialfonds <ul style="list-style-type: none"> ■ Hohe Diversifikation von Beginn an möglich ■ Keine direkte Transparenz für den Arbeitnehmer über die Entwicklung der Kapitalanlagen, individuelles Reporting notwendig ■ In der Regel täglich handelbar ■ Individuelle Gestaltung der Anlagepolitik möglich ■ Kostengünstiges Anlagevehikel bei ausreichend großem Anlagevolumen

Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

Von der Asset-Liability-Analyse zur Implementierung im Multi-Asset-Mandat

→ Institutionelle Investoren integrieren immer häufiger ESG-Kriterien in ihre Entscheidungsprozesse; gleichzeitig steigen die regulatorischen Anforderungen. Mit welchen Anforderungen ist noch zu rechnen, und wie lassen sich ESG-Kriterien zusammen mit den regulatorischen Anforderungen in einer Asset-Liability-Studie und schließlich in der Portfoliokonstruktion umsetzen?

Stakeholder und Regulatorik setzen Maßstäbe

Eine 2019 von McKinsey durchgeführte Befragung von über 500 Entscheidungsträgern und Investmentprofis¹ belegte, dass der Druck beispielsweise von Analysten und NGOs weiter zunimmt, ESG-Kriterien zu berücksichtigen – also Umwelt-, Sozial- und Governance-Themen in strategische und operative Entscheidungen einzubeziehen. 83 % der in der Studie befragten Führungskräfte auf Vorstandsebene und der Investmentprofis erwarten, dass ESG-Programme in fünf Jahren mehr zum Shareholder-Value beitragen werden als heute.

Gegenüber früheren Befragungen gehen auch mehr Führungskräfte und Investoren davon aus, dass sich durch das Einbeziehen von ESG-Kriterien die Finanzkennzahlen verbessern – nicht zuletzt, weil die Erwartungen und die Kontrolle durch Investoren, Verbraucher, Mitarbeiter und andere

Daniel Sailer, Sustainable Investment Office, und Julia Flauaus-Dengler, Metzler Pension Management GmbH



Stakeholder steigen. Abgesehen davon sind institutionelle Anleger wie Versicherungen und Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung (EbAV) mit steigenden regulatorischen Anforderungen konfrontiert. Dies betrifft strengere Vorgaben zur Transparenz der Kapitalanlage sowie den Einsatz von Strategien zur Überwachung und Messung von Nachhaltigkeitsrisiken.

EU-Aktionsplan verpflichtet zu mehr Transparenz

Am 10. März 2021 soll die Offenlegungsverordnung in Kraft treten. Grundsätzlich gelten die neuen Regelungen für alle Fondsgesellschaften in Europa sowie für Versicherungen, Kreditinstitute mit Portfolioverwaltung und EbAVs. Das Regelwerk sieht umfassende ESG-Berichtspflichten auf Ebene der Gesellschaft und des Anlageproduktes vor, zum Beispiel von Publikums- und Spezialfonds. Als Teil des EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums gehört die Offenlegungsverordnung zu einer Reihe weiterer regulatorischer Initiativen, die Transparenz schaffen sollen (s. Abb. 1 auf S. 20). In der Branche wird zwar bereits darüber diskutiert, den Termin für das Inkrafttreten der Offenlegungsverordnung zu verschieben. Im Hinblick auf weitere Vorgaben – etwa durch die Transparenzpflichten der Taxonomie-Verordnung, die zum 1. Januar 2022 in Kraft tritt – sollten institutionelle Investoren strategische und organisatorische Entscheidungen trotzdem baldmöglichst treffen.

Auf die Anforderungen vorbereitet sein

Insbesondere die nachteiligen Auswirkungen („Principal Adverse Impact“) eines Portfolios in puncto Nachhaltigkeit zu messen und darüber zu berichten ist eine Herausforderung. Das hat auch damit zu tun, dass es für einige ESG-Indikatoren keine allgemein anerkannten Definitionen gibt – beispielsweise für die Einstufung von Menschenrechtsverletzungen als „moderat“ oder „schwer“. Auch geforderte Indikatoren, zum Beispiel

zu Stoffen, die die Ozonschicht schädigen, und zur Quote des recycelten Abfalls, sind nicht branchenübergreifend definiert.

Im Metzler Asset Management beschäftigen wir uns seit längerem mit aussagefähigen Indikatoren und erweitern regelmäßig unser 2017 eingeführtes ESG-Reporting um relevante und regulatorisch geforderte ESG-Kennzahlen. Dies hilft institutionellen Investoren, ihre Berichtsvorschriften zu erfüllen, und schafft Transparenz über die ESG-Qualität der Portfolios. Zudem bedarf es aber neben einer umfassenden ESG-Expertise ausreichender Ressourcen in den Bereichen Recht und IT sowie einer Weiterbildung der Mitarbeiter, um die Offenlegungspflichten erfüllen zu können.

Nachhaltigkeitskriterien in der Asset-Liability-Studie ...

Durch die zunehmende Bedeutung von ESG-Kriterien haben institutionelle Investoren in den vergangenen Jahren ihre Investmentrichtlinien um ESG-Ausschlusskriterien ergänzt. Neben Unternehmen, die in kontroversen Geschäftsfeldern wie Rüstung tätig sind, werden auch immer häufiger Unternehmen ausgeschlossen, die gegen internationale Normen wie die der UN-Global-Compact-Initiative verstoßen. Welche Auswirkungen hat eine solche Anpassung der Investmentrichtlinie auf die zu erwartenden Renditen? Welche Handlungsempfehlungen lassen sich hieraus ableiten?

Um diese Fragen zu beantworten, lassen sich Nachhaltigkeitskriterien in eine Asset-Liability-Studie integrieren. Mithilfe solcher Studien können auf Basis verschiedener stochastischer Szenarien für festgelegte Risikofaktoren – zum Beispiel Zinsen, Bonitätsaufschläge und die Erwartungswerte für die Renditeentwicklung von Risiko-Assets wie Aktien – strategische Allokationen einerseits und Verbindlichkeiten andererseits, beispielsweise für Pensionen, simultan in die Zukunft projiziert werden.

Durch die Berücksichtigung von ESG-Kriterien in einer Asset-Liability-Studie lassen sich Aussagen über den Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf den Ausfinanzierungsgrad von Assets gegenüber Pensionsverpflichtungen treffen.

... beeinflussen Renditepotenziale

Im Rahmen einer Asset-Liability-Studie haben wir durch das Einbeziehen von individuellen ESG-Ausschlusskriterien in ein Musterportfolio den Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf die (potenzielle) Portfolioperformance für einen Zeitraum von zehn Jahren (6. April 2010 bis zum 6. April 2020) untersucht.

Grundsätzlich nutzen wir für unsere Studien Erwartungswerte für Risiko-Assets, die aus den Modellen und Prognosen unseres Chefvolkswirts Edgar Walk hervorgehen. Wenn Kunden auch Nachhaltigkeitskriterien einbeziehen möchten, modifizieren wir die Analysen und berücksichtigen

einen „ESG-Impact“. Die sich daraus ergebenden Unterschiede zwischen den Asset-Renditen – also mit und ohne Berücksichtigung des ESG-Filters – zeigt Abb. 2 für das Musterportfolio.

Für das Musterportfolio haben wir die strategische Asset-Allokation vollständig repliziert, die Entwicklung über zehn Jahre simuliert und die Benchmark-Renditen mit und ohne die umstrittenen Unternehmen ermittelt. Die Berechnung ist statisch, wir haben also in unserem Backtest alle Annahmen beispielsweise über kontroverse Beteiligungen von Unternehmen konstant gelassen.

Bei unseren Analysen lassen wir einerseits nach dem Vorsichtsprinzip Überrenditen bei der Anpassung von Renditeerwartungen außer Acht – im Beispiel MSCI World mit Anwendung des ESG-Filters. Negative Renditeeinflüsse führen andererseits dazu, dass wir die Ertragserwartungen der Assets um einen ESG-Impact in der Studie korrigieren. Im Beispiel führte

Abb. 1: Regulatorische Initiativen des EU-Aktionsplans zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums

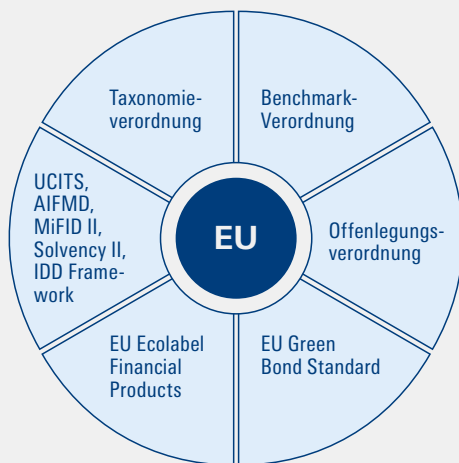


Abb. 2: Asset-Liability-Studie – Einfluss von Nachhaltigkeitspräferenzen auf die Performance eines Musterportfolios*

in %

Benchmark	Rendite p. a. Benchmark	Rendite p. a. bei Anwendung ESG-Filter auf ein Musterportfolio
Investment Grade EUR	1,00	0,50
HY EUR	2,40	0,25
Investment Grade USD	4,90	2,00
HY USD	5,00	0,40
MSCI World	6,50	14,00

der Ausschluss von Energie- und Versorgungsunternehmen durch den ESG-Filter zu einer deutlich niedrigeren Rendite bei festverzinslichen Wertpapieren – vor allem im Hochzinsuniversum.

Umsetzung in einem Multi-Asset-Mandat

Die ESG-Integration – also das Einbeziehen von ökologischen, sozialen und Aspekten der Unternehmensführung in die traditionelle Investmentanalyse – hat das Ziel, das Rendite-Risiko-Profil der Fonds zu verbessern. Bei unseren fundamentalen Multi-Asset-Strategien setzen wir Nachhaltigkeitskriterien sowohl in Publikumsfonds als auch in Spezialfonds um. Bei Spezialfonds können kundenindividuelle Nachhaltigkeitskriterien vereinbart werden, die wir im Selektions- und Allokationsprozess berücksichtigen.

Vor dem Aufsetzen eines Spezialfonds, zum Beispiel im Rahmen der Übernahme von Pensionsverpflichtungen, unterstützen wir Anleger mit unserer Expertise im Bereich Asset-Liability-Management. Die Ergeb-

nisse der Asset-Liability-Studie fließen in die Portfoliokonstruktionen ein. Ausgangspunkt sind gemeinsam mit dem Anleger entwickelte ESG-Kriterien. Im Rahmen der Asset-Liability-Studie werden die Auswirkungen beispielsweise von Ausschlüssen bestimmter Unternehmen auf die Portfolioperformance analysiert und im Management der Kapitalanlage integriert – so bei unseren Multi-Asset-Mandaten. (s. Abb. 3). Die Zusammenarbeit unserer Experten aus den Bereichen Nachhaltigkeit, Volkswirtschaft, Portfoliomanagement und Pension Management ermöglicht eine ganzheitliche Beratung unserer Kunden und eine reibungslose Umsetzung ihrer individuellen und regulatorisch geforderten Vorgaben. ●

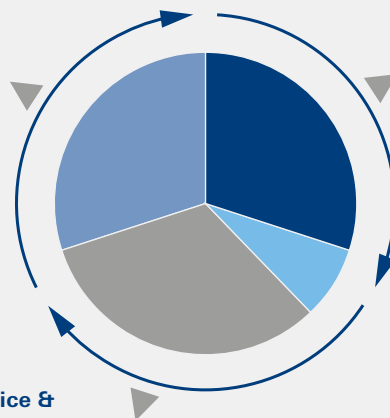
Abb. 3: Bündelung von Know-how für fundamentale Multi-Asset-Mandate

Allokationsebene: Team Asset Allocation

- Verantwortet die Steuerung der Asset-Klassen auf der Allokationsebene
- Zuständig für die strategische und taktische Asset-Allokation (direktional und marktneutral)
- Verantwortlich für die Gesamtsteuerung des Mandats

Sustainable Investment Office & Economic Research

Bündelt das Know-how rund um Nachhaltigkeitsaspekte (ESG*) im Investmentprozess im Einklang mit der volkswirtschaftlichen Analyse



Selektionsebene: Team Equities & Team Fixed Income

- Verantworten die Steuerung der Einzeltitel auf der Selektionsebene
- Zuständig für qualitative/quantitative Analyse der Einzeltitel und Sektoren des Investmentuniversums

Aktien
Alternatives
Staatsanleihen
Credit

Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

„Für die anfangs nötige Überzeugungsarbeit war es hilfreich, dass Nachhaltigkeit keine Rendite kosten muss“

Interview mit Udo Giegerich, Executive Vice President Group Finance & Investor Relations, Uniper SE, zur nachhaltigen Kapitalanlage von Pensionsverpflichtungen

PI: Herr Giegerich, mit dem Programm Empower Energy Evolution verpflichtet sich Uniper, das Stromerzeugungsgeschäft in Europa bis 2035 CO₂-neutral zu machen. Welche Rolle spielt das Thema Nachhaltigkeit bei Ihren Kapitalanlagen und Pensionsverpflichtungen?

Giegerich: Empower Energy Evolution ist der Slogan für unser operatives Geschäft und dessen Strategie. Die Kapitalanlage für unsere Pensionsverpflichtungen wird bewusst unabhängig von einem kleinen routinierten Team im Bereich Group Finance gesteuert. Nachhaltigkeit gewinnt auch dabei an Bedeutung, zumal wir da eine Win-win-Situation haben: Unternehmen mit schlechten ESG-Scores haben auch höhere Drawdown-Risiken. Durch den Ausschluss reduzieren wir das Marktrisiko und erhöhen damit unsere Gesamrendite. Zudem nehmen wir beim Thema Nachhaltigkeit durch den Ausschluss von Wertpapieren aus bestimmten kontroversen Branchen auch unsere Verantwortung als Kapitalanleger wahr. Allerdings verhalten wir uns nicht päpstlicher als der Papst; so schließen wir Anlagen in Finanzprodukte unserer Geschäftspartner aus dem operativen Geschäft nicht aus, darunter sind auch Unternehmen der konventionellen Energieerzeugung.

Was waren für Sie die großen Herausforderungen bei der Integration von Nachhaltigkeitskriterien?

Für die anfangs nötige Überzeugungsarbeit war es hilfreich, dass Nachhaltigkeit keine Rendite kosten muss. Als dies über Vergleiche zwischen klassischen Indizes und Nachhaltigkeitsindizes gezeigt werden konnte, fielen die weiteren Entscheidungen ziemlich zügig. Die größte Herausforderung war, einen einheitlichen methodischen Ansatz für beide Pensionsvehikel zu finden. Wir hatten vier Rahmenparameter für die Umsetzung: erstens ein Vorrang für die Portfoliorendite. Zweitens sollte das Investmentuniversum nicht drastisch verkleinert werden. Drittens sollte es keine Konflikte zum operativen Geschäft geben wie einen Ausschluss von Geschäftspartnern, und viertens musste die Datenermittlung mit vertretbarem personellem Aufwand und geringen Kosten möglich sein.

Für welchen Ansatz haben Sie sich schließlich entschieden?

Wir schließen Unternehmen bestimmter kontroverser Branchen aus, so Alkohol, Tabak, Cannabis und Glücksspiel, die wir den Sucht-

mitteln zurechnen, zusätzlich Pornografie, Waffen und als übergeordnetes Thema Menschenrechtsverletzungen. Als Asset-Klasse irrelevant sind für uns auch Agrarrohstoffe und Lebensmittel. Wir halten uns an die Länderausschlussliste des Office of Foreign Assets Control („OFAC“) des US Department of Treasury und haben aus der veröffentlichten Sanktionsliste für Unternehmen die börsennotierten Gesellschaften identifiziert und ausgeschlossen. Unsere Länderausschlussliste betrifft den Iran, Jemen, die Krim-Region, Kuba, Nordkorea, Syrien und Venezuela.

Was hat sich dadurch an den Mandaten für Ihr Asset-Management geändert?

Die Asset-Manager unserer Mandate erhalten die Ausschlussliste als Vorgabe. Bei passiven Neuinvestments nehmen wir gerne Publikumsfonds oder ETFs, die sich mit einer Outperformance ihrer Nachhaltigkeitskonzepte bereits bewiesen haben. So haben wir unlängst einen passiven Publikumsfonds auf den MSCI World in einen passiven Publikumsfonds auf den MSCI World mit ESG getauscht, weil dieser eine bessere Performance gezeigt hat als das Fondsprodukt mit dem klassischen Index.



Udo Giegerich ist Executive Vice President des Bereichs Group Finance & Investor Relations von Uniper SE. Er ist verantwortlich für Finanzierung, Renten- und Vermögensverwaltung, Finanzverwaltung und Investor Relations. Uniper SE ist ein führendes internationales Energieunternehmen mit Sitz in Düsseldorf und in mehr als 40 Ländern tätig. Das Kerngeschäft umfasst sowohl die Stromerzeugung in Europa und Russland als auch den globalen Energiehandel sowie ein breites Gasportfolio, das Uniper zu einem der führenden Gasunternehmen in Europa macht.

Wie hat sich die Performance Ihrer Portfolios mit dem Einbezug von ESG-Kriterien entwickelt?

Da kann ich Ihnen keine konkrete Renditezahl nennen, da sich die Ausschlussliste entwickelt hat und wir keine Backtests der Portfolios ohne Ausschlüsse haben. Die Manager passiver Mandate, sowohl Aktien als auch Fixed-Income, geben uns das Feedback, dass die Ausschlussliste einen positiven Renditeeffekt hat. Bei dem erwähnten Produktwechsel auf den MSCI World mit ESG lag der Renditevorteil über drei Jahre bei annualisierten 0,79 % – bei den aktuellen Zinsen eine Größenordnung, bei der sich ein Wechsel lohnt.

Planen Sie unabhängig von der zunehmenden Regulatorik weitere Schritte in Richtung stärkerer Nachhaltigkeit Ihrer Pensionsverpflichtungen?

Nachhaltigkeit ist bei institutionellen Anlegern inzwischen Mainstream. Wir wollen weiter klassische Benchmarks durch ESG-Benchmarks ersetzen, wir werden vermehrt in Produkte mit einem Nachhaltigkeitskonzept investieren, weil wir überzeugt sind, dass Unternehmen mit gu-

ten ESG-Ratings von den Kapitalströmen profitieren und outperformen werden.

Welche Auswirkungen hat für Sie als Unternehmer und Anleger der EU-Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums, zum Beispiel die geplante EU-Taxonomie?

Auf Unternehmensebene ist die EU-Taxonomie für uns schon wichtig. Sie legt ja fest, welches Niveau der Umweltleistung eine Dienstleistung oder ein Produkt haben sollte, damit es zu den Umweltzielen Europas beiträgt. Sie ist ein ernsthafter Versuch der Finanzaufsichtsbehörden, eine Offenlegung nicht im Hinblick auf ein finanzielles Ziel vorzuschreiben, sondern auf ein Nachhaltigkeitsziel – nämlich auf das Klimaschutzziel mit der Verpflichtung Europas, bis 2050 netto null Kohlenstoffemissionen zu erreichen.

Als Anleger verstehen wir die EU-Taxonomie nicht als Aufruf, aus Kapitalanlagen mit hohen CO₂-Emissionen auszusteigen und ein CO₂-freies Portfolio zu gestalten. Über den Wertpapierverkauf von Unternehmen mit hohen CO₂-Emissionen erzielt man keine Einsparung an CO₂ in der Realwirtschaft.

Die EU-Taxonomie fokussiert sich leider auf das Thema Umwelt; andere Faktoren – also das S und G in ESG – finden leider keine Berücksichtigung. Dabei kann gerade gute Unternehmensführung bei Investmententscheidungen wichtiger als das Thema Umwelt sein, wie wir ja leider in einem vermeintlich entwickelten Investitionsland wie Deutschland am Beispiel des vermutlichen Betrugsfalls Wirecard erkennen mussten. ●



„Japanische Verhältnisse“ in Europa: Implikationen für Anleger

- Immer öfter taucht in den Medien der Begriff „japanische Verhältnisse“ im Zusammenhang mit der aktuellen Wirtschaftsentwicklung in Europa auf. Landläufig wird darunter eine langanhaltende Periode mit niedrigem Wirtschaftswachstum, niedriger Inflation und niedrigen Zinsen verstanden. Die Frage ist, inwieweit sich die vergangenen Entwicklungen in Japan auf Europa übertragen und welche Implikationen für Anleger sich daraus ableiten lassen.



Edgar Walk, Chefvolkswirt,
Metzler Asset Management GmbH

Bis 2004 lautete die Diagnose für die langanhaltende japanische Wachstumsmalaise „Bilanzrezession“

Japanische Unternehmen verschuldeten sich in den 1980er-Jahren erheblich, um mit Aktien und Immobilien zu spekulieren. Nach dem Crash zu Beginn der 1990er-Jahre gerieten dann die Unternehmensbilanzen in Schieflage: Die Vermögenswerte sanken dramatisch, gleichzeitig stiegen die Verbindlichkeiten bis 1994 immer weiter (s. Abb. 1 auf S. 27).

Die Unternehmen mussten daher ihre Investitionen merklich kürzen und steckten jeden verfügbaren Yen in den Schuldenabbau. Entsprechend stieg ihre Sparquote deutlich. Dagegen blieb die Sparquote der Privathaushalte mehr oder weniger stabil. In einer perfekten Welt würden die Ersparnisse der



Privathaushalte genau den Kreditbedarf der Unternehmen decken, sodass sich die Summe der Ersparnisse auf null addiert. Liegt die Summe jedoch deutlich über null, besteht ein unnatürlicher Sparüberschuss im Privatsektor.

Im dritten Quartal 2004 hatten die Unternehmen dann ihre Verschuldung wieder auf ein normales Niveau von 100,3 % des Bruttoinlandsprodukts (BIP) zurückgeführt. Seither trifft die Diagnose „Bilanzrezession“ nicht mehr zu, denn eigentlich wäre nun ein Rückgang des Sparüberschusses und damit verbunden ein Investitionsboom zu erwarten gewesen. Andere Gründe scheinen somit für den hohen unnatürlichen Sparüberschuss verantwortlich zu sein.

Japanischer Anleihemarkt im Dornröschenschlaf

Die japanische Zentralbank reagierte auf die Sparschwemme des Privatsektors, senkte 1995 den Leitzins auf 0,5 % und leitete damit die Nullzinspolitik ein. Interessanterweise lag die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen bis 2011 überwiegend über 1,0 %, sodass die Renditestrukturkurve in Japan ab 1995 sehr steil verlief. Die Vermutung liegt nahe,

dass das hohe internationale Renditeniveau lange Zeit die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen beeinflusst hat.

Nach der Finanzmarktkrise 2008 und der Staatsschuldenkrise in Europa 2012 kollabierten die Renditen weltweit. In Japan liegt die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen seit 2016 bei nahe 0 %.

Japanische Aktien um 35 % unterbewertet

Japanische Aktien erreichten zwischen März 1992 und April 2020 einen durchschnittlichen Wertzuwachs von nur 1,8 % pro Jahr. Fundamental gerechtfertigt (aber immer noch enttäuschend) wäre ein Plus von 2,6 % pro Jahr gewesen, das sich aus dem Gewinnwachstum von 1,1 % und einer Dividendenrendite von 1,5 % ergibt. Daraus folgt, dass die Bewertung (Kurs-Gewinn-Verhältnis) gefallen ist, und japanische Aktien unseren Berechnungen zufolge nun sogar um 35 % unterbewertet sind. Das einbrechende Wachstum der Unternehmensgewinne nach dem Platzen der Blase am Aktien- und Immobilienmarkt Anfang der 1990er-Jahre zusammen mit einer niedrigen Dividendenrendite war einfach ein zu toxisches Gemisch. Die Frage ist, welches Gewinnwachstum

japanische Unternehmen unter Berücksichtigung von Aktienrückkäufen langfristig erzielen können.

Der Blick nach Europa:

„Japanischere“ Verhältnisse als in Japan

In der Eurozone lässt sich seit der Finanzmarktkrise 2008 auch eine unnatürlich hohe Sparneigung im Privatsektor beobachten. Vor der Krise war der Sparüberschuss mit durchschnittlich etwa 220 Mrd. EUR p. a. noch moderat (s. Abb. 2 auf S. 27). Seit 2009 finanzierte der private Sparüberschuss mit durchschnittlich 287 Mrd. EUR pro Jahr die staatlichen Budgetdefizite, und es wurden durchschnittlich 273 Mrd. EUR pro Jahr im Ausland angelegt – ablesbar an den hohen Leistungsbilanzüberschüssen.

Die Diagnose „Bilanzrezession“ greift zwar für einzelne Mitgliedsländer der Europäischen Währungsunion wie Spanien oder Irland, wo die Blasen am Immobilienmarkt platzten. Die Verschuldungsaggregate für den gesamten Währungsraum zeigen jedoch weder eine Übertreibung noch eine Korrektur. Wie in Japan ist 16 Jahre später auch in der Eurozone ein unerklärlicher Sparüberhang im Privatsektor entstanden. „Japanische Verhältnisse“ herrschen nun auch in der Eurozone, vielleicht sogar noch „japanischere“ als in Japan selbst, wie eine Analyse der Europäischen Zentralbank zeigt: Die Realzinsen für Anleihen über alle Laufzeiten in der Eurozone und in den USA liegen deutlich unter denen in Japan (s. Abb. 3 auf S. 27).

Vorerst keine Rückkehr zu alten Verhältnissen

Die Erfahrungen aus Japan zeigen, dass Leitzins- und Steuererhöhungen sofort zu schweren Rezessionen führen: Höhere Leitzinsen bewirken einen Anstieg der Sparquote und einen Rückgang der Kreditnachfrage. Höhere Steuern entziehen den Privathaushalten Einkommen, woraufhin die Konsumnachfrage sinkt. Das Szenario wäre also niedriges Wachstum, niedrige Inflation, niedrige Zinsen und eine tendenziell steigende Staatsverschuldung auf absehbare Zeit. Solange jedoch der nominale Zins unter der Wachstumsrate des nominalen BIP bleibt, ist die Höhe der Staatsverschuldung unkritisch.

Nur wenn es die Staaten mit der Neuverschuldung übertreiben, könnte es zukünftig zu höheren Inflationsraten kommen. Vielleicht sind die Rettungspakete der Staaten in der Coronakrise bereits übertrieben hoch und sorgen in ein bis



zwei Jahren für einen stärkeren Preisanstieg. Dieses Risikoszenario dürfte jedoch erst ab 2022 an Relevanz gewinnen, da erst dann das BIP wieder über dem Vorkrisenniveau liegen könnte.

Eine Normalisierung des Sparüberhangs im Privatsektor könnte auch durch einen Investitionsboom der Unternehmen eingeleitet werden. Eine andere Möglichkeit wäre, das Einkommen von sparfreudigen zu konsumfreudigen Privathaushalten mittels Steuerpolitik umzuverteilen.

Anleihen: Unternehmensobligationen als Alternative

Nur wenn die Inflation steigt – inklusive einer Lohn-Preis-Spirale –, sind Leitzinserhöhungen der Zentralbanken wieder vorstellbar. Sollte es zu einem überraschenden Konsum- oder Investitionsboom kommen, wäre die optimale wirtschaftspolitische Reaktion keine Leitzinserhöhung, sondern eine Kürzung der Staatsausgaben. Die Inflation würde dann niedrig bleiben – wie auch die Zinsen –, und die Staatsverschuldung könnte rapide abgebaut werden. Es ist somit zu erwarten, dass die Leitzinsen und die Renditen von Staatsanleihen in den meisten entwickelten Volkswirtschaften auf absehbare Zeit seitwärts tendieren werden. Sollte das nicht der Fall sein, werden die Zentralbanken dafür sorgen – mithilfe von Anleihekäufen oder fixierten Renditen.

Eine Lehre aus den „japanischen Verhältnissen“ könnte daher für Fixed-Income-Anleger sein, Investmentgrade-Unternehmensanleihen zulasten von Staatsanleihen strukturell höher zu gewichten. Dabei sind zwei Ansätze überlegenswert: eine risikoarme Variante mit einem ausbalancierten Portfolio aus Anleihen bester Bonität oder eine risikoreichere Variante mit einem Portfolio aus Nachranganleihen



von Investmentgrade-Unternehmen, die einen nennenswerten Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen mit dauerhaft niedriger Rendite bieten.

Aktien: Dividenden- und Wachstumstitel bieten Potenzial

Die in der Eurozone schon seit 2009 herrschenden „japanischen Verhältnisse“ zeigen sich auch am

europäischen Aktienmarkt. So sind die Gewinne seit Dezember 2008 nur um durchschnittlich 0,4 % pro Jahr gestiegen. Die Dividendenrendite betrug dagegen durchschnittlich immerhin 3,8 %, und die Bewertung erhöhte sich im Durchschnitt um 3,3 % pro Jahr – insgesamt also ein Ertrag von durchschnittlich 7,5 % pro Jahr. Nichtsdestotrotz dürften die Unternehmensgewinne in Europa mittelfristig nur um 1,0 % bis 3,0 % pro Jahr wachsen. Der Dividendenrendite wird eine entscheidende Bedeutung für den Anlageerfolg zukommen; wir schätzen sie mittelfristig auf 4,0 % bis 5,0 %. Dahinter steht die Annahme, dass die Unternehmen in Zukunft den größten Teil ihrer Gewinne ausschütten werden, da es nur wenige Investitionsmöglichkeiten mit hohem Wachstumspotenzial geben wird.

Bei „japanischen Verhältnissen“ liefert somit die Dividendenrendite einen größeren Beitrag zur Performance als das Gewinnwachstum. In diesem Umfeld müssten somit Aktien mit einer hohen Dividendenrendite besonders attraktiv sein und sich strukturell besser entwickeln als Aktien mit einer niedrigen Dividendenrendite. Analysen von Morgan Stanley und Goldman Sachs bestätigen dies grundsätzlich für Japan für die gesamte Periode von 1994 bis 2019. Die Strategie sollte sich jedoch nicht nur auf Unternehmen mit hohen Dividendenrenditen konzentrieren, sondern auch den Faktor „(Dividenden-)Wachstum“ berücksichtigen, wie die Erfahrungen aus Japan zeigen – zumal japanische Value-Aktien keine echte Alternative waren, wie die stetig schlechtere Wertentwicklung der japanischen Banken gegenüber dem Gesamtmarkt seit Beginn der Nullzinspolitik zeigt. Neben Dividendenstrategien (s. hierzu auch den Beitrag auf S. 4–6) dürften sich auch „Wachstumsstrategien“ mittelfristig weiterhin gut entwickeln – zumindest solange das globale Wirtschaftswachstum schleppend bleibt. ●

Abb. 1: Bilanzrezession als Ursache für die „japanischen Verhältnisse“?

Verschuldung in Japan in % des BIP

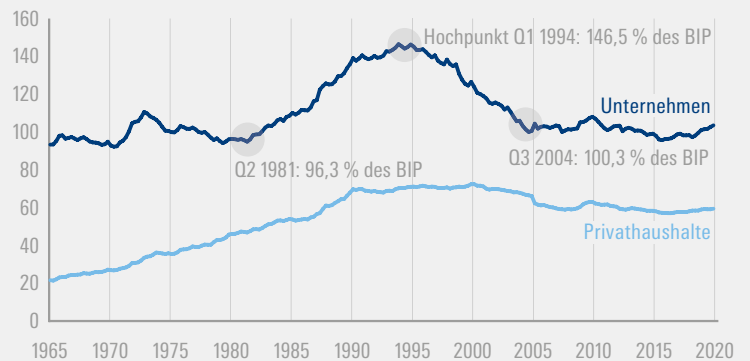


Abb. 2: Eurozone – unnatürlicher Sparüberhang seit 2009

in Mrd. EUR

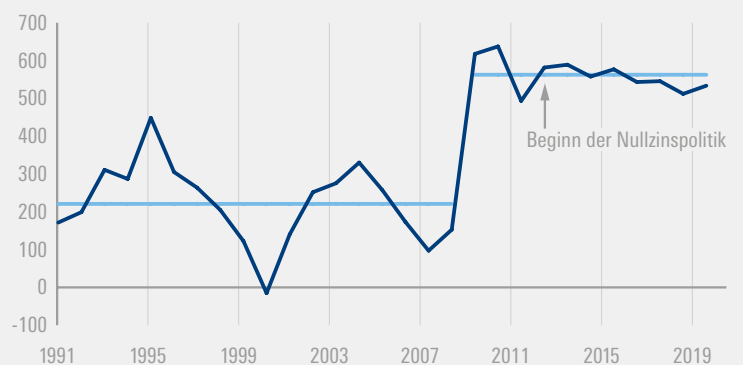
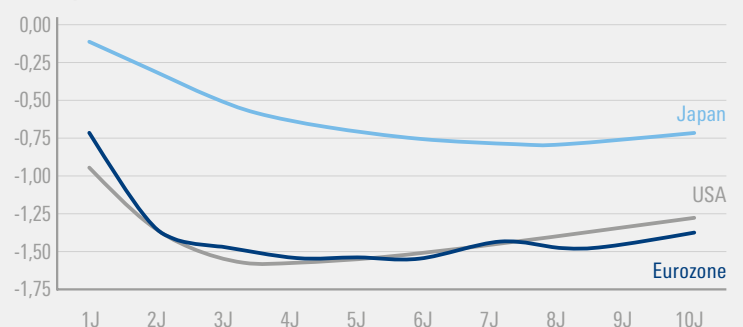


Abb. 3: Realzinsen in den USA und der Eurozone niedriger als in Japan

in % p. a.



Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35



Nachhaltiges Investieren, was heißt das konkret?

Dr. Rainer Matthes, Geschäftsführer, Metzler Asset Management GmbH

→ Nachhaltigkeitskriterien bei der Kapitalanlage zu beachten ist per se nicht neu. Standen anfangs ethische Aspekte im Vordergrund, liegt das Hauptaugenmerk seit einigen Jahren verstärkt auf ESG-Themen. Deren Einbezug in die Kapitalanlage kann wesentlich dazu beitragen, das Rendite-Risiko-Profil von Portfolios zu verbessern. Baustein hierfür ist bei uns die Basisnachhaltigkeit in allen Portfolios und deren Ergänzung um unser proprietär entwickeltes System QbrickS®. Beispiel für nachhaltiges Stock-Picking ist das Thema Wasserstoff. Dieser wichtige Baustein für das Erreichen des EU-Ziels der Klimaneutralität 2050 kann sich auch als nachhaltiger Treibstoff für das Portfolio erweisen.

Nachhaltiges Investieren als Element der Portfolio-Optimierung

Seit mehr als zehn Jahren belohnen Kapitalmärkte Investments in nachhaltige Unternehmen mit deutlichen Überschussrenditen. Nachhaltige Unternehmensführung steigert die Kapitalproduktivität: Unternehmen, die ökologische und soziale Kriterien sowie Aspekte guter Unternehmensführung berücksichtigen, wirtschaften oft profitabler als Wettbewerber, die nicht darauf achten. Ferner können sich solche Unternehmen zu günstigeren Konditionen refinanzieren. Die Akteure an den Kapitalmärkten preisen diese sich selbst verstärkenden Wettbewerbsvorteile bereits eindrucksvoll in die Kurse ein.

Ausgangspunkt unserer mehrdimensionalen ESG-Integration ist das individuelle Verständnis unserer Kunden von Nachhaltigkeit: ihre Ziele und Werte und die hieraus resultierenden Erwartungen und Anforderungen an die Kapitalanlage. Anhand unseres ökonomischen Verständnisses von ESG analysieren und steuern wir die Portfolios, für die wir auch ein umfassendes, transparentes und nachvollziehbares ESG-Reporting anbieten.

Früher Trend – heute (fast schon)

Investmentstandard

Portfoliomanager weltweit berücksichtigen neben finanziellen auch nichtfinanzielle Indikatoren, um die Kapitalanlage nachhaltig auszurichten. Allein schon das Ziel der EU-Kommission, bis 2050 klimaneutral zu werden, bedingt grundlegende Veränderungen in Politik, Wirtschaft und Gesellschaft – und hohe Investitionen. Dabei sollten Investitionen in „Stranded Assets“ – Vermögenswerte, die auf das Wirtschaften mit fossilen Energieträgern abstellen – vermieden werden. Ein umweltgerechtes Leistungsspektrum und die stärkere Reduktion von Umweltrisiken der Unternehmen führt zu strukturellen Wettbewerbsvorteilen auf dem Weg in eine dekarbonisierte Wirtschaft.

Auch an den gestiegenen Anforderungen an das Reporting von Unternehmen und Finanzdienstleistern lässt sich ablesen, dass der Einbezug von ESG-Kriterien sowie nachhaltiges und verantwortungsbewusstes Wirtschaften gefördert werden soll. Anleger müssen also immer umfassendere regulatorische Anforderungen erfüllen; insofern ist es nur noch eine Frage der Zeit, bis sich Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage als Marktstandard etablieren wird.

Nachhaltige Fonds: Ist auch wirklich drin, was draufsteht?

Dass nachhaltiges Investieren immer wichtiger wird, zeigt auch der EU-Aktionsplan zur Finanzierung von nachhaltigem Wachstum. Die regulatorischen Anforderungen umfassen zum Beispiel die EU-Taxonomie und die Offenlegungsverordnung. Mit beiden Initiativen verfolgt die EU das Ziel, eine bessere Vergleichbarkeit von Investments im Hinblick auf ihre Nachhaltigkeitsmerkmale zu erzielen. Erreicht wird dies mit unterschiedlichen Anforderungen an die Berichterstattung auf Ebene der Anlageprodukte und der Investmentgesellschaft.

Der Einbezug von Nachhaltigkeitskriterien ins Portfoliomanagement begleitet uns bereits seit über 20 Jahren (s. Abb. auf S. 29). Unser automatisiertes und digitales ESG-Reporting, das seit 2017

unseren Kunden zur Verfügung steht, bildet die Grundlage, um erweiterte regulatorische Anforderungen – wie die der Offenlegungsverordnung – erfüllen zu können. Um unsere grundsätzliche nachhaltige Ausrichtung der Fonds „sichtbarer“ zu machen, werden wir die Publikumsfonds von Metzler umbenennen (s. S. 32).

Nachhaltigkeit im Portfolio implementieren

Metzler Asset Management setzt in allen aktiv gesteuerten Publikums- und Spezialfonds automatisch eine Basisnachhaltigkeit um. Das heißt, dass in einem ersten Schritt Ausschlusskriterien zum Einsatz kommen, die sich an mehr als 120 Normen und Konventionen orientieren – unter anderem am Globalen Pakt der Vereinten Nationen und an der Deklaration der Internationalen Arbeitsorganisation ILO (International Labour Organisation). Die Daten stammen primär von MSCI ESG Research. Bei sogenannten „very severe controversies“, also schwersten Verstößen gegen eine dieser Normen, wird das Unternehmen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen.

Die Basisnachhaltigkeit wird ergänzt um die Definition von Nachhaltigkeit des Kunden und dessen Anforderungen an die Kapitalanlage. Daraus resultiert dann eine Ausschlussliste, die mit allen Anlagerichtlinien des Kunden konform ist – die Basis für das individuelle Konzept der nachhaltigen Kapitalanlage.

Auf dieser Grundlage konstruieren wir aktive und passive Investmentstrategien, um das Portfolio nach den ESG-Vorgaben des Kunden steuern zu können. Mithilfe von QbrickS®, unserem dynamischen Tool für Portfoliokonstruktion und Risikomanagement, lassen sich die Interdependenzen zwischen Allokations-, Risikoprämien- und ESG-Entscheidungen transparent machen und simultan steuern. So können wir finanziell-materielle Aspekte der Nachhaltigkeit nahtlos in die Kapitalanlage überführen.

Stock-Picking unter ESG-Gesichtspunkten: Auf die Gewinner von morgen setzen

Unser Portfoliomanagement analysiert, wie sich ESG-Kennzahlen auf das Geschäftsmodell auswirken, welche Chancen sich

realisieren lassen und welche ESG-Risiken in einem Unternehmen bestehen. Bei der fundamentalen ESG-Integration werden ergänzend folgende Themenfelder analysiert:

- Management von ESG-Risiken und Umgang mit Arbeitskräften
- Auswirkungen des Klimawandels auf das Geschäftsmodell und Konformität mit den Klimazielen von Paris
- Analyse von Umsätzen in strukturellen Trendthemen, zum Beispiel erneuerbare Energien, Energieeffizienz, Abfallvermeidung und Wassermanagement.

Das Ergebnis ist ein Ranking der Einzeltitel, das aber nicht automatisch zum Kauf oder Verkauf der entsprechenden Aktien führt. Denn die Entscheidung, bestimmte Positionen im Portfolio auf-

oder abzubauen, treffen unsere Portfoliomanager immer diskretionär und nie ausschließlich anhand von Screening-Ergebnissen.

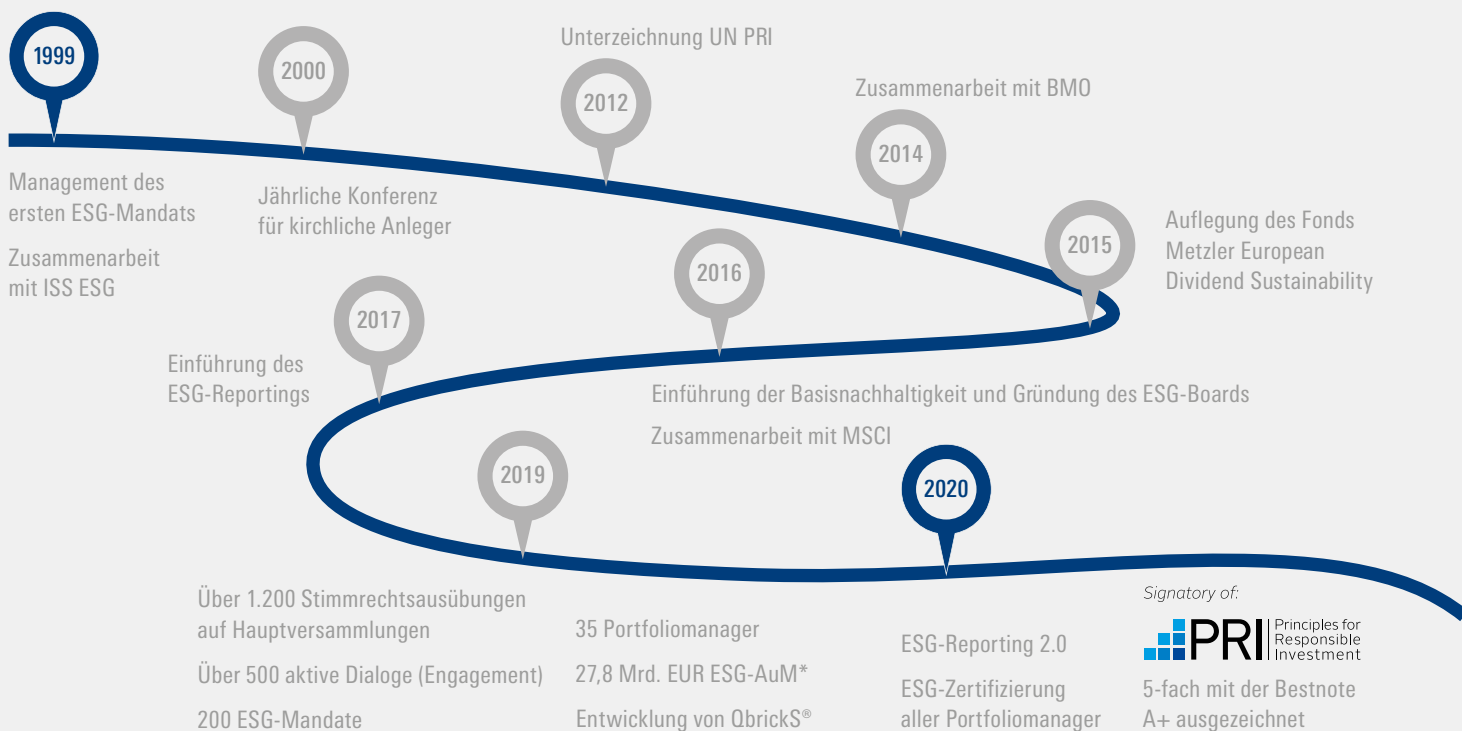
Wasserstoff – ein nachhaltiger Treibstoff auch fürs Portfolio

Wie sich solche Themenfelder im Portfolio berücksichtigen lassen, zeigt die gemeinschaftliche Analyse unserer Portfoliomanager und des Sustainable Investment Office zu erneuerbarem („grünem“) Wasserstoff.

Die Europäische Union (EU) hat zum Ziel, die Netto-Treibhausgasemissionen bis zum Jahr 2050 auf null zu senken, im Einklang mit dem Pariser Klimaschutzabkommen, das vorsieht, die Erderwärmung auf deutlich unter 2 °C gegenüber dem vorindustriellen Zeitalter zu begrenzen.

Abb.: 20 Jahre Erfahrung mit nachhaltigen Kapitalanlagen

Zahlen und Meilensteine zu ESG bei Metzler im Überblick



Bitte beachten Sie die Fußnoten und Quellenangaben auf Seite 35

Drei Fragen

an: Franz von Metzler, Geschäftsführer Metzler Asset Management GmbH

„Grüner“ Wasserstoff, der mithilfe von Wind- und Solarenergie erzeugt wird, gilt dabei als Hoffnungsträger, um das Ziel der Klimaneutralität zu erreichen: Wasserstoff ist für eine nachhaltige Ökonomie von größter Bedeutung – er ist leicht, energiedicht, speicherbar und erzeugt keine direkten Emissionen.

Mit Investitionen von bis zu 500 Mrd. EUR bis 2050 will die EU die europäische Wasserstoffstrategie vorantreiben. Die Kosten der Produktion von erneuerbarem Wasserstoff sollen gesenkt, die Nachfrage gestärkt und Wasserstoff wettbewerbsfähig gegenüber fossilen Energieträgern gemacht werden.

Unser Portfoliomanagement hat die Wasserstoff-Wertschöpfungskette von der Erzeugung über die Speicherung, den Transport und die Verteilung bis hin zur Anwendung analysiert und Anlagechancen identifiziert: Zu den Sektoren, die von den EU-Plänen profitieren, zählen insbesondere erneuerbare Energien, Industriegüter, das Transportwesen, die Chemieindustrie und Gasversorger.

Titel mit Berührungspunkten zum Thema Wasserstoff haben insbesondere in den vergangenen drei Jahren deutliche Überschussrenditen erzielt. Steigende Bewertungsprämien spiegeln zudem die hohen Erwartungen an die künftigen Erträge wider. Je nach strategischer Ausrichtung des Portfolios investieren unsere Portfoliomanager selektiv in Einzeltitel aus den obengenannten Branchen.

Ausführliche Informationen rund um das Zukunftsthema und den Investmenttrend Wasserstoff, zu den Branchen und Unternehmen finden Sie auf unserer Website www.metzler.com/gruener-wasserstoff und in unserem ESG-Update „Wasserstoff“: ●



Herr von Metzler, dürfen wir Metzler Asset Management als Pionier in Sachen nachhaltiger Kapitalanlage bezeichnen?

Ich wäre da etwas bescheidener, aber tatsächlich haben wir schon vor mehr als 20 Jahren das erste ESG-Mandat übernommen. Wir haben das immer schon weniger als eine Frage der Moral gesehen als der Portfolio-Optimierung. Damals sah man noch einen Widerspruch zwischen ethischen Standards und Rendite. Kirchliche Anleger zählten zu den Pionieren ethisch nachhaltiger Kapitalanlagen und haben Ihre Ansätze konsequent weiterentwickelt. Wir haben diese Mandate aktiv begleitet und von Ihnen gelernt – vor allem, dass mit einer breiteren Datenbasis für die Unternehmensanalyse bessere Rendite-Risiko-Profile zu erzielen sind.

Bei der Regulierung – wie der EU-Taxonomie – steht noch ökologische Nachhaltigkeit im Vordergrund. Sie sprechen von einer breiteren Datenbasis; was ist Ihren Kunden da wichtig?

Erstens die Berücksichtigung aller ESG-Komponenten in unserer Basisnachhaltigkeit und vor allem die Kombination von ESG- und traditionellen ökonomischen Kriterien. Zweitens können wir für Spezialfondskunden individuelle Präferenzen und Restriktionen bei der Optimierung der Kapitalanlage berücksichtigen; da haben wir ein Tool, das die Zusammenhänge zwischen Nachhaltigkeit, Risikoprämien und Allokation für Entscheidungen transparent macht. Transparenz ist auch im Zusammenhang mit Regulierung wichtig; das merken wir an den entsprechenden Anfragen in Bezug auf unser ESG-Reporting.

Wohin entwickelt sich die nachhaltige Kapitalanlage?

In Richtung größerer Professionalität. Längst ist sie im Mainstream angekommen, zumal Investoren als Eigenkapitalgeber den Zusammenhang zwischen Nachhaltigkeit und Mehrwert verstehen und sehen, dass der Kapitalmarkt entsprechende Investments mit Überschussrenditen belohnt.

Erweiterte Nachhaltigkeit unserer Fonds soll sich im Namen widerspiegeln

→ In den nächsten Monaten werden wir die Metzler-Fonds umbenennen: Sie tragen dann Namen, die unsere 2016 implementierte ESG-Integration und die dadurch erweiterten Portfolio-Inhalte auch nach außen transparent machen. Hintergrund dafür ist der Wunsch unserer Anleger nach höherer Sichtbarkeit des ESG-Profiles unserer Portfolios und der frühzeitige Einbezug künftiger regulatorischer Anforderungen, zum Beispiel aus der MiFID-II-Verordnung.

Im Rahmen der Product-Governance-Anforderungen nach der Level-2-Ergänzung zur Finanzmarkttrichtlinie MiFID II müssen die Hersteller von Finanzinstrumenten einen Zielmarkt für die von ihnen aufgelegten Produkte definieren. Die Verbände der Deutschen Kreditwirtschaft (DK) haben in diesem Zusammenhang gemeinsam mit dem Bundesverband Investment und Asset Management (BVI) und dem Deutschen Derivate Verband (DDV) für den deutschen Markt Mindeststandards für nachhaltige Produkte bestimmt.

Zielmarktdefinition impliziert Ausschlusskriterien für bestimmte Unternehmen

Die Zielmarktdefinition geht einher mit Mindestausschlusskriterien für als nachhaltig bezeichnete Produkte. Titel von Herstellern und Händlern kontroverser Waffen, Waffensysteme und Kernkomponenten dürfen in Nachhaltigkeitsfonds nicht vertreten sein. Bei Herstellern und Händlern von konventionellen Waffen und Rüstungsgütern liegt die Umsatzschwelle für einen Ausschluss bei 10 %. Für Unternehmen, die in der Produktion und/oder im Handel von Tabak tätig sind, liegt die Umsatzschwelle bei 5 %. Etwas großzügiger ist die Regel bei Unternehmen, die Kohle abbauen und/oder verstromen. Hier dürfen Aktien von Unternehmen in Nachhaltigkeits-

portfolios gehalten werden, die nicht mehr als 30 % ihrer Umsätze in diesem Geschäft erwirtschaften. Über die Mindestkriterien hinaus werden Unternehmen aus dem Anlageuniversum ausgeschlossen, die in der Förderung von Erdöl und Erdgas mittels nichtkonventioneller Methoden wie Fracking tätig sind; die Umsatzschwelle liegt hier bei 5 %.

Mindestanforderungen für Emittenten von Staatsanleihen weiter konkretisiert

Auch für Emittenten von Staatsanleihen wurde ein Mindestausschlusskriterium definiert. Vorgesehen ist, dass Staaten, die als „nicht frei“ (gemäß dem Jahresbericht „Freedom in the World“ der internationalen Nichtregierungsorganisation „Freedom House“) klassifiziert werden, nicht in Nachhaltigkeitsfonds vertreten sein dürfen. Analysiert werden die Themen „politische Freiheit“ und „Bürgerrechte“. Über dieses Mindestkriterium hinaus setzen wir Ausschlusskriterien in den Rubriken „Friedensstatus“, „Korruption“ und „Geldwäsche“ ein und achten auf ein Mindest-ESG-Government-Rating. Aus dem Anlageuniversum ebenfalls ausgeschlossen werden Staaten, die MSCI ESG Research mit einem schlechteren ESG-Government-Rating einstuft als BB. ●

Börsen-Zeitung

Zeitung für die Finanzmärkte

Gerhard Wiesheu leitet Frankfurt Main Finance



Gerhard Wiesheu, Partner B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, und Dr. Lutz Raettig

*Börsen-Zeitung, 29.10.2020
Von Tobias Fischer, Frankfurt*

Der Finanzplatz Frankfurt hat ein neues Gesicht: Das Präsidium von Frankfurt Main Finance hat Metzler-Partner Gerhard Wiesheu am Mittwoch zum neuen Präsidenten und somit zum Nachfolger von Dr. Lutz Raettig gewählt, welcher der Finanzplatzinitiative zwölf Jahre vorstand. Raettig wird ihr als Ehrenpräsident verbunden bleiben.

Der 58-jährige Wiesheu wird Frankfurt Main Finance zwei Jahre führen. Die gut 70 Mitglieder des Vereins, zu denen Finanzdienstleister sowie Hochschulen und Kommunen zählen, haben es sich zur Aufgabe gemacht, Frankfurt als Finanzzentrum national wie internatio-

nal zu stärken. Seit drei Jahren gehört Wiesheu Vorstand und Präsidium an und hat sich einer Mitteilung der Initiative von Mittwoch zufolge in diesen Funktionen in der Anwerbung japanischer Finanzinstitute verdient gemacht. Japan fühlt der sich seit 2011 amtierende Vorstandsvorsitzende des Deutsch-Japanischen Wirtschaftskreises besonders verbunden. Schon seit 1987 sei er im Japan-Geschäft aktiv, heißt es.

Vor fast zwei Jahrzehnten stieß Wiesheu zu Metzler, bald darauf, 2002, wurde er Mitglied des Partnerkreises B. Metzler seel. Sohn & Co. Holding AG und verantwortet seitdem das Geschäftsfeld Asset Management. 2012 rückte er in den Vorstand auf. 2015 wurde er in den Kreis der persönlich haftenden Gesellschafter des Bankhauses B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA aufgenommen.

Abgesehen von der Veränderung an der Präsidiumsspitze hat sich auch im Vorstand einiges getan. Neu in das Gremium gewählt wurden Dr. Thomas Book (Deutsche Börse), Dr. Ingo Wiedemeier (Frankfurter Sparkasse) und Adnan Sheikh (Bürgermeister der Stadt Eschborn). Bestätigt wurden der hessische Wirtschaftsminister Tarek Al-Wazir, Frankfurts Kämmerer Uwe Becker, Helaba-Chef Thomas Groß, ING-Vorstandsvorsitzender Nick Jue, Deutsche-Bank-COO Frank Kuhnke, der Co-Vorstandsvorsitzende der DZ Bank, Dr. Cornelius Riese, sowie die Vorstandschefin der Frankfurter Volksbank, Eva Wunsch-Weber. Qua Amt als Vorsitzender der Gesellschaft für Risikomanagement und Regulierung ist Gerold Grasshoff von der Boston Consulting Group Mitglied des Vorstands.

Der hessische Ministerpräsident Volker Bouffier wünschte Wiesheu viel Erfolg im neuen Amt und würdigte die Verdienste Raettigs und von Frankfurt Main Finance für den Finanzplatz Frankfurt. „Gemeinsam sind wir nach New York gereist, um die US-amerikanischen Banken von Frankfurt zu überzeugen. Heute haben sich vier der sechs größten US-Banken für Frankfurt als Europazentrale entschieden.“ Auch Wiesheu dankte seinem Vorgänger „für seinen unermüdlichen Einsatz für den Finanzplatz Frankfurt“. Er freue sich darauf, seine Arbeit fortsetzen zu dürfen. Minister Al-Wazir bezeichnete Raettig, der auch Aufsichtsratsvorsitzender der Morgan Stanley Bank AG ist, „als Stimme des Finanzplatzes und sein Gesicht“ sowie als wesentlichen Treiber zahlreicher Initiativen.

Analoge Kommunikation im digitalen Zeitalter

Gespräch mit Constanze Busch,
Leiterin Veranstaltungsmanagement bei Metzler



Frau Busch, unter Ihrer Leitung haben sich Metzler-Veranstaltungen wie das jährliche Metzler Insight Corporates und die Investmentstrategie etabliert. Was bedeutet die notwendige Digitalisierung nun für Sie?

Digitales Arbeiten und Zusammenkommen ist in diesem Jahr das „new normal“. Vor allem konzeptionell sind virtuelle Veranstaltungen herausfordernd, weil sie ganz anders vorbereitet und organisiert werden müssen als Präsenzveranstaltungen. Es ist meist aufwendiger als gedacht, Inhalte mediengerecht aufzubereiten. Was uns darüber hinaus sehr beschäftigt ist, dass unsere Gäste ja auch kommen, weil sie das „Metzlern“ zu schätzen wissen, also persönliche Gespräche zu führen, Kontakte zu pflegen und neue zu knüpfen. Da merken wir aktuell ganz deutlich, dass das kein digitales Format hundertprozentig ersetzen kann.

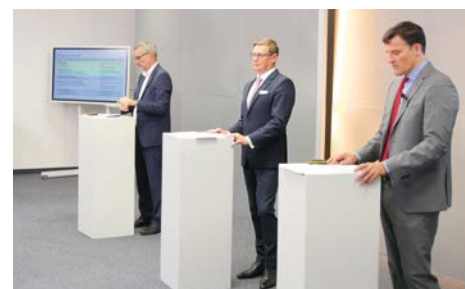
Denken Sie auch über ganz andere Formate nach?

Ja, durchaus. Der erste Filter muss natürlich die Sicherheit sein – sowohl in puncto Gesundheit als auch Datenschutz. Alle Register der modernen Technik müssen beispielsweise bei hybriden Events gezogen werden.

Diese Formate bieten interessante Möglichkeiten, Präsenzveranstaltungen durchzuführen und zusätzlich per Videostream zu übertragen. Sowohl die Gäste vor Ort als auch die Teilnehmer am Bildschirm können aktiv zu Fragerunden und Diskussionen beitragen – die einen analog, die anderen beispielsweise im Chat. Grundsätzlich bieten digitale Formate zahlreiche Vorteile, zum Beispiel war bei unserer „online edition“ der Metzler Insight Corporates im September die Reichweite höher, es gab keine Teilnehmerbegrenzungen, und wir hatten die Möglichkeit, Vorträge und Inhalte auch nach der Veranstaltung als Video zu teilen: www.metzler.com/corporates-2020

Wie wird die Veranstaltungswelt nach Corona aussehen?

Zählten bis Anfang des Jahres digitale Veranstaltungen noch zu den Exoten, haben sie sich inzwischen einen festen Platz unter den Eventformaten erobert – auch bei uns. Grundsätzlich werden wir zwar nach Corona wieder stärker auf analoge Veranstaltungen und Kommunikation setzen, aber digitale Formate haben sich bewährt, und Bewährtes behalten wir bei. ●



Ausgewählte Termine im ersten Halbjahr 2021

5. Kirchliches Investmentforum 6. und 7. Mai 2021 – Schlosshotel Steinburg, Würzburg

Das Kirchliche Investmentforum ist eine Veranstaltungsreihe für Fachleute aus dem Finanzbereich von Kirchen, kirchlichen Institutionen und Kirchenbanken. Metzler Asset Management und ISS ESG bieten damit eine Plattform, auf der es um aktuelle Themen speziell aus dem Bereich verantwortliches Investieren geht.

Institutional Money Kongress 26.–27. Mai 2021, RheinMain CongressCenter, Wiesbaden

Auf dem Institutional Money Kongress sind unsere Spezialisten Yanling Zhu, Kundenbetreuerin China, Daniel Sailer, Sustainable Investment Office, und Oliver Schmidt, stellvertretender Leiter Portfoliomanagement, mit den Themen „Vom Aufschwung Chinas profitieren“ und „1:0 für aktives Management“ vertreten.

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH. Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.

- Seite 5, Abb. 1** Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 30. September 2020
- Seite 6, Abb. 2** Quellen: FactSet, Metzler; Stand: 30. September 2020
- Seite 9, Abb. 1–3** Quelle: Metzler Asset Management; Stand: Juli 2020.
- Seite 10, Fußnote 1** Vgl. Bloomberg Barclays Municipal Index per 11. September 2020
- Seite 11, Fußnote 2** Die Social Bond Principals sind freiwillige Leitlinien der International Capital Market Association, die Emittenten zu Transparenz und Offenlegung anhalten und Empfehlungen für das Vorgehen bei der Emission von Social Bonds enthalten. Die Principles sollen dadurch die Entwicklung des Marktes fördern.
- Seite 12, Fußnote 3** Quelle: Gesamtverband der Versicherungswirtschaft, Stand: 31. Dezember 2018.
- Seite 12, Fußnote 4** Gesamtmarkt gemessen am Bloomberg/Barclays Euro Aggregate Index.
- Seite 13, Abb. 1** Quellen: ICE BofA Indizes, EIOPA, Payden & Rygel; Stand: 31. August 2020
- Seite 13, Abb. 2** Quellen: Bloomberg, ICE BofA Indizes, Payden & Rygel. Monatliche Renditen vom 10. September 2010 bis 10. September 2020.
- Seite 13, Abb. 3** Quelle: Payden & Rygel; Stand: 30. Juni 2020
- Seite 16, Abb. 1** Darstellung Metzler
- Seite 17, Abb. 2** Darstellung Metzler
- Seite 18, Fußnote 1** <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance#>
- Seite 20, Abb. 1** Quelle: Metzler Asset Management
- Seite 20, Abb. 2** * Replikation eines Musterportfolios über zehn Jahre, 6. April 2010 bis 6. April 2020
Quellen: FactSet, eigene Berechnungen
- Seite 21, Abb. 3** * ESG steht für Environment, Social and Governance, also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung
Quelle: Metzler Asset Management
- Seite 27, Abb. 1 + 2** Quellen: Thomson Reuters Datastream, Metzler
- Seite 27, Abb. 3** Quellen: Refinitiv, Consensus Economics und Berechnungen der EZB.
Anmerkung: Die realen Renditen von Staatsanleihen sind die Differenz zwischen der nominalen Rendite und der durchschnittlichen Konsensuserwartung für die Inflation ab April 2020 über die entsprechende Laufzeit.
Datenreihen bis 14. Mai 2020 für die Eurozone, bis 8. Mai 2020 für die USA und bis 5. Mai 2020 für Japan.
- Seite 30, Abb.** * Verwaltete Vermögenswerte (Assets under Management, kurz AuM) per 30. Juni 2020
Quelle: Metzler

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

Vielfalt ist uns wichtig: Daher legen wir Wert darauf und betonen ausdrücklich, dass wir mit unseren Informationen alle Menschen gleichberechtigt ansprechen. Wenn wir im Text männliche Bezeichnungen für Menschen und Positionen verwenden, dient das allein dazu, den Lesefluss für Sie zu vereinfachen.

Impressum

Herausgeber

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (0 69) 21 04 - 11 11
Telefax (0 69) 21 04 - 11 79

asset_management@metzler.com
www.metzler.com

Verantwortlich

Nicole Arend
Dr. Christiane Heitmeyer
Dr. Rainer Matthes

Gestaltung

Ilonka Ritter, Ulf Rößling

Copyright Agenturbilder

Titel: stock.adobe.com/VAlex
S. 3, 4: stock.adobe.com/Robert Gubbins
S. 3, 7, 8: stock.adobe.com/C.Schübler
S. 3, 26: stock.adobe.com/bankoo
S. 11: stock.adobe.com/metamorworks
S. 12: stock.adobe.com/evening_tao
S. 18+20: stock.adobe.com/Lev
S. 22: stock.adobe.com/peshkova
S. 24: stock.adobe.com/Vlad
S. 33: Frankfurt Main Finance/Axel Gaube
S. 34: stock.adobe.com/wacomka

Illustrationen

Laura Baginski, Judith Ritter

Fotografien

Metzler

Erscheinungsort

Frankfurt am Main
Redaktionsschluss: 30. September 2020

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH
Untermainanlage 1
60329 Frankfurt am Main
Telefon (069) 2104-1111
Telefax (069) 2104-1179

asset_management@metzler.com
www.metzler.com

