

# Portfolio Insight

Das Magazin für den institutionellen Anleger



## Anlagestrategie

Robust diversifiziert mit Risiko-Overlay

## Sektor im Fokus

Europas Bedeutung im Technologiemarkt

## Makroökonomie

Warum ein Soft Landing der US-Wirtschaft möglich ist

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

2. Ausgabe 2023



**KI kommt –  
der Mensch bleibt**



**METZLER**  
Asset Management

# Darf eine Bank Werte noch wichtiger finden als Zahlen?



## Wir sind so frei.

Natürlich geht es auch bei uns um Zahlen – und das schon seit unserem Gründungsjahr 1674. Aber die Erfolgsgeschichte unseres Hauses war nur möglich, weil wir stets auf der Grundlage unveränderlicher Werte agieren: Unternehmergeist, Menschlichkeit und insbesondere Unabhängigkeit von fremden Einflüssen. Sie möchten gern wissen, wie diese Philosophie auch für Sie zählbare Erfolge bringen kann? Seien Sie so frei und besuchen uns: [www.metzler.com](http://www.metzler.com)

Liebe Leserinnen und Leser,

gerne würde ich an dieser Stelle mit Ihnen vor allem über positive Nachrichten und Anlagechancen sprechen. Doch wir leben in sehr bewegten Zeiten. Die vergangenen Monate waren geprägt von Naturkatastrophen und geopolitischen Konflikten. Neben dem Krieg in der Ukraine sind wir tief betroffen über die schrecklichen Terroranschläge auf Israel und all die vielen unschuldigen Opfer. Und auch, wenn wir versuchen, den Blick nur rein auf Wirtschaftsthemen zu lenken, zeigt sich ein herausforderndes Bild: Das gilt für das aktuelle Marktumfeld im Allgemeinen genauso wie für die deutsche Konjunktur im Besonderen. Gleichzeitig gibt es hier aber auch Entwicklungen, die große Hoffnung machen – gerade bei technologischen Innovationen wie der künstlichen Intelligenz (KI).



*Franz von Metzler, Mitglied des Vorstands  
B. Metzler seel. Sohn & Co. AG*

Spätestens mit ChatGPT ist die KI in aller Munde und zeigt, welch großes Potenzial im Zusammenspiel von Mensch und Maschine steckt. Wir meinen: KI wird zu einem entscheidenden Wettbewerbs- und Wachstumsfaktor. Genau deshalb beschäftigen wir uns bei Metzler Asset Management eingehend damit. Welche transformativen Möglichkeiten wir im Asset Management sehen, das können Sie in einer Einordnung von Philip Schätzle lesen. Unsere Experten erörtern zudem, wie sich KI als Anlagethema in einem Portfolio berücksichtigen lässt. Mein herzlicher Dank gilt an dieser Stelle Sandra Wachter, Professorin für Datenethik und KI an der Oxford University, sowie Sebastian Heinz, Co-Founder und CEO von statworx, für ihre Gastbeiträge zum Thema KI.

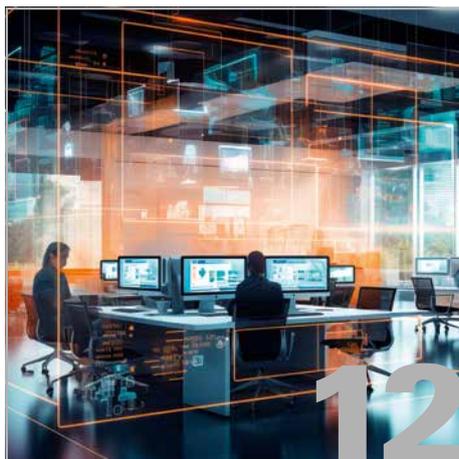
Vielleicht nicht ganz so plastisch wie KI aber genauso umwälzend ist die Blockchain. Wir sind überzeugt, dass diese Technologie das Asset-Management auf lange Sicht, etwa was Vertrieb und Verwaltung von Fondsanteilen angeht, tiefgreifend verändern wird. Umso mehr freue ich mich, dass wir diese wichtige Entwicklung aktiv begleiten: Im September haben wir im Rahmen eines Pilotprojekts als erster Asset-Manager in Deutschland Kryptofondsanteile begeben. Und in einem zweiten Schritt haben wir im Oktober unser Blockchain-Pilotprojekt für die Union Investment geöffnet – und die erste externe Transaktion von Kryptofondsanteilen umgesetzt. Ein großer Meilenstein.

Ganz viele historische Wegmarken hat auch Dr. Rainer Matthes gesehen. Mehr als 30 Jahre lang hat unser Geschäftsführer und Chief Investment Officer nun schon die Kapitalmärkte für uns im Blick. Ab Januar 2024 wechselt er in den verdienten Ruhestand. Im Doppelinterview sprechen er und der künftige CIO Oliver Schmidt über den Stabwechsel und die Märkte der Zukunft. Lieber Rainer, ich möchte an dieser Stelle sehr gerne die Gelegenheit ergreifen, mich ganz herzlich bei Dir für Deinen unermüdlenden Einsatz und Deine großen Verdienste – für uns und vor allem für unsere Kunden – zu bedanken!

Sie sehen, wieder gibt es im „Portfolio Insight“ viel zu entdecken und ich wünsche Ihnen, liebe Leserinnen und Leser, eine anregende Lektüre.

*Mr Franz Metzler*  
Franz von Metzler

# Inhalt



## Rubriken

- 3 Editorial
- 4 Inhalt
- 5 Impressum
- 6 Presseschau
- 7 Doppelinterview: Stabwechsel in der Anlagestrategie
- 33 Ausgewählte Termine im ersten Halbjahr 2024
- 34 Nachgelesen
- 35 Rechtliche und sonstige Hinweise

## Anlagestrategie

- 8 KI im Asset Management: Gleichgewicht zwischen Mensch und Maschine
- 12 Von Halbleiterherstellern bis zur Pharmaforschung: Strategische Investitionen im Zeitalter der KI-Revolution
- 14 Gastkommentare zur KI
- 16 Risikokontrollierte strategische Asset-Allokation: Aktienquote rauf, Tail-Risiken runter

## Sektor im Fokus

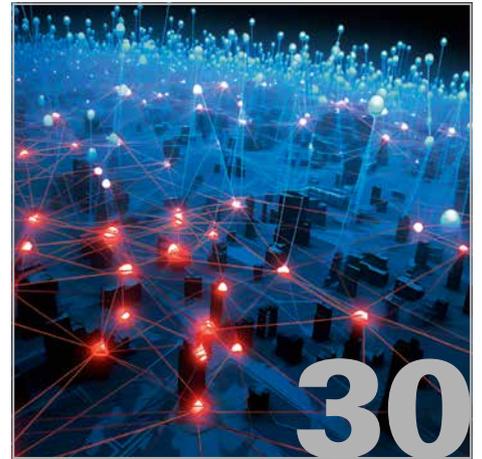
- 18 Europas strategische Bedeutung im globalen Technologiemarkt

## Makroökonomie

- 20 Ausblick 2024: Achterbahnfahrt voraus
- 24 Starker Konsum: US-Wirtschaft nimmt Kurs auf ein „Soft Landing“

## ESG

- 26 Transformations-Champions systematisch identifizieren



**Altersversorgung**

**28** De-Risking in der betrieblichen Altersversorgung: Lösungen für Finanzierung und Kapitalanlage

**Administration & Reporting**

**30** Tokenisierung von Fondsanteilen: Digitale Innovation in der Fondsindustrie

In dieser Ausgabe vom Portfolio Insight verwenden wir ausschließlich Bildmaterial, das mit KI-Tools erzeugt wurde. Davon ausgenommen sind lediglich die Fotos der Autorinnen und Autoren.

# Impressum

**Herausgeber**

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

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

**Copyright Agenturbilder**

Titel: stock.adobe.com/Szymek  
 S. 4: stock.adobe.com/Anton  
 S. 4, 8: stock.adobe.com/Alexander Marchenko  
 S. 4, 12: stock.adobe.com/Romana  
 S. 5, 20: stock.adobe.com/aapsky  
 S. 5, 26: stock.adobe.com/Dennis  
 S. 5, 30: stock.adobe.com/Linus  
 S. 6: stock.adobe.com/eyetronic  
 S. 8: stock.adobe.com/nilanka  
 S. 10: stock.adobe.com/scaliger  
 S. 12: stock.adobe.com/phonon\_photo  
 S. 16: stock.adobe.com/Anton

S. 18: stock.adobe.com/jaz\_online  
 S. 19: stock.adobe.com/Jan Engel  
 S. 22: stock.adobe.com/Yuliia  
 S. 24: stock.adobe.com/Thares2020  
 S. 26: stock.adobe.com/Daria  
 S. 27: stock.adobe.com/Malchev

**Portraits**

S. 14: Genehmigung von Sebastian Heinz  
 S. 15: Genehmigung von Sandra Wachter  
 S. 29: Stefan Streit Fotografie  
 Alle weiteren: Metzler

**Verantwortlich**

Nicole Arend  
 Philip Schätzle  
 Oliver Schmidt

**Gestaltung**

Ilonka Ritter  
 Ulf Rößling

**Illustrationen**

Laura Baginski, Judith Ritter

**Erscheinungsort**

Frankfurt am Main  
 Redaktionsschluss: 8. November 2023

# Presseschau

## NACHHALTIGKEIT

DAS INVESTMENT, 11. September 2023

„Für Kunden ist Nachhaltigkeit ein immer wesentlicheres Entscheidungskriterium. Da wir in vielen Jahren hier unsere Expertise ausgebaut haben und die unterschiedlichen Anforderungen seitens der Kunden und der Regulatorik kennen, sind Investoren beim Thema ESG bei uns gut aufgehoben und werden dies auch in der Zukunft sein.“ ●

Philipp Schätzle, Geschäftsführer  
von Metzler Asset Management,  
im Interview mit DAS INVESTMENT



## AKTUELLE MARKTKOMMENTARE

n-tv

„Von der EZB-Zinsentscheidung bis zu aktuellen Kapitalmarktentwicklungen: Die Experten von Metzler Asset Management sind als kompetente Gesprächspartner gefragt. Die Redaktion des Nachrichtensenders n-tv spricht regelmäßig mit Edgar Walk, Chefvolkswirt Metzler Asset Management, und Oliver Schmidt, stellvertretender Chief Investment Officer.“ ●

Alle Videos in der  
Übersicht finden Sie hier.



## Metzler erhält Innovationspreis der Cash. für Emission der ersten Kryptofondsanteile in Deutschland

Die B. Metzler seel. Sohn & Co. Aktiengesellschaft und die Metzler Asset Management GmbH sind für die Emission der ersten Kryptofondsanteile in Deutschland mit dem Innovations-Award der Cash. Media Group prämiert worden. Die Cash. verlieh die Auszeichnung im Rahmen der DKM, der Leitmesse der Finanz- und Versicherungsbranche, am 24. Oktober 2023 in Dortmund. Die Innovations-Awards werden einmal im Jahr für besonders innovative Produkte, Tools oder Strategien aus den Sparten Versicherungen, Investmentfonds, Immobilien und Finanzberater vergeben. ●



## Metzler Asset Management Japan unter neuer Führung

**Mitsuhiro Sato und Nina Birke-Wiesheu übernehmen ab 1. Januar 2024 als Doppelspitze die Leitung von Metzler Asset Management (Japan) Ltd.**

Mit Mitsuhiro Sato konnte ein langjähriger Mitarbeiter von Metzler Asset Management Japan als neuer President gewonnen werden. Als Leiter des Bereichs Client Services lag sein Fokus in den vergangenen Jahren auf der Geschäftsentwicklung in den Bereichen Finanzinstitute und Pensionsfonds. Außerdem beschäftigte er sich mit nachhaltigen Anlagemöglichkeiten.

Neuer Deputy-President wird Nina Birke-Wiesheu. Durch ihre vorherige Aufgabe bei Allianz Global Investors im Business Development verfügt sie über umfangreiche Erfahrungen in den internationalen, insbesondere japanischen Märkten sowie eine große Expertise in der Betreuung institutioneller Kunden.

Hiroki Wiesheu, der bisherige President und CEO von Metzler Asset Management Japan, wird sich in einer Leitungsfunktion außerhalb des Unternehmens neuen Herausforderungen stellen. ●

# „Eine klare Haltung in volatilen Zeiten wird immer wichtiger“

Dr. Rainer Matthes und Oliver Schmidt im Gespräch



*Stabwechsel in der Anlagestrategie: Oliver Schmidt wird zum 1. Januar 2024 neuer Chief Investment Officer der Metzler Asset Management GmbH. Er folgt damit auf Dr. Rainer Matthes, der nach mehr als 30 Jahren in den Ruhestand geht. Im Doppelinterview sprechen die beiden darüber, wie sich die Märkte in drei Jahrzehnten verändert haben, warum das Risikomanagement in der Portfoliogestaltung immer wichtiger wird, und welches Zukunftsthema im Beratungsalltag die größte Rolle spielt.*

**Inflation, steigende Zinsen, hohe Verschuldungsquoten, geopolitische Risiken und die globale Konjunktur unter Druck – es herrschen unruhige Zeiten an den Kapitalmärkten. Was bedeutet das für die Aufgaben eines Chief Investment Officer?**

**Oliver Schmidt:** Tatsächlich bringt die aktuelle Situation strukturelle Herausforderungen mit sich. Die Märkte wandeln sich dynamischer, die Zyklen werden kürzer, Produktinnovationen sind noch stärker gefragt. Die Ansprüche an unsere Dienstleistungen sind insgesamt größer geworden. Letztendlich geht es darum, sich in diesem Wettbewerbsumfeld als Asset-Manager zu positionieren, der tragbare Investmentlösungen für die jeweiligen Anforderungen unserer Kunden bietet – egal, wie sich die Märkte entwickeln. Mit diesem Anspruch arbeiten wir täglich eng mit unseren Kunden zusammen – und dies mit einem langfristigen Blickwinkel auf die Dinge.

**Dr. Rainer Matthes:** Die Märkte sind und waren immer anspruchsvoll, aber sie sind heute deutlich effizienter. Das Risikomanagement spielt eine größere Rolle in der Portfoliokonstruktion als früher. Bei den Asset-Klassen hat sich vor allem die Situation an den Rentenmärkten verändert. Die Europäische Zentralbank hat im Juli 2022 erstmals nach elf Jahren den Leitzins erhöht. Die jüngeren Kolleginnen und Kollegen kannten bis dahin quasi nur Phasen sinkender Kapitalmarktzinsen. Das Rentenmanagement wird also definitiv wieder spannender, aber auch anspruchsvoller.

**Wie gestaltet man als Chef-Anlagestrategie die Übergabe an seinen Nachfolger?**

**Dr. Rainer Matthes:** Ich arbeite schon seit vielen Jahren in den unterschiedlichsten Konstellationen eng mit Oliver Schmidt zusammen und weiß genau, dass diese Aufgabe

bei ihm in sehr guten Händen liegt. Die Übergabe der Verantwortung war ein gleitender und sehr harmonischer Prozess, der langfristig und professionell von uns vorbereitet wurde.

**Welches Thema wird die Märkte in Zukunft besonders bestimmen?**

**Oliver Schmidt:** Ganz klar das Thema Nachhaltigkeit, auch wenn dies durch die geopolitische Situation im letzten Jahr herausfordernd war. Wir sind davon überzeugt, dass sich schon aufgrund der zunehmenden Regulatorik hier am Ende nur Qualitätsanbieter durchsetzen können. Metzler hat sich frühzeitig breit aufgestellt und ein intrinsisch getriebenes Verständnis für Nachhaltigkeit etabliert. Nicht jeder Asset-Manager bringt das mit. Wir sind der festen Überzeugung, dass die Umsetzung von Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen von Fondslösungen aktiven Managern professioneller, kundenindividueller und so besser gelingt.

**Dr. Rainer Matthes:** Das Thema hat vor allem auf der Beratungsseite stark an Bedeutung gewonnen. Hier gilt es nicht nur, für unsere Kunden entsprechende Reportings zu erstellen, sondern auch den jeweiligen – teils sehr individuellen – Nachhaltigkeitsansatz in der Portfoliostruktur handwerklich sauber zu implementieren. Es geht also hier vor allem um eine professionelle Portfoliokonstruktion.

**Herr Schmidt, werden Sie künftig neben Ihrer Funktion als Chief Investment Officer weiterhin als verantwortlicher Portfoliomanager den Aktienfonds Metzler European Dividend steuern?**

**Oliver Schmidt:** Ja, ich bleibe Fondsmanager, und ich finde das sehr wichtig, weil man dadurch seine eigene Identität und eine besondere Marktnähe beibehält. Insbesondere letzteres erachte ich in der kommenden Rolle als äußerst

wichtig. Die unmittelbare Mitarbeit an unserer erfolgreich etablierten Dividendenstrategie liegt mir sehr am Herzen.

**Herr Matthes, was werden Sie im Ruhestand am meisten vermissen?**

**Dr. Rainer Matthes:** Ich freue mich auf die neue Phase, in der ich sicher etwas ruhiger auf die Märkte blicken kann. Aber ich werde bestimmt meine Kolleginnen und Kollegen vermissen, mit denen ich über all die Jahre sehr gut zusammengearbeitet habe. ●

Dr. Rainer Matthes startete im Jahr 1993 bei Metzler und wurde 2000 Geschäftsführer der Metzler Asset Management GmbH. Als Chief Investment Officer verantwortete er seit 2014 das gesamte Portfoliomanagement, das Sustainable Investment Office, das Applied Research, das Economic Research und das Trading Desk.

Oliver Schmidt ist seit 2009 bei Metzler. Anfang 2021 wurde er zum Deputy Chief Investment Officer berufen, nachdem er zuvor das Aktienteam mehrere Jahre stellvertretend geleitet hatte. Der Master of Finance der Frankfurt School of Finance and Management und Diplom-Betriebswirt ist zudem als Portfoliomanager für die Aktienstrategie European Dividend verantwortlich. Zum 1. Januar 2024 übernimmt er von Dr. Rainer Matthes das Amt des Chief Investment Officer.



## KI im Asset Management

# Gleichgewicht zwischen Mensch und Maschine

→ Die Chancen und Herausforderungen von künstlicher Intelligenz (KI) prägen immer mehr Lebensbereiche. Wie KI heute schon im Asset-Management zur Anwendung kommt und warum am Ende dennoch der menschliche Faktor bei Investmententscheidungen zählt.

**F**ür nahezu alle Branchen entwickelt sich derzeit KI zu einem der entscheidenden Wettbewerbsfaktoren. Künstliche Intelligenz wird als „game changer“ einen enormen Einfluss auf das Wirtschaftswachstum und die Rentabilität von Unternehmen haben. Sie kann dazu beitragen, Prozesse zu beschleunigen, die Produktivität zu steigern und Innovationen voranzutreiben.

KI bezeichnet fortschrittliche Technologien, die es Computern ermöglichen, komplexe Aufgaben auszuführen, die bisher hauptsächlich dem menschlichen Verstand vorbehalten waren. Durch das Training mit großen Datenmengen können diese Modelle Muster und Zusammenhänge erkennen, die dem menschlichen Auge oft verborgen bleiben. Sie erstellen fundierte Entscheidungsvorlagen, die Fachleuten helfen, qualitativ bessere Entscheidungen zu treffen. Insbesondere im Bereich des Asset-Managements hat die

KI bereits bemerkenswerte Fortschritte und Durchbrüche erzielt. Dies hat zu einer Reihe von Chancen geführt, bringt jedoch auch neue Herausforderungen mit sich, die es zu bewältigen gilt.

### Datenanalysen in Echtzeit

Die Fähigkeit der KI, riesige Mengen an Daten in Echtzeit zu analysieren, ist dabei einer der größten Vorteile. Historische Zeitreihen, aktuelle globale Wirtschaftstrends, sozio-politische Entwicklungen und sogar unstrukturierte Daten wie Nachrichten können somit effizienter integriert, verarbeitet und ausgewertet werden. Auf dieser Basis liefern sie einen fundierten Beitrag zu Investmententscheidungen. Algorithmen können hier Muster erkennen, die für das menschliche Analytisten-Auge nur schwer fassbar sind. Risiken können also früher identifiziert, Potenziale besser erkannt werden. Dies ermöglicht es, Portfolios besser zu diversifizieren und zu optimieren.



*Philip Schätzle, Geschäftsführer  
Metzler Asset Management GmbH*

Zudem lassen sich durch Automatisierung und den Einsatz von KI-gestützten Werkzeugen Fehler minimieren und Prozesseffizienzen erhöhen. Beispiel Regulatorik: Die zunehmenden Anforderungen an Transparenz und Reporting im Asset-Management können mittels automatisierter Anwendungen (sogenannter RegTechs) zielgenauer erfüllt werden. Weil Dynamik und Komplexität hier stetig zunehmen, ist die Qualität der zugrunde gelegten Daten häufig ein kritischer Erfolgsfaktor. KI kann also dazu beitragen, die regulatorische Unbedenklichkeit von Anlagestrategien

und -tätigkeiten zu sichern und transparenter darzustellen.

### **KI kann die Konzentration auf Stärken erleichtern**

Aber können Algorithmen und Datenanalysen künftig entscheidender sein als der menschliche Verstand, die individuelle Kompetenz oder der persönliche Erfahrungswert? Die Sorge ist, dass KI den Menschen irgendwann überflüssig macht. Wir glauben jedoch: KI-Anwendungen tragen dazu bei, dass sich Experten wieder intensiver auf das konzentrieren können, was ihre (menschliche) Stärke ausmacht. Routineaufgaben lassen sich reduzieren, sodass mehr Zeit für komplexere Fragen und strategische Überlegungen bleibt.

Und so verstehen wir die neuen Möglichkeiten der KI auch im Asset-Management, nutzen diese beziehungsweise prüfen die Nutzung: Komplexe Prozesse werden durch ausgewählte Tools erleichtert, das Potenzial neuer Anwendungen wird in unserer Metzler-eigenen DigitalManufaktur systematisch und kontinuierlich auf Implementierungs-Chancen getestet – immer in enger Absprache mit den einzelnen Fachbereichen. Ganz konkret unterstützt uns die KI etwa bereits

dabei, Investmentfonds auf Herz und Nieren zu prüfen. Unser Middle Office, das die Schnittstelle zwischen internem und externem Fondsmanagement, Kunden, Prüfern, Fondsbuchhaltung und Verwahrstellen bildet, arbeitet mit einem KI-Tool zur systematischen Auswertung von Verkaufsprospekten von Fondsprodukten. Und in einem nächsten Projekt werden wir testen, wie wir die Erstellung von Jahresberichten mittels KI vereinfachen und beschleunigen können.

### **Transformation durch KI**

Wir sind überzeugt: Künstliche Intelligenz bietet für das Asset-Management zweifellos transformative Möglichkeiten. Wie bei jeder Technologie ist es jedoch entscheidend, sie verantwortungsvoll und mit klarem Verständnis von Potenzial und Grenzen einzusetzen. Das Zusammenspiel von Mensch und Maschine wird für den künftigen Erfolg – auch bei Metzler – von zentraler Bedeutung sein. Für dieses Zusammenspiel sind eine entsprechende Infrastruktur, eine hohe Datenqualität und der Aufbau von qualifizierten Teams notwendige Voraussetzungen. An diesen Strukturen arbeitet unser Haus intern wie extern: So kooperiert das Bankhaus Metzler seit kurzem mit dem AI Hub Frankfurt Rhein-Main, das sich die Evaluation von KI-Möglichkeiten für Unternehmen zum Ziel gesetzt hat (lesen Sie hierzu auch den Gastbeitrag von Co-Founder und CEO Sebastian Heinz auf Seite 14). Auf unserer Investmentstrategie-Tagung wird KI in diesem Jahr das Hauptthema sein – mit einer Reihe spannender Vorträge von Metzler-Experten und externen Gast-Referenten, darunter auch Sandra Wachter, Professorin und leitende Forscherin für Datenethik, künstliche Intelligenz, Robotik, Algorithmen und Regulierung am Oxford Internet Institute. Sie appelliert vor allem an das Verantwortungsgefühl beim Einsatz der Technologie (siehe Beitrag auf Seite 15).

Auch wir bei Metzler sind davon überzeugt: KI kann vieles erleichtern, jedoch bringt sie erst durch den menschlichen Verstand nachhaltige Wertschöpfung. ●

## MASCHINELLES LERNEN

Maschinelles Lernen ist ein Teilbereich der KI. Der Computer lernt dabei, in einer großen Datenmenge Muster und Gesetzmäßigkeiten zu erkennen.

# 407

## 407 MILLIARDEN

Der KI-Markt soll bis 2027 ein Volumen von 407 Milliarden US-Dollar Umsatz weltweit erreichen.

Quelle: Markets and Markets Research

## AUTONOMES FAHREN

KI ist ein wichtiger Bestandteil von selbstlenkenden Fahrzeugen. Bis 2030 soll jedes zehnte Auto selbstlenkend sein.

# 29

## 29 PROZENT

Deutsche Unternehmen versprechen sich durch KI eine Steigerung der Produktivität um 29 Prozent.

Künstliche Intelligenz soll insbesondere in Industrieunternehmen die Produktivität steigern und somit zu höheren Profiten verhelfen.

Quelle: Accenture

## 330 MILLIARDEN

Um diesen Betrag könnte sich die Bruttowertschöpfungskette in Deutschland zukünftig erhöhen, wenn mehr als 50 Prozent der Unternehmen KI nutzen.

Quelle: „Der digitale Faktor“ von IW Consult im Auftrag von Google

# 330

## HALLUZINATIONEN

Wenn eine KI über zu wenig Trainingsdaten für eine bestimmte Frage verfügt, kann es sein, dass die Antwort auf diese Frage zwar plausibel klingt, aber dennoch falsch sind. Dies wird als Halluzination bezeichnet.

## STREAMING

Streamingdienste wie Netflix oder Amazon Prime verwenden KI, um personalisierte Empfehlungen für Filme und Serien zu geben.

# 37,7

## 37,7 PROZENT

Es wird erwartet, dass KI von 2023 bis 2030 eine jährliche Wachstumsrate von 37,7 Prozent verzeichnen wird.

Quelle: Grand View Research

## SOZIALE MEDIEN

Unerwünschte Inhalte wie Spam oder Hasskommentare werden mittels KI direkt herausgefiltert.

## INVESTITION

Jedes zehnte Unternehmen in Deutschland will 2023 in KI investieren. Die große Mehrheit der deutschen Unternehmen sieht künstliche Intelligenz als Chance, aber nur 9 Prozent setzen KI aktuell schon ein.

Quelle: Bitkom

## CHATBOTS

KI-gesteuerte Chatbots werden auf Websites eingesetzt, um direkt auf Kundenanfragen zu reagieren.

## WETTERVORHERSAGE

KI-gesteuerte Modelle werden eingesetzt, um detaillierte Wettervorhersagen zu erstellen.

## GENERATIVE KI

Bei diesem Modell lernt die KI von Beispielen und generiert daraus Inhalte wie Texte, Bilder oder Programmiercodes.

# KI

## BERICHTSWESEN

KI ermöglicht eine automatisierte Datenerfassung bis hin zu intelligenten Analysen und Vorhersagen. Große Datenmengen aus verschiedenen Quellen werden erfasst und analysiert.

## ZAHLEN UND FAKTEN

Von Marco Di Sazio und Patrick Kühn,  
DigitalManufaktur Metzler

## 97 MILLIONEN

Laut einer Studie des Weltwirtschaftsforums wird KI voraussichtlich rund 97 Millionen neue Arbeitsplätze weltweit schaffen und damit möglicherweise Bedenken hinsichtlich der Verdrängung von Arbeitskräften entgegenwirken.

Quelle: We Forum

## 75

## 75 PROZENT

So viele Beschäftigte in Deutschland glauben, dass sie mit Unterstützung durch KI produktiver arbeiten könnten.

Quelle: „Der digitale Faktor“ von  
IW Consult im Auftrag von Google

## GESICHTSERKENNUNG

Smartphones verwenden KI, um das Gesicht ihres Besitzers zu erkennen und das Gerät daraufhin zu entsperren.

## 97



Von Halbleiterherstellern bis zur Pharmaforschung

# Strategische Investitionen im Zeitalter der KI-Revolution

→ Künstliche Intelligenz beeinflusst nicht nur die Art und Weise, wie Unternehmen operieren, sondern auch, wie Investoren ihr Kapital allokkieren. Wie wirkt sich der rasante Aufstieg der KI auf den globalen Aktienmarkt aus? Welche Geschäftsmodelle stehen im Rampenlicht und welche könnten in den Schatten gerückt werden?

**D**er Investmentansatz in den globalen Aktienstrategien bei Metzler Asset Management ist langfristig angelegt. Im Fokus steht hierbei der mehrjährige Ausblick für die Beteiligung an einem Geschäftsmodell. Wir suchen nach interessanten Endmärkten mit überdurchschnittlichen Wachstumsaussichten, die oftmals mit strukturellen Investmenttrends einhergehen. Somit investieren wir diversifiziert in unterschiedliche Investmentthemen abhängig von der jeweiligen Attraktivität der Geschäftsmodelle und berücksichtigen dabei die Bewertungsniveaus. Die Entwicklungen rund um die künstliche Intelligenz spielen somit für uns eine wichtige Rolle.

## Cloud, Chips und Netzwerke – Tech-Sektor profitiert vom KI-Trend

Derzeit zeichnen sich aus Investorensicht verschiedene Investmentmöglichkeiten ab, die sich zunächst primär auf verschiedene

Subkategorien des Technologiesektors konzentrieren. Um die enormen Datenmengen zu verarbeiten und die KI-Modelle zu trainieren, ist der Kapazitätsausbau von Rechenzentren erforderlich. Dabei profitieren insbesondere ausgewählte Halbleiterhersteller, die im Umfeld einer sehr hohen Nachfrage eine enorme Preissetzungsmacht haben. Investoren sollten diese außergewöhnliche Situation allerdings nicht fortschreiben, denn die Wettbewerbsintensität und auch die Produktverfügbarkeit dürften allmählich zunehmen. Hinzu kommt, dass Großkunden bereits auch auf eigene Chipdesigns setzen. Neben den Halbleiterherstellern gelten auch Netzwerkausrüster als Profiteure des KI-Trends, da der Datentransfer stark zunehmen sollte.

Strukturell profitieren auch die Cloud-Anbieter vom KI-Boom. Sie bieten zum einen Zugang zu eigenen KI-Modellen oder stellen in ihrem Ökosystem KI-Lösungen von Partnern bereit. Zum ande-

ren treiben KI-Anwendungen die Nachfrage nach Rechen- und Speicherdienstleistungen in der Cloud an. Die Kombination aus Skalenvorteilen, spezifischer Expertise und den hohen Anforderungen an die Leistung der Rechenzentren führt dazu, dass selbst Großunternehmen für ihre KI-Projekte lieber die Dienste der Cloudanbieter nutzen als selbst Investitionen in diesem Bereich zu tätigen. Trotz der aktuell erhöhten Kapitalintensität der Cloud-Geschäftsmodelle sehen wir in diesem Segment attraktive Investitionsmöglichkeiten. Derzeit wird an einer Vielzahl von Projekten in den unterschiedlichsten Sektoren gearbeitet – etwa der Optimierung komplexer Transportnetze oder der Verbesserung von Chat-Bots für die Kundenkommunikation in Call-Centern – und wir erwarten zahlreiche Ankündigungen konkreter KI-Anwendungen in der näheren Zukunft.

### Vom Projekt zum Geschäftsmodell – Potenziale der KI-Anwendungen

Damit sich das Investmentthema künstliche Intelligenz auf Dauer etabliert, ist es entscheidend, ökonomisch sinnvolle Anwendungen zu entwickeln, die von Anbietern monetarisiert werden und bei den Nutzern zu erheblichen Produktivitätszuwächsen führen. Nur dann werden die zahllosen Projektdiskussionen auch zu entsprechenden Geschäftspotenzialen führen. Basierend auf einigen ersten Anwendungsbeispielen sind wir an dieser Stelle zuversichtlich für das Potenzial der künstlichen Intelligenz: Beispielsweise können Software-Anbieter mit KI-Erweiterungen die Funktionalität erhöhen, was zu entsprechenden Preisanhebungen führen kann. Auch ließ sich in ausgewählten Arbeitsprozessen die Produktivität von Wissensarbeitern durch die Nutzung von KI-Tools, sogenannten Co-Piloten, um bis zu 30 Prozent steigern.



Ulf Plesmann, Co-Leiter Equities,  
Metzler Asset Management GmbH

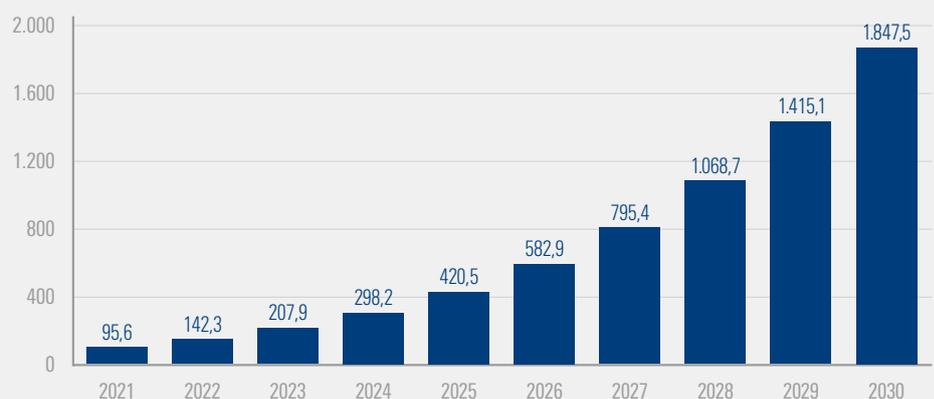
Ein weiteres Beispiel für einen zukunftssträchtigen Anwendungsbereich der KI ist die Suche nach neuen Wirkstoffen in der Pharmaforschung. In diesem datenintensiven Umfeld verspricht die Nutzung künstlicher Intelligenz erhebliche Vorteile. Bisher glich diese Forschung der Suche nach der sprichwörtlichen Nadel im Heuhaufen, zudem war sie sehr langwierig, kostspielig und mit hohen Misserfolgsquoten versehen. KI-Modelle können nun dabei helfen, den ersten Teil des Forschungsprozesses – der aus unzähligen Versuchen und vielen Irrtümern besteht – zu beschleunigen, um einen passenden Wirkstoff mit zahlreichen Spezifikationen zu identifizieren. Diese Beschleunigung im F&E-Bereich ist unseres Erachtens sehr vielversprechend – die künstliche Intelligenz kann hier sowohl wirtschaftlich als auch gesellschaftlich wertvolle Beiträge liefern.

### Vielversprechende Möglichkeiten für globale Aktieninvestoren

Vor diesen Hintergründen sehen wir verschiedene langfristige Investitionsmöglichkeiten im Kontext der künstlichen Intelligenz für globale Aktieninvestoren. Dabei lassen wir uns jedoch nicht vom Thema an sich leiten, sondern verarbeiten die Potenziale der neuen Technologie bei der Beurteilung zukünftiger Umsatz- und Gewinnaussichten für die jeweiligen Geschäftsmodelle. ●

#### Der weltweite Markt für künstliche Intelligenz dürfte bis 2030 um jährlich 36,6 Prozent wachsen

in Mrd. USD



Quelle: Statista

Stand: Oktober 2023



# Über die Rolle Deutschlands und Europas in der globale KI-Transformation

**S**eit nunmehr fast einem Jahr steht die technologische Welt Kopf: Generative künstliche Intelligenz (auch GenAI – Generative AI genannt) hat die Welt im Sturm erobert. Innerhalb kürzester Zeit haben sich Tools wie ChatGPT, DALL-E, MidJourney oder LLAMA über den gesamten Planeten verbreitet.

Ihr Ursprung: Die Vereinigten Staaten von Amerika, genauer gesagt, Kalifornien, noch genauer gesagt das „Silicon Valley“, das globale Epizentrum der Technokratie. Seit Dekaden entspringt ein signifikanter Anteil aller transformativen Technologien diesem kleinen Landstrich.

Auch für KI bringt sich das Valley in die Pole-Position: Nirgendwo anders auf diesem Planeten ist die Konzentration an Kapital, Fachkräften und dem Glauben an Technologie höher als dort. Seit dem Beginn des Siegeszugs von GenAI im Januar 2023 haben laut Bloomberg im Valley Investoren knapp 18 Mrd. USD in KI-Start-ups investiert.

Sebastian Heinz ist Gründer und CEO von statworx, einem der führenden Unternehmen im Bereich Data Science, Machine Learning und KI im deutschsprachigen Raum. Neben seiner Tätigkeit bei statworx hat er den AI Hub Frankfurt ins Leben gerufen, eine Plattform für Austausch, Vernetzung und Förderung von KI-Initiativen, um die Innovationskraft in diesem Bereich weiter voranzutreiben.

Als aktiver Business Angel und Frühphaseninvestor engagiert er sich außerdem in vielversprechenden KI-Start-ups. Er glaubt fest an das Potenzial von künstlicher Intelligenz und setzt sich dafür ein, junge Unternehmen auf ihrem Weg zum Erfolg zu unterstützen.

Als Sprecher auf Konferenzen und Panels oder als Keynote-Speaker beschäftigt er sich am liebsten mit der KI-Transformation von Unternehmen, Wirtschaft und Gesellschaft.

Global sind Investitionen in KI im dritten Quartal 2023 um 27 Prozent im Vergleich zum Vorjahr gestiegen mit einem Gesamtwert von ca. 73 Mrd. USD.

Derweil in Europa: Die EU befindet sich zum aktuellen Zeitpunkt im Trilog zum „EU AI Act“, der Verordnung zur Regulierung von künstlicher Intelligenz in Europa. Das Ziel: Eine anwendungsbezogene Regulierung von KI innerhalb der Europäischen Union in vier Risikostufen (inakzeptabel, hoch, eingeschränkt, gering), bindend für alle Unternehmen, die KI einsetzen – sowohl für interne als auch externe Zwecke. Dies schließt alle ausländischen Unternehmen ein, die Produkte und Services in der EU anbieten (wollen). Erste „Erfolge“: Im Rahmen der AI Impact Studie von Dezember 2022, die von der Initiative For Applied Artificial Intelligence initiiert wurde, erwägen von 115 europäischen KI-Start-ups 16 Prozent, die Entwicklung ihrer KI-Lösung zu stoppen oder ins europäische Ausland umzusiedeln.

## Der KI-Zug ist im Begriff, den Bahnhof zu verlassen

Derweil in Deutschland: Die Bundesregierung hat kürzlich den „KI-Aktionsplan“ vorgestellt. Bis zum Ende der aktuellen Legislaturperiode im Jahr 2024 sollen insgesamt ca. 1,6 Mrd. EUR in die Zukunftstechnologie investiert werden. Seit 2017 wurden jedoch nur insgesamt 566,1 Mio. EUR Fördergelder abgerufen.

Zum Vergleich: Die Kosten für die reine Rechenzeit zum Training von GPT-4, dem aktuell potentesten GenAI-Modell von OpenAI, belaufen sich auf ca. 63 Mio. USD.

Der KI-Zug ist im Begriff, den Bahnhof zu verlassen. Wieder sitzen die USA im Führerhaus. Europa und Deutschland sind noch auf dem Weg zum Bahnhof. Im Gepäck: Eine Verordnung zur Regulierung des Zugverkehrs und ein bisschen Geld für das Bordbistro. Gute Fahrt! ●

# n

## Living with AI



**W**enn man „Künstliche Intelligenz“ hört, dann ist oftmals anzunehmen, dass von der Zukunft die Rede ist. Man denkt an Filme wie „Minority Report“, „Terminator“ oder „Ex Machina“ und kann sich natürlich fragen, was KI mit dem eigenen Leben zu tun hat.

So scheint KI fern vom eigenen Leben und scheint ohnehin noch Zukunftsmusik zu sein. Die Wahrheit ist allerdings, dass KI hier ist, mitten unter uns – und das nicht erst seit gestern. Und sie prägt und beeinflusst unser Leben im Großen wie im Kleinen.

KI lässt sich nutzen, um zu entscheiden, wer für die Universität zugelassen wird, wer ein Darlehen bekommt, wer eingestellt und wer entlassen wird. Richter nutzen KI, um Urteile zu fällen, und Anwälte, um Fälle vorzubereiten. Behandlungspläne und Diagnosen werden durch KI erstellt, und KI kann helfen, neue Medikamente zu entwickeln.

Aber auch „im Kleinen“ ist KI immer an unsere Seite. Ergebnisse von Suchmaschinen, Inhalte und Posts auf sozialen Netzwerken, sowie Medieninhalte werden von KI für uns vorbereitet. Angebote und Produkte im Internet ebenso wie deren Preise werden von KI bereitgestellt.

Es gibt fast keinen Bereich, den KI noch nicht durchdrungen hat. Die Vorteile von KI sind bekannt. KI ist schneller als ein Mensch, KI wird nicht müde, KI braucht kein Gehalt, wird nicht krank und macht keinen Urlaub. KI kann Millionen von Daten in Windeseile verarbeiten und analysieren und Muster erkennen, während Menschen dieses Geschenk nicht gegeben wurde.

### Doch wo viel Licht ist, da ist auch viel Schatten

Leider ist KI auch mit vielen Problemen behaftet. Daten wachsen nicht auf Bäumen, sie werden in Datacentern gespeichert und gewartet. Das kostet nicht nur Unmengen an Energie, sondern auch Wasser zum Kühlen der Server.

Statistiken von acm zum Thema „Computing and Climate Change“ zeigen, dass ICT (Informations- und Kommunikationstechnik) mehr Energie verbraucht als die Luftfahrt. Der Energieverbrauch von KI ist von 2012 bis 2018 um das 300.000-Fache gestiegen. Eine Trainingssession für ChatGPT erfordert jährlich genauso viel Energie wie 126 dänische Haushalte.

Wir müssen uns bewusst werden, welche Kosten wir und die künftigen Generationen zu tragen haben und wir müssen beginnen, diese Technologie verantwortlich einzusetzen. Dazu braucht es Gesetze und verantwortliches und transparentes Handeln der Industrie. Ebenso hat die Wissenschaft eine Rolle zu spielen, um zu erforschen, wie man KI verantwortlich einsetzen oder auch nutzen kann, um der Klimakrise entgegen zu wirken.

KI wird uns zwar nicht bedrohen wie im Film „Terminator“, aber wenn wir die Umweltrisiken nicht ernstnehmen, dann stellt KI dennoch ein existenzielles Risiko für uns alle dar. ●

Sandra Wachter ist Professorin für Technologie und Regulierung am Oxford Internet Institute (OII) an der Universität Oxford, wo sie die rechtlichen und ethischen Auswirkungen von KI, Big Data und Robotik sowie die Regulierung von Internet und Plattformen erforscht.

Am OII leitet und koordiniert Professorin Wachter das Forschungsprogramm Governance of Emerging Technologies (GET), das die rechtlichen, ethischen und technischen Aspekte von KI, maschinellem Lernen und anderen neuen Technologien untersucht.

Professor Wachter ist außerdem Mitglied zahlreicher Institutionen wie dem Berkman Klein Center for Internet & Society an der Harvard University oder dem Global Futures Council on Values, Ethics and Innovation des Weltwirtschaftsforums.



Risikokontrollierte strategische Asset-Allokation

# Aktienquote rauf, Tail-Risiken runter

→ Die Konzeption einer strategischen Asset-Allokation (SAA) gehört zur zentralen Herausforderung der Kapitalanlage. Wenngleich das Erreichen langfristiger Ertragsziele entscheidend ist, spielen zeitgleich robuste und diversifizierte Ergebnisse eine ebenso wichtige Rolle. Ein integrales Overlay eröffnet bei der Wahl einer strategischen Aktien- und Rentenquote neue Perspektiven und ermöglicht weitere Handlungsspielräume in der SAA-Konzeption.

**A**ber welcher Mix aus Aktien und Renten führt zu „robusten Ergebnissen“ oder zur „größten Diversifikation“? Wir meinen: Keine Asset-Klasse sollte die Ergebnisse der SAA dauerhaft dominieren. Bekanntermaßen führen nach solchen Kriterien optimierte SAAs zwar zu hohen risikoadjustierten Renditen (Sharpe-Ratio), aber gleichzeitig jedoch zu geringen Allokationen bei Aktien – und zwar zwischen 8 und 15 Prozent. Bei den inzwischen gestiegenen Zinsen haben Anleihen durchaus wieder an Attraktivität gewonnen, jedoch ist der Realertrag für viele Anlegergruppen mit hohen (inflationsgekoppelten) Ertragszielen und langfristigem Anlagehorizont nicht ausreichend genug. Sinkende Zinsen würden die Lage zusätzlich verschärfen.

## Risiko-Overlay als integraler Bestandteil der SAA-Konzeption

Fakt ist, der Diversifikationseffekt nimmt bei SAA-Aktienquoten zwischen 20 und 50 Prozent deutlich ab und die Anfälligkeit gegenüber „Fat-Tails“ bzw. Portfolio-Drawdowns zu. Kommen zusätzliche Restriktionen in Form von Verlustbegrenzungen hinzu, spitzt sich die Ausgangslage weiter zu. Was heißt das nun für Anleger? Sollen sie im Tausch für langfristig höhere Renditen auf Diversifikationsvorteile verzichten und höhere Drawdowns in Kauf nehmen?

Eine Lösung bietet ein integrales Risiko-Overlay, das bereits bei der SAA-Konzeption aktiv einbezogen wird: Offensivere SAA-Strukturen werden durch das Overlay ermöglicht, da sich die Risikoprofile

von Assets bzw. Portfoliobeständen in Form günstigerer Diversifikationseigenschaften und geringerer Drawdowns verändern.

## Strukturell mehr Risikoprämien, weniger Timing

Wie sich ein Risiko-Overlay auf die SAA-Struktur auswirkt, zeigt das Beispiel einer ungesicherten SAA bestehend aus 30 Prozent Aktien MSCI-Welt und 70 Prozent europäischen Anleihen. Wenngleich der Beitrag des Aktienrisikos in einem solchen Portfolio überwiegt, lässt sich mithilfe eines Overlays die Aktienquote strategisch durchaus risikoschonend anheben: Erhöht man die Aktienquote um 10 Prozent inklusive Fat-Tail-Aktiensicherung zulasten der Rentenquote, erzielt diese 40/60 SAA, bei langfristig vergleichbarem Risiko, einen

Mehrertrag von jährlich 70 Basispunkten (vgl. Abb. 1). Doch woher rührt die Überrendite?

Fakt ist, dass offensivere SAAs mit Risiko-steuerung zu einer Veränderung des Risiko-profils führen – weg von Tail-Risiken und hin zu mehr Volatilitätsrisiken. In Zeiten erheblicher Marktverwerfungen, wie der Coronapandemie, wirkt das Overlay risikomindernd. Hingegen können dann bei Markterholungen die eingegangenen Volatilitätsrisiken strategisch höher ausfallen. Diese zwischenzeitige Reallokation des Risikos zeigt Abbildung 2.

Anleger mit offensiveren SAAs profitieren stärker von der strukturellen Aufwärtsbewegung der Aktienmärkte und erhalten dadurch eine implizite Kopplung der Erträge an die Inflationsrate. Gleichwohl wird dieser positive Aufwärtstrend von kurzfristig starken Drawdowns überlagert. Die Mischung aus offensiver SAA und Overlay stellt sich dank asymmetrischem Auszahlungsprofil flexibel auf das jeweilige Marktumfeld ein und nimmt dem Anleger die schwierigste Aufgabe ab – das taktische Timing.

Das skizzierte Beispiel zeigt nur eine von vielen Möglichkeiten, ein Risiko-Overlay



Mathias Weil, Dr. Tansel Alp und Nikola Selakovic, Portfoliomanagement Absolute Return & Wertsicherung, Metzler Asset Management GmbH

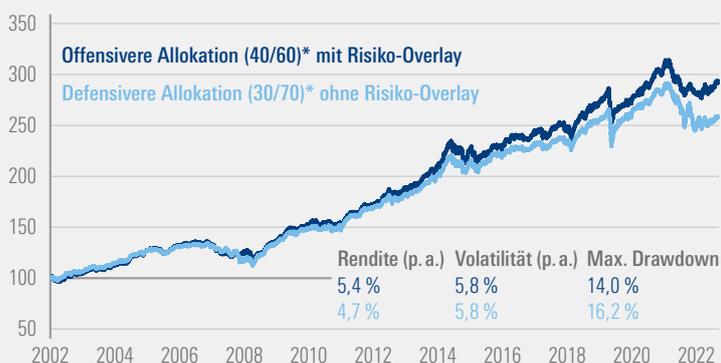
in die SAA-Konzeption zu integrieren, die zu effizienteren und passgenaueren Lösungen führt.

### Metzler Nowcast Protect

Die Frage, welche Overlay-Strategie eigentlich zu robusten Ergebnissen in Bezug auf Hedge-Effektivität und -Kosten führt, lässt sich nicht pauschal beantworten. Abhängig vom Marktumfeld, Risikobudget und Sicherungshorizont können entweder Futures, Optionen oder auch Kombinationen vorteilhaft sein. Bei hohen Risikobudgets und längeren Sicherungshorizonten sind Futures-Sicherungen vorteilhafter, in volatilen Seitwärtsmärkten hingegen Optionen.

Als eigens entwickelte Overlay-Strategie bietet das Metzler Nowcast Protect eine ex-ante Optimierung der Sicherungsstrategie in Bezug auf die jeweilige SAA – unter Berücksichtigung aller relevanten Parameter. Insbesondere zwei Eigenschaften zeichnen unsere Methodik aus: Durch den Einsatz von Optionen wird erstens das bekannte Cash-Lock-Problem von klassischen Futures-Strategien vermieden. Zweitens lassen sich langfristige Opportunitätskosten durch den situativen Einsatz von Optionen reduzieren. Dies wiederum spiegelt sich in einer deutlichen Outperformance der gesicherten offensiveren SAA wider. ●

Abb. 1: Mit SAA-Risiko-Overlay einen Mehrertrag erzielen  
indexiert; 100 = 31.12.2002



Wertentwicklung ohne sämtliche Kosten (z. B. Management-Fee, Ausgabeaufschlag, individuelle Verwahrungsgebühren und Transaktionskosten).  
\* Aktien/Renten; MSCI World, deutsche Staatsanleihen und Euro-Unternehmensanleihen  
Quellen: Eigene Berechnungen, Bloomberg, OptionMetrics  
Stand: 30. Juni 2023

Abb. 2: Rollierende Volatilitäten der Monatsrenditen



Quelle: Metzler

Stand: 30. Juni 2023



# Europas strategische Bedeutung im globalen Technologiemarkt

→ Der Technologiesektor hat sich in den vergangenen Jahrzehnten zum größten Wirtschaftszweig der Welt entwickelt. Seine großen Namen gelten als Triebfedern des Fortschritts, keine Branche trägt mehr zur gesamtwirtschaftlichen Produktivitätssteigerung bei. Im MSCI World Index sind die Technologieunternehmen mit einem Anteil von über 22 Prozent dominant, die Gewichtung europäischer Technologiewerte in dem Index beträgt jedoch nur 1 Prozent.

## Ist Europa technologisch abgehängt?

Diese Befürchtung liegt nahe, denn gemessen an seiner Marktkapitalisierung kann in Europa kein einziges Unternehmen mit den US-Giganten konkurrieren. So scheint es, als ob besonders in der strategisch bedeutsamen Halbleiterbranche nur durch milliarden schwere Subventionen Europa als Standort attraktiv werden könne. Für die Chips-Produktion trifft diese Beobachtung weitestgehend zu. Beispielsweise halten taiwanische Unternehmen einen Marktanteil von etwa 90 Prozent bei der Herstellung der modernsten Varianten der sogenannten Logic-Chips.

## Halbleiterwachstum, soweit das Auge reicht

Technische Umbrüche, zum Beispiel die aufkommende Nutzung der künstlichen Intelligenz, das autonome Fahren und die Vernetzung des Alltags (Internet of Things), lassen die Anforderungen an Rechenkapazität, Energieeffizienz und Kompaktheit der Chips auch in Zukunft stetig steigen.

Das Mooresche Gesetz beschreibt die Entwicklung des Halbleiterfortschritts: Die Rechenkapazität der Chips verdoppelt sich im Schnitt alle 20 Monate. Und hier kommt Europa ins Spiel.

## Markt- und Technologieführer aus Europa ...

Auf den Kurszetteln europäischer Börsen finden sich einige globale Champions der Tech-Industrie. Insbesondere in der Halbleiterindustrie – als Ausrüster und Zulieferer der Produzenten von Chips und deren Komponenten – brillieren europäische Unternehmen. So besteht der MSCI Europe Semiconductor & Semiconductor Equipment Index lediglich aus sechs Titeln, doch die haben es in sich: Hochmoderne Lithografiemaschinen zum Beispiel, die mithilfe von extrem-ultraviolettem Licht (EUV) die Strukturen auf Halbleiterschichten bringen, haben einen Marktanteil von



Marco Scherer und Sebastian Junker,  
Portfoliomanager Equities, Metzler Asset Management GmbH

100 Prozent und kommen aus den Niederlanden. Die Technologie ist einzigartig – und von geopolitisch so großer Bedeutung, dass sie nicht mehr nach China verkauft werden darf.

Die Halbleiterindustrie ist entscheidend für die zukünftige Entwicklung der Digitalisierung. Und hier finden sich europäische Weltmarktführer entlang der gesamten Wertschöpfungskette. Bei der Entwicklung und Nutzung neuer Grundmaterialien wie Siliziumkarbid (SiC) oder Galliumnitrid (GaN) ist die europäische Technik ebenso unerlässlich wie bei der atomgenauen Beschichtung von Wafern (ALD – Advanced Layer Dispositioning) oder dem Verbinden mehrerer Chipkomponenten zu einer platzsparenden Einheit (Hybrid Bonding). Die Marktanteile der jeweiligen Unternehmen rangieren meist bei weit über 50 Prozent.

### ... tragen im Halbleitersektor deutlich zum Wachstum bei

Birgt also der europäische Halbleitersektor einen unentdeckten Schatz? Betrachtet man das Kurs-Gewinn-Verhältnis des MSCI Europe Semiconductor & Semiconductor Equipment Index gegenüber seinem globalen Pendant (s. Abb.), so beträgt der Bewertungsabschlag derzeit etwa 8 Prozent. Das ist der niedrigste Stand seit ungefähr 15 Jahren. Der Bewertungsabschlag für

europäische Aktien im Vergleich zu ihren US-Pendants vergrößerte sich durch die (geo-)politische Situation seit Ausbruch des Ukraine-Krieges weiter. Der europäische Sektor bietet jedoch mit knapp 32 Prozent höhere Eigenkapitalrenditen als sein globales Pendant. Gleichzeitig glänzen die Unternehmen bei der Bilanzqualität. Beim notorisch volatilen Gewinnwachstum im Halbleitersektor macht auch Europa keine Ausnahme – die Risiken eines Investments im Halbleitersektor sind im Allgemeinen höher als anderswo im Aktienmarkt. Die Konsensschätzungen gemäß Factset für

die nächsten fünf Jahre liegen bei etwa 20 Prozent Gewinnwachstum pro Jahr, sowohl für den europäischen als auch den globalen Halbleitersektor. Vor diesem Hintergrund erscheinen europäische Halbleiterwerte durchaus langfristig interessant.

Das Wachstum der globalen Halbleiterindustrie wird von europäischen Unternehmen mitgestaltet. Dies ermöglicht es den Marktteilnehmern, nicht nur von steigenden Volumina, sondern auch von einer starken Preissetzungsmacht dank der Technologievorsprünge zu profitieren. ●

### Bewertung europäischer Halbleiterunternehmen im weltweiten Vergleich auf dem niedrigsten Niveau seit über zehn Jahren

Kurs-Gewinn-Verhältnis MSCI Europe Semiconductor & Semiconductor Equipment Index vs. MSCI World Semiconductor & Semiconductor Equipment Index



Quellen: Factset, Metzler

Stand: 29. September 2023



Ausblick 2024

# Achterbahnfahrt voraus

→ Die Inflation sinkt und dürfte auch 2024 weiter sinken – erheblich diesseits, jedoch kaum jenseits des Atlantiks. Die Wachstumsaussichten der Wirtschaft könnten dagegen einer Achterbahnfahrt gleichen. Zu Beginn geht es mit einer Schwächephase abwärts, aufwärts dann erst später durch einen Aufschwung. In einem solchen Umfeld kann wahrscheinlich nur die Europäische Zentralbank den Leitzins senken.

**D**er Blick auf die Entwicklung der Wachstumsprognosen für das Jahr zeigt eindrücklich die Höhen und Tiefen dieses ungewöhnlichen Jahres, in dem sich sowohl die US-amerikanische als auch die europäischen Volkswirtschaften überraschend resilient zeigten.

Im Verlauf des Jahres 2023 verbesserten sich die Wachstumsprognosen merklich – in den USA deutlich stärker als in der Eurozone. Gründe für die bessere Entwicklung der US-Wirtschaft trotz schwerer Bankenkrise im März 2023 waren einerseits höhere Staatsausgaben und andererseits eine deutlich bessere Konsumlaune. In Europa lag das Epizentrum der Energiekrise, was hier die Wirtschaft zusätzlich belastete.

## 2024 geht es abwärts und 2025 dann wieder aufwärts

Seit Anfang 2022 werden die Wachstumsprognosen für 2024 vom Konsensus mehr oder weniger kontinuierlich für die beiden Volkswirtschaften dies- und jenseits des Atlantiks nach unten revidiert (s. Abb. 1 auf S. 22). Die Geld- und Fiskalpolitik dürften maßgeblich dafür verantwortlich sein. So ist es das Ziel der Geldpolitik, die wirtschaftliche Aktivität zu dämpfen, um einen Rückgang der Inflation zu bewirken. Inzwischen muss aber die Fiskalpolitik Sparmaßnahmen ergreifen, um die Staatsdefizite zu reduzieren. So wird mit einem Rückgang des Staatsdefizits in der Eurozone von 3,5 Prozent des Bruttoinlandprodukts (BIP) 2023 auf 2,9 Prozent des BIPs 2024 gerechnet. Gleichzeitig wird für die USA



*Edgar Walk, Chefvolkswirt,  
Metzler Asset Management GmbH*

im Wahljahr derzeit noch von einem unveränderten Defizit von 5,9 Prozent des BIPs ausgegangen.

Unsere Wachstumsprognosen liegen unterhalb des Konsensus: bei 0,2 Prozent für die Eurozone und bei 0,5 Prozent für die USA. Wir sehen etwas deutlichere Bremsspuren durch die restriktive Geldpolitik. So sind die Realzinsen 2023 erheblich gestiegen. In den USA bot zuletzt eine 10-jährige inflationsgeschützte Anleihe einen sicheren Realzins von etwa 2,5 Prozent und in der Eurozone eine 10-jährige inflationsgeschützte französische Staatsanleihe etwa 1,0 Prozent. Für 2025 sehen wir jedoch gute Chancen für eine merkliche Konjunkturerholung – vor allem in Europa aufgrund der erwarteten Leitzinssenkungen der EZB.

### **Inflationperspektiven divergieren**

Der Inflationsschub in der Eurozone und in den USA hatte unterschiedliche Ursachen – entsprechend unterschiedlich sind auch die Inflationperspektiven.

Für die Eurozone zeigten mehrere Studien, dass überwiegend die merklich gestiegenen Energiepreise sowie die Unterbrechungen der

Lieferketten für den Inflationsschub sorgten. Die Hauptursache war somit ein Angebotsschock, der in der Regel nur vorübergehend die Inflation anheizt. Jedoch kann sich auch daraus eine hartnäckige Inflation entwickeln: Steigen die Inflationserwartungen der Unternehmen und der privaten Haushalte dauerhaft, setzt sich eine Lohn-Preisspirale in Bewegung. Die gute Nachricht ist, dass die Inflationserwartungen der privaten Haushalte zuletzt deutlich gefallen sind (s. Abb. 2 auf S. 23).

Die Preissetzungsstrategien der Unternehmen und die Lohnforderungen der Arbeitnehmer sind hauptsächlich von kurzfristigen Inflationserwartungen beeinflusst. Daher scheinen die hohen Lohnforderungen in der Eurozone also überwiegend rückwärtsgerichtet zu sein, da offenbar Arbeitnehmer den Reallohnverlust aufholen wollen. Es spricht also vieles dafür, dass die niedrigen Inflationserwartungen – gekoppelt mit einer schwachen Wirtschaftsdynamik – einen merklichen Rückgang der Inflation in der Eurozone bis auf 2,0 Prozent im Jahr 2024 ermöglichen. Der Konsensus sieht dagegen die Inflation bei 2,7 Prozent. Auch ein monetaristischer Blickwinkel spricht dafür: So sank die Geldmenge M3 zuletzt deutlich, die noch im Januar 2021 mit einer Wachstumsrate von 12,6 Prozent frühzeitig ein Inflationswarnsignal geliefert hatte. Selbst in der großen Rezession 2008/09 stagnierte die Geldmenge M3 nur.

In den USA zeigten die Studien dagegen, dass der Inflationsschub überwiegend auf einer exzessiven Nachfrage beruhte. Vor allem die großzügigen staatlichen Hilfen schufen dafür die Grundlage und befeuerten auch die Konsumlaune der privaten Haushalte.

Vor dem Hintergrund robust steigender Staatsausgaben 2023, einem starken Arbeitsmarkt und der guten Konjunkturlaune könnte sich die US-Inflation als hartnäckig erweisen. Zumal auch

die kurzfristigen Inflationserwartungen zuletzt wieder gestiegen sind. Unsere Inflationsprognose für die USA von 3,0 Prozent ist dementsprechend höher als die Konsensusprognose von 2,7 Prozent. Interessanterweise lässt sich auch in den USA ein fallendes Geldmengenwachstum beobachten, die Kreditvergabe expandiert jedoch noch moderat. Daher gibt es kein eindeutig monetarisches Disinflationssignal wie in der Eurozone.

### Zinsmärkte bleiben turbulent

Anfang der 1970er-Jahre löste eine zu frühe Lockerung der Geldpolitik eine zweite Inflationswelle aus. Die Sorge, dass sich ein solches Szenario wiederholen könnte, ist bei Fed und Europäischer Zentralbank (EZB) durchaus vorhanden. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die EZB erst spät – dann aber rapide – ab dem zweiten Quartal 2024 die Zinsen von 4,0 Prozent auf 2,0 Prozent bis Jahresende senkt: einerseits aufgrund der schwachen Wirtschaftsentwicklung und andererseits aufgrund der merklich fallenden Inflation. In den USA rechnen wir dagegen mit keinen Leitzinssenkungen im Jahr 2024 aufgrund der erwarteten hartnäckig erhöhten Inflation.

Stellvertretend für den Staatsanleihemarkt wird oft die Entwicklung der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen herangezogen. Sie setzt sich zusammen aus dem durchschnittlich erwarteten Leitzins über die kommenden zehn Jahre plus einer Risikoprämie. Von der US-Geldpolitik erwarten wir für 2024 kaum Impulse auf die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen – wohl aber von der Risikoprämie.

Grundsätzlich setzt sich die Risikoprämie für Anleihen aus dem Bonitäts- und dem Inflationsrisiko zusammen. In den USA gibt es kein Bonitätsrisiko, da das Land in eigener Währung verschuldet ist. Sollte es dennoch zu einem Käuferstreik kommen, würde die US-Notenbank eingreifen und Staatsanleihen kaufen. Damit würde sie „frisch gedrucktes Geld“ in den Umlauf bringen, was die Inflationsrisiken erhöht. Für US-Staatsanleihen besteht also nur ein Inflationsrisiko; so ist es wenig überraschend, dass ein ungewöhnlich guter Zusammenhang zwischen dem Inflationstrend und der Bondrisikoprämie zu beobachten ist (s. Abb. 3).

Aber natürlich haben auch Angebot und Nachfrage einen Einfluss auf die Risikoprämie. So kommt 2024 ein Rekordvolumen an neuen US-Staatsanleihen auf

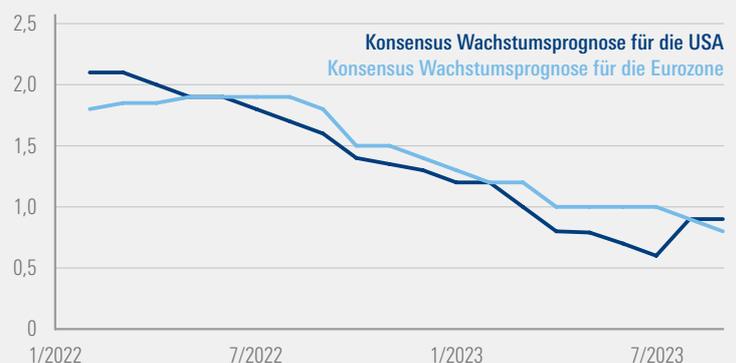


den Markt. Als „Hausnummer“ hierfür lässt sich das Staatsdefizit 2023 heranziehen, das bei etwa 2,0 Billionen USD liegen dürfte. Hinzu kommt, dass die US-Notenbank ihre Bilanz reduziert und für etwa 1,0 Billionen USD pro Jahr Staatsanleihen verkauft. Täglich werden Staatsanleihen fällig, die neu am Markt refinanziert werden müssen. Das Gesamtvolumen der Staatsanleihen 2024, die auf den Markt kommen, könnte gemäß Bloomberg bei 7,5 Billionen USD liegen – bei einer Größe des Gesamtmarktes von 26 Billionen USD.

Gleichzeitig ist zu beobachten, dass es immer weniger Käufer gibt, die unabhängig von der gebotenen Rendite einen großen Anlagebedarf haben – wie ausländische Zentralbanken und Staatsfonds. Das heißt, dass die zur Finanzierung der Defizite erforderlichen

Abb. 1: Verhaltene Erwartungen für das Jahr 2024

Monatliche Umfrage von Bloomberg zur Wachstumsprognose für 2024, in %



Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler

Stand: 30. September 2023



neuen Anleger nur dann US-Staatsanleihen kaufen werden, wenn der Preis stimmt. So könnte eine höhere Risikoprämie in Zukunft notwendig sein, um genügend Käufer für US-Staatsanleihen zu begeistern.

Wir sehen daher das Risiko eines Überschießens der Renditen von 10-jährigen Staats-

anleihen in der Eurozone bis auf 3,5 Prozent in der Spitze und in den USA bis auf 5,5 Prozent im Jahresverlauf 2024. Gegen Jahresende 2024 erwarten wir wieder eine Beruhigung und sehen die 10-jährige Rendite von Bundesanleihen bei 2,5 Prozent und von US-Staatsanleihen bei 4,0 Prozent.

### Aktienmärkte müssen noch durch das Tal der Tränen

In den USA trübt sich der Aktienmarktausblick zunehmend ein. Die Aktien sind hoch bewertet, daher vergleichen derzeit viele Finanzmarktakteure die Gewinnrendite von Aktien mit dem Geldmarktzins. In den USA ist die Gewinnrendite, die ein Indikator für den erwarteten mittelfristigen (realen) Ertrag von Aktien ist, sogar unter den Geldmarktzins gefallen. Sollte der Zins also

länger hoch bleiben, könnte zunehmend Geld aus dem Aktien- in den Geldmarkt fließen, bis die Aktienmarktbewertung wieder attraktiver geworden ist. Die Folge wäre eine Kurskorrektur, die sich vom Leitmarkt USA sicherlich auch auf die anderen Aktienmärkte weltweit übertragen würde. In Europa ist die Bewertung dagegen sehr attraktiv, was aber nur mittelfristig für eine gute Wertentwicklung sorgen dürfte.

Insgesamt sehen wir die Risiken für fallende Kurse an den Aktienmärkten im Frühjahr 2024 überwiegen. Spätestens zur Jahresmitte dürfte sich dann ein Boden gebildet haben und dann lässt sich die Frage nach attraktiven Chancen stellen. Schon seit August 2021 entwickeln sich europäische Nebenwerte deutlich schlechter als die Aktien der Großunternehmen – um etwa 25 Prozent bis Ende September 2023. Die lange und ausgeprägte Phase der schlechteren Wertentwicklung ist sehr ungewöhnlich, da sich normalerweise Nebenwerte aufgrund des strukturell höheren Gewinnwachstums besser entwickeln. Es besteht also in diesem Segment die Chance auf eine merkliche Aufholjagd. Auch könnte sich ein Blick nach Fernost und Japan lohnen, da dort langsam die umfangreichen Reformen zu greifen beginnen. So bestehen gute Chancen, dass japanische Unternehmen ihre Eigenkapitalrendite in den kommenden Jahren deutlich steigern können. Einige Experten rechnen sogar mit einer Verbesserung der Eigenkapitalrendite von mehr als 25 Prozent. ●

Abb. 2: Inflationserwartungen der Konsumenten in der Eurozone haben sich vollständig normalisiert

Verbraucherpreise und Inflationserwartung (Saldo in %)

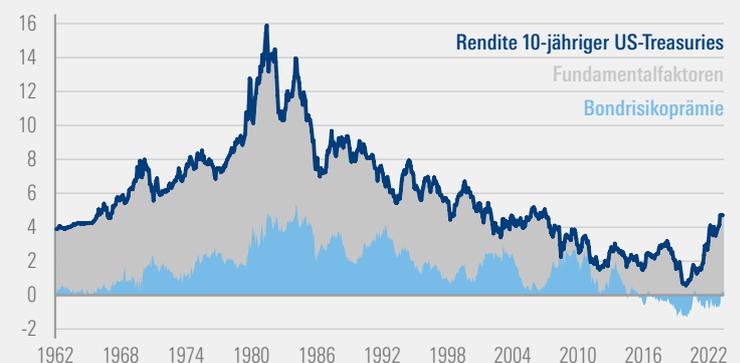


Quellen: Refinitiv Datastream, Metzler

Stand: 15. Oktober 2023

Abb. 3: Bondrisikoprämien in den USA

Im September noch bei 0,15 %-Punkten ggü. dem historischen Durchschnitt von 1,5 %-Punkten; in %



Quellen: Refinitiv Datastream, FRED, Federal Reserve New York, Metzler

Stand: 30. September 2023

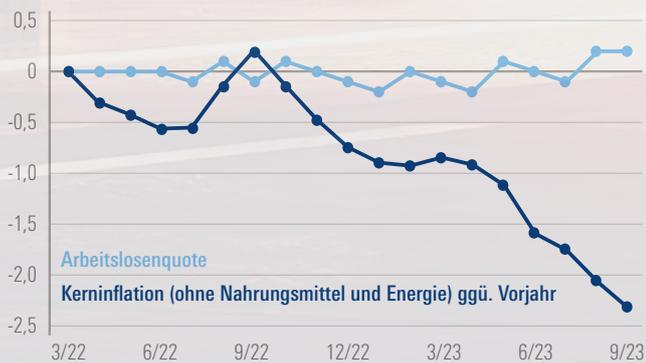
# Starker Konsum US-Wirtschaft nimmt Kurs auf ein „Soft Landing“

Beitrag von Jeffrey Cleveland,  
Chief Economist, Payden & Rygel



Abb. 1: „Soft Landing“ auf einen Blick

Veränderungen seit erstem Zinsschnitt der Fed  
(in %-Punkten)

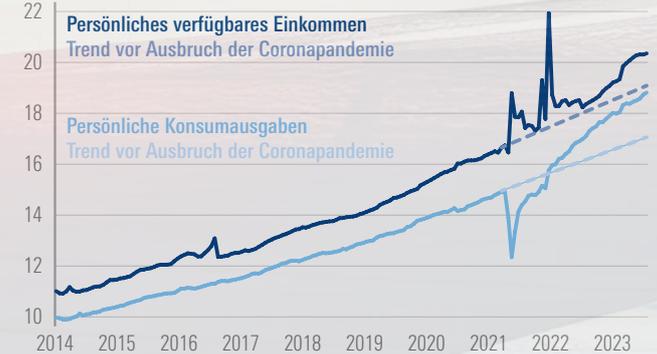


Quelle: Bureau of Labor Statistics

Stand: 30. September 2023

Abb. 2: Nicht Ersparnisse, sondern steigende Einkommen führen zu wachsenden Konsumausgaben

in Bio. USD



Quellen: Bureau of Economic Analysis, Berechnungen Payden

Stand: 1. August 2023

→ Getragen von der Kauflust der Verbraucher stemmt sich die größte Volkswirtschaft der Welt erfolgreich gegen den wiederholt prophezeiten Abschwung. Unser Joint-Venture-Partner Payden & Rygel hat Thesen aufgestellt, warum die Konsumenten das Rezessionsgespenst verscheuchen und dazu beitragen könnten, dass die US-Wirtschaft im Jahr 2024 sanft landet.

**1** Seit Beginn der geldpolitischen Straffung durch die Fed im März 2022 hat sich die Kerninflation deutlich verlangsamt. Die Arbeitslosenquote ist dabei nahezu unverändert geblieben (s. Abb. 1).

**2** Das verfügbare Pro-Kopf-Einkommen in den USA ist bis Ende September 2023 gegenüber dem Vorjahr um 6,5 % gestiegen.

**3** Hohe Beschäftigung, steigende Einkommen und wirtschaftliches Wachstum stützen den Konsum. Wenn die Verbraucher darauf vertrauen, dass sie auch morgen in der Lage sein werden Geld auszugeben, halten sie sich mit Ausgaben insgesamt weniger zurück (s. Abb. 2).

**4** Bislang haben es weder die hohe Inflation noch die gestiegenen Zinsen geschafft, die US-Verbraucher zu bremsen.

**5** Sorgen, dass die Ersparnisse der privaten Haushalte in Kürze aufgebraucht sein könnten, sind unbegründet: Mit knapp 4 Prozent des verfügbaren Einkommens liegt die Sparquote derzeit auf ähnlichem Niveau wie während des Wirtschaftswachstums in den 2010er-Jahren.

**6** Anders als häufig berichtet, halten sich die Zahlungsausfälle bei Kreditkarten im Rahmen. Die Säumnisraten entsprachen im zweiten Quartal 2023 mit rund 2,8 % in etwa dem Durchschnitt der Jahre von 2010 bis 2020 und liegen deutlich unter dem Durchschnitt von 4,3 Prozent der Jahre von 2000 bis 2007.

**7** Sollte die Inflation in den kommenden Quartalen wie erwartet weiter nachlassen, steigt das Realeinkommen und so die Kaufkraft der Verbraucher. Es steht also mehr Geld für den Konsum zur Verfügung.

Das Joint Venture Metzler/Payden des Bankhauses Metzler mit dem US-amerikanischen Asset-Manager Payden & Rygel besteht seit 25 Jahren. Kundenzentrierung, maßgeschneiderte Lösungen sowie eine internationale Expertise stehen im Mittelpunkt beider Partner.

*Jeffrey Cleveland,  
Chief Economist, Payden & Rygel*



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



# Transformations-Champions systematisch identifizieren

→ Die durch das Pariser Klimaabkommen intendierten klimapolitischen Maßnahmen und veränderten Marktbedingungen führen zu Transformationsrisiken und -chancen für Unternehmen. Von zentraler Bedeutung für die Identifikation von Transformationsgewinnern und -verlierern ist die Messung der Paris-kompatiblen Transformationsperformance. Dabei setzt Metzler Asset Management auf ein selbstentwickeltes Scoring-Verfahren.

**D**ie Umsetzung des Pariser Klimaabkommens erfordert eine tiefgreifende Transformation unseres Wirtschaftssystems, die sich über viele Jahre hinziehen wird. Letztendlich aber dürfte sie disruptiv sein und dazu führen, dass in einigen Sektoren die Karten deshalb neu gemischt werden. Durch klimapolitische Maßnahmen und veränderte Marktbedingungen ergeben sich Transformationsrisiken für Unternehmen und Anleger, die zur Wertminderung von Vermögensgegenständen und im Extremfall zu „Stranded Assets“ führen können. Aber auch technologischer Fortschritt kann sich zur existenziellen Bedrohung für Unternehmen entwickeln, wenn das eigene Geschäftsmodell unmittelbar betroffen ist. Den Transformationsrisiken stehen Wachstumschancen bei denjenigen Unternehmen gegenüber, die sich ambitionierte Klimaziele setzen, ihr Geschäftsmodell dekarbonisieren und die über ein zukunftsfähiges Produktportfolio verfügen.



Zur Messung der Paris-kompatiblen Transformationsperformance hat Metzler Asset Management ein eigenes Scoring-Verfahren entwickelt. Rund 25 Indikatoren erfassen sowohl die vergangene Transformationsleistung als auch die für die Zukunft erwartete Transformationsperformance von mehreren Tausend Unternehmen des Investmentuniversums. Die Indikatoren lassen sich vier Kategorien zuordnen: Klimaziele, Dekarbonisierung, Governance und Transparenz (vgl. Abb. rechts). Je größer der Score ausfällt, desto höher schätzen wir die Transformationsperformance des Unternehmens ein.

Auf Basis unseres Transformations-Scorings zeigt sich zum Beispiel, dass Ratings von ESG-Research-Agenturen wie MSCI diese Transformationsperformance von Unternehmen nur unzureichend erfassen. Klimabezogene Indikatoren gehen zwar auch in die Berechnung der „E“-Faktoren von ESG-Ratings ein, allerdings werden sie dort mit Indikatoren aus Bereichen wie Biodiversität, Wasser- oder Abfallmanagement vermischt.



Dr. Philipp Finter, ESG Integration & Research,  
Metzler Asset Management GmbH



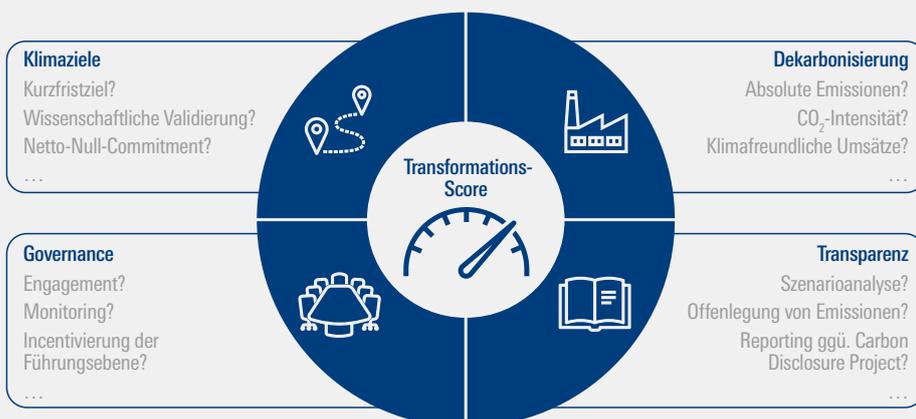
Unser Scoring zeigt zudem deutliche regionale Unterschiede bei der Transformationsperformance: Europäische Unternehmen zeichnen sich durch eine hohe Performance aus, nordamerikanische Unternehmen und Unternehmen aus dem Asien-Pazifik-Raum sind dagegen Nachzügler. Das erscheint plausibel: Die EU sieht sich als Vorreiter im Kampf gegen den Klimawandel, und die Regulatorik fällt vergleichsweise streng aus. Aber auch innerhalb Europas gibt es große Unterschiede. So ist beispielsweise bei Versorgern die Gefahr für südeuropäische Gasunternehmen besonders groß, zum „Stranded Asset“ zu werden. Zu den Spitzenwerten im Sektor zählt dagegen E.ON, die eine

zentrale Rolle bei der Transformation der europäischen Energieinfrastruktur spielt.

Bei der Wertpapierselektion und im Rahmen von Unternehmensgesprächen können Informationen des Scorings als zusätzliche Dimension neben anderen ESG-Informationen in die Chancen- und Risikoanalyse von Unternehmen einfließen. So wird von Anlegerseite die Investition in besonders CO<sub>2</sub>-intensive Unternehmen mitunter kritisch gesehen. Das Transformations-Scoring kann hier eine zusätzliche Perspektive eröffnen: So zählt beispielsweise der Baustoffkonzern Holcim innerhalb seiner Industrie zu den Unternehmen mit der höchsten CO<sub>2</sub>-Intensität. Gleichzeitig ist Holcim auf Basis unseres Indikatorensets aber ein Musterschüler bei der klimabezogenen Transformation des Geschäftsmodells.

Als Anleger gilt es, Chancen und Risiken der Transformation frühzeitig zu erkennen und gegebenenfalls mit Anpassungen der eigenen Investmentstrategie zu reagieren. Für diesen Prozess kann unser Transformations-Scoring ein zentraler Baustein sein. In der praktischen Anwendung empfiehlt es sich, die quantitative Analyse mit einer nachgelagerten qualitativen Analyse der Transformationsleistung zu kombinieren. Erst über die zwingend ergänzend vorzunehmende Fundamental- und Risikoanalyse lässt sich am Ende eine qualifizierte Investitionsentscheidung herbeiführen. ●

Score-Kategorien und ausgewählte Indikatoren



Quelle: Metzler Asset Management



Ausführliche Informationen  
finden Sie hier:

## De-Risking in der betrieblichen Altersversorgung

# Lösungen für Finanzierung und Kapitalanlage

→ Das Thema De-Risking ist in der betrieblichen Altersversorgung (bAV) seit Jahren nicht mehr wegzudenken. Und gerade in volatilen Zeiten sollten Unternehmen stärker zielgerichtet agieren, denn schon kleinste Zinsänderungen können sich langfristig auf Pensionsrückstellungen in der Bilanz auswirken.

**W**ichtig für ein zielgerichtetes Risikomanagement ist, sich zunächst die maßgeblichen unternehmensindividuellen Faktoren anzusehen, die zu langfristigen finanziellen, personellen oder operativen Risiken führen können. Dabei gibt es verschiedene Maßnahmen: Unternehmen sollten für eine Entscheidung Rahmenbedingungen und Optionen vergleichen sowie Einsparpotenziale und Umsetzungszeiträume im Blick haben (s. Abb).

Um Pensionsrisiken zu reduzieren, kann die Auslagerung, die Reduktion von Garantien oder die Änderung der Auszahlungsoptionen eine Lösung sein. Im Fokus stehen bei Unternehmen oft Finanzierungs- und Bilanzrisiken. Über eine Auslagerung der Finanzierungsrisiken kann hier die Bilanz weitestgehend für die Zukunft entlastet werden.

## Im Fokus: Änderung der Finanzierungslösung

Eine Mitte 2023 von Aon durchgeführte Studie ergab, dass ein Großteil der Unternehmen ihre Pensionsverpflichtungen weiterhin mit Kapitalanlagen finanzieren will. Am häufigsten wird hierbei das CTA genutzt – dieses Modell wird bei fast zwei Dritteln der befragten Unternehmen eingesetzt. Aber auch beim Pensionsfonds, der

bei den Finanzierungsvehikeln noch eine geringere Rolle spielt, lässt sich ein Aufwärtstrend erkennen – sowohl aufgrund der stetig steigenden Deckungsmittel als auch des zunehmenden Interesses an diesem Durchführungsweg.

Großes Einsparpotenzial bei überschaubarem Aufwand für die Umsetzung bieten die Lösungen CTA und Pensionsfonds. Ein genauer Blick auf die beiden Maßnahmen lohnt sich – insbesondere im veränderten Zinsumfeld.

## CTA – flexible Gestaltung und einfache Umsetzung

Durch die gestiegenen Zinsen und dementsprechend gesunkenen Pensionsverpflichtungen haben sich die Deckungsgrade bei Unternehmen, die CTA nutzen, im vergangenen Jahr deutlich erhöht und können nun stabilisiert werden. Dafür kommen unterschiedliche Kapitalanlagestrategien in Betracht. Insbesondere steigt das Interesse an Liability-Driven-Investmentkonzepten, also an verbindlichkeitsorientierten Anlagerösungen.

Ein CTA ist grundsätzlich einfach umzusetzen, weil es keine Veränderung im arbeitsrechtlichen Sinn bedeutet. Die Kapitalanlage und auch die Folgedotierungen lassen sich flexibel gestalten – es besteht

zudem keine Nachschusspflicht. Sowohl unter HGB als auch IFRS verkürzt die Ausfinanzierung von Pensionsvermögen über ein CTA die Bilanz.

Da es sich jedoch nicht um eine vollständige Abspaltung, sondern lediglich um eine Saldierung von Verpflichtungen und Vermögen handelt, schlagen sich Auswirkungen der Volatilität aus beiden Positionen auf Bilanz sowie auf Gewinn- und Verlustrechnung des Unternehmens nieder.

## Pensionsfonds – mehr Aufwand, aber Bilanzbereinigung möglich

Beim Pensionsfonds sieht es vor allem arbeitsrechtlich ein wenig anders aus. Bei der Auslagerung von Pensionsverpflichtungen auf einen (nicht-versicherungsförmigen) Pensionsfonds wird laut Arbeitsrecht die Änderung des Durchführungswegs vorausgesetzt – entsprechend größer ist der Projektaufwand. Unter HGB ist das Ziel die Auflösung der Rückstellung und damit die komplette Entkoppelung von der HGB-Bilanz; unter IFRS macht die Auslagerung auf den Pensionsfonds keinen bilanziellen Unterschied zum CTA (= Saldierung der Plan-Assets und Verpflichtungen). Jedoch besteht eine aufsichtsrechtliche Nachschusspflicht für das Unternehmen – allerdings nur bei Unterdeckung des jeweiligen Rentnervermögens.



Leonie Enders, Kundenbetreuerin, Metzler Pension Management GmbH und Birgit Löw-Plückhan, Principal Consultant, Aon

Aufgrund der Zinswende im vergangenen Jahr liegt durch den anzuwendenden Zehn-Jahres-Durchschnitt beim Rechnungszins unter HGB der Verpflichtungswert gemäß HGB nun deutlich über dem gemäß internationaler Rechnungslegung. Damit steigt die Nachfrage nach einer Auslagerung auf einen Pensionsfonds zum niedrigeren Wert. Dies ist grundsätzlich möglich, die Behandlung der Restrückstellung unter HGB ist aber zwingend mit dem Wirtschaftsprüfer abzustimmen.

### De-Risking erfordert eingehende Prüfung

Sowohl CTA als auch Pensionsfonds sind zwei attraktive Optionen, wenn Unternehmen mögliche De-Risking-Maßnahmen in der bAV in Betracht ziehen. Die eine (Standard-)Lösung im De-Risking in der bAV gibt es jedoch nicht. Die Vielzahl an möglichen Maßnahmen müssen vom Unternehmen gewichtet werden. Außerdem sollte das Unternehmen vorab prüfen, um welche kurz- und langfristigen Risiken es

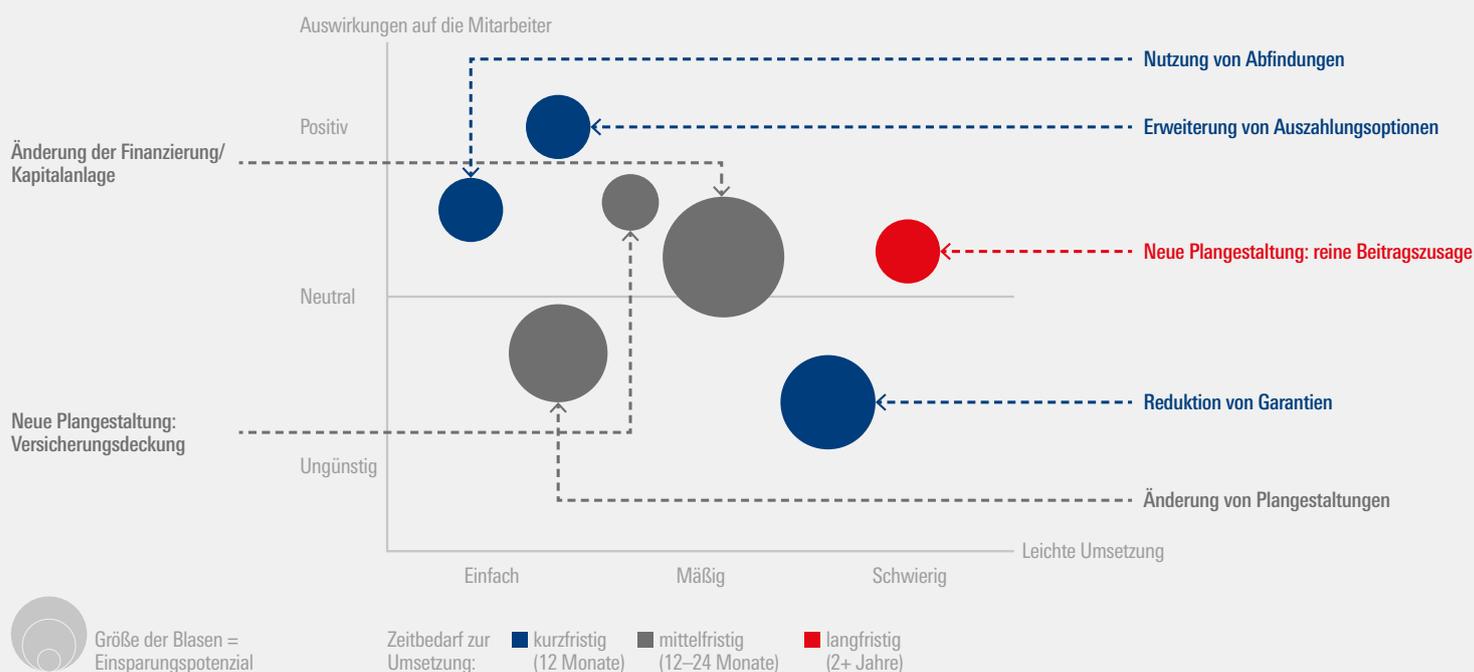
sich handelt, und wie sich diese kontrollieren lassen. Definiert werden müssen zudem die langfristigen Ziele und die Komplexität bestehender Strukturen. ●



Hier geht's zur Aon-Studie

## Risikomanagement der betrieblichen Altersversorgung

### Maßnahmen und Einschätzungen





# Tokenisierung von Fondsanteilen

## Digitale Innovation in der Fondsindustrie

→ Mit der Tokenisierung von Fondsanteilen lassen sich beispielsweise Kosten reduzieren und Erträge steigern. Auch könnte eine neue, technikaffine Kundengruppe erschlossen werden. In einem Pilotprojekt hat Metzler Asset Management Fondsanteile auf Blockchain-Plattformen abgebildet und so den ersten tokenisierten Fondsanteil Deutschlands emittiert.

**D**ie Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht definiert Tokenisierung als „die digitalisierte Abbildung eines (Vermögens-)Werts inklusive der in diesem Wert enthaltenen Rechte und Pflichten sowie dessen hierdurch ermöglichte Übertragbarkeit.“<sup>1</sup>

Werte lassen sich somit digital auf einer Blockchain abbilden. Hierfür werden Token ausgegeben, wobei jeder Token einen bestimmten Anteil des zugrunde liegenden Wertes repräsentiert. Ein Smart Contract, also ein digitaler Vertrag, legt die Rechte und Pflichten in Bezug auf einen Token fest. Die Übertragung dieser Token kann vollständig auf der Blockchain erfolgen – zusammen mit den Vertragsbedingungen. Die Tokenisierung ermöglicht somit vollständig digitale Übertragbarkeit von Vermögenswerten, die dann als digitales Wertpapier behandelt und bezeichnet werden.

### Rechtliche Grundlagen für Kryptofondsanteile

Fondsanteile lassen sich tokenisieren und auf einer Blockchain-Plattform abbilden. Zusätzlich wird ein Smart Contract erstellt, der Vertragsdetails beinhaltet – zum Beispiel den Verkaufsprospekt – und der den Handel mit den tokenisierten Fondsanteilen (Token) automatisiert festlegt und überprüft.

Diese Token werden auch „Kryptofondsanteile“ genannt. Deren Emittierung wird ermöglicht durch die Verordnung über Kryptofondsanteile (KryptoFAV) vom Juni 2022 und das Gesetz über elektronische Wertpapiere (eWpG), das im Juni 2021 in Kraft trat. Zusammen mit den Vorgaben des Kapitalanlagegesetzbuchs (KAGB) bilden sie das regulatorische Fundament für die Ausgabe von Kryptofondsanteilen.



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

### Vorteile: Kosten senken und Erträge steigern

Der Blick auf die Kostenseite zeigt: In der Fondsindustrie gibt es komplexe Strukturen. Beispielsweise sind in der Abwicklung von Fonds viele Intermediäre beteiligt, mit entsprechend vielen Schnittstellen und notwendigen Abstimmungen. Zudem fehlt eine einheitliche Datenbasis, was die Automatisierung und Digitalisierung erschwert und den Abstimmungsaufwand erhöht. Die Folge sind hohe Kosten und lange Abwicklungszeiten, die mit bis zu vier zusätzlichen Tagen zu Buche schlagen.

Diese Situation lässt sich durch die Tokenisierung deutlich standardisieren und eröffnet den Zugang zu neuen Zielgruppen, speziell der Generation Z.

Bei der Tokenisierung von Fondsanteilen kommen Smart Contracts zum Einsatz. Sie ermöglichen die automatisierte Abbildung, Ausführung und Überprüfung von Vorgängen und nutzen die Fälschungssicherheit der Blockchain. Sie werden automatisch aktiviert, sobald bestimmte Bedingungen erfüllt sind. Dies kann den Abstimmungsaufwand erheblich reduzieren, und ermöglicht es, Effizienzgewinne zu erzielen. Die Tokenisierung der Fondshülle ist der erste Schritt, die gesamten Wertschöpfungskette der Fondsindustrie schrittweise zu digitalisieren (s. Abb. auf S. 33). Es lassen sich somit Effizienzvorteile heben und langfristig die Kosten des Investmentfondslebenszyklus reduzieren, was perspektivisch zu einer neuen Kostenstruktur führen kann.

Wie steht es aber um die Ertragspotenziale tokenisierter Fondsanteile? Derzeit läuft der Vertrieb von Fonds über Vertriebspartner, digitale oder börsengehandelte Angebote.

Bei der Tokenisierung von Fondsanteilen werden Anteilscheine digital registriert und in einem DLT-basierten Anteilscheinregister geführt. Eine Globalurkunde ist nicht mehr nötig. Die tokenisierten Fondsanteile sind vollständig digitalisiert und werden ausschließlich über die DLT übertragen. Die Token lassen sich auf jeder Blockchain-basierten Plattform handeln, die die technischen Standards erfüllt. Depotstrukturen sind nicht mehr zwingend erforderlich.

Für Anleger eröffnet sich durch die Etablierung dieser Blockchain-Traded Funds<sup>2</sup> eine neue Bezugsquelle. Vor allem digital affine Personen dürften künftig diese innovativen Lösungen nachfragen.

### Steigende Akzeptanz für digitale Assets

Generell ist davon auszugehen, dass die Akzeptanz digitaler Vermögenswerte steigen wird: Voraussichtlich dürften institutionelle Investoren bis 2026 5,6 Prozent ihres Portfolios in tokenisierte Vermögenswerte investieren, bei High-Net-Worth-Investoren wird von einem Anteil von 8,6 Prozent ausgegangen<sup>3</sup>. Bereits 2030 könnten 10 Prozent aller Vermögenswerte tokenisiert sein<sup>4</sup>.

Insgesamt eröffnet die Tokenisierung von Fondsanteilen neue Möglichkeiten, die es zu erforschen lohnt. Wir haben uns daher intensiv mit Technik, Regulierung und der Umsetzbarkeit auseinandergesetzt und praktische Erfahrungen in einer Testphase gesammelt.

### Pilotprojekt: Tokenisierung von Fondsanteilen bei Metzler Asset Management

Seit einigen Jahren beschäftigt sich Metzler intensiv mit der Blockchain, digitalen Assets und Tokenisierung. Unsere interne Analyse der Effizienzgewinne bei der Tokenisierung von Fondsanteilen zeigte, dass



sich mit der Tokenisierung des Investmentfondslebenszyklus Kosten reduzieren lassen. Daher starteten wir ein Pilotprojekt in der Live-Umgebung. In der ersten Phase schufen wir eine neue, tokenisierte Anteilklasse für den Fonds Metzler Global Growth Sustainability. Somit gaben wir als erstes deutsches Institut Kryptofondsanteile gemäß KryptoFAV und eWpG heraus – ein Durchbruch in der Asset-Management-Industrie. Jeder Token repräsentiert einen Fondsanteil und ermöglicht einen einfachen und schnellen Handel.

Die Metzler Asset Management GmbH (MAM) agierte als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG), während das Bankhaus Metzler die Verwahrstellenfunktion übernahm. Cashlink GmbH und fundsonchain GmbH wickelten die Transaktionen ab und bildeten einen regulierten One-Stop-Shop für die MAM. Für die technische Abwicklung der tokenisierten Fondsanteile sorgte fundsonchain, während Cashlink als Kryptowertpapierregisterführer fungierte. Zum Start nahm das Bankhaus Metzler die Rolle des Investors ein.

In der zweiten Phase öffneten wir dann den tokenisierten Fondsanteil für externe Investments durch Union Investment. Die Zeichnung wurde erfolgreich integriert und markierte einen Meilenstein in der Einführung von Blockchain-Lösungen im deutschen Asset-Management.

Sowohl die interne als auch die externe Umsetzung lieferten wertvolle Erkenntnisse und ermöglichten es, die aktuellen mit den neuen Prozessen zu vergleichen. Effizienzvorteile wurden identifiziert und Herausforderungen mitigiert. Gleichzeitig ist es jedoch gerade bei all der Euphorie und positiven Erfahrungen wichtig, auch die Risiken zu beachten, die mit digitalen

## 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.

**Blockchain-Plattform:** Es handelt sich um eine Software oder eine Infrastruktur, die es ermöglicht, dezentrale Anwendungen (DApps) und Smart Contracts auf einer Blockchain zu entwickeln, bereitzustellen und auszuführen. Blockchain-Plattformen bieten in der Regel eine Reihe von Diensten und Funktionen, die es Entwicklern ermöglichen, Anwendungen auf einer Blockchain zu erstellen, ohne eine eigene Blockchain von Grund auf neu entwickeln zu müssen.

**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 neuer Datenblöcke müssen abgestimmt und in allen Kopien übernommen werden. Eine der bekanntesten DLT ist die Blockchain.

**KryptoFAV (Verordnung über Kryptofondsanteile):** Durch dieses neue Gesetz wurde im Juni 2022 das Kapitalanlagegesetzbuch so geändert, dass elektronische Anteilscheine für Investmentfonds, die als Sondervermögen geführt werden, ausgegeben und in einem zentralen Register erfasst werden können. Um den Standort Deutschland für Fonds weiter attraktiv zu machen, ermöglicht es die Verordnung, über Kryptofondsanteile den Anbietern von Investmentfonds jetzt auch, Kryptofondsanteile auszugeben.

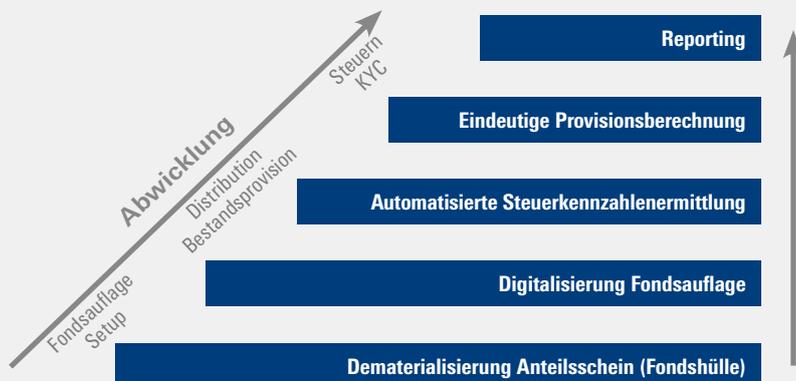
**Kryptowährung:** Digitale (Quasi-)Währung mit einem meist dezentralen, stets verteilten und kryptografisch abgesicherten Zahlungssystem wie Bitcoin. Kryptowährungen haben einen intrinsischen Wert, der dadurch entsteht, dass der Kryptowert als Zahlungsmittel nachgefragt und angeboten wird.

**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, Bundesfinanzministerium

### Inkrementelle Digitalisierung des Investmentfondslebenszyklus durch Tokenisierung



Quelle: Metzler



Assets einhergehen. Dazu zählen eine hohe Volatilität, regulatorische Unsicherheiten, Sicherheitsaspekte und potenzielle Liquiditätsrisiken.

Der Markt für digitale Assets ist jung und entwickelt sich schnell – abschließend lässt sich daher die langfristige Entwicklung und Stabilität dieser Anlageklasse und Umsetzungsform noch nicht beurteilen. Wir behalten die weitere Entwicklung im Blick. Mit der Emittierung des ersten deutschen Kryptofonds-

anteil nach KryptoFAV und eWpG haben wir den Grundstein für weitere Projekte gelegt. ●

- 1: [https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa\\_bj\\_1904\\_Tokenisierung.html](https://www.bafin.de/SharedDocs/Veroeffentlichungen/DE/Fachartikel/2019/fa_bj_1904_Tokenisierung.html)
- 2: Vgl. Volker Braunberger: <https://academy.bsdx.de/tokenisierung-von-investmentfondsunnoetiges-technikzeugs-oder-ueber-lebensversicherung-fuer-die-fondsindustrie>
- 3: [https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en\\_us/topics/financial-services/ey-driving-meaningful-opportunity-tokenization-in-asset-management.pdf?download](https://assets.ey.com/content/dam/ey-sites/ey-com/en_us/topics/financial-services/ey-driving-meaningful-opportunity-tokenization-in-asset-management.pdf?download)
- 4: <https://icg.citi.com/icghome/what-we-think/citigps/insights/money-tokens-and-games>

## Ausgewählte Termine im ersten Halbjahr 2024

**24. und 25. Januar 2024**  
**FONDS professionell KONGRESS, Mannheim**

Besuchen Sie uns an unserem Messestand – wir freuen uns auf den persönlichen Gedankenaustausch mit Ihnen.

**28. Februar 2024**  
**Metzler Insight: ESG**

Tauschen Sie sich mit Expertinnen und Experten aus und erhalten Sie Einblicke aus unterschiedlichen Perspektiven zu Themen rund um ESG.

**9. und 10. April 2024**  
**Institutional Money Kongress 2024, Congress Center Messe Frankfurt**

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

**16. und 17. Mai 2024**  
**8. Kirchliches Investmentforum, Hotel Wasserturm Hotel Cologne-Curio, Köln**

Das Forum für Finanzexperten von Kirchen, kirchlichen Institutionen und Kirchenbanken veranstalten wir unter der Schirmherrschaft der Evangelischen Kirche im Rheinland und der Missionszentrale der Franziskaner e. V.

**12. Juni 2024**  
**Metzler Insight: Corporates 2024 – das bAV- und Asset-Management-Forum, Meliá Hotel, Frankfurt**

Wir laden Sie herzlich ein zu anregenden Gesprächen und Fachworkshops mit Expertinnen und Experten aus der Welt der bAV und Kapitalanlage.

# NACHGELESEN

→ 2024 feiert das Bankhaus Metzler seinen 350. Geburtstag. An dieser Stelle blicken wir auf Meilensteine der Geschichte unseres Unternehmens und geben Ihnen Einblicke in unser vielfältiges Engagement.

## 2001



Das Pension Management entsteht als Kompetenzbereich im Asset Management im Jahr 2001 und entwickelt sich mit innovativen Lösungen für die betriebliche Altersvorsorge (bAV) schnell zum Pionier der Branche. Der Fokus liegt auf der kapitalmarktbasierter Strukturierung von Versorgungsvmögen – immer mit Blick auf Langfristigkeit und eine partnerschaftlich ausgerichtete Beratung.

So führt Metzler als erster Anbieter in Deutschland eine überbetriebliche Treuhandstruktur, einen nicht-versicherungsförmigen Pensionsfonds und im Jahr 2022 den separaten Pensionsfonds für das Sozialpartnermodell nach dem Betriebsrentenstärkungsgesetz ein.

Heute gehört der Metzler Pensionsfonds zu den größten überbetrieblichen Pensionsfonds in Deutschland.

Anfang 2023 startet Metzler Pension Management eine Kooperation mit dem Beratungshaus Aon und kann sich so auf seine Stärken konzentrieren und mit einem Partner an der Seite sämtliche Dienstleistungen rund um die bAV anbieten.



## 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/konzern-nachhaltigkeit](http://www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit). 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, des geltenden Basisinformationsblatts (PRIIPs) 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/fonds](http://www.metzler.com/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  
www.metzler.com

