

# Portfolio Insight

Das Magazin für den institutionellen Anleger



## Optionen

Anlagealternative  
Long/Short Volatility

## Dividendentitel

Auch nach der Zinswende  
weiter attraktiv

## Digital Assets

Neue Anlageklasse  
Kryptowerte

[www.metzler.com](http://www.metzler.com)

2. Ausgabe 2022

## Zeitenwende in der bAV

Das erste Sozialpartnermodell  
in Deutschland



**METZLER**  
Asset Management

## Sehr geehrte Damen und Herren,

ein ereignisreiches Jahr liegt hinter uns, und wir leben in schwierigen Zeiten. Ist bei der aktuellen Weltlage und dem dauernden Krisenmodus eigentlich noch Optimismus angebracht? Ich denke schon. Menschen haben immer allen Widrigkeiten getrotzt und sind kreativ bei der Suche nach konstruktiven Lösungen für die sich stellenden Probleme.

Durchhaltevermögen, Kreativität und eine gewisse Resilienz sind in allen Lebenslagen und auch in Finanzfragen nötig. Damit auch künftig Rentnerinnen und Rentner ihren Ruhestand feiern und nicht fürchten müssen, ergänzt bereits seit 2018 das Betriebsrentenstärkungsgesetz die bestehende Landschaft der betrieblichen Altersversorgung. Es dauerte dann vier Jahre, bis mit der Metzler Sozialpartner AG als Versorgungsträger und durchführender Einrichtung das erste Sozialpartnermodell Deutschlands an den Start gehen konnte.

Inflation, Zinsen und Volatilität beschäftigen Anleger, Asset-Manager, Volkswirte und Notenbanken gleichermaßen. Lesen Sie hierzu die Einschätzungen von Jens Ulbrich, dem Leiter des Zentralbereichs Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank. Er nahm auf unserer Veranstaltung Metzler Insight: Corporates 2022 am Panel „Quo vadis Kapitalmarkt“ teil, wofür ich ihm an dieser Stelle herzlich danken möchte. Oder informieren Sie sich in unserer Rubrik „Anlagestrategie“ zu unseren unterschiedlichen Ansätzen – vom neuen Fonds Metzler Long/Short Volatility über Wertsicherung bis hin zum Währungsmanagement von Metzler Capital Markets.

Und jetzt möchte ich mich von Ihnen, liebe Leserinnen und Leser, verabschieden – nicht in den Ruhestand, wohl aber in eine neue Zuständigkeit im Bankhaus. Den Stab gebe ich ab an Franz von Metzler, der ab 1. Januar 2023 als Vorstand der B. Metzler seel. Sohn & Co. AG für das Asset Management zuständig sein wird. Ab 1. Januar 2023 werde ich zusammen mit Emmerich Müller das Geschäftsfeld Private Banking führen und nach dessen Ausscheiden in den Ruhestand ab 1. Juli 2023 als Sprecher des Vorstands fungieren.

Ich blicke optimistisch in die Zukunft und wünsche Ihnen eine anregende Lektüre.



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

  
Gerhard Wiesheu



# Inhalt

## Altersvorsorge

- 4 Zeitenwende in der bAV: Das erste Sozialpartnermodell in Deutschland

## Anlagestrategie

- 8 Optionen mal anders
- 12 Wertsicherung statt Glaskugel
- 16 Auch bei steigenden Zinsen attraktiv: Europäische Dividendenstrategien
- 18 Currency Management: Währungsmanagement für Private Investments
- 22 Ein Jahr Metzler Global Ethical Values

## ESG

- 23 Fallstricke meiden bei der ESG-Integration von Unternehmensanleihen
- 24 Taxonomiekonforme Wirtschaftsaktivitäten als möglicher Bestandteil der Portfoliokonstruktion

## Administration und Reporting

- 26 Rückenwind für digitale Assets

## Makroökonomie und Kapitalmärkte

- 30 „Wir sind in einer Phase makroökonomischer Unsicherheiten“ – Diskussionsrunde mit Jens Ulbrich, Deutsche Bundesbank
- 34 Best-Case-Szenario 2023: „Weiche Landung“ der US-Wirtschaft

## Events / Neues aus dem Hause Metzler / Termine

- 36 Veranstaltungen 2022: Persönliche Begegnungen und intensive Gespräche
- 38 Neues Jahr, neue Vorstände und geänderte Zuständigkeiten
- 38 Ausgewählte Termine 2023





# Zeitenwende in der bAV

Das erste Sozialpartnermodell  
in Deutschland





*Christian Pauly, Kundenbetreuer,  
Metzler Pension Management GmbH*

### **Die reine Beitragszusage: Sozialpartner und Ziele**

Die tarifvertraglichen Grundlagen für das erste Sozialpartnermodell festgelegt haben die Sozialpartner, bestehend aus Uniper, dem Arbeitgeberverband energie- und wasserwirtschaftlicher Unternehmungen e. V. (AVEW), der Arbeitgebervereinigung Bayerischer Energieversorgungsunternehmen e. V. (AGV Bayern) und den beiden Gewerkschaften ver.di und IGBCE. Gemeinsam stimmten sie ein Sozialpartnermodell ab, das den vereinbarten Sicherungsbeitrag besonders schonend verwendet und zusätzlich potenziell mehr

Um Schwankungen der Rentenhöhe abzumildern oder sogar zu vermeiden, haben die Sozialpartner mit der MSPF Mechanismen wie die temporäre Minderung der Leistungskürzung in den Pensionsplan Metzler rBZ1 implementiert. Damit lässt sich ein wesentliches Ziel des Sozialpartnermodells erreichen, nämlich deutlich höhere und langfristig verlässliche Rentenzahlungen für die Versorgungsberechtigten zu erwirtschaften.

Unternehmen, die die reine Beitragszusage für ihre Mitarbeitenden nutzen, haben mit dem Wegfall der Arbeitgeber-

**Das Betriebsrentenstärkungsgesetz trat im Januar 2018 in Kraft und führte die „reine Beitragszusage“ (rBZ) ein, die die bestehende bAV-Landschaft sinnvoll ergänzt. Es gab zahlreiche kritische Stimmen, die an den Chancen der garantiefreien Zusage für beide Seiten – Arbeitgeber und Arbeitnehmer – zweifelten. Vier Jahre und viele Verhandlungen später gibt es das erste Sozialpartnermodell in Deutschland, das Ende September für den Pensionsplan Metzler rBZ 1 die Unbedenklichkeit der BaFin erhalten hat. Die Metzler Sozialpartner Pensionsfonds AG (MSPF) agiert als Versorgungsträger und durchführende Einrichtung.**

Beiträge für die Versorgungsempfänger erwirtschaften kann. Der Arbeitgeber kann den Mitarbeitenden so eine deutlich attraktivere Vorsorge anbieten. Und dabei ist der finanzielle Aufwand mit dem bereits bestehenden Beitragsplan in der betrieblichen Altersvorsorge (bAV) vergleichbar. Die reine Beitragszusage verbietet jedwede Garantien, aufgrund der freieren Anlagemöglichkeiten können aber die Versorgungsempfänger vollständig am Kapitalanlageerfolg partizipieren.

haftung erstmals die Möglichkeit, unabhängig vom Konjunkturmilieu, den Mitarbeitenden eine nachhaltig attraktive Altersvorsorge anzubieten. Somit könnte die rBZ die bAV-Landschaft dauerhaft verändern, sowohl für zukünftige Beiträge (Future Service) als auch für bestehende Zusagen (Past Service). Mit dem Start der ersten Sozialpartnermodelle steht zunächst die Neuordnung zukünftiger Beiträge (Future Service) im Vordergrund.

### Der Tarifvertrag – fundamentaler Bestandteil des Sozialpartnermodells

Angepasst an die Ziele der reinen Beitragszusage, ist der Tarifvertrag neben dem Pensionsplan fundamentaler Bestandteil des Sozialpartnermodells. Tarifvertraglich ist festgelegt, dass Mitarbeitende, die sich bereits in einem Beschäftigungsverhältnis befinden, für zukünftige Anwartschaften einmalig zwischen ihrer bestehenden bAV und der rBZ wählen können. Auch neue Mitarbeitende haben dieses Wahlrecht, allerdings nur für den ersten Monat ab Beginn des Beschäftigungsverhältnisses. Wählen sie nicht, nehmen die neuen Mitarbeitenden automatisch am Sozialpartnermodell teil.

Folgende elementare Vereinbarungen werden im Tarifvertrag getroffen:

- Sparbeiträge für die Versorgungsberechtigten
- Ein zusätzlicher Sicherungs- und Kostenbeitrag des Arbeitgebers für den Wegfall der Arbeitgeberhaftung
- Die Möglichkeit, eine Obergrenze für den Sicherungsbeitragspuffer festzulegen
- Die Durchführung und Steuerung über einen Sozialpartnerbeirat
- Grundlegende Vorgaben zur Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage.

Die Sicherheit der künftigen Versorgungsleistungen kann dort, wo Garantien nicht gegeben werden dürfen, durch neue Puffermechanismen erreicht werden, die von den Sicherungsbeiträgen der Arbeitgeber finanziert werden (s. Infokasten). Diese kompensieren den Wegfall der Arbeitgeberhaftung. Wird die vom Sozialpartnerbeirat festgelegte Obergrenze für den Sicherungsbeitragspuffer erreicht, werden die nachfolgenden Beiträge den aktiven Versorgungsberechtigten zusätzlich gutgeschrieben. Diese Art, die Sicherheitsbeiträge zu verwenden, führt folglich direkt zu Beitragsvorteilen.

Die zeitlich begrenzte Minderung der Leistungskürzung führt zu einem sehr effizienten Einsatz der eingezahlten Sicherungsbeiträge und erzwingt eine regelmäßige Überprüfung, inwieweit weitere Stützungsmaßnahmen notwendig sind. Sobald die Performance der langfristig ausgerichteten strategischen Asset-Allokation (SAA) ausreicht, um die Finanzierung der Rentenzahlungen wieder zu ermöglichen, läuft die Stützung spätestens aus.

### Die Kapitalanlage – stabiles Portfolio mit breiter globaler Streuung

Der MSPF legt mit dem Sozialpartnerbeirat die wesentlichen Steuerungsparameter für das Sozialpartnermodell fest. Dazu gehören beispielsweise die Asset-Klassen Aktien, Gold, Renten und Immobilien und deren jeweilige Bandbreiten als Metavorgabe für die Kapitalanlagestrategie. Stehen diese übergeordneten Rahmenparameter, kann der MSPF gemeinsam mit den Experten für Asset-Liability-Management (ALM) von Uniper die ALM-Studie erstellen und anschließend die für den Sozialpartnerbeirat notwendigen Simulationen durchführen. Aus der ALM-Studie leitet der MSPF eigenständig die optimale Gewichtung der strategischen Asset-Allokation ab und definiert unterhalb der Meta-Asset-Klassen die notwendigen Sub-Asset-Klassen (s. Abb. 1).

Das Ziel ist ein möglichst stabiles Portfolio mit einer breiten globalen Streuung. Für die Herleitung der Startallokation werden sehr langfristige Kapitalmarktannahmen herangezogen (gleitende Durchschnitte über mehrere Jahrzehnte). Der Fokus liegt dabei eher auf längeren Zeiträumen in der Vergangenheit und weniger auf kurzfristigen Bewertungsanomalien an den Märkten – Beispiele dafür sind Nullzinsphasen, hohe Inflation oder Staatsentschuldung.

Die Zielrendite der Kapitalanlage ist durch die Asset-Allokation und erwartete Renditen zu jedem Zeitpunkt eindeutig definiert. Insbesondere die Hochrechnung der zu erwartenden Rentenleistung zum Renteneintritt, aber auch der direkt aus der Kapitalanlage hergeleitete Rechnungszins zur Bestimmung der Rente, sollen über mehrere Kapitalmarktphasen hinweg möglichst stabil bleiben. So lässt sich das anvisierte Anlageziel der reinen Beitragszusage zielsicher erreichen.

**Abb. 1: Wertschöpfungskette in der Strukturierung der Kapitalanlage**

#### Vereinfachte Übersicht



Quellen Abb. 1 und 2: Metzler

Dank der langjährigen Zusammenarbeit zwischen Uniper und Metzler kann die MSPF einen schon bestehenden Spezialfonds in dreistelliger Millionenhöhe nutzen: Damit profitiert bereits der erste eingezahlte Euro von einem global diversifizierten, nachhaltigen und kosteneffizienten Zielfortfolio mit einer konservativ geplanten Nettorendite von zurzeit durchschnittlich 3,59 % pro Jahr (s. Abb. 2; Stand: August 2022).

Die Kombination aus globalen Renditechancen, zielgerichtetem Risikomanagement und kosteneffizienten Strukturen ermöglicht allen Sozialpartnern eine sichere und transparente Planung – auch ohne Garantien.

### Wie sieht betriebliche Altersversorgung zukünftig aus?

Der Wegfall der Arbeitgeberhaftung im Sozialpartnermodell ist eine Zeitenwende für die betriebliche Altersversorgung in Deutschland. Dies honorieren auch die Wirtschaftsprüfer in der nationalen (HGB) und internationalen Bilanzierung (IFRS/US-GAAP) durch erstmals „echtes“ Defined-Contribution-Accounting (DC-Accounting). Der nächste logische Schritt ist, die bestehenden Versorgungswerke auf die reine Beitragszusage zu überführen, um die Attraktivität für die Mitarbeitenden weiter zu stärken. Sobald es hierzu erste Erfahrungen gibt, können neue und langfristig orientierte Lösungen entstehen, die die Veränderung der betrieblichen Altersversorgung weiter beschleunigen werden.

Gleichzeitig haben Politik und Gewerkschaften in Deutschland das Interesse, wenige, dafür aber große Sozialpartnermodelle zu schaffen. Die Sozialpartner und der MSPF haben daher den Pensionsplan Metzler rBZ 1 so ausgestaltet, dass weitere Tarifverträge in einem Sicherungsvermögen gebün-

delt werden können: Das heißt, weitere Unternehmen können sich mit inhaltsgleichem Tarifvertrag dem Versorgungswerk anschließen, und dies branchenübergreifend. Parallel wurden die Strukturen und Regelungen des Modells vom Sozialpartnerbeirat auf nachhaltiges Wachstum ausgerichtet.

Der Gesetzgeber plant, im Rahmen eines bAV-Dialogs 2022 und 2023 mit den beteiligten Stakeholdern zu überprüfen, wo es Verbesserungspotenziale bei der reinen Beitragszusage gibt. Ein wesentliches Ziel dabei ist, die neuen Sozialpartnermodelle auch nicht tarifgebundenen Arbeitgebern leichter zugänglich zu machen. ●

### Das Sozialpartnermodell

Das Sozialpartnermodell ist das Herzstück des Gesetzes zur Stärkung der betrieblichen Altersversorgung (Betriebsrentenstärkungsgesetz) – einer Tarifrente ohne Garantie, bei der der Arbeitgeber komplett enthaftet ist. Neu ist die reine Beitragszusage zur betrieblichen Altersversorgung (bAV): Die Attraktivität der bAV wird damit gestärkt. Und insbesondere kleinere und mittelgroße Unternehmen, die sich vielleicht noch gar nicht mit dem Thema befasst haben, sollen dazu bewegt werden, eine betriebliche Altersversorgung einzuführen.

Die Beitragszusagen werden zwischen den Tarifparteien ausgehandelt. Sie vereinbaren eine verbindliche kapitalgedeckte Altersversorgung über eine externe Versorgungseinrichtung – beispielsweise einen Pensionsfonds.

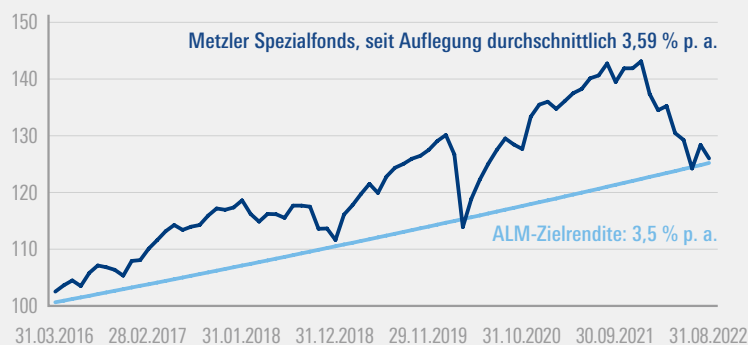
### Der Metzler Sozialpartner Pensionsfonds

Metzler Pension Management reagierte als erster Anbieter in Deutschland auf das Betriebsrentenstärkungsgesetz mit der Einrichtung eines separaten Pensionsfonds für das Sozialpartnermodell: dem Metzler Sozialpartner Pensionsfonds (MSPF). Potenziellen Tarifpartnern bieten wir damit eine passende Infrastruktur, um die bestehenden Vorgaben zielgerichtet umzusetzen.

Die Tarifparteien legen im Tarifvertrag die Regelungen fest, und der Versorgungsträger – hier MSPF – setzt die Anforderungen aus dem Vertrag über einen maßgeschneiderten Pensionsplan um – hier der Pensionsplan Metzler rBZ 1. Wichtig für eine erfolgreiche Umsetzung ist, dass der Versorgungsträger bereits zu Beginn der Verhandlungen beratend dabei ist.

Abb. 2: Metzler Sozialpartner Pensionsfonds AG (MSPF) – bestehende Kapitalanlage in der reinen Beitragszusage

Indexierte Vermögensentwicklung (netto)



# Optionen mal anders

→ Der Faktor Inflation hat althergebrachte Muster an den Kapitalmärkten durcheinandergebracht. Sowohl Aktien- als auch Rentenmärkte sind seit Jahresbeginn deutlich im Minus. Entsprechend werden echte Anlagealternativen immer bedeutender. Bei unseren Absolute-Return-Strategien setzen wir seit Mai 2021 eine innovative Optionsstrategie ein, die durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Optionen ein attraktives Rendite-Risiko-Profil erzeugt, das sich insbesondere in der derzeitigen Marktphase bewährt hat. So lassen sich Portfolios in volatilen Marktphasen stabilisieren und gleichzeitig Erträge bei steigenden Aktienkursen erzielen.



*Christoph Sporer,  
Portfoliomanager für Absolute-Return-Strategien,  
Metzler Asset Management GmbH*

## Optionen in der Kapitalanlage

Optionen in der Kapitalanlage dienen entweder zur Absicherung oder als Ertragsquelle. Zur Absicherung werden in der Regel Put-Optionen gekauft (Long), die bei fallenden Aktienkursen an Wert gewinnen. Sinken die Kurse nicht, verliert der Käufer die im Vorfeld bekannte Optionsprämie. Strategien, die durch den Kauf von Optionen einen solchen Absicherungscharakter verfolgen, werden häufig als „Long-Vola-Strategien“ bezeichnet.

Es lassen sich aber auch Optionen verkaufen (Short), um sie als Ertragsquelle zu nutzen. In diesem Fall erhält der Verkäufer (oder Stillhalter) die Optionsprämie. Jedoch können dem Stillhalter bei starken Kursbewegungen hohe Verluste entstehen. Im Grunde handelt es sich um ein ähnliches Prinzip wie bei Versicherungen, bei denen dem Versicherer nur beim Eintritt eines Schadensfalls ein Verlust entsteht. Strategien, die durch den Verkauf von Optionen eine solche Ertragsstrategie verfolgen, werden häufig als „Short-Vola-Strategien“ bezeichnet (s. Abb. 1 auf S. 10).



### Short-Vola – des Kaisers neue Kleider?

Die meisten Optionsfonds im Markt fokussieren sich auf Short-Vola-Strategien und das „Ernten“ der Volatilitätsrisikoprämie. Das bedeutet, diese Fonds verkaufen Optionen, um Prämieinnahmen zu kumulieren, die im Idealfall größer sind als die gelegentlich auftretenden Verluste. Entsprechend charakterisiert sich der Performanceverlauf durch länger anhaltende, langsam steigende Erträge und abrupte, starke Einbrüche, weshalb sich das Bild „Rolltreppe hoch – Aufzug runter“ etabliert hat. Um dieses Profil zu erreichen, setzen die meisten Fonds mehr oder weniger komplexe Systeme und Mechanismen ein. Dabei ist das Vereinnahmen der Volatilitätsrisikoprämie grundsätzlich nicht schwierig und erfordert nur eine gewisse Regelmäßigkeit. Ein Beispiel dafür ist der CBOE Putwrite Index<sup>1</sup>, der mit dem systematischen Verkauf von Put-Optionen auf den S&P 500 vielen der am Markt verfügbaren Short-Vola-Fonds ähnelt.

Die Frage ist allerdings, ob das typische Short-Vola-Profil überhaupt attraktiv für Investoren ist. Denn vereinfacht gesagt, verdienen Short-Vola-Strategien meistens genau dann Geld, wenn andere Risk-Assets wie Aktien, Unternehmensanleihen oder High-Yield-Bonds auch Geld verdienen. Die Gewinne sind in diesen Phasen relativ stabil und stetig, weshalb Short-Vola-Strategien zeitweise ein sehr hohes Sharpe-Ratio aufweisen und gelegentlich auch als „unkorreliert“ bezeichnet werden. In Crashphasen, in denen Risk-Assets verlieren, fallen die Verluste von Short-Vola-Strategien im Verhältnis zu den Gewinnen aus den ruhigen Zeiten verhältnismäßig hoch aus – teilweise extrem hoch. Dem ste-

hen vermeintlich kurze Erholungsperioden entgegen. Insgesamt stellt sich damit die Frage, ob Short-Vola-Strategien in einem Portfolio einen Mehrwert liefern oder ob eine höhere Allokation in Unternehmensanleihen oder Aktien nicht am Ende zu besseren und transparenteren Resultaten führt.

### Long-Vola – das hässliche Entlein

Der Mehrwert von Long-Vola-Strategien im Portfoliokontext liegt in ihrem Absicherungscharakter. Das heißt, sie stabilisieren Portfolios, indem sie echte Diversifikation bieten, wenn sie benötigt wird. Dabei scheinen Long-Vola-Strategien für sich genommen zunächst nicht attraktiv, da sie oft über längere Perioden bestenfalls seitwärts laufen. Sie haben damit deutlich schlechtere Sharpe-Ratios als die Short-Varianten. Trotzdem können sie das Sharpe-Ratio eines Portfolios bei entsprechend hoher Beimischung deutlich verbessern: Das Beispiel auf Basis der CBOE Eurekahedge Volatility Indizes<sup>2</sup> (s. Abb. 2 und 3 auf S. 11) zeigt die Performance von Volatilitätsfonds in den unterschiedlichen Kategorien Long-Vola und Short-Vola.

Während der Short-Vola-Index als Einzelinvestment das beste Rendite-Risiko-Verhältnis bietet (s. Abb. 2), schneidet im Portfoliokontext der Long-Vola-Index deutlich besser ab, da sich hier die Risiken im Verhältnis zur Ertragseinbuße überproportional stark reduzieren lassen (s. Abb. 3).

Entscheidend für dieses Ergebnis sind zwei Faktoren:

- aktives Rebalancing
- negative Korrelation zum Portfolio.

Unter aktivem Rebalancing ist zu verstehen, dass der Anleger das Portfolio bei starken Verschiebungen wieder auf die ursprüngliche Allokation zurückführen muss. Im Fall von Long-Vola-Strategien bedeutet dies, dass in Bärenmärkten Gewinne realisiert werden müssen und in Bullenmärkten nachgekauft werden muss. In unserem Beispiel findet dieses Rebalancing monatlich statt. In der Praxis sind dafür eine gewisse Expertise und ein kontinuierliches Monitoring hilfreich.

Auf dem deutschen Markt gibt es trotz der vorteilhaften Eigenschaften nur wenige dezidierte Long-Vola-Fonds. Der Grund ist vermutlich, dass sie bei der Einzelbetrachtung eben nicht überzeugen und dem Anleger eine gewisse Aktivität und auch Durchhaltevermögen abverlangen.

Deshalb kombinieren wir Long-Vola- mit Short-Vola-Strategien in unserem Fonds Metzler Long/Short Volatility zu einem ausgewogenen Portfolio und übernehmen das Rebalancing für den Anleger. Der zweite genannte Faktor – die negative Korrelation – ist zwischen Long- und Short-Vola per Definition gegeben. Beim Umsetzen achten wir darauf, dass die Kosten und Chancen aus den Long-Positionen in einem ausgewogenen Verhältnis zu den Erträgen und Risiken aus den Short-Positionen stehen.

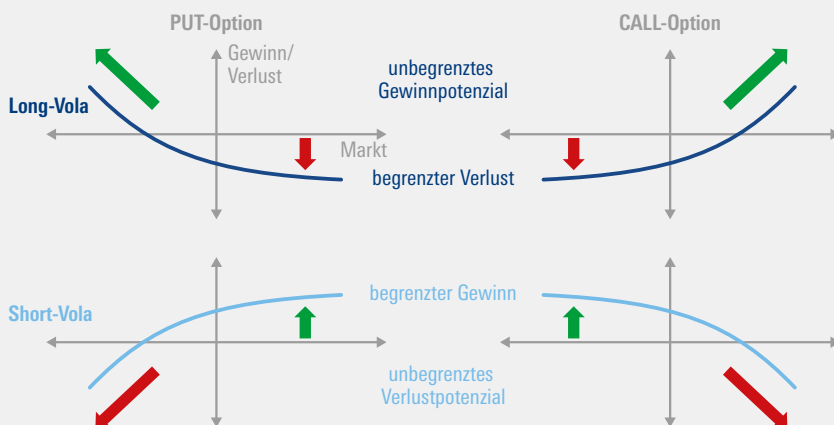
### Anlagephilosophie des Metzler Long/Short Volatility

Unsere Strategie ist im Kern eine Long-Vola-Strategie, die taktisch Short-Vola-Elemente einsetzt, um den negativen Drift der Long-Vola-Position zu mindern. Außerdem verfolgen wir einen aktiven Handelsansatz und nutzen gezielt Opportunitäten am Markt. Das Anlageuniversum umfasst Optionen auf liquide globale Aktienindizes mit dem Schwerpunkt S&P 500.

Die Grundposition der Strategie sind Long-Positionen in Optionen mit längerer Laufzeit. Diese Long-Positionen profitieren von steigender Volatilität (Vega) und ermöglichen eine Partizipation an starken Kursbewegungen (Konvexität). Die Prämienausgaben für den Kauf werden durch einen aktiven Handelsansatz minimiert.

Darüber hinaus lassen sich Optionen mit kürzerer Laufzeit verkaufen, um Zusatzerträge durch Prämieinnahmen zu erwirtschaften. Diese Verkäufe finden taktisch abhängig vom Marktumfeld statt. Dabei ermöglicht es uns die Long-Vola-Grundstrategie, immer aus einer Position der Stärke zu agieren. Das heißt, wir sind bei starken Marktbewegungen nicht gezwungen, Risiken zu reduzieren, sondern können sie als Opportunität nutzen. Wir wollen genau dann Optionen

Abb. 1: Vier mögliche Auszahlungsprofile





verkaufen, wenn andere kaufen müssen. Um das Risiko aus den Short-Positionen zu reduzieren, realisieren wir Gewinne frühzeitig.

Bei der Auswahl der zu handelnden Optionen werden die aktuellen Marktbedingungen und das Volatilitätsumfeld berücksichtigt. Um die Handelsentscheidungen zu unterstützen, ziehen wir technische Modelle heran. Wir agieren aber explizit nicht auf Basis eines Backtests, in dem Optionen in einem festen Turnus gehandelt werden und die Attraktivität oder der Sinn einer einzelnen Transaktion nicht hinterfragt wird. Es gibt viele Beispiele, warum feste Regeln zu suboptimalen oder gar unsinnigen Handelsentscheidungen führen und dagegen echte Opportunitäten verpassen. Beispielsweise werden bei Backtests aus Kosten- und Komplexitätsgründen in der Regel Schlusskurse verwendet und Intraday-Handelsspannen vernachlässigt. Dabei steigt durch die Berücksichtigung von Tageshöchst- und -tiefstständen die Volatilität am Aktienmarkt im langfristigen Mittel um etwa 4 Prozentpunkte, was Chancen und Risiken deutlich erhöht. Stattdessen nutzen wir Modelle und Regeln als Hilfsmittel, um optimale Handelsentscheidungen treffen zu können. Dabei beziehen wir alle verfügbaren Informationen ein, wie aktuelle Portfolioparameter und Real-Time-Marktdaten, um uns innerhalb definierter Rahmenbedingungen zu bewegen. Der

Investmentprozess lässt sich somit als regelbasiert, jedoch nicht als regelgebunden bezeichnen.

### Performancecharakteristik und Risiken

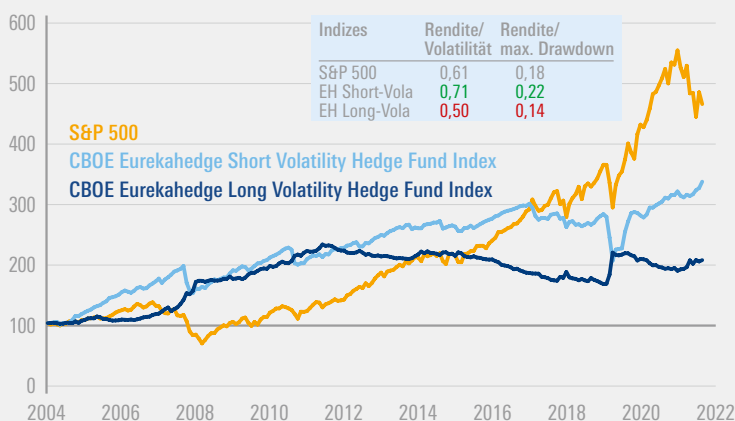
Die Strategie verfolgt ein Absolute-Return-Ziel. Sie soll weder den Verlauf mit den abrupten Einbrüchen der Short-Vola-Strategien noch die Hedging-Effizienz von Long-Vola-Strategien aufweisen. Stattdessen wird eine möglichst gleichmäßige positive Performance in unterschiedlichen Marktphasen angestrebt. Tendenziell weist die Strategie eine leicht positive Korrelation zu den Kursen am Aktienmarkt auf, wenn sie nur geringfügig fallen oder steigen. Bei stark sinkenden Aktienkursen besteht die Möglichkeit, hohe Kursgewinne zu erzielen. Grundsätzlich profitiert die Strategie von hoher Volatilität und klaren Trends, ruhige Seitwärtsphasen bieten dagegen weniger Potenzial. Damit grenzt sie sich deutlich von am Markt verfügbaren Short-Vola-Strategien ab. Durch den marktsensitiven Handelsansatz und die entsprechende Balance aus Long-Vola und Short-Vola haben wir einen innovativen Baustein zur Portfoliodiversifikation entwickelt, mit dem wir Investoren einen echten Mehrwert bieten können. ●

<sup>1</sup> Quelle: <https://www.cboe.com/us/indices/dashboard/put/>

<sup>2</sup> Quelle: <https://www.eurekahedge.com/Indices/CBOE>

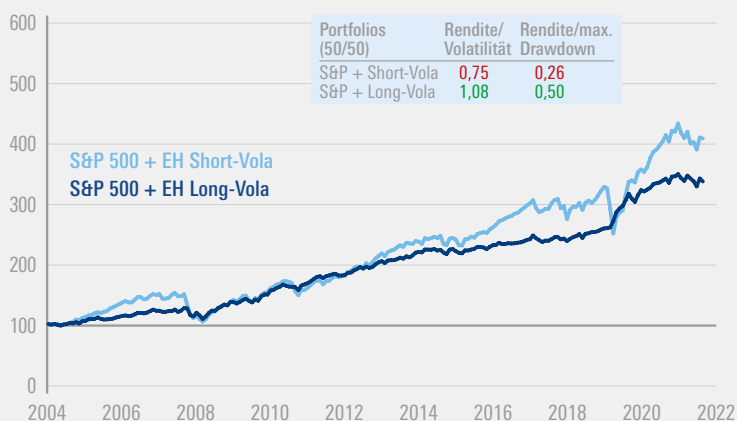
**Abb. 2: Als Einzelinvestment hat Short-Vola das beste Rendite-Risiko-Profil**

in %; indiziert; 31. Dezember 2004 = 100



**Abb. 3: Im Portfoliokontext spielt Long-Vola seine Stärken aus**

in %; indiziert; 31. Dezember 2004 = 100



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

# Wertsicherung statt

→ Über Jahre galt scheinbar: Ein wohl diversifiziertes Multi-Asset-Portfolio ist für alle Marktphasen gerüstet. Diese Illusion wurde in diesem Jahr in kürzester Zeit zerstört, als weltweit die Notenbanken teils drastisch die Zinsen erhöhten, um die gestiegene Inflation einzufangen. Nicht selten wurden die Gewinne vieler Jahre zunichtegemacht – vor allem bei zwar defensiven, aber ungesicherten Fonds mit hohem Anteil an Anleihen. Für Wertsicherungskonzepte haben sich mit den steigenden Zinsen aber die strukturellen Ertragsaussichten deutlich verbessert – insbesondere für solche mit defensiven Wertuntergrenzen.

## **Deutlich bessere Ertragsaussichten auch bei niedrigen Risikobudgets**

Eine feste Wertuntergrenze sollte kein Orientierungswert, sondern eine zuverlässige Plangröße sein, die in jeder einzelnen Wertsicherungsperiode gilt – auch in einem außerordentlichen oder extremen Marktumfeld.

Um dies zu gewährleisten, müssen allerdings im eingesetzten Risikobudget nicht nur alle Kosten, sondern auch der Zinsertrag oder -verlust des sicheren Basisportfolios über die Wertsicherungsperiode berücksichtigt werden. Während bei positiven Zinsen die Erträge regelmäßig die Kosten überkompensieren und so zusätzliches Risikobudget schaffen, belasten Negativzinsen das Risikobudget erheblich.



# Glaskugel



*Mathias Weil, Leiter Absolute Return und Wertsicherung, und Jonas Hettiger, Portfoliomanager Absolute Return und Wertsicherung, Metzler Asset Management GmbH*

Durch die derzeit steigenden Zinsen verbessern sich daher die strukturellen Ertragsaussichten radikal – gerade bei defensiven Wertuntergrenzen. Die Ertragsersparungen steigen deutlich überproportional im Vergleich zum Geldmarktniveau. Denn höhere Zinsen haben einen doppelten Effekt: Zum einen verbessert sich die Ertragsersparung des sicheren Basisinvestments. Zum anderen erhöht sich das verfügbare Risikobudget, sodass spürbar höhere Allokationen eingegangen werden können. Bei gleicher Wertuntergrenze lassen sich somit deutlich höhere Erträge erwarten.

## **Feste, zuverlässige Wertuntergrenze und die richtigen Instrumente**

Trotz verbesserter Ertragsaussichten für die Zukunft ist ein enormer Zinsanstieg zunächst eine Belastung für die Performance jedes Portfolios. Bereits als wir unsere ersten Wertsicherungsstrategien Anfang der 2000er-Jahre konzipierten, war eines klar: Anleihen sind immer als riskante Asset-Klasse zu betrachten. Dies gilt ausdrücklich auch für die Duration von Staatsanleihen bester Bonität; nicht sauber hedgebare Bonitätsrisiken und Liquiditätsrisiken vertragen sich nicht gut mit einer festen Wertunter-

grenze. Doch auch Durationsrisiken müssen zu jedem Zeitpunkt beherrschbar bleiben.

In den vergangenen zehn Jahren schienen diese Durationsrisiken aus den Augen zu geraten: Die Zinsen, besonders bei kürzeren Laufzeiten, waren geradezu festgetackert, größere Bewegungen gab es nicht. Bekanntlich endete diese Ära im Jahr 2022 mit einem Knall (s. Abb. 1 auf S. 14).

Ein wichtiges Augenmerk in der Portfoliokonstruktion liegt bei Metzler Wertsicherung deshalb auf dem sogenannten Basisinvestment. So investieren wir in unserem Basisportfolio bewusst nahezu ausschließlich in variabel verzinsten Anleihen der deutschen Bundesländer. Diese Papiere sind wie kaum andere immun bezüglich der Risikodimensionen Bonität, Duration und Liquidität.

- **Bonität:** Die Anleihen höchster Bonität als Basisinvestment bieten Sicherheit in Extremszenarien. So kann das Risikobudget von beispielsweise 5 % des Fondsvolumens im Extremfall zwar aufgebraucht

werden, es besteht aber nicht das Risiko des Totalausfalls wie bei Unternehmensanleihen oder auch der eigenen Hausbank.

- **Duration:** In Bezug auf Zinsrisiken zählen die Anleihen zu den sichersten Häfen in Europa. Während auch relativ kurzlaufende Staats- und Unternehmensanleihen beim Zinsanstieg 2022 herbe Verluste hinnehmen mussten, ist das Zinsanstiegsrisiko bei variabel verzinslichen Anleihen so stark begrenzt, wie es sonst ohne den Einsatz von Derivaten kaum möglich ist.
- **Liquidität:** Während manche Anleihen von Unternehmensemittenten im Krisenfall nur mit hohen Liquiditätsabschlägen verkauft werden konnten, blieben die deutschen öffentlichen Anleihen fungibel – ohne dabei hohe Kursabschläge in Kauf nehmen zu müssen.

Darüber hinausgehende und gewünschte Duration bauen wir für Metzler Wertsicherung ausschließlich über hochliquide Derivate wie Long-Futures auf. Bei Bedarf lassen sich diese börsengehandelten Instrumente zu

jedem Zeitpunkt verkaufen. Dadurch können wir die Durationsrisiken, abgesehen von der minimalen Durationskomponente der Floater, auf null reduzieren. Auch gegen einen besonders steilen Zinsanstieg wie im Jahr 2022 kann das Portfolio so immunisiert werden.

Durch diese konsequente Portfoliokonstruktion ist es zuverlässig möglich, sich von Bewertungsverlusten bei steigenden Zinsen abzukoppeln und dennoch von den deutlich verbesserten Ertragsaussichten zu profitieren.

### Dynamische Allokation schlägt Einstiegstiming

Als dynamische Strategie, die die Asset-Allokation permanent auf das aktuelle Marktumfeld anpasst, eignet sich Metzler Wertsicherung nicht nur dazu, sich gegen unvorhergesehene Verluste zu schützen. Damit können auch – ungeachtet des vorherrschenden Marktumfelds – Neuinvestitionen getätigt und frisches Kapital gewinnbringend angelegt werden, ohne dabei sogenannte Timingrisiken einzugehen.

Die Asset-Allokation von Metzler Wertsicherung ist dynamisch und startet nach einem Marktrückgang grundsätzlich defensiv. Sie wird täglich der Marktlage angepasst – immer unter Berücksichtigung des festgelegten Risikobudgets. So wird im Falle einer nachhaltigen Erholung konsequent die Aktienquote erhöht. Bei einem weiteren Rückgang bleibt die Allokation jedoch defensiv und kann im Extremfall bis auf null reduziert werden. Die Historie zeigt, dass sich so die Performance über verschiedenste Marktverläufe verstetigen lässt.

Durch die vollständig regelgebundene Systematik wird die Aktien- und Rentenallokation permanent an das aktuelle Marktumfeld angepasst. Bei anhaltenden, starken Marktrücksetzern bleibt die Startallokation auch dann defensiv, wenn rein von der Risikotragfähigkeit her eine aggressivere Allokation möglich wäre. Bei Entspannung an den Märkten wird die Allokation schrittweise erhöht, während bei weiteren Verlusten die Allokation defensiv bleibt.

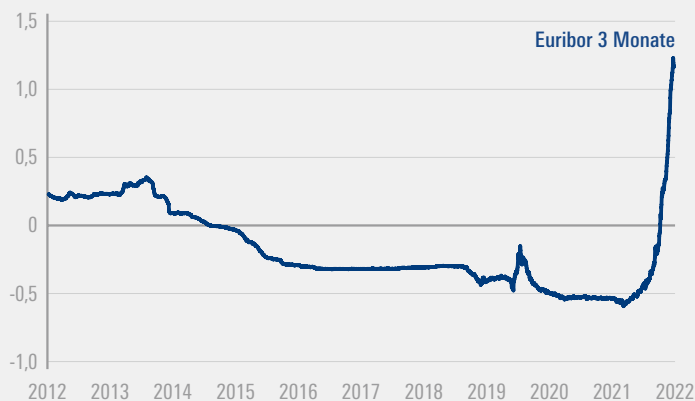
### Jetzt steigen die Zinsen – und was kommt dann?

Einen angestregten Blick in die Glaskugel werfen müssen wir jedenfalls nicht. Anhand zweier Szenarien zeigen wir, wie sich die Allokation der Metzler Wertsicherung verhalten würde, wenn

- der Markt weiter zurückgeht wie im Jahr 2002 nach dem Platzen der Dotcom-Blase (s. Abb. 2), oder
- der Markt sich kräftig erholt wie ab März 2009 nach der Finanzkrise (s. Abb. 3).

Abb. 1: Entwicklung der kurzfristigen Zinsen

in %; 30.09.2012–30.09.2022



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39



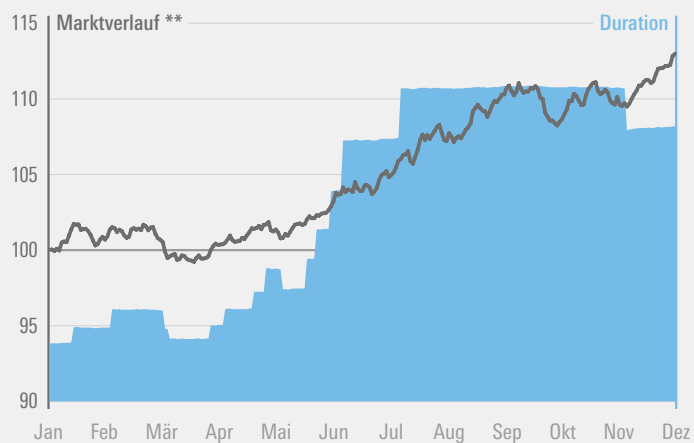
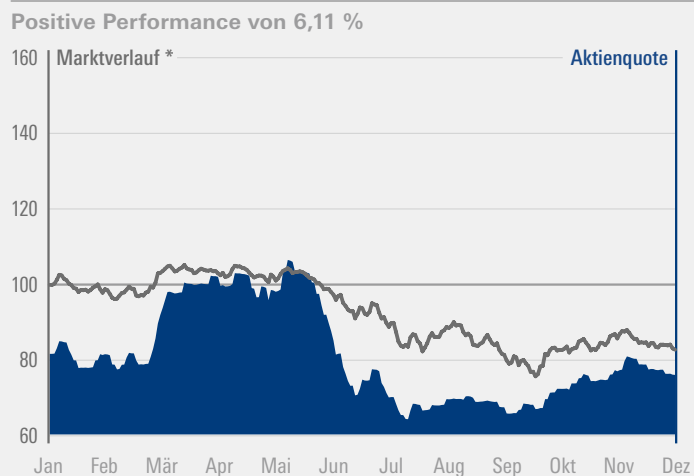
In beiden Szenarien startet die Strategie jeweils mit einem Risikobudget von 7 %. Infolge des derzeit volatilen Marktumfelds liegt die Aktienquote des Portfolios bei defensiven 10 % und die Duration bei etwa einem Jahr.

Je nach Marktumfeld passt die dynamische Steuerung die Quoten so an, dass überproportional an der Asset-Klasse partizipiert wird, die die bessere Wertentwicklung aufweist. Steigen die Kurse am Aktienmarkt wie im Jahr 2009, wird die Aktienquote im Jahresverlauf sukzessive aufgebaut, während die Duration auf niedrigem Niveau gehalten wird (s. Abb. 3). Umgekehrt fallen im anderen Szenario die Aktienkurse nach anfängli-

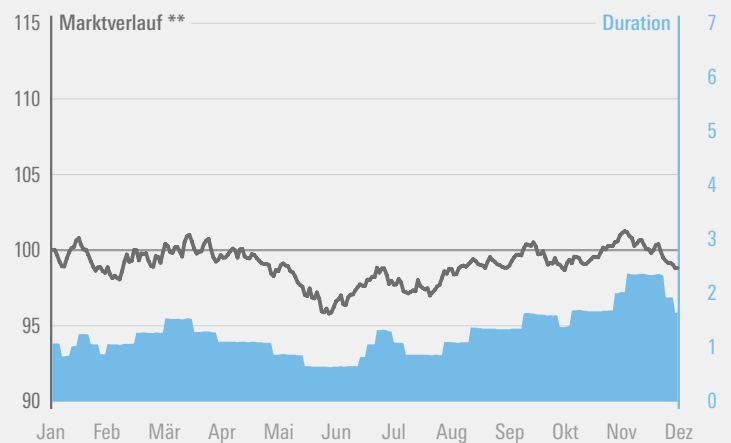
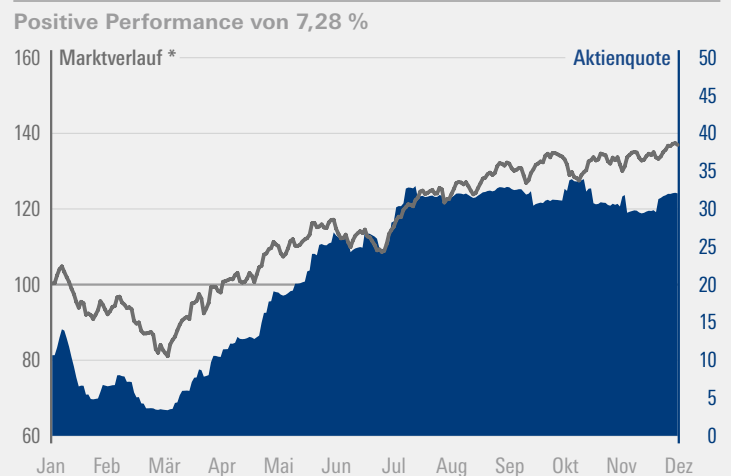
cher leichter Erholung kontinuierlich, während die Renten wieder steigen. Hier verbleibt die Aktienquote auf insgesamt niedrigem Niveau, während die Duration konsequent aufgebaut wird (s. Abb. 2).

In beiden Szenarien ist die Performance positiv: Im Szenario 1 liegt sie bei 6,11 %, im zweiten Szenario, ebenfalls mit 7 % Risikobudget zum Start, sogar bei 7,28 % – und das trotz eines weiteren Kursrückgangs an den Aktienmärkten von rund 20 % direkt nach Strategiestart, also einem scheinbar äußerst schlechten Timing für die Risikobudgetfreigabe. ●

**Abb. 2: Szenario 1 – Aktien-Bärenmarkt und Zinsrückgang „Auf 2022 folgt 2002“**



**Abb. 3: Szenario 2 – schnelle Erholung „Auf 2022 folgt 2009“**



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

Auch bei steigenden  
Zinsen attraktiv

# Europäische Dividendenstrategien

*Sitz der Europäischen Zentralbank in Frankfurt am Main*

→ Nach Jahren der Niedrigzinspolitik wurde nun die Zinswende eingeläutet. Grund ist die anhaltend hohe Inflation. Die Sorge vieler Investoren ist jetzt groß, dass Dividendenaktien im relativen Vergleich zu anderen Strategien und Asset-Klassen bei steigenden Zinsen an Attraktivität verlieren. Die Aussichten für Dividentitel sind aber nach wie vor vielversprechend – entscheidend sind die gezielte Einzeltitelselektion und eine differenzierte Betrachtung der Dividendenrenditen.

## **Solide Ausschüttungsquoten – auch in Krisenzeiten**

Im Gegensatz zu Anleihen sind Aktien Realwerte – daher sollten sie zumindest mittelfristig einen gewissen Inflationsschutz bieten. In der Vergangenheit haben sich dividendenstarke Aktien auch in Phasen steigender Inflation und anziehender Zinsen meist gut entwickelt. Europäische Dividendenaktien bleiben somit auch im derzeitigen Umfeld attraktiv: Die Ausschüttungsquoten der Unternehmen sind nicht ausgereizt und werden in der Regel durch gute Bilanzen und stabile Cashflows gestützt. Hinzu kommt, dass die Dividendenkultur in Europa

sehr ausgeprägt ist. Daher gehen wir auch für das Jahr 2022 von soliden Ausschüttungen aus, die das Rekordjahr 2019 übertreffen dürften. Im Durchschnitt sind die Ausschüttungen europäischer Aktienunternehmen, gemessen am Stoxx Europe 600, seit 2006 jährlich um 4,8 % gestiegen (CAGR; s. Abb.). Und das trotz aller Herausforderungen und Krisen in diesem Zeitraum.

## **Hohe Dividendenrendite – Chance oder Warnsignal?**

Übermäßig hohe Dividendenausschüttungen sind allerdings oft ein Zeichen für strukturell

angeschlagene Geschäftsmodelle und Sektoren. Eine hohe Ausschüttungsquote kann auf einen Mangel an Wachstumsmöglichkeiten und Strukturprobleme hindeuten. Insbesondere dann, wenn die Dividende nicht ausschließlich aus den Gewinnen finanziert wird. Nötige (Wachstums-) Investitionen werden womöglich versäumt, was langfristig Substanz und Marktstellung gefährden kann. Was auf den ersten Blick attraktiv aussieht, könnte ein Hinweis auf operative und strukturelle Probleme sein. Die gezahlte Dividende wird dann zur Risikoprämie oder lässt sich sogar als Warnsignal interpretieren.

## **Gezielte Titelselektion – immer entscheidender**

Die Metzler Dividendenstrategie setzt auf Unternehmen mit überdurchschnittlichen, aber nicht zwingend den höchsten Dividendenrenditen, die langfristig deutliches Potenzial für Dividendensteigerungen aufweisen. Die Titel-





Oliver Schmidt, Deputy Chief Investment Officer, Boris Anbinder und Christian Geier, Portfoliomanager Equities, Metzler Asset Management GmbH

selektion ist also entscheidend. Das gilt vor allem im Hinblick auf die Bewertung der Nachhaltigkeit zukünftiger Dividendenzahlungen. Unser Ansatz meidet bewusst Aktien mit sehr hohen, aber gefährdeten Dividendenrenditen. Denn die Differenz zwischen prognostizierten und tatsächlich realisierten Dividendenrenditen kann immens sein.

Um die Attraktivität eines Unternehmens einzuschätzen, sind die Nachhaltigkeit der Dividendenzahlungen und deren Wachstumspotenzial entscheidend. Meist sind steigende Ausschüttungen das Ergebnis wachsender Gewinne und Cashflows.

### Im Fokus – Kapitalallokation, Small und Mid Caps sowie unterschiedliche Dividendenkategorien

Von großer Bedeutung in unserem Ansatz ist vor allem eine gute Kapitalallokation des Unternehmens, zusammengesetzt aus Wachstumsinvestitionen und Übernahmen, die künftiges Dividendenwachstum versprechen, sowie aus Dividenden, Aktienrückkaufprogrammen und Sonderdividenden, die den Aktionär am Unternehmenserfolg teilhaben lassen. Häufig lassen sich solche Unternehmen im Small- und Mid-Cap-Segment finden. Das Einbeziehen von Aktien niedrigerer Marktkapitalisierung mit

überdurchschnittlichem Dividendenprofil ist integraler Bestandteil des Fondskonzepts.

Zudem setzt das Management auf die richtige Balance unterschiedlicher Dividendenkategorien. Das Fundament bilden Qualitätsunternehmen mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite und einer progressiven Dividendenhistorie, die sogenannten Dividendenaristokraten. Zusätzlich sind sowohl Werte mit starkem Dividendenwachstum als auch Werte mit einem

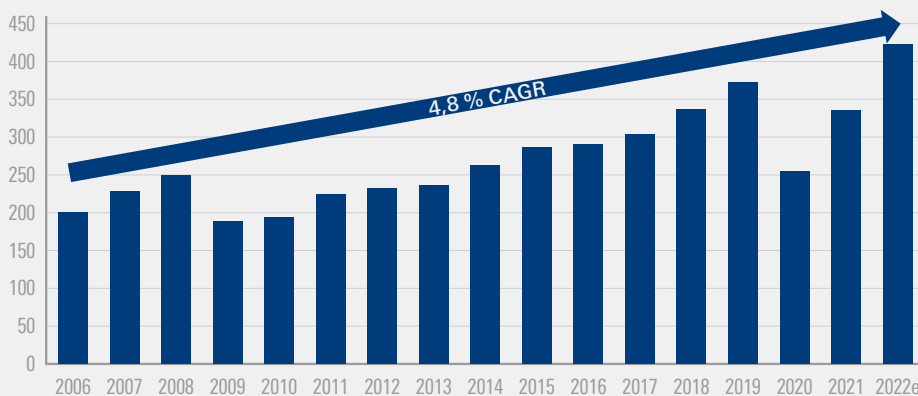
hohen Total-Shareholder-Return vertreten. Die Gewichtung der jeweiligen Dividendenkategorien ist flexibel und richtet sich nach dem aktuellen Marktumfeld. Durch diese Vorgehensweise ist das Portfolio weniger abhängig von Zinsentwicklungen. ●

Weitere Informationen erhalten Sie hier:  
[www.metzler.com/europa-dividende](http://www.metzler.com/europa-dividende)



### Dividendenausschüttungen europäischer Unternehmen

in Mrd. EUR



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39



Currency Management

# Währungsmanagement für Private Investments

→ Ungünstige Wechselkursentwicklungen sind für alle Asset-Klassen ein Risiko. So auch für Fremdwährungsinvestitionen in Infrastruktur, Real Estate, Private Equity oder Private Debt. Diese Anlageklasse der Private Investments ist seit einigen Jahren bei institutionellen Investoren sehr beliebt – verspricht sie doch attraktive Renditen und oft auch diversifizierende Effekte im Portfolio. Währungssicherungsstrategien sind hier jedoch komplex, und es gilt, einige Punkte und Besonderheiten zu beachten.

## Die Besonderheiten beim Währungsmanagement von Private Investments

Fällt der US-Dollar wie 2017 um rund 13 Prozent oder wie im Jahr 2020 um über 8 Prozent gegenüber dem Euro, wirkt sich dies gleichermaßen auf US-amerikanische Aktien, Anleihen und eben auch Private Investments aus.

Mit Blick auf das Währungsmanagement ergeben sich jedoch für Private Investments drei wesentliche Unterschiede zu den traditionellen liquiden Anlagen. Erstens wechselt während der Laufzeit eines Private Investments das Short- in ein Long-FX-Risiko. Zweitens ist die Unsicherheit bei der Bewertung des Währungsrisikos nicht unerheblich: Angaben zum Nettovermögenswert stehen seltener zur Verfügung als bei traditionellen Asset-Klassen. Und drittens ist das Liquiditätsrisiko aus der Devisensicherung erhöht.



*Jens Rotterdam,  
Currency Management Advisor,  
Metzler Capital Markets*

### Der Wechsel vom Short- zum Long-FX-Risiko

Am Anfang eines Private Investments stehen typischerweise Kapitalzusagen in Fremdwährung, die mit jedem Kapitalabruf den Net Asset Value (NAV) des Investments aufbauen. Im folgenden Beispiel nehmen wir exemplarisch für die gesamte Laufzeit zehn Perioden an (s. Abb. 1 auf S. 21). Über die Ausschüttungen fließt das Kapital zurück, und der NAV reduziert sich entsprechend. Zinsen werden zur Vereinfachung ignoriert.

Erfahrungsgemäß ist aus Sicht institutioneller Anleger das Bewertungsrisiko der Bestände (Kapitalzusagen und NAV) die relevante Größe, auf die eine Währungssicherung abgestellt wird. Für die Manager dieser Anlageklasse sind die Wechselkursrisiken aus den erwarteten Cashflows oftmals bedeutsamer.

Mit Blick auf die Bestandsgrößen lassen sich zwei Phasen abgrenzen, zwischen denen Investoren von einem Short- zu einem Long-FX-Risiko wechseln: In diesem Beispiel überwiegen in den ersten zwei Jahren die offenen Kapitalzusagen (Short-FX-Risiko) im Vergleich zum NAV des Investments (Long-FX-Risiko). Ab dem vierten Jahr dreht sich dieses Verhältnis um und die gehaltenen Bestände in Fremdwährung übersteigen die noch ausstehenden Zusagen. Im gewählten Beispiel treten in Periode 1 FX-Short-Risiken von -100 auf, während in der Periode 5 ein FX-Long-Risiko über

+100 entsteht. Da diese Risiken nicht zeitgleich auftreten, ist eine Aufrechnung (Netting) der beiden entgegengesetzten Risiken nicht möglich.

Während des Übergangs, in dem es zeitgleich ausstehende Kapitalzusagen und erste Bewertungen gibt, ist ein Netting – teilweise – möglich. Lediglich in der dritten Periode neutralisieren sich die Short- und Long-FX-Risiken temporär vollständig. Eine FX-Sicherung ist zu diesem Zeitpunkt folglich nicht erforderlich (s. Infokasten auf S. 20).

### Die Unsicherheit in der Bewertung

Damit eine Währungssicherung effizient im Portfolio implementiert werden kann, ist es notwendig, die bestehenden Währungsrisiken exakt zu bestimmen. Solange kein Kapital abgerufen wurde, lässt sich das Short-FX-Risiko eindeutig anhand der gegebenen Kapitalzusagen beziffern.

Mit dem Aufbau der Assets steigt die Komplexität der Risikomessung, denn Private Investments unterscheiden sich hinsichtlich der Häufigkeit und Verfügbarkeit der NAV-Ermittlung deutlich von öffentlich handelbaren Assets: So kann die Bewertung wenige Wochen bis hin zu einigen Monaten in Anspruch nehmen und sich ein zweiter Evaluierungsprozess durch einen Wirtschaftsprüfer mit derselben Länge anschließen. Während dieser Zeit besteht das Risiko, dass die bestehende Währungssicherung vom tatsächlichen FX-Risiko abweicht und eine Über- oder Untersicherung die Rentabilität des Investments beeinflusst.



**(Netto) Short-FX-Phase: 1. bis 3. Jahr**

Hier liegt das Währungsrisiko in einer möglichen Aufwertung der Fremdwährung. Der Anleger muss dann beim Kapitalabruf einen höheren Betrag in Eigenwährung aufwenden. Die Sicherung erfolgt durch den Kauf der Fremdwährung auf Termin. Somit erhält der Anleger Planungssicherheit hinsichtlich seines Einstands- bzw. Kalkulationskurses. Bei Investments in einem Währungsgebiet mit höheren Zinsen werden zudem Sicherungserträge vereinnahmt. Der exakte Termin des Abrufs muss dabei nicht ex ante feststehen. Mit jedem Kapitalabruf, der die offenen Kapitalzusagen reduziert, verschiebt sich das Investment schrittweise von einem Short- zu einem Long-FX-Risiko. Die Sicherungsinstrumente, wie FX-Forwards, sind hoch liquide. So lässt sich das sichernde FX-Risiko jederzeit hinsichtlich des Volumens anpassen und auf Änderungen in der zeitlichen Planung flexibel reagieren.

Durch eine übergreifende FX-Steuerung, die das gesamte Anlagevermögen umfasst, können entgegengesetzte FX-Long-Positionen, zum Beispiel aus US-Aktien, Anleihen oder bestehenden Private Assets, bereits während dieser Phase dazu beitragen, den Handelsbedarf und somit auch die Handelskosten zu senken. Für den Anleger besteht eine Art „Natural Hedge“, bei dem sich die Währungseffekte aus Kapitalzusagen und bereits gekauften Vermögenswerten gegenseitig aufheben.

**(Netto) Long-FX-Phase: 3. bis 10. Jahr**

Sobald der Gegenwart der bestehenden Investitionen das Volumen der ausstehenden Kapitalabrufe übersteigt, liegt das Risiko in einer Abwertung der Fremdwährung, die sich negativ auf den Marktwert auswirkt. Ein entsprechender Verkauf der Fremdwährung auf Termin gleicht diese Schwankungen aus. Auch erwartete Zinszahlungen lassen sich in der Devisensicherung abbilden. Hier gilt es, vorab zu klären, ob diese Zahlungen, analog zu liquiden Bonds, in den Bewertungen bereits enthalten sind oder zusätzlich berücksichtigt werden müssen.

Dieses Risiko lässt sich verringern, indem Kapitalabrufe und Ausschüttungen unmittelbar berücksichtigt werden, anstatt auf den angepassten NAV zu warten.

**Das erhöhte Liquiditätsrisiko aus der Devisensicherung**

Devisensicherungen neutralisieren den Währungseffekt in den Kapitalzusagen bzw. den NAV, wodurch Anleger unter dem Strich nur noch der Zinsdifferenz zwischen den beiden Währungsräumen ausgesetzt sind. Ein entscheidender Unterschied dieser gegenläufigen Positionen ist jedoch, dass der Währungseinfluss auf die Bestandsgrößen bis auf weiteres ein reiner Buchwerteffekt ist. Die Devisensicherungen hingegen werden regelmäßig (zum Beispiel alle drei Monate) neu abgeschlossen. Bei dieser Prolongation wird der aufgelaufene Gewinn bzw. Verlust ausgeglichen und somit liquiditätswirksam. Spätestens zu diesem Zeitpunkt müssen Anleger über ausreichend Liquidität verfügen, um einen etwaigen negativen Marktwert der Devisensicherungen ausgleichen zu können.

Wie viel Liquidität für eine permanente Devisensicherung benötigt wird, kann nicht ex ante festgelegt werden. Ein Blick in die Historie zeigt, dass negative Cashflows aus einer USD-Sicherung von 10 Prozent regelmäßig bedient werden mussten (s. Abb. 2).

Hier wird die honorierte mangelnde Liquidierbarkeit von Private Investments zur Herausforderung im Währungsmanagement: Denn während Aktien oder Renten kurzfristig veräußert werden können, müssen hier alternative Liquiditätsquellen genutzt werden, um die Cashflows aus der Sicherung bedienen zu können.

Private Investments werden regelmäßig über Vehikel abgebildet, die ausschließlich für diesen Zweck vorgesehen und somit von liquiden Vermögenswerten getrennt sind. In diesem Fall stehen Investoren grundsätzlich vor der Wahl, Liquiditäts- und Opportunitätskosten für einen zusätzlichen Liqui-

ditätspuffer in Kauf zu nehmen oder die Devisensicherung in einem anderen, liquiden Vehikel umzusetzen und somit auf die Bewertungseinheit zwischen dem FX-Risiko und der Sicherung zu verzichten. Diese Flexibilität ist nur gegeben, wenn die Devisensicherung durch den Investor und nicht durch den Manager erfolgen soll.

Die Liquiditätsbelastung aus der Währungssicherung lässt sich über die Steuerung der Cashflows mildern, indem die Fälligkeiten der Devisentermingeschäfte mit geplanten Ausschüttungen oder Zinszahlungen abgestimmt werden.

### Die Frage nach dem Ziel der Währungssicherung

Stehen die Bestandsgrößen im Vordergrund der Risikobetrachtung (Share-Class-Hedging), oder soll das Risiko aus den Cashflows gesteuert und somit die Planungssicherheit verbessert werden?

Das angestrebte Ziel einer Währungssicherung von Private Investments definiert die Daten, auf die eine Sicherung abzustellen ist, die sogenannte Bemessungsgrundlage. Bei der Wahl der Besicherung erhöht sich der Gestaltungsspielraum, wenn der (alleinige) Investor mit der Sicherung beauftragt ist: Es können Wertpapiere aus einem anderen Vehikel verpfändet werden, wodurch das Cash-Collateral entfällt. Oder die Devisensicherung wird in einem anderen Vehikel umgesetzt, das mit ausreichend Liquidität ausgestattet ist.<sup>1</sup> Die unterschiedlichen Schwerpunkte und Einschränkungen können anhand der geeigneten Instrumente und der passenden Sicherungsstrategie berücksichtigt werden. ●



Mehr zum Currency Management finden Sie auf unserer Website:  
[www.metzler.com/currency-management](http://www.metzler.com/currency-management)

<sup>1</sup> Die unterschiedlichen Varianten in der Besicherung haben wir in unserer Publikation „Wertpapierverpfändung als Königsweg in der Besicherung“ ausführlich beschrieben.

Abb. 1: Exemplarischer Lebenszyklus eines Private Investments über zehn Perioden

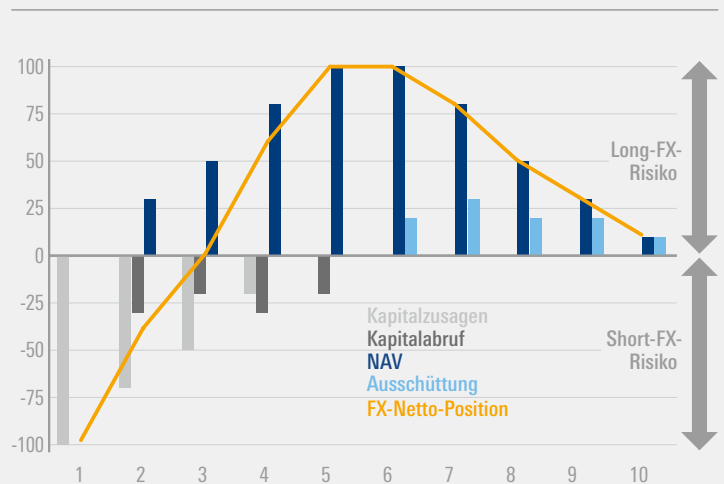
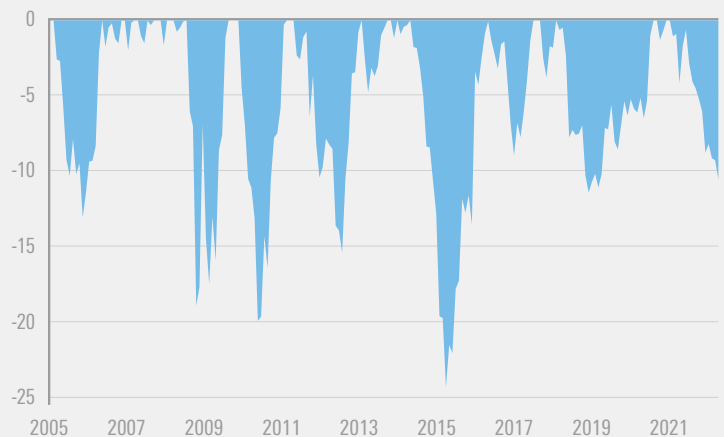


Abb. 2: Historischer Drawdown der Cashflows aus Devisentermingeschäften

Cashflow-Risiken einer statisch gesicherten Fremdwährungsposition in EUR/USD (12 Monate rollierend) vom 03.01.2005 bis 31.03.2022



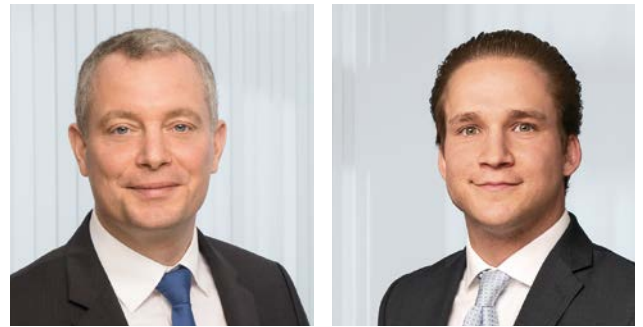
Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

# Ein Jahr Metzler Global Ethical Values

## Bewährungsprobe für Strategie und ESG-Investoren

→ Seit dem 22. September 2021 können Anleger mit dem Publikumsfonds Metzler Global Ethical Values (MGEV) einfach, günstig und transparent in nachhaltige globale Aktien investieren. Dabei blickt der indexnahe Artikel-9-Fonds, der den Global Ethical Values Index (GEVX) der Börse Hannover abbildet, auf ein herausforderndes erstes Jahr zurück.

Mit dem MGEV legte Metzler einen ersten dunkelgrünen Publikumsfonds auf, der unter Berücksichtigung strenger ESG-Kriterien in globale Aktien investiert. Die Ausschlusskriterien orientieren sich an den ethisch-nachhaltigen Normen und Werten der christlichen Kirchen in Deutschland und des österreichischen Umweltzeichens. Dazu zählt der Ausschluss kontroverser Geschäftspraktiken, indem zum Beispiel der UN Global Compact eingehalten wird. Auch werden kontroverse Geschäftsfelder ausgeschlossen, wie Glücksspiel oder Pornografie. Ein besonderes Augenmerk liegt auf klimabasierten Selektionskriterien; so sind Investitionen in fossile Energieträger ausgeschlossen, was den CO<sub>2</sub>-Fußabdruck des Portfolios deutlich reduziert. Auch in Zukunft unberücksichtigt bleibt die Atomenergie – selbst wenn die Europäische Kommission sie nun teils als nachhaltig einstuft.



Philip Schätzle, Head of Institutional Sales, und Lukas Schmelz, Institutional Sales Manager, Metzler Asset Management GmbH

### GEVX – historische Wertentwicklung<sup>1</sup>

Bruttoperformance 10 Jahre<sup>2</sup>; in % (EUR); indexiert, 28.9.2012 = 100



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

Das Auf und Ab an den Börsen weltweit in diesem Jahr hatte viele Ursachen – hohe Inflation, steigende Zinsen, geopolitische Risiken und zunehmende Rezessionsängste. Der GEVX und damit auch der Fonds konnten in diesem Umfeld nicht mit der Wertentwicklung des „konventionellen“ Index MSCI World mithalten, was primär auf die Ausschlüsse im GEVX zurückzuführen ist. Insbesondere das große Untergewicht im Energiesektor trug hierzu bei, aber auch weil Tech-Unternehmen aufgrund von ESG-Kontroversen ausgeschlossen wurden. Allerdings entwickelte sich der GEVX in der langfristigen Betrachtung deutlich besser als der MSCI World (s. Abb. links). Der Fonds bietet Investoren daher eine attraktive und günstige Möglichkeit, langfristig und nachhaltig am Ertragspotenzial internationaler Aktien zu partizipieren. ●

Informationen zum Metzler Global Ethical Values finden Sie hier: [www.metzler.com/mgev](http://www.metzler.com/mgev)





## Executive Summary

# Fallstricke meiden bei der ESG-Integration von Unternehmensanleihen



Daniel Sailer, Leiter Sustainable Investment Office, und Joanna Glöggler, Portfolio-Managerin Asset Allocation & Fixed Income, Metzler Asset Management GmbH

→ Anleihen profitieren von den weltweit steigenden Zinsen – entsprechend rücken Unternehmensanleihen wieder stärker ins Blickfeld der Anleger. Bei der Integration von ESG-Kriterien in dieser Asset-Klasse lassen sich jedoch die ESG-Kennzahlen der Aktien nicht eins zu eins auf die Unternehmensanleihen übertragen.

Angebot an und Nachfrage nach nachhaltigen Investitionen wachsen stetig. Denn Anleger schätzen die Ertragslage von Unternehmen mit nachhaltigem Geschäftsmodell in der Regel besser ein. Auch erwarten sie hier geringere Ausfallrisiken. Nachhaltigkeit kann somit die Refinanzierungskosten eines Unternehmens bei Neuemissionen senken.

Jedoch lassen sich die ESG-Ratings für Aktien nicht ohne weiteres auf die Unternehmensanleihen übertragen. Ratingagenturen messen für Aktien ein industrieadjustiertes ESG-Risiko, das auf einer Aktien-Industrieklassifikation beruht. Für Anleihen gilt:

- Anleger ziehen den durch die Fälligkeit vorgegebenen Zeitraum der Anleihen heran, um die Kreditwürdigkeit zu beurteilen. Daher ist die Frage nach kurzfristigen ESG-Risiken relevant, die in der (Rest-) Laufzeit auftreten können.
- Eine Industrieklassifikation mit Aktienfokus kann dazu führen, dass der ESG-Score das absolute ESG-Risiko der Anleihe nur eingeschränkt widerspiegelt.

Um diese Herausforderungen zu lösen, hat Metzler Asset Management den ESG-Fixed-Income-Monitor entwickelt. Die Übersicht über das Fixed-Income-Universum erlaubt, Anleihe-Emittenten unter Berücksichtigung des absoluten ESG-Risikos und der Fixed-Income-Industrieklassifikation zu analysieren.

Anleger, die seit 2007 konsequent ESG-Kriterien auf ihr Aktieninvestment angewendet haben, konnten stetig eine Überschussrendite erzielen (s. Abb.). Im selben Zeitraum zeigte der Markt für eurobasierte Unternehmensanleihen jedoch keine ausgeprägte strukturelle Differenzierung. Einer der Gründe dafür ist das Anleihekaufprogramm der Europäischen Zentralbank: Wurden die Kapitalmärkte von Krisen erschüttert, inter-

venierte sie und kaufte Anleihen auf – unabhängig von ESG-Kriterien. Das Auslaufen dieser Programme könnte dazu führen, dass analog zum Aktienmarkt künftig auch ESG-Vorbilder im Rentenmarkt von günstigeren Refinanzierungskosten und fallenden Renditeaufschlägen profitieren dürften. ●

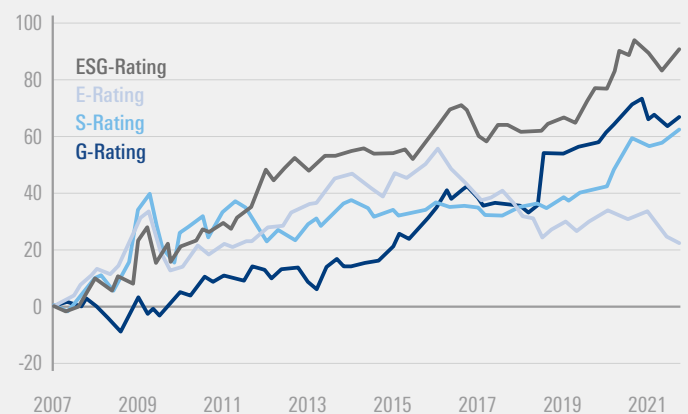


Die ganze Studie finden Sie hier:

[www.metzler.com/esg-strategie-unternehmensanleihen](http://www.metzler.com/esg-strategie-unternehmensanleihen)

### Differenzierung der ESG-Ratings

Brutto-Überschussrendite ggü. MSCI Europa Index, in %



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

# Taxonomiekonforme Wirtschaftsaktivitäten als möglicher Bestandteil der Portfoliokonstruktion

→ 2023 werden kapitalmarktorientierte Unternehmen erstmals über ihre taxonomiekonformen Wirtschaftsaktivitäten berichten. Damit lässt sich der positive Beitrag nachhaltiger Investitionen in der Kapitalanlage erfassen. Noch ist jedoch unklar, wie die neuen Taxonomiekennzahlen zu einer festen Steuerungsgröße in der Portfoliokonstruktion werden können.

## Erweiterte Berichtspflichten für Fonds ab 2023

Mit Inkrafttreten der Level-2-Maßnahmen der Offenlegungsverordnung werden die Umweltziele der EU-Taxonomie Bestandteil der regelmäßigen Fondsberichterstattung. Fonds, die ökologische und/oder soziale Merkmale bewerben oder ein nachhaltiges Anlageziel verfolgen, müssen ab 2023 in einem vorgegebenen europäischen Berichtsstandard umfangreich und regelmäßig darlegen, inwieweit die beworbenen Merkmale oder das nachhaltige Anlageziel innerhalb der Berichtsperiode tatsächlich erfüllt wurden.

Konkret bedeutet das, dass Fonds, die beispielsweise mit der Anlagestrategie die allgemeinen Menschenrechte, die Eindämmung des Klimawandels oder den Umsatz in klimafreundliche Technologien fördern, nun anhand von Indikatoren auch detailliert über das Erreichen der definierten Ziele berichten müssen. Es ist anzunehmen, dass hierdurch insbesondere CO<sub>2</sub>-Emissionsdaten, ESG-Ratings und andere nachhaltige Kennzahlen künftig integrale Bestandteile der Jahresabschlussberichte werden.

## Taxonomiekennzahlen für Portfoliokonstruktion nur eingeschränkt möglich

Allerdings sollten die Taxonomiekennzahlen vorerst unter Vorbehalt betrachtet werden: Viele Unternehmen erheben sie zum ersten Mal. Eine inhaltliche Überprüfung durch Dritte ist derzeit noch freiwillig. Erst in den kommenden drei Jahren wird sich die Datenqualität nach unserer Einschätzung mit Inkrafttreten der Corporate-Sustainability-Reporting-Directive (CSRD) und den erweiterten Prüfpflichten verbessern. Daher ist es fraglich, ob eine taktische oder auch strategische Beimischung taxonomiekonformer Unternehmensaktivitäten als Bestandteil der Investmentstrategie derzeit sinnvoll möglich ist, denn

- das europäische Rahmenwerk beschränkt sich auf EU-Unternehmen; global ausgerichtete Investmentstrategien erhalten nur unzureichend spezifizierte Daten von nicht europäischen Unternehmen;
- diversifizierte Unternehmen, die zusätzlich auch nicht taxonomiefähige Produkte und Dienstleistungen anbie-



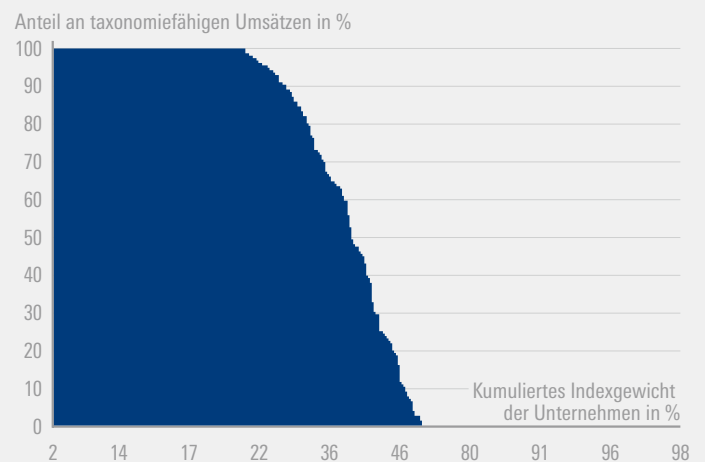
ten, können nur anteilig im Fonds angerechnet und somit sukzessive untergewichtet werden;

- der gesamte Anteil der umsatzbasierenden und taxonomiefähigen Unternehmensaktivitäten wird voraussichtlich im MSCI Europe Index einen Anteil von 40 % ausmachen; damit impliziert eine höhere verbindliche Taxonomiequote im Fonds stets auch eine größere Abweichung gegenüber einem breiten Marktindex. Die Taxonomiekonformität liegt unter Berücksichtigung aller möglichen Klimaziele mit 5 % deutlich niedriger (s. Abb. 1 und 2).

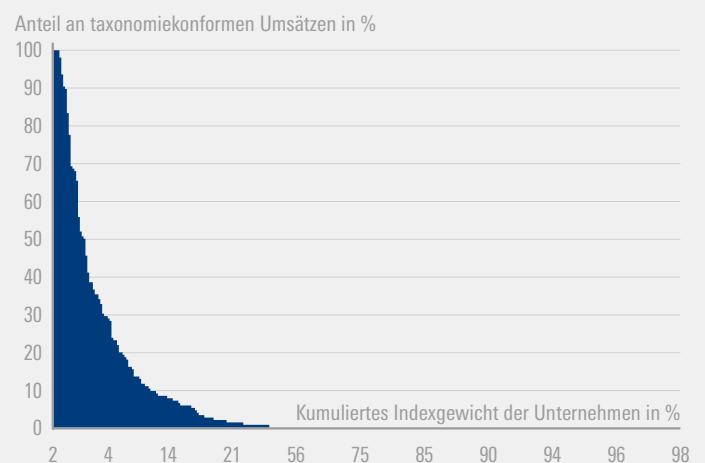
Die Taxonomiekennzahlen als Steuerungsgröße der Portfoliokonstruktion zu nutzen, wird unseres Erachtens in den nächsten Jahren nur eingeschränkt möglich sein. Jedoch sollten sie insbesondere bei der Einzeltitelselektion mitberücksichtigt werden. Denn durch Fonds, die ökologische und/oder soziale Merkmale bewerben oder ein nachhaltiges Anlageziel verfolgen, dürfte die Nachfrage nach taxonomiekonformen Unternehmen deutlich zunehmen. Gemäß MSCI ESG Research verfolgen zurzeit allein mehr als 2.000 Fonds ein nachhaltiges Anlageziel mit einem Anlagevolumen von insgesamt über 400 Mrd. Euro.

Im kommenden Kalenderjahr lohnt sich unseres Erachtens ein Blick auf die taxonomiekonformen Investitionsausgaben (Capex) der Unternehmen. Die zukünftigen Investitionen geben einen deutlichen Einblick in die zukünftige Ausrichtung und die damit verbundenen Transformationsbestrebungen eines Unternehmens. ●

**Abb. 1: Rund 46 % der Unternehmen im MSCI Europe Index berichten über taxonomiefähige Aktivitäten**



**Abb. 2: Nur wenige Unternehmen im MSCI Europe Index berichten über taxonomiekonforme Umsätze**



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39





# Rückenwind für digitale Assets

→ Digitale Vermögenswerte haben sich inzwischen von einer sehr abstrakten Asset-Klasse, die in der Vergangenheit von Privatanlegern und Krypto-Enthusiasten dominiert wurde, zu einer Anlageklasse gewandelt, die für institutionelle Kunden immer interessanter wird.

## **Kryptowerte – eine neue Asset-Klasse**

Digitale Assets werden nach deutschem Recht in Kryptowertpapiere und Kryptowerte unterschieden. Bei Kryptowertpapieren handelt es sich um existierende Assets, die auf einer neuen Infrastruktur, der Blockchain, kostengünstig gehandelt werden können und in digitalen Schließfächern (Wallets) verwahrt werden. Der Handel von Kryptowertpapieren ist derzeit nur über Plattformlösungen oder über den außerbörslichen Handel (OTC-Handel) möglich.

Bei Kryptowerten handelt es sich dagegen um eine völlig neue Asset-Klasse. Hierzu zählen Krypto-Assets und die dezentralisierten Finanzmärkte (DeFi) aber auch die bekannten Kryptowährungen Bitcoin,

Ethereum und Tether. Seit ihrem Allzeithoch im November 2021 haben diese rund zwei Drittel ihres Wertes verloren. Die Gesamtmarktkapitalisierung stürzte in dieser Zeit ab von rund 3,2 Bio. USD auf weniger als 1 Bio. USD. Die Kryptowährungen zeichnen sich durch eine hohe Volatilität aus – starke Kurskorrekturen sind hier nicht ungewöhnlich.

## **Digitale Vermögenswerte und traditionelle Märkte verzahnen sich**

Trotz der Kursrückschläge der vergangenen zwölf Monate steigt die Nachfrage nach digitalen Assets kontinuierlich. Entscheidend für eine Institutionalisierung sind hierbei ein rechtliches Rahmenwerk, sichere Dienstleistungen und ein vertrauenswürdiger Anbieter.



Neu ist die engere Beziehung zwischen digitalen Vermögenswerten und traditionellen Märkten: Die hohen Kursverluste der Kryptowährungen scheinen mit traditionellen Wirtschaftsfaktoren korreliert zu sein, wie der hohen Inflation, Zinserhöhungen und einem Ausverkauf an den traditionellen Aktien- und Anleihemärkten. Laut einer Prognose der Boston Consulting Group könnte sich der Markt für digitale Assets bis zum Ende der 2020er-Jahre auf mehr als 10 Bio. USD belaufen.

### Regulatorisches Kryptorahmenwerk in Deutschland und der EU

Seit Verabschiedung der Blockchainstrategie der Bundesregierung im Jahr 2019 und des Digital Finance Packages durch die EU-Kommission

## Glossar

**Blockchain:** Eine Distributed Ledger Technology. Die Blockchain ist ein dezentrales digitales Register, in dem Transaktionsdaten in einzelnen Datenblöcken wie eine Kette aneinandergereiht gespeichert werden. Für jeden neuen Datenblock wird ein sogenannter Hash-Wert berechnet, der als „digitaler Fingerabdruck“ dient und wiederum Bestandteil bei der Berechnung des Hash-Werts für den folgenden Datenblock ist. Eine nachträgliche Manipulation der Transaktionsdaten wird so nahezu unmöglich.

**Distributed-Ledger-Technologie (DLT):** Ein Distributed Ledger („verteiltes Kontobuch“) ist ein öffentliches, dezentral geführtes Kontobuch. Statt einer zentralen Stelle für die Kontoführung werden beliebig viele gleichgestellte Kopien des Ledgers von unterschiedlichen Parteien unterhalten. Aufgezeichnet werden Transaktionen von Nutzer zu Nutzer. Änderungen wie das Hinzufügen eines neuen Datenblocks müssen abgestimmt und in allen Kopien übernommen werden. Eine der bekanntesten DLT ist die Blockchain.

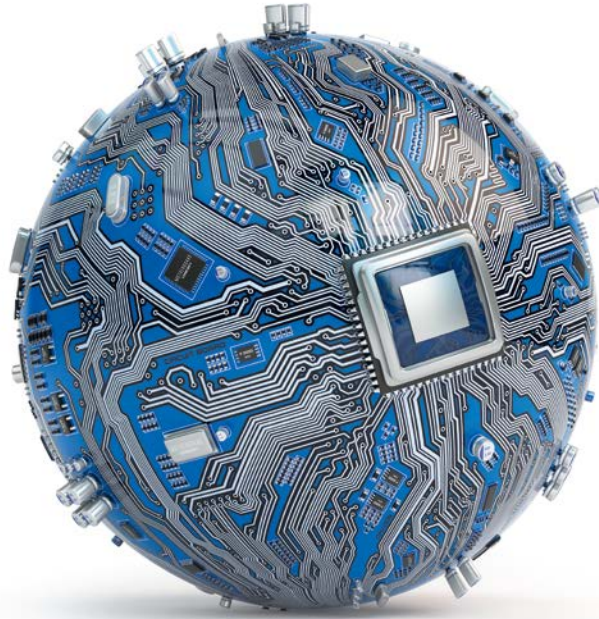
**Kryptowährung:** Digitale (Quasi-)Währung mit einem meist dezentralen, stets verteilten und kryptografisch abgesicherten Zahlungssystem wie Bitcoin. Kryptowährungen haben einen intrinsischen Wert, der dadurch entsteht, dass der Kryptowert als Zahlungsmittel nachgefragt und angeboten wird.

**Smart Contract:** Bei diesem Vertrag auf Software-Basis lassen sich unterschiedlichste Vertragsbedingungen hinterlegen. Während der Laufzeit eines Smart Contracts können durch ein bestimmtes Ereignis ausgelöste und damit verknüpfte Aktionen selbsttätig ausgeführt werden; Intermediäre werden somit überflüssig. Bei einer digitalen Anleihe ließen sich beispielsweise zu Zinsterminen automatisiert Zinsen an die Gläubiger auszahlen.

**Tokenisierung:** Digitaler Verbriefungsprozess von Eigentumsverhältnissen an bestimmten Gütern, physischen Gegenständen oder Rechten. Der Wert kann in beliebig viele Teile (Token) fraktioniert werden.

*Quellen: BaFin, Gabler Wirtschaftslexikon, BTC-Echo*





im Jahr 2020 wurde ein regulatorisches Rahmenwerk entwickelt, um die Digitalisierung des Finanzwesens zu unterstützen. Wegen dieses rechtlichen Rahmens rücken digitale Assets nun stärker in den Fokus vieler Anleger. Die Verabschiedung des elektronischen Wertpapiergesetzes (eWpG) sowie die Verordnung zur Regulierung von Krypto-Asset-Märkten (MiCAR; Markets in Crypto Assets Regulation) und weitere regulatorische Projekte der EU sorgen nun zusätzlich für die nötige Rechtssicherheit. Institutionelle Anleger, Finanzinstitute und Asset-Manager haben so die Möglichkeit, in einer regulierten Pilotinfrastruktur erste echte Anwendungsbeispiele zu erproben.

### Zahlreiche Vorteile von Kryptowertpapieren

Seit Juni 2021 regelt das eWpG die Voraussetzungen für Kryptowertpapiere. Aufsichtsbehörden behandeln sie regulatorisch wie traditionelle Wertpapiere. So sind die Unternehmen beispielsweise verpflichtet, einen Wertpapierprospekt zu erstellen, dem die Aufsichtsbehörden zustimmen müssen, bevor das Kryptowertpapier emittiert werden darf.

Die entscheidenden Vorteile zu herkömmlichen Assets liegen in ihrer Struktur: Emittenten müssen diese Papiere nicht urkundlich verbriefen, sie sind somit unabhängig von Abwicklungsstellen wie Clearstream. Jedes existierende Wertpapier – Aktie oder Anleihe – lässt sich als Kryptowertpapier emittieren. Der entscheidende Unterschied zu einem traditionellen Wertpapier ist also der Wechsel des Mediums, von der Urkunde zu einem dematerialisierten Anteilschein und der Wechsel der Abwicklungsinfrastruktur von elektronischen Wertpapierregistern und Clearingstellen auf eine Blockchaininfrastruktur. Dies führt zu digitalen, schnelleren und kosteneffizienteren Prozessen mit vielfältigen möglichen Anwendungen: Anleger könnten künftig über Kryptofondsstrategien einen Zugang zu neuen Anlageklassen erhalten.

Aufgrund des neu geschaffenen regulatorischen Rahmens besteht die Möglichkeit, emittierte Invest-

mentfonds zu tokenisieren. Das heißt, bereits aufgelegte Investmentfonds können via Tokenisierung digital auf der Blockchain abgebildet und abgewickelt werden. Zudem schafft die Technologie die Basis für die Neuemission von Investmentfonds mit Kryptofondsanteilen.

### Blick in die Zukunft: Blockchainbasierte Prozesse im Asset-Management

Das Bankhaus Metzler beschäftigt sich seit einigen Jahren intensiv mit der Blockchaintechnologie und dem Digital-Assets-Ökosystem. Daher gründete Metzler mit dem Digital Assets Office (DAO) zum 1. Juli 2022 eine bereichsübergreifende Abteilung, die sich zentral mit diesen Themen befasst und für alle strategischen Fragen rund um digitale Assets zuständig ist. Federführend dabei ist Vorstandsmitglied Mario Mattera, der unter anderem für das Geschäftsfeld Capital Markets verantwortlich ist. Das DAO ist zudem zuständig für die Koordination des Wissensaufbaus sowie die Umsetzung der Roadmap für digitale Assets. Metzler hat die Blockchaintechnologie als strategisches Zukunftsthema identifiziert und plant, Blockchainlösungen für seine Kunden umzusetzen.

Mit der Blockchain stehen wir am Beginn eines technologischen Paradigmenwechsels: Die Technologie wird viele Prozesse im Asset-Management und Wertpapiergeschäft schneller, sicherer und kostengünstiger gestalten. Den legislativen Vorsprung, den wir in Deutschland durch die Gesetzgebung zum E-Wertpapier und dem Fondsstandortgesetz haben, gilt es strategisch zu nutzen. Nach den ersten erfolgreichen Pilotprojekten 2021 mit der DekaBank legt Metzler mit dem Digital Assets Office als Kompetenzzentrum nun offiziell den Grundstein für die Umsetzung künftiger blockchainbasierter Prozesse und Dienstleistungen. Grund-





Alexander Damm, Leiter Product Development & Strategy, Metzler Asset Management GmbH,  
Hendrik König und Shahrok Shedari, Digital Assets Office, Bankhaus Metzler

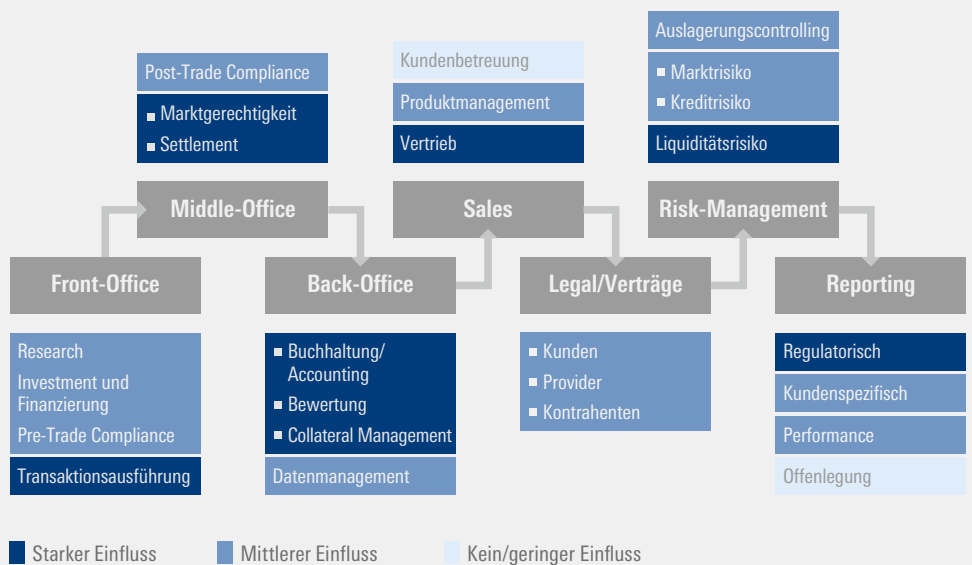
sätzlich bedeutet die neu entstehende Asset-Klasse eine Chance für das Asset-Management, sich bei der Institutionalisierung digitaler Assets und der Implementierung der Blockchaintechnologie frühzeitig zu positionieren und die Brücke aus der alten in die neue Welt zu schlagen. ●

## Disruptionspotenzial der Blockchain in der Finanzwelt

Bot die Distributed-Ledger-Technologie (DLT) zu nächst nur eingeschränkte Möglichkeiten, hat sie sich inzwischen zu einer Technologie entwickelt, die für fast alle Industrien große Potenziale bietet. Ihre disruptiven Elemente werden sich nach und nach auf fast alle Unternehmensbereiche auswirken, entlang der gesamten Wertschöpfungskette.

Prozesse können durch die Automatisierung von Tätigkeiten verkürzt oder sogar vollständig überflüssig werden. Wertschöpfungsketten und der damit zugehörige Workflow und Geschäftsmodelle müssen aufgrund der disruptiven Eigenschaft von DLT von Grund auf neu gedacht werden. Aus heutiger Sicht besteht die Möglichkeit, dass die DLT eine ähnliche Auswirkung wie das Internet auf unsere Gesellschaft und alle Geschäftszweige haben könnte. Neben den klassischen Industrie-sektoren entfalten sich auch in der Finanzwelt eindrucksvolle Anwendungsmöglichkeiten für die DLT (s. Abb.).

### DLT\* kann sich auf fast alle Bereiche im Asset-Management auswirken



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39

# Quo vadis Kapitalmarkt?

## „Wir sind in einer Phase hoher makroökonomischer Unsicherheiten“

→ Nach wie vor blicken Investoren sorgenvoll auf die Kapitalmärkte, an denen der Krisenmodus nicht erst seit Ausbruch des Ukraine-Kriegs vorherrscht. Steigende Inflation, explodierende Energie- und Strompreise, Zinsschritte und weltweit rezessive Tendenzen halten Notenbanken, Volkswirtschaften, Politik und Gesellschaft in Atem. Darüber diskutierten im September auf unserer Veranstaltung „Metzler Insight: Corporates 2022“ Dr. Rainer Matthes und Edgar Walk mit Jens Ulbrich, dem Leiter des Zentralbereichs Volkswirtschaft der Deutschen Bundesbank.



Zentralbankbilanzen aufgebläht, daher müsste doch mit entsprechendem Inflationsdruck gerechnet werden, wenn auch nicht im jetzigen Ausmaß. Herr Ulbrich, war die Europäische Zentralbank nicht auch schon ohne die genannten Sondereffekte „behind the curve“?

**Ulbrich:** Ich persönlich würde sagen, dass wir die Inflation unterschätzt haben. Wenn wir uns aber die Prognosen der Jahre 2013 bis 2019 anschauen, dann lässt sich erkennen, dass wir in diesem Zeitraum genau das umgekehrte Problem hatten: Wir haben ständig höhere Inflationsraten auf Sicht von zwei Jahren vorhergesagt, als wir sie tatsächlich gesehen haben. Und mit diesem Mindset sind wir in das Jahr 2021 gegangen und haben nicht gesehen, dass wir uns in einem anderen Regime befinden.

**Matthes:** Eine Notenbank kann natürlich weder eine Pandemie mit Lieferkettenproblematik vorhersehen noch den Ukraine-Krieg mit den Implikationen für die Energiepreise. Aber: War der Trend einer steigenden Inflation wirklich so unvorhersehbar? Über Jahre hinweg wurden die

**Walk:** Bis vor Ausbruch der Pandemie war das geldpolitische Problem eher eine zu niedrige Inflationsrate.



*Gesprächsrunde mit Jens Ulbrich, Leiter des Zentralbereichs Volkswirtschaft, Deutsche Bundesbank, Dr. Rainer Matthes, Geschäftsführer, und Edgar Walk, Chefvolkswirt, Metzler Asset Management GmbH*

**Ulbrich:** Genau. In der Pandemie begann dann allerdings eine Reihe von Fehleinschätzungen. Die Nachfrage verschob sich massiv weg von den Dienstleistungen hin zu Industriewaren. Wir haben unterschätzt, wie stark dieser Nachfragedruck global die Inflation treiben würde. Angebotsseitige Engpässe, Lieferengpässe, explodierende Schifffrachtraten wirkten verstärkend. Auch haben wir unterschätzt, wie persistent dieser Inflationsdruck ist. Es ist gut, dass wir uns jetzt geldpolitisch aufgemacht haben. Ich wäre dafür, dass wir mit zügigen Zinsanhebungen bis Ende des Jahres in den neutralen Bereich kommen. Dann muss man weitersehen.

**Matthes:** Seit Juli 2022 hat die Europäische Zentralbank ein neues Instrument mit dem TPI. Dieses sogenannte Transmission Protection Instrument ermöglicht es der EZB, mehr oder weniger ohne Bedingungen und Einschränkungen Staatsanleihen aufzukaufen. Es gibt Stimmen, die behaupten, je effektiver dieses Instrument

eingesetzt werde, desto illegaler sei es. Würden Sie das bestätigen, Herr Ulbrich?

**Ulbrich (lacht):** Das ist ein interessantes Zitat. Hinter dem TPI steht die Ratio, dass man ein Instrument haben will, das ungerechtfertigte Marktdynamiken bricht. Das Problem ist nun aber, dass man sich mit selektiven Staatsanleihenkäufen in einer Währungsunion in eine Grauzone begibt zwischen dem, was die europäischen

Verträge noch gestatten vor dem Hintergrund des Verbots der monetären Staatenfinanzierung, und der scharfen Trennung von Geld-, Finanz- und Fiskalpolitik.

**Walk:** Wegen der Parlamentswahlen in Italien im September und der hohen Wahrscheinlichkeit, dass eine rechtsnationale Regierung an die Macht kommen könnte, gab es Stimmen, die im TPI ein bisschen eine „Lex Italia“ sahen. Es gab Befürchtungen, dass die neue italienische Regierung, sobald sich die Spreads ausweiten würden, die EZB um Hilfe bitten würde. Mit den Bedingungen, die an das TPI geknüpft sind, kann die EZB darauf verweisen, dass Italien erst die Vereinbarungen mit Brüssel erfüllen muss, bevor die EZB helfen kann. Grundsätzlich besteht die Sorge, dass die EZB aber trotzdem früher oder später eingreifen muss







dass gerade der Mittelstand vor einer Pleitewelle stehen könnte. Die Politik hat bislang die Unternehmen in den Entlastungspaketen nicht ausreichend berücksichtigt.

**Ulbrich:** Wir sind jetzt in einer Phase so hoher makroökonomischer Unsicherheiten, wie ich es

und der Euro so zu einer italienischen Lira bekommen könnte.

**Ulbrich:** Ich persönlich hätte das bereits bestehende OMT – die Outright Monetary Transaction – als ausreichend eingestuft. Leider gilt es aber inzwischen als ein Programm, das erhebliche Stigmaeffekte auslöst bei den Ländern, die es in Anspruch nehmen könnten. Denn es ist mit einem Anpassungsprogramm des ESM – also des Europäischen Stabilitätsmechanismus – verbunden und an härtere Bedingungen geknüpft.

**Walk:** Italien mit seinen hohen Staatsschulden von 160 % des Bruttoinlandsprodukts ist eine strukturelle Schwachstelle in der Eurozone. Dadurch bleibt der Euro ein extrem wackeliges Konstrukt – auch aus Sicht der internationalen Anleger. Es gibt meines Erachtens bisher keine gute Lösung für das Problem mit Italien – außer wir gehen den Schritt in die Fiskalunion, in die „Vereinigten Staaten von Europa“.

**Matthes:** Ich möchte nun gerne zu den Wachstumsprognosen für 2023 kommen. Herr Ulbrich, Sie gehen in Ihrer Prognose für Deutschland von einem knappen Prozent Wachstum für das kommende Jahr aus. Aber könnte es nicht auch zu regelrechten Wachstumseinbrüchen kommen, wie wir sie während der Finanzmarktkrise gesehen haben? Denn es wird immer deutlicher,

noch nie erlebt habe. Als Szenario ist ein von Ihnen skizzierter Wachstumseinbruch durchaus denkbar. Dieses adverse Szenario ist aber keine Prognose, sondern ein Versuch auszubuchstabieren, was passieren kann, wenn die Dinge sehr viel schlechter kommen als angenommen. Beispielsweise bei den Energiepreisen ist der Effekt einer möglichen Gasrationierung gesamtwirtschaftlich sehr schwer zu erfassen. Umgekehrt, bei den Strompreisen, könnte es sein, dass sich die Lage relativ rasch wieder entspannt, wenn beispielsweise in Frankreich die Atomkraftwerke wieder Strom produzieren können. Darüber eine seriöse Prognose abzugeben, ist aber im Moment nicht möglich.

**Matthes:** Es wundert mich jedenfalls, dass Finanzminister Lindner noch immer relativ entspannt wirkt – es gibt drei Unterstützungsprogramme, ein viertes ist vielleicht auf dem Weg. Für die Bundeswehr wurde das 100-Milliarden-Euro-Paket geschnürt. Dennoch sagt Finanzminister Lindner, dass sich die Schuldenbremse 2023 einhalten ließe. Wie kann das sein?

**Walk (lacht):** Mich als Keynesianer dürfen Sie das eigentlich nicht fragen! Denn ich bin großer Verfechter höherer staatlicher Investitionen, vor allem in Deutschland. Ich denke jedenfalls, dass die Schuldenbremse kontraproduktiv ist. Meines Erachtens leidet Deutschland – leidet auch Eu-

ropa – unter einer gefährlichen Investitions- und Innovationsschwäche. Kein einziges EU-Unternehmen ist unter den Top-25-Patentanmeldern in den USA. Vertreten sind Unternehmen aus den USA, Südkorea, Japan und China. Meines Erachtens hätten mehr Staatsausgaben in Infrastruktur und Bildung uns in Deutschland in den vergangenen 10 bis 15 Jahren sehr gutgetan.

**Ulbrich:** Das sehe ich völlig anders. Für mich passt hier nicht zusammen, dass wir vorhin gesagt haben, die italienische Staatsverschuldung mache die Währungsunion inhärent fragil. Jetzt aber sagen wir, wir brauchen keine fiskalischen Regeln mehr. Seit der Staatsschuldenkrise haben wir auf EU-Ebene gesehen, dass solide Staatsfinanzen ein verlässlicher Anker sind. Ja, vielleicht haben wir zu wenig Innovationen. Ja, vielleicht haben wir zu wenig investiert. Aber was hat das mit der Schuldenbremse zu tun? Wenn der Staat mehr investieren will, muss er strukturell die Einnahmen erhöhen. Warum das nur über höhere Verschuldung gehen sollte, ist mir nicht klar. Und Herr Lindner kann auch deshalb ruhig schlafen, weil er über Reserven und Notfallfonds inzwischen so viele Reserven angelegt hat, die für den Rest der Legislaturperiode ausgegeben werden können. Die Regierung hat also auf jeden Fall Mittel zur Verfügung, auch wenn man im kommenden Jahr die Schuldenbremse einhält. Sollte es allerdings zu einem der adversen Szenarien kommen, dann spräche sicherlich nichts dagegen, die Schuldenbremse auszusetzen.

**Walk:** Grundsätzlich sind Regeln natürlich sinnvoll, aber meiner Meinung nach ist die Schuldenbremse eine extreme Form der fiskalischen Regel. Zwischen 2010 und 2019 war der deut-

sche Haushalt relativ ausgeglichen, die Staatsverschuldung sank. Wenn man diese Entwicklung einfach fortschreiben würde, dann ginge die Staatsverschuldung perspektivisch gegen null. Meiner Ansicht nach ist das jedoch aus zwei Gründen kontraproduktiv: Zum einen sind Staatsanleihen eine wichtige Anlageklasse an den Finanzmärkten. Eine gewisse Staatsverschuldung ist positiv, denn man schafft hier eine sichere Anlage für Investoren, die sonst wegfielen. Zum anderen ist die Nachfrage in Deutschland bereits seit rund 20 bis 30 Jahren strukturell binnenwirtschaftlich äußerst schwach:

ben werden. Es wäre daher sinnvoller gewesen, das Geld im Inland zu nutzen – für uns, unsere Gesellschaft –, als dass es ins Ausland exportiert wird, weil der Staat neben den privaten Akteuren auch spart.

**Matthes:** Hier werden wir wohl zu keiner Einigung kommen ... Einigkeit herrscht aber darin, dass wir auf eine Rezession zusteuern. Wie schätzen Sie in diesem Zusammenhang die Wettbewerbsfähigkeit deutscher Unternehmen ein? Steht das deutsche Geschäftsmodell zur Disposition?

ganz entscheidend wird hier sein, wie sich die Energiepreise künftig entwickeln werden. Auf das Niveau vor der Pandemie werden wir wohl aus einer Reihe von Gründen nicht zurückkehren. Inflationstreibend wirken hier beispielsweise Klimapolitik und Demografie.

**Matthes:** Eine letzte Frage: Wie ist es um die Globalisierung bestellt? Wird jetzt das Rad wieder zurückgedreht nach all den Problemen mit Lieferketten, die in der Pandemie auftraten? Auch die geopolitischen Risiken sind mit dem Ukraine-Krieg und dem Taiwan-Konflikt deutlich gestiegen.

**Walk:** Ich denke, es gibt durchaus Deglobalisierungstendenzen. Diese Frage ist meines Erachtens weniger eine wirtschaftliche als vielmehr eine politische. Zudem stehen wir vor vielen Herausforderungen – die Klimakrise ist die größte davon. Und die lässt sich nur global bewältigen.

**Ulbrich:** Interessant ist, dass sich aus den Daten zur Fragmentierung des Welthandels und zu den US-Importen aus China und Europa bislang noch keine Tendenz zur Deglobalisierung ablesen lässt. Es scheint sich derzeit vielmehr um anekdotische Evidenz zu handeln. Strukturell hingegen gibt es schon eine Diversifikation in Richtung Onshoring oder Friendshoring – die Halbleiterproblematik während der Pandemie war sicherlich ein Weckruf – insbesondere für die Autoindustrie. ●

Das bedeutet, viele Ersparnisse fließen ins Ausland, weil es keine Anlagemöglichkeiten im Inland gibt. Der Immobilienboom in den USA bis 2007 wurde überwiegend durch europäisches Geld finanziert. Diese Ersparnisse mussten dann abgeschrieben werden. Auch das Geld, das in Griechenland angelegt worden war, musste in der Staatsschuldenkrise abgeschrieben

**Ulbrich:** Meines Erachtens stehen wir auf kurze Sicht relativ günstig da: Wir hatten recht lange eine niedrige Inflation, zudem hat dieses Jahr der Euro kräftig abgewertet. Schwieriger zu beantworten ist, wie diese Krise und die kommenden Quartale auf das Produktionspotenzial in Deutschland wirken, das ja die Wettbewerbsfähigkeit determiniert. Ich denke,





## Best-Case-Szenario 2023

# „Weiche Landung“ der US-Wirtschaft

→ Für die meisten Volkswirte und Marktteilnehmer ist klar: Die aggressive Straffung der Geldpolitik der Federal Reserve wird bald zu einer Rezession in den USA führen. Doch manchmal kommt es anders als gedacht – Anleger sollten daher auch die übrigen Szenarien im Blick behalten.

### Fast alle Zeichen stehen auf Rezession

Derzeit ist kaum ein US-amerikanischer CEO zu finden, der für 2023 nicht mit einer Rezession rechnet. Aber Volkswirte haben sich in der Vergangenheit auch immer wieder geirrt, entsprechend konstatierte Paul Samuelson: „Ökonomen haben neun der letzten fünf Rezessionen vorhergesagt.“<sup>1</sup>

Der Leading Economic Index (LEI) erreichte im Februar 2022 ein Rekordhoch und fiel bis September um 2,9 %. Auch Umfragen unter den Verbrauchern deuten auf die Abschwächung der Wirtschaft, beispielsweise sank die Stimmung der US-Verbraucher im Jahr 2022 deutlich und verharrt seither auf sehr niedrigem Niveau.

Obwohl viele Zeichen auf Rezession stehen, sollte für 2023 auch das Szenario einer möglichen „weichen Landung“ der US-Wirtschaft in Betracht gezogen werden. Fünf Gründe sprechen unseres Erachtens für ein optimistischeres Szenario 2023:

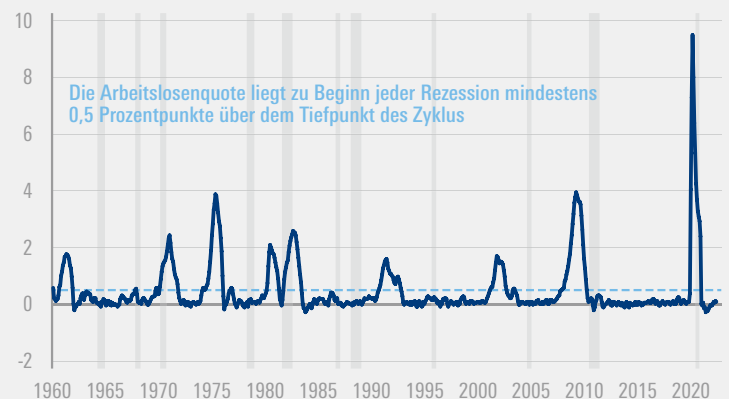
#### ■ *Derzeit keine Rezession in den USA*

Eine Rezession lässt sich nicht ausschließlich an der Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) festmachen. Zu den anderen

wichtigen Indikatoren zählen die Arbeitsmarktdaten. Bisher ließ sich vor Beginn einer Rezession stets ein Anstieg der Arbeitslosenquote um 0,5 Prozentpunkte beobachten (s. Abb. unten). Die Arbeitslosenquote in den USA ist jedoch 2021 um mehr als einen Prozentpunkt auf 3,5 % gesunken – den tiefsten Stand seit 50 Jahren. 2022 haben Unternehmen mehr als 3,8 Millionen neue Arbeitsplätze geschaffen. Selbst wenn sich das Beschäftigungswachstum 2023 verlangsamt, dürfte die Arbeitslosenquote weiter niedrig bleiben und möglicherweise sogar sinken.

### Arbeitsmarkt als wichtiger Indikator für eine Rezession

Sahm-Regel: 3-Monats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote im Verhältnis zum 12-Monats-Tief; in Prozentpunkten



Bitte beachten Sie die Quellenangaben, Fußnoten und Risikohinweise auf Seite 39



#### ■ *Extreme Nachfrage nach Arbeitskräften lässt nach*

Die Zahl der offenen Stellen stieg 2021 vor allem aufgrund des pandemiebedingten Arbeitskräftemangels stark. Unternehmen schrieben daraufhin mehr Stellen aus und boten höhere Löhne. Sinkt nun die extreme Nachfrage nach Arbeitskräften, weil sich die Wirtschaft abkühlt, verlangsamt sich das Lohnwachstum und auch Befürchtungen einer Lohn-Preis-Spirale dürften zurückgehen.

#### ■ *Lohnsteigerungen sind kein Grund zur Sorge*

Lohnerhöhungen kommen den US-Verbrauchern zugute und kurbeln das Wirtschaftswachstum an. Bis September stiegen die Löhne und Gehälter im Jahresvergleich um 8,2 % und lagen damit sogar über der Kerninflation, die im Jahresvergleich zwischen 5 und 6 % lag. Einkommenszuwächse hängen eng mit den Verbraucherausgaben in den USA zusammen und geben der Wirtschaftstätigkeit deutlichen Rückenwind.

#### ■ *Übertreibungen wurden bereinigt*

2022 sank das BIP in der ersten Jahreshälfte, Immobilien und Technologiewerte verzeichneten große Verluste. Extreme Entwicklungen in Wirtschaft und Finanzsystem wurden somit bereinigt und Voraussetzungen für ein gesünderes, ausgeglicheneres Wachstum geschaffen.

#### ■ *Wohnkosten als Treiber der Inflation dürften wieder sinken*

Wohnen ist eine Schlüsselkomponente im Verbraucherpreisindex der USA und setzt sich aus den Mieten für Wohnungen und Einfamilienhäuser zusammen. Diese Komponente steht für 40 % des Anstiegs der Kerninflation der vergangenen zwölf Monate. Sie folgt der Entwicklung der Wohnimmobilienpreise mit einer gewissen Verzögerung: Immobilienpreise haben inzwischen ihren Höchststand erreicht und dürften 2023 sinken.

Sinkt die Kerninflation und bleibt die Arbeitslosenquote niedrig, könnte die Fed ihre Haltung ändern und weitere Zinserhöhungen aussetzen. Eine niedrigere Inflation dürfte das reale Einkommen der Verbraucher erhöhen, die dann ihre Ausgaben ankurbeln und so den Konjunkturzyklus möglicherweise verlängern.

#### **Opportunitäten im Best-Case-Szenario**

Viele schlechte Nachrichten sind bereits eingepreist. Somit scheint eine weiche Landung der US-Wirtschaft als Best-Case-Szenario für 2023 möglich mit einem moderaten BIP-Wachstum von 1 bis 2 %, einer sich auf 3 bis 4 % abschwä-



*Jeffrey Cleveland, Chief Economist, Payden & Rygel*

Metzler/Payden ist ein Joint Venture des Bankhauses Metzler mit dem US-amerikanischen Asset-Manager Payden & Rygel und feiert im Jahr 2023 sein 25-jähriges Bestehen. Kundenzentrierung, maßgeschneiderte Lösungen sowie eine internationale Expertise stehen im Mittelpunkt beider Partner.

Ihr Ansprechpartner im Hause Metzler:  
Joannis Karathanasis  
Managing Director Metzler/Payden, LLC  
Tel. +49 69 2104-1253  
JKarathanasis@metzler.com

chenden Kerninflation, einer niedrigen Arbeitslosenquote und einem gesunden Lohnwachstum. Die Fed würde im ersten Quartal 2023 das Tempo verringern, den Leitzins bis auf ca. 5 % anheben und im zweiten Quartal pausieren.

In der Regel erreichen Renditen von Staatsanleihen dann ihren Höchststand, wenn die Fed sich dem Ende ihres Leitzinserhöhungszyklus nähert. Dann steigt auch der Risikappetit der Anleger. Davon könnten auf dem Anleihemarkt dann beispielsweise hochverzinsliche US-Unternehmensanleihen mit Renditen von bis zu 9 bis 10 % profitieren. ●

<sup>1</sup> <https://www.barrons.com/articles/bear-market-recession-spiral-fed-51655159287#:~:text=Economist%20Paul%20Samuelson%20famously%20quipped,pessimistic%20about%20the%20economic%20outlook.>



# Veranstaltungen 2022

## Persönliche Begegnungen, intensive Gespräche und reger Austausch



Kirchliches Investmentforum  
am 23. und 24. Juni in Hamburg

Online, hybrid und 2022 endlich wieder zunehmend in Präsenz: Wir freuen uns sehr, dass vermehrt persönliche Gespräche und Begegnungen möglich waren.

In Hamburg auf dem Kirchlichen Investmentforum tauschten sich unsere kirchlichen Investorinnen und Investoren rege mit uns und den eingeladenen Referenten zu ESG-Themen aus.

Als Location für die Veranstaltung „Metzler Insight: Corporates“ im September wählten wir das Besucherzentrum am Frankfurter Flughafen: Mit Blick auf Gate und Startbahn behandelten wir Themen rund um den Kapitalmarkt, die EU-

Taxonomie und die betriebliche Altersvorsorge.

Traditioneller Veranstaltungsort für unsere Investmentstrategietagung war am 28. November der Metzler-Saal im Städel Museum in Frankfurt am Main: Unser Chefvolkswirt Edgar Walk stellte die Investmentstrategie 2023 vor, und der Themenschwerpunkt „Energiewirtschaft – zwischen Klima und Krise“ stieß auf großes Interesse im Saal und an den Bildschirmen. Nach lebhaften Diskussionen und einem Vortrag über den geopolitischen Umbruch der Welt gab es die Möglichkeit, an einer Führung durch die Ausstellung „Guido Reni – Der Göttliche“ teilzunehmen. ●



Metzler Insight: Corporates am 13. September in Frankfurt am Main







Investmentstrategie 2023  
am 28. November 2022 im Metzler-Saal des Städel Museums



# Neues Jahr, neue Vorstände und geänderte Zuständigkeiten

→ Das Bankhaus Metzler hat die Weichen für die Zukunft gestellt. Zum 1. Januar 2023 erweitert sich der Vorstand um Franz von Metzler und die bisherige Generalbevollmächtigte Stefanie Buchmann. Somit zieht wieder ein Familienmitglied in das Leitungsorgan der Bank ein. Vorstandssprecher wird ab 1. Juli 2023 Gerhard Wiesheu. Er löst dann Emmerich Müller ab, der derzeit als Primus inter Pares das Bankhaus leitet und in den Ruhestand wechseln wird.

Mit den Veränderungen im Vorstand gehen auch neue Zuständigkeiten einher: Gerhard Wiesheu übernimmt das Geschäftsfeld Private Banking, das er bis zum Ausscheiden von Emmerich Müller gemeinsam mit ihm führen wird. Franz von Metzler wird ab dem 1. Januar 2023 als Vorstand für das Asset Management verantwortlich sein, Stefanie Buchmann unter anderem für die Bereiche Compliance und Recht..



*Obere Reihe v.l.n.r.:*  
Gerhard Wiesheu, Vorstand,  
Private Banking  
Emmerich Müller, Vorstand,  
Private Banking  
Franz von Metzler, Vorstand,  
Asset Management  
Stefanie Buchmann, Vorständin,  
Compliance und Recht.  
*Untere Reihe v.l.n.r.:*  
Dr. Marco Schulmerich, Vorstand,  
Informationstechnologie,  
Mario Mattered, Vorstand,  
Capital Markets  
Kim Comperl, Vorstand,  
Corporate Finance

## Ausgewählte Termine 2023

### Institutional Money Kongress 18. und 19. April 2023 Congress Center Messe Frankfurt

Auf dem Institutional Money Kongress sind wir vertreten und freuen uns auf den intensiven Austausch mit Ihnen.

### 7. Kirchliches Investmentforum 4. und 5. Mai 2023 Großraum München

Das Forum für Finanzexperten von Kirchen, kirchlichen Institutionen und Kirchenbanken veranstalten wir unter der Schirmherrschaft der Erzdiözese München und Freising und der Rummelsberger Diakonie.

- Seite 10, Abb. 1** Quelle: Metzler
- Seite 11, Abb. 2 + 3** Quellen: <https://www.eurekahedge.com/Indices/CBOE>, Refinitiv Datastream; Berechnungen: Metzler Asset Management; Stand: 31. August 2022
- Seite 14, Abb. 1** Quellen: BBG, CSI, Berechnungen Metzler
- Seite 15, Abb. 2 + 3** Vorgehen: Die Prognosen sind hier die Marktentwicklungen für Aktien und Renten der Kalenderjahre 2002 und 2009. Sie werden an einen 1-Jahres-Backtest ab Oktober 2022 angehängt. Bis Ende September 2022 sind es die realen Daten für Aktien und Renten. Für die Geldmarktzinsen werden die aktuellen Daten als Prognosedaten verwendet.  
\* Risikoparitätischer globaler Aktienbasket \*\* Globaler Rentenkorb ohne japanische Anleihen  
Quellen: BBG, CSI, Berechnungen Metzler; Stand 30. September 2022
- Seite 17, Abb.** Quelle: FactSet; Universum: Stoxx Europe 600; Stand: 30. September 2022
- Seite 21, Abb. 1** Quelle: Metzler
- Seite 21, Abb. 2** Quelle: Bloomberg. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.
- Seite 22, Abb.** <sup>1</sup> Beruht auf der tatsächlichen Wertentwicklung der dem GEVX zugrunde liegenden Werte  
<sup>2</sup> Dargestellt ist die Bruttoleistung, also die reine Performanceleistung; hinzuzurechnen sind die in ihrer Höhe noch zu vereinbarenden Depot- und Verwaltungskosten  
<sup>3</sup> GEVX und MSCI = 16. Juni 2006/Metzler Global Ethical Values = 22. September 2021  
Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler; Stand: 30. September 2022
- Seite 23, Abb.** Quellen: MSCI ESG Research, FactSet, Metzler
- Seite 25, Abb. 1 + 2** Quellen: MSCI ESG Research, Metzler; Stand: 31. Oktober 2022
- Seite 29, Abb.** Quellen: KPMG, Metzler
- Seite 34, Abb.** Quelle: Claudia Sahn

# Impressum

## Herausgeber

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon 069 2104-1111  
Telefax 069 21041179

asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com

## Verantwortlich

Nicole Arend  
Dr. Rainer Matthes

## Gestaltung

Honka Ritter  
Ulf Röbling

## Copyright Agenturbilder

Titel, S. 3, 4: [stock.adobe.com/Alessandro Biascioli](https://stock.adobe.com/Alessandro-Biascioli)  
S. 3, 26, 28: [stock.adobe.com/Maksym Yemelyanov](https://stock.adobe.com/Maksym-Yemelyanov)  
S. 3, 34: [stock.adobe.com/Deacon-docs](https://stock.adobe.com/Deacon-docs)  
S. 8: [stock.adobe.com/invisible163](https://stock.adobe.com/invisible163)  
S. 12: [stock.adobe.com/Sergey Nivens](https://stock.adobe.com/Sergey-Nivens)  
S. 16: Fotoware fotostation, Robert Metsch  
S. 31 – Jens Ulbrich: © Oliver Rütter  
S. 30: [stock.adobe.com/bluedesign](https://stock.adobe.com/bluedesign)  
S. 34: [stock.adobe.com/Kiss Shot](https://stock.adobe.com/Kiss-Shot)

## Illustrationen

Laura Baginski, Judith Ritter

## Fotografien

Metzler

## Erscheinungsort

Frankfurt am Main  
Redaktionsschluss: 28. November 2022



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

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.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Bei den in dieser Unterlage eventuell enthaltenen Modellrechnungen handelt es sich um beispielhafte Berechnungen der möglichen Wertentwicklungen eines Portfolios, die auf verschiedenen Annahmen (z. B. Ertrags- und Volatilitätsannahmen) beruhen. Die tatsächliche Wertentwicklung kann höher oder niedriger ausfallen – je nach Marktentwicklung und dem Eintreffen der den Modellrechnungen zugrunde liegenden Annahmen. Daher kann die tatsächliche Wertentwicklung nicht gewährleistet, garantiert oder zugesichert werden.

Metzler kann keine rechtliche Garantie oder Gewähr abgeben, dass eine Wertuntergrenze gehalten oder eine Zielrendite erreicht wird. Daher sollten sich Anleger bewusst sein, dass möglicherweise in dieser Unterlage genannte Wertsicherungskonzepte keinen vollständigen Vermögensschutz bieten können. Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat.

Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden. Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler-Gruppe sind einsehbar unter [www.metzler.com/konzernnachhaltigkeit](http://www.metzler.com/konzernnachhaltigkeit). Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter [www.metzler.com/esg](http://www.metzler.com/esg).

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und alle anderen relevanten Pflichtunterlagen, einschließlich des Prozesses zur Beilegung von Beschwerden über den Fonds sind auf [www.metzler.com/download-fonds](http://www.metzler.com/download-fonds) und [www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/](http://www.universal-investment.com/en/Corporate/Compliance/Ireland/) verfügbar.

Dem Anleger steht das Recht auf eine Musterfeststellungsklage nach § 606 ZPO und auf Durchführung eines Ombudsverfahrens vor dem BVI zu. Es gilt das Kapitalanleger-Musterverfahrensgesetz (KapMuG).

Es kann jederzeit beschlossen werden, die Vereinbarungen über den grenzüberschreitenden Vertrieb zu beenden. In einem solchen Fall werden die Anleger über diese Entscheidung informiert und erhalten die Möglichkeit, ihre Anteile zurückzugeben.

Die Verwaltung der irischen OGAW-Sondervermögen obliegt der Universal-Investment Ireland Fund Management Limited in Dublin. Die Verwaltungsgesellschaft hat bei der Erstellung der Werbeunterlage nicht mitgewirkt und ist für deren Inhalte auch nicht verantwortlich, vorbehaltlich aller anwendbaren Gesetze und aufsichtsrechtlichen Anforderungen.

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.

### **Sonstige Hinweise zu verwendeten Indizes, Ratings und sonstigen Kennzeichnungen**

Die Fondskennzahlen und -ratings („die Informationen“) von MSCI ESG Research LLC („MSCI ESG“) liefern Umwelt-, Sozial- und Governance-Daten in Bezug auf die zugrunde liegenden Wertpapiere in mehr als 31.000 Multi-Asset-Klassen-Publikumsfonds und ETFs weltweit. MSCI ESG ist ein eingetragener Anlageberater gemäß dem US Investment Advisers Act von 1940. Die Materialien von MSCI ESG wurden weder bei der US-amerikanischen SEC noch bei einer anderen Aufsichtsbehörde eingereicht oder von diesen genehmigt. Keine der Informationen stellt ein Angebot dar zum Kauf oder Verkauf oder eine Werbung oder Empfehlung eines Wertpapiers, eines Finanzinstruments oder eines Produkts oder einer Handelsstrategie, noch sollten sie als Hinweis oder Garantie für eine zukünftige Wertentwicklung, Analyse, Prognose oder Vorhersage angesehen werden. Keine der Informationen kann dazu verwendet werden, um zu bestimmen, welche Wertpapiere zu kaufen oder zu verkaufen sind oder wann sie zu kaufen oder zu verkaufen sind. Die Informationen werden in der vorliegenden Form zur Verfügung gestellt, und der Nutzer der Informationen übernimmt das volle Risiko, das mit der Nutzung der Informationen oder der Erlaubnis hierzu verbunden ist.

Das europäische Transparenz-Logo für Nachhaltigkeitsfonds kennzeichnet, dass der Fondsmanager sich verpflichtet, korrekt, angemessen und rechtzeitig Informationen zur Verfügung zu stellen, um Interessierten, insbesondere Kunden, die Möglichkeit zu geben, die Ansätze und Methoden der nachhaltigen Geldanlage des jeweiligen Fonds nachzuvollziehen. Ausführliche Informationen über die Europäischen Transparenzleitlinien finden Sie unter [www.eurosif.org](http://www.eurosif.org). Informationen über die nachhaltige Anlagepolitik und ihre Umsetzung in den einzelnen Fonds finden Sie unter: [www.metzler.com/download-fonds](http://www.metzler.com/download-fonds). Die Transparenzleitlinien werden von Eurosif, einer unabhängigen Organisation, verwaltet.

Alle Rechte am CSI 300 Index („Index“) liegen bei der China Securities Index Company („CSI“). „CSI 300®“ ist eine Marke von CSI. CSI übernimmt keine Gewähr für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Daten und haftet nicht für Fehler im Index. CSI übernimmt keine Haftung gegenüber dem Fonds.

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.

## Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon +49 69 2104-1111  
Telefax +49 69 21041179

[asset\\_management@metzler.com](mailto:asset_management@metzler.com)  
[www.metzler.com](http://www.metzler.com)

