

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

Research. Trends. Analysen.

#3

September 2022



Vorreiter der Nachhaltigkeit

Ein Überblick der Initiativen und Zielsetzungen der EU

Inhalt

AUSGABE #3 / 2022



IM FOKUS

Vorreiter der Nachhaltigkeit

Ein Überblick der Initiativen und Zielsetzungen der EU

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Schwieriges Fahrwasser

Börsenumfeld wohl erst 2023 deutlich besser

Seite 8



ANLAGESTRATEGIE

Grüne Geldanlage

Belastet Gutes tun die Renditechancen?

Seite 11



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Wegweiser

Das EESG-Siegel der DZ BANK gibt Investoren
Orientierung bei nachhaltigen Anlagen

Seite 14



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 17



WUSSTEN SIE SCHON?

Rettungsanker LNG

Wie die deutsche Energiesouveränität
wiederhergestellt werden soll

Seite 22



WAS IST EIGENTLICH?

Grüne Geldpolitik

EZB zwischen den Stühlen?

Seite 26



THINK-TANK

Vive la Atomenergie

EU stuft auf Frankreichs Drängen hin Atomenergie
als nachhaltig ein

Seite 29



GLOSSE

Nachhaltig auf Zeit?

Diogenes und die Nachhaltigkeit des Atoms

Seite 32

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 34

Was man heute wissen muss

EDITORIAL

Dr. Michael Holstein, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

gehören Sie auch zu denjenigen Menschen, die sich mit möglichst wenig unnützem Wissen belasten wollen? Insbesondere, wenn es sich um bürokratische Vorgaben, Regularien und Abkürzungen handelt? Dann geht es Ihnen wie mir. Wissen zu selektieren, ist aus meiner Sicht in unserer – gleichermaßen schnelllebigen und hochkomplizierten – Zeit ein notwendiger Selbstschutz. Denn wenn man zumindest die wesentlichen Kenntnisse für die zentralen Entscheidungen des Alltags erlangen will und auch noch ein bisschen Zeit für die schönen Dinge des Lebens haben möchte, dann muss man sich von allem frei machen, was tendenziell mehr belastet als nutzt.

Auf den ersten Blick könnten also Begriffe wie „Offenlegungsverordnung“ und „Taxonomie“ oder Abkürzungen wie ESG, SDGs oder PAIs zu jenen Dingen gehören, die man besser ignorieren sollte. Doch das dürfte in diesem Fall ein großer Fehler sein: Sich mit diesen – etwas unangenehmen – Begriffen auseinanderzusetzen, lohnt sich.

Nicht zuletzt der diesjährige Sommer – bei aller Freude über das sonnige Wetter – hat wohl jedem vor Augen geführt, dass der Klimawandel kein Risikoszenario einer fernerer Zukunft, sondern hier und heute bereits Realität ist. Das heißt, dass auch an den Finanzmärkten niemand um das Thema Nachhaltigkeit herumkommt – auch nicht wir Privatanleger. Klimaverträglichkeit und Nachhaltigkeit werden in den kommenden Jahren ganz entscheidende Determinanten für den Erfolg von Unternehmen und Investments sein.

Die Europäische Union hat in den letzten Jahren zahlreiche Initiativen gestartet, um Europa auf den Weg zu mehr wirtschaftlicher Nachhaltigkeit zu bringen. Ziel ist es, die EU bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. Bereits 2018 wurde dafür der „Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ verkündet, in dem unter anderem die Wortungetüme „EU-Taxonomie“, „Offenlegungsverordnung“ und „Nachhaltigkeitspräferenzabfrage“ eine zentrale Rolle spielen. Was sich dahinter verbirgt und warum das für uns alle wichtig ist, das möchten wir Ihnen im aktuellen FRIEDRICH näherbringen.

Eine interessante Lektüre wünscht Ihnen wie immer

Ihr Michael Holstein
Chefvolkswirt



IM FOKUS

Tobias Gruber und Torsten Hähn, Analysten

Mit dem Ziel, global ein Vorreiter in Sachen Nachhaltigkeit sowie nachhaltiger Finanzen zu sein, hat die EU eine Vielzahl regulatorischer Initiativen gestartet. Dabei mangelt es nicht an komplexen Begriffen wie Taxonomie und Offenlegungsverordnung oder an Abkürzungen wie ESG, SDGs oder PAIs. Was bedeuten sie? Und welcher Zusammenhang besteht zur Nachhaltigkeitspräferenzabfrage?

Seit dem 2. August 2022 sind Anlageberater bei der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen dazu verpflichtet, die Nachhaltigkeitspräferenzen ihrer (potenziellen) Kunden zu ermitteln und diese bei der anschließenden Produktauswahl zu berücksichtigen. Anstelle der Bezeichnung Nachhaltigkeitspräferenzen wird oft der Begriff ESG-Präferenzen verwendet. ESG steht für Environmental, Social und Governance – zu Deutsch Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Demnach muss geklärt werden, ob und, wenn ja, inwieweit eines der folgenden Finanzinstrumente in die Anlage des Kunden einbezogen wird:

- (1) Finanzinstrumente, bei denen ein Mindestanteil in ökologisch nachhaltige Investitionen im Sinne der EU-Taxonomie angelegt wird,
- (2) Finanzinstrumente, bei denen ein Mindestanteil in nachhaltige Investitionen im Sinne der Offenlegungsverordnung (Artikel 2, Nummer 17) angelegt wird, oder
- (3) Finanzinstrumente, bei denen die wichtigsten nachteiligen Auswirkungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (PAIs) berücksichtigt werden.

Auf dem Weg zum ersten klimaneutralen Kontinent

Im Zuge des Europäischen Green Deal haben sich die 27 Mitgliedsstaaten dazu verpflichtet, die EU bis 2050 zum ersten klimaneutralen Kontinent zu machen. Auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit sind die 17 Ziele für nachhaltige Entwicklung der Vereinten Nationen (Sustainable Development Goals, kurz SDGs) fester Bestandteil der politischen Leitlinien und Kern aller internen und externen Maßnahmen. Die Ziele, die von der Weltgemeinschaft verabschiedet wurden, sind ein Zukunftsfahrplan und sollen weltweit dazu dienen, eine nachhaltige Entwicklung auf ökonomischer, sozialer sowie ökologischer Ebene zu sichern. Handlungsfelder sind unter anderem der verstärkte Einsatz für Frieden und Rechtsstaatlichkeit, die Bekämpfung von Armut und Hunger, eine bessere Bildung und der Schutz des Klimas sowie der Ressourcen.

Um die Nachhaltigkeitsstrategie der EU umzusetzen und die angestrebten Ziele zu erreichen, sind wesentliche Investitionen in den Wandel der EU-Wirtschaft notwendig. Da es unerlässlich ist, den Finanzsektor einzubeziehen, hat Brüssel im März 2018 den „Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ vorgestellt.

Startschuss für eine nachhaltigere Wirtschaft

Dieser EU-Aktionsplan stellt einen wichtigen Eckpfeiler auf dem Weg zu mehr Nachhaltigkeit dar und verfolgt drei zentrale Ziele: (1) Die Neuausrichtung der Kapitalflüsse hin zu einer nachhaltigeren Wirtschaft, (2) die Einbettung der Nachhaltigkeit in das Risikomanagement und (3) die Förderung von Transparenz und Langfristigkeit in der Finanz- und Wirtschaftstätigkeit.

Um diese Ziele umzusetzen, sieht der Plan wiederum zehn Maßnahmen vor, von denen drei an dieser Stelle besonders wichtig sind. Dabei handelt es sich neben der „Einführung eines EU-Klassifikationssystems“ (das ist die vielzitierte Taxonomie) um die „Berücksichtigung der Nachhaltigkeit in der Finanzberatung“ (Abfrage der Nachhaltigkeitspräferenzen der Kunden) und um die „Stärkung der Vorschriften zur Offenlegung von Nachhaltigkeitsinformationen“ durch die Offenlegungsverordnung.

EU-Taxonomie als wichtiger Baustein des EU-Aktionsplans

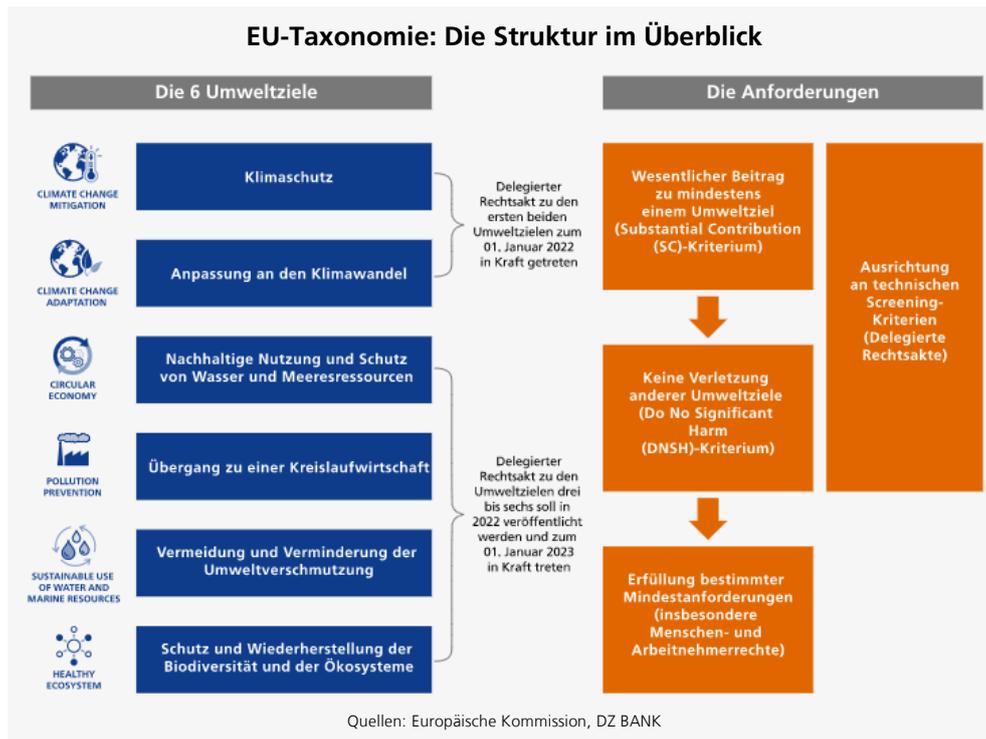
Der Taxonomie kommt insofern eine große Bedeutung zu, als dass sie die Grundvoraussetzung für weitere Maßnahmen ist. Im Kern geht es in diesem Rahmenwerk darum, Kapitalströme in ökologisch nachhaltige wirtschaftliche Projekte zu lenken. Zudem soll das sogenannte „Greenwashing“ verhindert werden, indem Begriffe klar bestimmt werden. Greenwashing liegt vor, wenn Sachverhalte (beispielsweise im Marketing) nachhaltiger dargestellt werden, als sie es in der Realität sind. Zentral ist hier die Einführung einer Taxonomie, also eines wissenschaftlich basierten Klassifikationssystems dafür, was eine ökologisch nachhaltige Wirtschaftsaktivität im Sinne der Verordnung ist. Dabei versteht sich die Taxonomie-Verordnung als allgemeines Rahmenwerk, das sechs Umweltziele definiert:

- (1) Klimaschutz,
- (2) Anpassung an den Klimawandel,
- (3) Nachhaltige Nutzung und Schutz von Wasser und Meeresressourcen,
- (4) Übergang zu einer Kreislaufwirtschaft,
- (5) Vermeidung und Verminderung der Umweltverschmutzung und
- (6) Schutz und Wiederherstellung der Biodiversität und der Ökosysteme.

Um im Sinne der Taxonomie als ökologisch nachhaltig zu gelten, muss eine Wirtschaftsaktivität drei Voraussetzungen erfüllen:

- (1) Sie muss einen „wesentlichen Beitrag“ zu mindestens einem der sechs Umweltziele leisten,
- (2) sie darf keines der anderen Umweltziele „erheblich“ beeinträchtigen (Do No Significant Harm, DNSH) und
- (3) sie muss gewisse Mindestanforderungen (zu Menschen- und Arbeitsrechten) beachten.

Um „wesentlich“ und „erheblich“ zu definieren, bedarf es wiederum technischer Bewertungskriterien (quantitative und qualitative Kriterien wie etwa Schwellenwerte). Diese legen die ökologische Nachhaltigkeit von Aktivitäten fest. Ausgearbeitet sind die Kriterien in sogenannten Delegierten Rechtsakten, anhand derer bestimmt wird, ob eine Wirtschaftsaktivität als ökologisch nachhaltig und somit als „grün“ in der Taxonomie eingestuft wird. Der Delegierte Rechtsakt für die ersten beiden Umweltziele – Klimaschutz und Anpassung an den Klimawandel – ist mit dem Beginn des laufenden Jahres in Kraft getreten. Zu den restlichen vier Umweltzielen dürfte die Kommission bis zum Ende des dritten Quartals einen Delegierten Rechtsakt erlassen, der dann zum 1. Januar 2023 rechtsverbindlich werden sollte.



Transparenz als Schlüssel: Offenlegungsverordnung und PAIs

Eine weitere Maßnahme des EU-Aktionsplans ist die „Verordnung über nachhaltigkeitsbezogene Offenlegungspflichten im Finanzdienstleistungssektor“, bekannt als SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation), oder einfach Offenlegungsverordnung. Auch hier nimmt das Thema Transparenz eine Schlüsselrolle ein: Anforderungen zur Offenlegung im Finanzdienstleistungssektor sollen harmonisiert werden, damit Finanzmittel – ebenso wie bei der Taxonomie – an einer ökologisch nachhaltigen Entwicklung ausgerichtet werden. Ziel der Verordnung ist es, nachhaltigkeitsbezogene Vorschriften für Finanzmarktteilnehmer (unter anderem Fondsgesellschaften) und Finanzberater (wie Banken und Wertpapierfirmen) zu harmonisieren und eine einheitliche Transparenz zu gewährleisten – sowohl bei der Einbeziehung von Nachhaltigkeitsrisiken als auch der Berücksichtigung von nachteiligen Auswirkungen von Investitionsentscheidungen auf Nachhaltigkeitsfaktoren (Principal Adverse Impacts, PAIs).

Die PAIs, als ein Kriterium, nach welchem der Kunde seine Nachhaltigkeitspräferenz ausrichten kann, haben ihren Ursprung somit in der Offenlegungsverordnung. Letztlich sind PAIs zentrale negative Nachhaltigkeitsauswirkungen, die von einem Investment ausgehen können. Darunter fallen Aspekte wie erhöhter Ausstoß von Treibhausgasemissionen, Emissionen ins Wasser, Anteil gefährlicher Abfälle, ausbeuterische Arbeitsbedingungen sowie Verstöße gegen Menschenrechte und Korruption. Prinzipiell sind 18 Standard-PAIs definiert, wovon der überwiegende Teil Investments in Unternehmen betrifft. Entscheidet sich der Kunde dafür, bei seinen Anlagen einzelne PAIs oder PAI-Kategorien zu berücksichtigen, ist es das Ziel, diese negativen Auswirkungen zu vermeiden oder zu reduzieren.

Der Anleger hat die Wahl

Von den zahlreichen EU-Initiativen ist für Anleger der „Aktionsplan zur Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ entscheidend. Wichtige Komponenten sind hier die EU-Taxonomie (Welche wirtschaftliche Aktivität gilt als nachhaltig?), die Offenlegungsverordnung (Wie kann hohe Transparenz erreicht werden?) und die Nachhaltigkeitspräferenzabfrage (Zu welchem Grad sollen Investments nachhaltig sein?). Aufgrund der Aktualität steht derzeit die Nachhaltigkeitspräferenzabfrage im Fokus. Anleger dürfen fortan entscheiden, ob ihre Investments (zu einem Mindestanteil) an der EU-Taxonomie oder der Offenlegungsverordnung auszurichten sind oder ob bei der Anlage zentrale negative Nachhaltigkeitsauswirkungen zu berücksichtigen sind.



Schwieriges Fahrwasser

Börsenumfeld wohl erst 2023 deutlich besser

MARKTPERSPEKTIVE

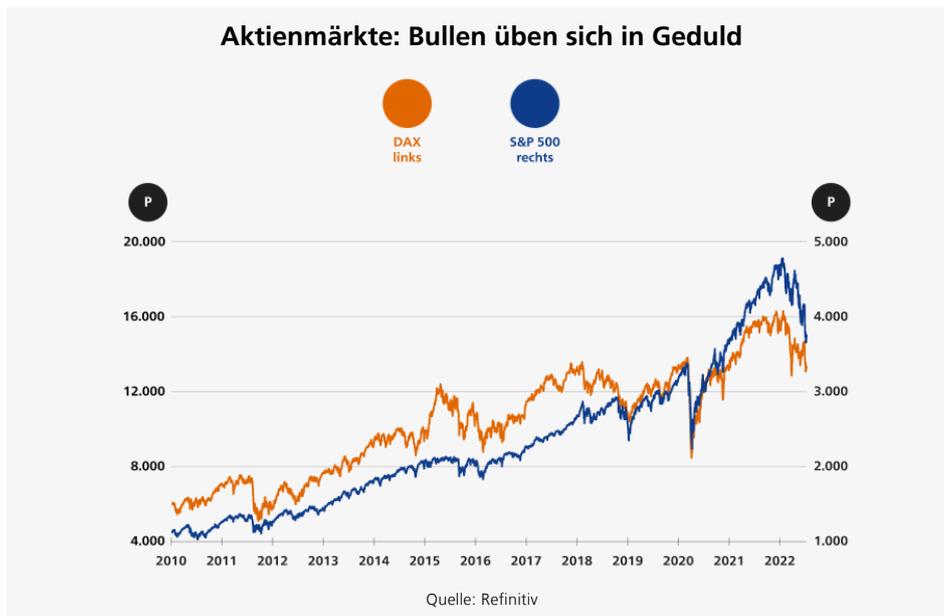
Christoph Müller, Analyst

Steigende Gas- und Strompreise sowie weitere Belastungsfaktoren sind für Unternehmen mit gewaltigen Kosten verbunden. Oftmals werden diese an die Endkunden weitergegeben. Die Folge ist eine hohe Inflation, die wiederum Leitzinserhöhungen nach sich zieht. An den Märkten drohen kurzfristig erneute Rücksetzer, mittelfristig sind wir aber positiv gestimmt.

Nachdem die bedeutenden Aktienindizes im ersten Halbjahr 2022 deutlich nachgegeben hatten und sich ein Bärenmarkt etablierte, setzte in der ersten Juli-Woche eine Erholung ein. Der DAX gewann allein im Juli rund 5,5% hinzu, der S&P 500 sogar 9%. Diese Aufwärtsbewegung dürfte unter anderem auf die Berichtssaison für das zweite Quartal 2022 zurückzuführen gewesen sein. Denn die Ergebnisse der Unternehmen dies- und jenseits des Atlantiks fielen zumeist besser aus als erwartet. Dabei trafen die starken Unternehmenszahlen auf eine pessimistische Anlegerstimmung, was den Effekt wohl noch verstärkte. Doch in der dritten August-Woche wich diese Erholung einer zunehmenden Ernüchterung. Der Grund: An den Märkten gewannen die Inflations- und Rezessionsorgen erneut die Oberhand.

Zahlreiche Belastungsfaktoren

Die Marktteilnehmer befürchten, dass in Deutschland und in anderen Ländern der Eurozone die Inflation nach der jüngsten Konsolidierung wieder steigt. Denn die Gas- und Strompreise kletterten zuletzt weiter und ab Oktober kommt die Gasumlage hinzu. Zwar wird der Preisanstieg durch die angekündigte Mehrwertsteuersenkung auf Gas abgemildert, doch der Anstieg der Verbraucherpreise steht längst auf einer breiten Basis. Preise für industrielle Güter, Lebensmittel und Dienstleistungen verteuern sich, weil sich die Unternehmen aufgrund der zahlreichen Belastungsfaktoren (gestörte Lieferketten, Ukraine-Krieg, Niedrigwasser in den Flüssen, hohe Importpreise) gezwungen sehen, die höheren Kosten an die Verbraucher weiterzugeben. Um die hohe Teuerung wieder „einzufangen“, muss die EZB ihre Leitzinsen voraussichtlich weiter anheben. Auch die Fed wird ihren Zinserhöhungszyklus fortsetzen.



Deutliche Anpassung der Gewinnerwartungen

Die zahlreichen Belastungsfaktoren führten dazu, dass die vom Markt erwarteten Gewinne für die Jahre 2022 bis 2024 bereits deutlich reduziert wurden. Für den DAX erwartet der Markt im Jahr 2022 sogar ein negatives Gewinnwachstum. Aber mittelfristig stellt das trübe Börsenumfeld eine Basis für positive Überraschungen dar. Und daraus ergibt sich Kurspotenzial. Wir tragen dem gedrückten Börsenumfeld Rechnung und revidieren unsere Jahresendprognose für den DAX leicht auf 14.000 Punkte nach unten. Im Laufe des ersten Halbjahres 2023 sehen wir allerdings Spielraum für eine weitere Erholung in Richtung der 15.700-Punkte-Marke. Auslöser dafür könnten sein: das Erreichen des Inflationsgipfels, der mit einer weniger aggressiven Geldpolitik der Fed und der EZB einhergeht, ein verbessertes weltwirtschaftliches Umfeld und/oder eine geopolitische Entspannung im Ukraine-Krieg.

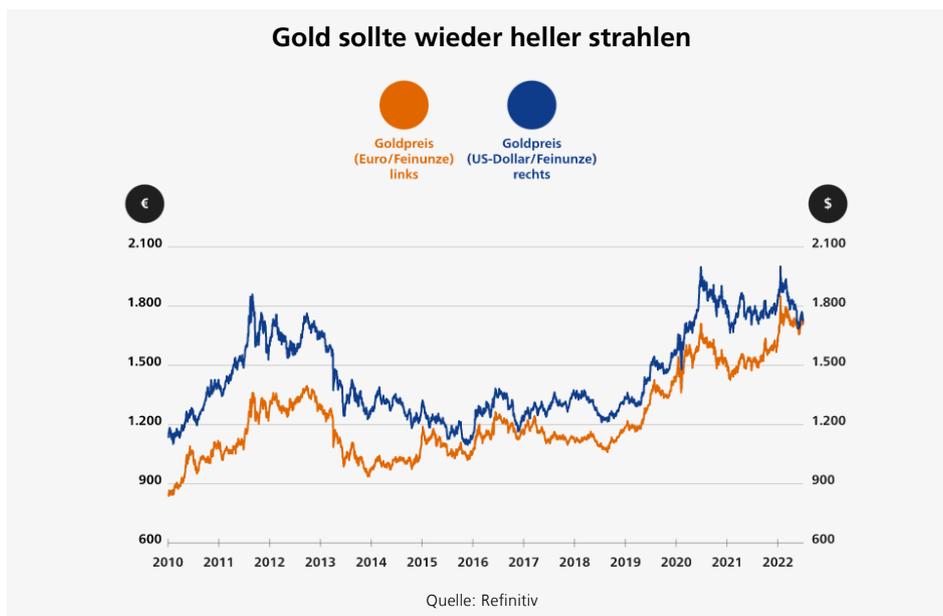
DZ BANK Index-Prognosen

	Index	31.12.2022	30.06.2023
Europa	Euro Stoxx 50	3.850	4.150
Deutschland	DAX	14.000	15.700
USA	S&P 500	4.000	4.200

Quelle: DZ BANK

Dollar-Stärke trübt den Glanz

Der größte Belastungsfaktor für Gold war in den letzten Monaten der sehr starke US-Dollar. Denn im Falle einer Aufwertung des US-Dollars sinkt generell die Nachfrage nach Gold von Anlegern aus dem Nicht-Dollarraum. Eine wahrscheinliche Rezession in den USA zu Jahresbeginn 2023 oder früher hat der Devisenmarkt noch nicht vollumfänglich wahrgenommen. Dafür sind die Krisen außerhalb der USA zu stark im Fokus. So liegt das „Epizentrum“ der Energiekrise in Europa. Obwohl sich Europa in eine „Energie-Falle“ begeben hat, gibt es Auswege, zum Beispiel in Form steigender Flüssiggas-Importe. Bezogen auf die Erdgas-Versorgung ist die Lage nicht ganz so schlecht wie die Stimmung. Dies gilt zumindest, weil auch die Benelux-Staaten und Norwegen Gas liefern und Einsparungen vorgenommen werden.



Mittlerweile gewinnt die Zinswende an Dynamik, jedoch sind die Zinserhöhungserwartungen – zumindest was den Goldpreis betrifft – schon ausreichend eingepreist. Für die vielfältigen (geo-) politischen und konjunkturellen Risiken hingegen dürfte das nicht der Fall sein. Auch die US-Dollar-Stärke scheint nicht in Stein gemeißelt zu sein – sofern die Energiekrise vor allem in Europa nicht weiter deutlich eskaliert. Vor diesem Hintergrund wird Gold gerade auf dem aktuellen Preisniveau wieder interessant für Anleger. Zielrichtung für den Goldpreis ist auf Sicht dreier Monate die 2.000-Dollar-Marke.

DZ BANK Goldpreis-Prognosen

	31.12.2022	30.06.2023
Goldpreis in US-Dollar (je Feinunze)	2.000	1.900
Goldpreis in Euro (je Feinunze)	1.940	1.780

Quelle: DZ BANK



Grüne Geldanlage

Belastet Gutes tun die Renditechancen?

ANLAGESTRATEGIE

Sören Hettler, Analyst

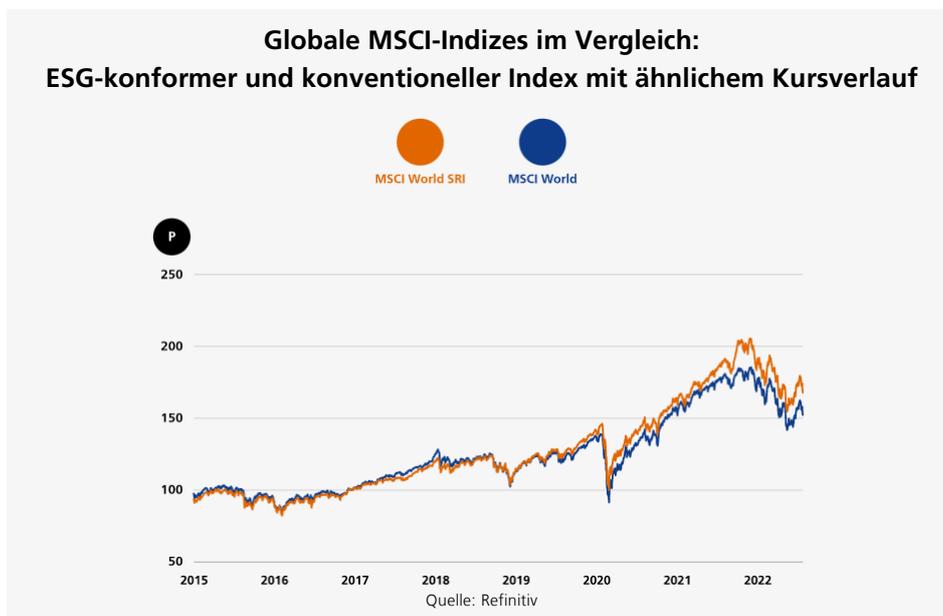
Rekordtemperaturen, Waldbrände und Niedrigwasser hierzulande und in Europa – die Anzahl von Naturkatastrophen nimmt immer weiter zu. Wissenschaftliche Analysen legen nahe, dass ein menschengemachter Klimawandel nicht von der Hand zu weisen ist. Da verwundert es nicht, dass viele Privatanlegerinnen und -anleger mit ihren Investitionen zur Nachhaltigkeit beitragen wollen. Aber wie?

Immer mehr Menschen stellen sich die Frage, wie sie mit dem Geld, das sie anlegen, einen positiven Beitrag für nachfolgende Generationen leisten können. Renditegesichtspunkte spielen zwar weiterhin eine wesentliche Rolle, aber eben nicht (mehr) um jeden Preis. Umweltfragen sind bei der Entscheidungsfindung ebenso relevant wie soziale Aspekte, darunter die Bekämpfung von Kinderarbeit und moderner Sklaverei. Zahlreiche Unternehmen haben auf diese Nachfrageverschiebung reagiert – und mit ihnen die Fonds- und Indexanbieter. Mittlerweile gibt es eine ganze Reihe von Aktiengesellschaften und Fonds, die die sogenannten „ESG“-Kriterien – Umwelt, Soziales und gute Unternehmensführung – weit oben auf die Agenda gesetzt haben.

Breites Spektrum an Anlagemöglichkeiten

Die Aktienmärkte bieten deshalb bereits eine breite Palette an Anlagemöglichkeiten mit ESG-Bezug. Fonds auf global aufgestellte Indizes mit generellem Fokus auf Nachhaltigkeit sind demnach nur die Spitze des Eisbergs. Für Anleger, die vor allem auf Geschlechtergerechtigkeit Wert legen, wurden Indizes aufgelegt, deren Unternehmen ein besonderes Engagement hinsichtlich weiblicher Vorstandsmitglieder und Führungskräfte vorweisen können. Einige Fonds konzentrieren sich auf Firmen, die Innovationen gegen den Klimawandel vorantreiben, und berücksichtigen dabei Aspekte wie die Produktion nachhaltiger Nahrungsmittel und die Wasserversorgung. ESG-Interessierte sind zudem nicht gezwungen, ihr Geld irgendwo in der Welt zu verteilen, sondern können sich auf einzelne Regionen konzentrieren.

Eine strukturell schlechtere Kursentwicklung derartiger Indizes und Fonds im Vergleich zu den allgemeiner aufgestellten Pendanten, nach dem Motto „Gutes tun kostet Geld“, lässt sich für den Aktienmarkt nicht erkennen. Offensichtlich müssen Anleger, die Wert auf ESG-konforme Engagements legen, nicht auf Gewinnchancen verzichten. Vielmehr zeigt sich – und das trotz des Comebacks fossiler Brennstoffe mit enormen Preissteigerungen bei Rohöl und Gas in den vergangenen Monaten – eine teils bessere Entwicklung nachhaltig orientierter Fonds gegenüber breit aufgestellten Aktienfonds. Das legt zumindest die Entwicklung der global bedeutenden MSCI-Indizes nahe. Während der MSCI World SRI (Social Responsible Investment oder gesellschaftlich verantwortungsvolle Anlage) aktuell rund 4% über dem Wert von Mitte vergangenen Jahres liegt, sind es beim breiten Pendant, dem MSCI World, auf Euro-Basis lediglich 3%. Deutlich schlechter sieht die Kursentwicklung der entsprechenden europäischen MSCI-Indizes aus, wobei es dem konventionellen Index ähnlich erging wie dem nachhaltigen: Beide liegen verglichen mit Mitte letzten Jahres rund 15% im Minus.



Für Einzelunternehmen fehlen noch einheitliche Kriterien

Grundsätzlich besteht gerade für risikoaffine Anleger die Möglichkeit, sich einzelne börsennotierte Unternehmen mit besonders positiven ESG-Eigenschaften herauszupicken, denen sie ihr Geld anvertrauen wollen. Dadurch wird es allerdings nicht einfacher, das „richtige“ Engagement zu ermitteln. Ein zentrales Problem: Je nach Auswahl der Kriterien, können die untersuchten Firmen eine unterschiedliche Bewertung erhalten. Erkennbar wird dies beispielsweise an der Einstufung der – gemessen an der Marktkapitalisierung – weltweit 25 größten Unternehmen. Das auf ESG-Kriterien fokussierte Reserachunternehmen Sustainalytics kürt zum Beispiel dieselbe Aktiengesellschaft in puncto Nachhaltigkeit auf Platz eins, die laut der Ratingagentur Standard & Poor lediglich im hinteren Mittelfeld landet. Der Finanzdienstleister MSCI wiederum führt sie in den Top Fünf auf. Dagegen schafft es die von MSCI ermittelte Nummer eins sowohl bei Sustainalytics als auch Standard & Poor’s gerade so unter die besten zehn.

Auch in Deutschland erhalten die ESG-Kriterien große Aufmerksamkeit. Das Nachrichtenmagazin Stern und das Statistikportal Statista haben für das Jahr 2021 die nachhaltigsten Unternehmen Deutschlands gekürt und dafür 2.000 Vertreter unter die Lupe genommen (ausgenommen waren Firmen mit sehr hohen Treibhausgasemissionen und die Rüstungsindustrie). Unter den Top Ten finden sich Versicherungen, ein Pharmakonzern, Telekommunikationsanbieter, aber auch Kraftfahrzeug- und Sportartikelhersteller wieder. Ein direkter Vergleich mit der DAX-Entwicklung offenbart auf Zwölfmonatssicht leichte Vorteile für die laut Untersuchung Top-Drei-Unternehmen. Während der DAX rund 18% im Minus liegt, fielen die Verluste bei den Einzelunternehmen durchweg niedriger aus. In der Fünfjahresbetrachtung ist das Bild schon nicht mehr so klar. Hier liegt der deutsche Leitindex klar im Plus. Die ausgezeichneten Unternehmen

an der Spitze der Rangliste haben hingegen alles zu bieten – sowohl eine Seitwärtsbewegung als auch markante Gewinne und Verluste. Eindeutiger wird das Bild auch dann nicht, wenn Unternehmen aus der zweiten Reihe betrachtet werden. Die drei Aktiengesellschaften unter den letzten fünf Plätzen der ESG-Top-20 haben sowohl für die zurückliegenden zwölf Monate als auch auf Fünfjahressicht markante Gewinne und Verluste zu bieten.

Ein Pluspunkt für die Nachhaltigkeit

Der an Bedeutung gewinnende Wunsch privater Anlegerinnen und Anleger, Nachhaltigkeitsaspekte bei der Investitionsentscheidung zu berücksichtigen, hat in den vergangenen Jahren sichtbare Spuren hinterlassen – sowohl bei börsennotierten Unternehmen als auch bei Index- und Fondsanbietern und nicht zuletzt an den Aktienmärkten insgesamt. Ein klares Muster bei der Kursentwicklung lässt sich dabei aber nicht erkennen. ESG-Indizes haben beispielsweise im vergangenen Jahr weder grundsätzlich besser noch schlechter abgeschnitten als ihre breiter aufgestellten Pendanten. Ähnlich sieht es bei den Einzelunternehmen aus. Demnach ist ein hohes Nachhaltigkeitsrating zwar keine Garantie für übermäßige Kurssteigerungen, aber es geht auch nicht zwingend ein Abschlag damit einher. Die bekannten Risiken und Chancen, die sich aus der konventionellen Aktienanlage ergeben, gelten demnach auch für das nachhaltigkeitsorientierte Segment. Unter dem Strich können ESG-konforme Anleger aber eines ganz sicher auf der Haben-seite verbuchen: Sie leisten mit ihrem Engagement einen positiven Beitrag zur Nachhaltigkeit.



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Torsten Hähn, Analyst

Der EESG-Ansatz des DZ BANK Research gibt Antworten auf die Frage, ob ein Wertpapieremittent als nachhaltig anzusehen ist oder nicht. Wohl wissend, dass es bei diesem Thema aufgrund vieler Sichtweisen oft diskutierbare Resultate gibt, integriert der Ansatz durch ein mehrstufiges Verfahren diverse Perspektiven der Nachhaltigkeit und liefert so eine Orientierung für entsprechend ausgerichtete Anleger.

Das Thema Nachhaltigkeit hat in den vergangenen Jahren auch in der Finanzbranche immer mehr an Bedeutung gewonnen. Anleger, Medien und Regulatoren zeigen zunehmendes Interesse an der Materie. Damit rückt zwangsläufig die Frage in den Vordergrund, welcher Wertpapieremittent denn nun als nachhaltig anzusehen ist und für wen das nicht zutrifft. Zwei Aspekte sind hier nach unserer Auffassung festzuhalten. Erstens gibt es für die Beurteilung der Nachhaltigkeit nicht die eine Sichtweise oder den einen Maßstab. Auch wenn sich sehr allmählich einheitliche Definitionen in Rahmenwerken wie der EU-Taxonomie abbilden, so decken diese Rahmen die Vielschichtigkeit des Themas nicht komplett ab. Die Ergebnisse einer Nachhaltigkeitsbeurteilung können somit in vielen Punkten lebhaft diskutiert werden. Zweitens ist festzuhalten, dass es aus unserer Sicht nicht den nachhaltigen Emittenten gibt, hinter dem sich alle anderen einreihen. So gibt es zum Beispiel kein Unternehmen ohne jeglichen Emissions-Fußabdruck. Somit folgt unser Ansatz der Nachhaltigkeitsbeurteilung – auch wenn es einige absolute Ausschlusskriterien gibt – einem relativen Konzept. Dieses gewährt in einer Branche den „Klassenbesten“ den Zutritt zum Kreis nachhaltiger Emittenten und schließt dabei im Prinzip keine Branche von vornherein aus.

Ein Scoring-Modell mit relativem Ansatz

Die Beurteilung innerhalb des EESG-Modells vollzieht sich grundsätzlich in mehreren Schritten. Zunächst erfolgt die Bewertung der drei klassischen Nachhaltigkeitsdimensionen E (Ökologie), S (Soziales) und G (Unternehmensführung). Danach wird ein ökonomischer Faktor in die Beurteilung integriert. Schließlich findet eine Prüfung auf Ausschlüsse und Kontroversen statt.

Die Beurteilung der traditionellen Nachhaltigkeitsdimensionen E, S und G geschieht mittels eines Scoring-Modells. Das heißt, es werden Indikatoren gebildet, die beurteilt und dann gemäß ihrer vordefinierten Gewichtung zusammengesetzt werden. Im Modell sind dies 14 sogenannte Kernindikatoren, die sich aus über 50 Subindikatoren zusammensetzen. Ein Beispiel: Ein Kernindikator im Bereich Unternehmensführung ist der Punkt „Leitung und Lenkung“, in den Subindikatoren einfließen wie „Unabhängigkeit und Diversität der Leitungsgremien“ und „Transparenz über die Vergütung der Leitungsgremien“. Während die Auswahl und Gewichtung der Kern- und Subindikatoren im DZ BANK Research erfolgt, werden die zur Beurteilung erforderlichen Rohdatenpunkte von unserem Kooperationspartner Sustainalytics zugeliefert. Sustainalytics ist ein etablierter Anbieter im Bereich von kapitalmarktnahen Nachhaltigkeitsdiensten. Aus den gewichteten E-, S- und G-Scores ergibt sich als erstes Zwischenergebnis der ESG-Score, der zwischen 0 und 80 Punkten liegen kann, wobei ein höherer Wert im Modell eine höhere Nachhaltigkeit anzeigt.

Im nächsten Schritt erfolgt dann die Integration des sogenannten Ökonomischen Faktors, der im Modell mit „E“ für Economic abgekürzt wird. Der Ansatz, eine ökonomische Nachhaltigkeitsebene in das Modell aufzunehmen, entspringt dem Gedanken, dass weder die eher neue ESG-Analyse noch die klassische Fundamentalanalyse für sich ein komplettes Bild über die Nachhaltigkeit eines Emittenten liefern – wenn hierunter auch Aspekte wirtschaftlicher Dauerhaftigkeit verstanden werden. Dieses ökonomische „E“ soll somit eine Indikation über die ökonomische Fitness oder Dynamik eines Emittenten liefern. Aus der Kombination der vier Nachhaltigkeitsdimensionen resultiert der Name EESG-Modell. Der Ökonomische Faktor wird stark automatisiert über Bloomberg-Daten ermittelt und liegt in der Ausprägung zwischen 0,75 und 1,25. Ein Wert von 0,75 suggeriert laut Modell eine schwächere ökonomische Robustheit, ein Wert von 1,25 eine tendenziell hohe wirtschaftliche Fitness. Um vom ESG-Score zum EESG-Score zu gelangen, wird der ESG-Score (0 bis 80 Punkte) mit dem Ökonomischen Faktor (0,75 bis 1,25) multipliziert. Im Idealfall ergibt sich hieraus ein Wert von 100 Punkten – die bestmögliche Ausprägung des EESG-Scores im Modell.

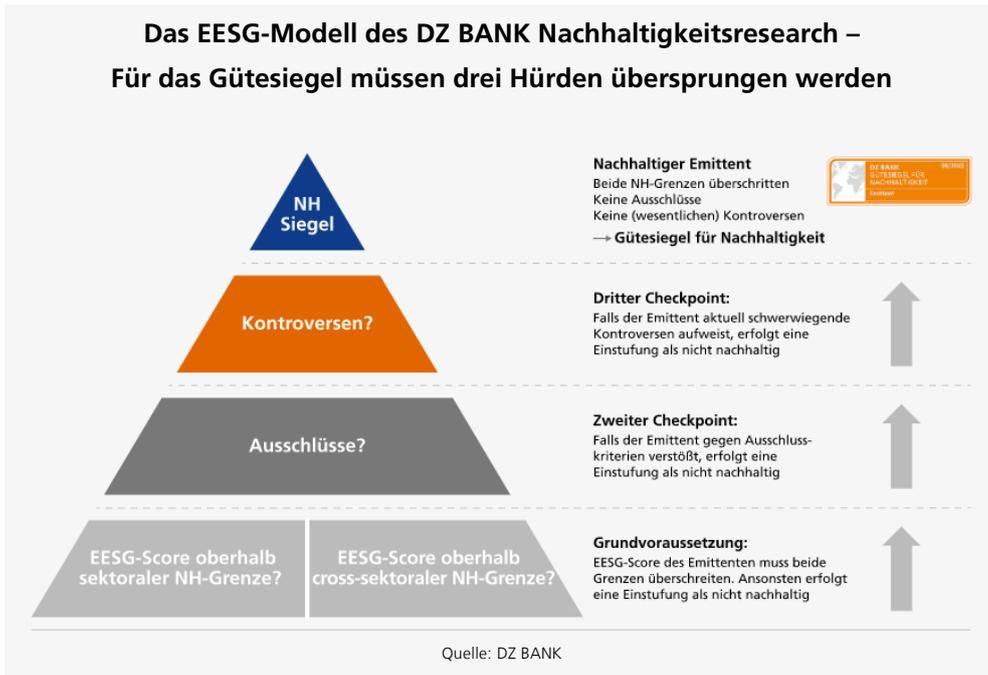
Reputationsrisiken im Depot vermeiden: Prüfung auf Ausschlüsse und Kontroversen

Die Höhe des EESG-Scores allein sagt noch nicht aus, ob ein Emittent nun als nachhaltig oder nicht nachhaltig einzustufen ist. Damit der geschilderte relative Charakter des Modells zum Tragen kommt, wird an dieser Stelle mit zwei Nachhaltigkeitsgrenzen gearbeitet. Diese berechnen sich auf der Basis der EESG-Scores. Die sektorale Nachhaltigkeitsgrenze wird als Durchschnitt aller EESG-Scores einer Branche ermittelt. Die cross-sektorale Grenze wird als Durchschnitt aller betrachteten Emittenten berechnet. Die Grenzen stellen sicher, dass immer nur die oberen 50% einer Branche als nachhaltig eingestuft werden, sofern gleichzeitig ein Wert vorliegt, welcher besser als der Durchschnitt des Gesamtuniversums ist. Ein Emittent muss mit seinem EESG-Score beide Grenzen übersteigen, um als nachhaltig eingestuft werden zu können.

Allerdings reicht das Übersteigen der Nachhaltigkeitsgrenzen noch nicht aus, um als nachhaltig eingestuft zu werden. Zusätzlich erfolgt noch die Prüfung auf Ausschlüsse und schwerwiegende ESG-Kontroversen. Zunächst der Blick auf die Ausschlüsse: Im EESG-Modell wird zwischen harten und weichen Ausschlüssen unterschieden. Harte Ausschlüsse bestehen in Verstößen gegen die Prinzipien des UN Global Compact. Darunter fallen beispielsweise Verletzungen elementarer Menschen- und Arbeitnehmerrechte. Ein weicher Ausschluss kommt zum Tragen, wenn bei einem Emittenten die Schwelle beim Produktions- oder Umsatzanteil kritischer Güter überschritten wird. Standardmäßig liegt diese Schwelle bei 10% und betrifft Güter wie Tabakwaren, Rüstungsgüter, Alkohol, Atomenergie oder Kohle. ESG-Kontroversen sind weniger scharf abzugrenzen und können – einfach gesprochen – immer dann schlagend werden, wenn ein Emittent in der Produktion oder dem Vertrieb seiner Güter und Dienstleistungen einzelnen Kunden oder der Gesellschaft im Allgemeinen schadet. Emittenten, bei denen harte oder weiche Ausschlüsse vorliegen oder die schwerwiegende ESG-Kontroversen aufweisen, werden in unserem Ansatz als nicht nachhaltig deklariert.

EESG-Gütesiegel bietet Orientierung

Emittenten, die in der relativen Betrachtung durch das EESG-Modell ausreichend hohe Scores erzielen, die keinen Ausschlüssen unterliegen und keine schweren ESG-Kontroversen aufweisen, werden durch das DZ BANK Research als nachhaltig klassifiziert und erhalten das DZ BANK Gütesiegel für Nachhaltigkeit. Dieses Gütesiegel ist eine Variante, um Investoren bei der Anlage in Richtung Nachhaltigkeit einen Impuls und eine Orientierung zu geben.





MUSTERPORTFOLIO

Christoph Müller & Thorsten Wenzel, Analysten

Hier stellen wir Ihnen Musterportfolios des DZ BANK Research vor. Diese sind rein virtueller Natur und können nur als allgemeine Leitfäden dienen. Sie enthalten keine persönlichen Anlageempfehlungen für den Leser.

DZ BANK Musterportfolio – anlageklassenübergreifend

Autor: Christoph Müller, Analyst, 7. September 2022

Das anlageklassenübergreifende „DZ BANK Musterportfolio“ ist ein virtuelles Musterportfolio, das sich aus den Anlageklassen Aktien, Anleihen sowie Rohstoffwerte zusammensetzt und je nach den wirtschaftlichen, politischen und gesellschaftlichen Rahmenbedingungen dieser Anlageklassen angepasst wird.

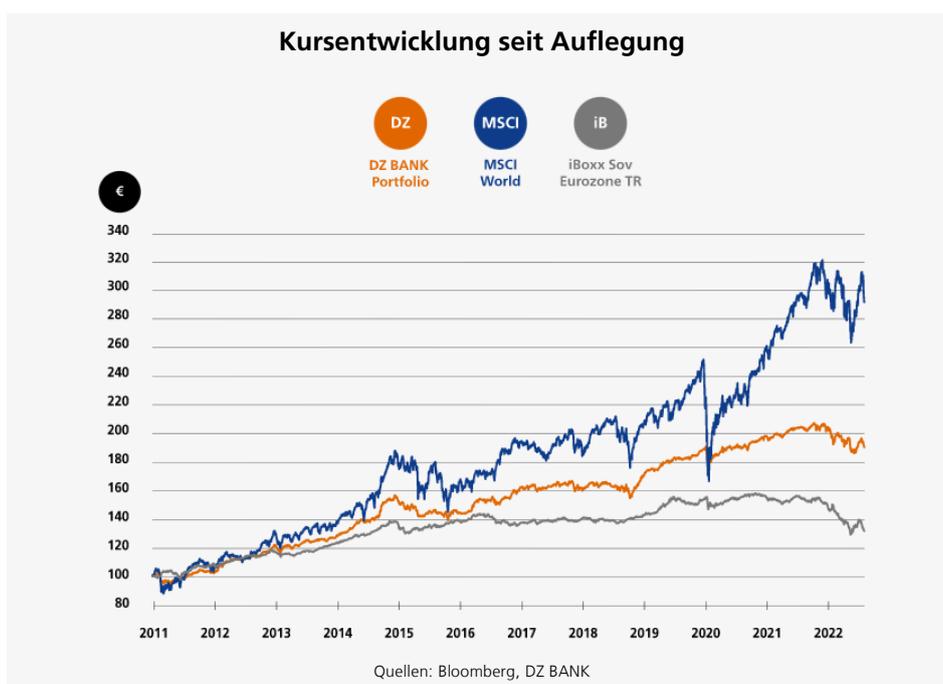
Dieses „DZ BANK Musterportfolio“ beruht auf zwei Arbeitsschritten:

Im ersten Schritt werden sämtliche Ergebnisse der verschiedenen Researchabteilungen zusammengeführt. Aus den daraus resultierenden Erkenntnissen zur volkswirtschaftlichen Entwicklung sowie zu den Renten-, Aktien- und Rohstoffmärkten wird dann eine anlageklassenübergreifende Einschätzung erarbeitet. Im zweiten Schritt entwickeln unsere Anlagestrategen auf Basis dieser aggregierten Ergebnisse eine strategische Asset-Allocation, also die Aufteilung eines Vermögens auf unterschiedliche Anlageklassen, vorzugsweise Aktien und Anleihen – immer unter der Berücksichtigung politischer und volkswirtschaftlicher Rahmenbedingungen.

Unser anlageklassenorientiertes DZ BANK Musterportfolio ist kurz- bis mittelfristig orientiert. Dabei streben wir eine virtuelle Jahresperformance von 4% bis 5% an. Diese Zielgröße basiert auf dem Total-Return-Ansatz also darauf, eine möglichst positive Rendite zu erzielen, damit selbst im ungünstigsten Fall das investierte Kapital erhalten bleibt. In Phasen gut laufender Aktienmärkte erscheint dieses Performanceziel erreichbar. Sollten sich die Aktienmärkte schwächer entwickeln, bleibt es unser Ziel, einen positiven virtuellen Portfolioertrag über den gesamten Konjunkturzyklus und alle Anlageklassen hinweg zu erreichen. Einzelne Jahre mit negativer Performance sind jedoch nicht auszuschließen.

Das Jahr 2022 ist bislang von einem unsicheren Umfeld geprägt. Die Inflation im Euroraum bewegte sich im August auf einem neuen Rekordniveau und könnte in den kommenden Monaten sogar weiter zulegen. Der Teuerungsdruck fußt nicht nur auf den Energiepreisen, sondern steht auf einer breiten Basis, sodass sich hierzulande die EZB gezwungen sieht, ihren im Juli 2022 eingeschlagenen Zinserhöhungspfad weiterzugehen. Infolge der sich zuletzt am Markt verstärkten Zinserhöhungserwartungen sind die Kurse an den Anleihemärkten sichtbar unter Druck geraten und die Bond-Renditen gestiegen. Beispielsweise notierte die Rendite einer Bundesanleihe mit einer Laufzeit von zehn Jahren Ende August nun bei rund 1,50%, nach minus 0,10% noch zu Jahresbeginn 2022. Nicht nur an den Anleihemärkten, sondern auch an den Aktienmärkten hinterließen die entfalteten Zinsängste ihre Bremsspuren: Steigende Zinsen beziehungsweise Renditen verteuern die Refinanzierungskosten der Unternehmen. Diese sehen sich ohnehin einem zunehmend schwierigeren konjunkturellen Umfeld gegenüber: Der nun schon seit über sechs Monaten anhaltende Ukraine-Krieg, die hohe Inflation, weiterhin gestresste Lieferketten sowie die Dürre in Europa und die in China stringent verfolgte Null-Covid-Strategie füllen die lange Liste an Belastungsfaktoren. Eine Rezession im Euroraum und in den USA lässt sich in den kommenden Quartalen somit wohl nicht vermeiden. Vor diesem Hintergrund werden die Unternehmensgewinne und -schätzungen der Analysten für 2022 nach unten revidiert und schwächer ausfallen als noch zu Jahresbeginn 2022 prognostiziert.

In Anbetracht dieses angespannten Markt- und Konjunkturmehls und der spürbaren Kursverluste über diverse Anlageklassen hinweg überrascht es nicht, dass die Performance des DZ BANK Portfolios für das Jahr 2022 aktuell negativ ausfällt. Im Zeitraum Januar bis Anfang September 2022 steht ein Minus von rund 7% zu Buche. Erfreulich ist in diesem Zusammenhang, dass die Verluste durch die breite Diversifikation und die insgesamt umsichtige Ausrichtung begrenzt werden konnten (die Aktienquote beträgt 41%, der Anteil an Anleihen 24%, die restlichen 35% entfallen auf die Kasse). So verlor beispielsweise der MSCI World seit Jahresbeginn 2022 auf Euro-Basis etwa 8%. Auch der Anleiheindex iBoxx Sovereign Eurozone TR hat mit minus 13,3% gelitten. Längerfristig, das heißt seit der Auflegung im Juni 2011, bleibt die Performance des DZ BANK Portfolios mit 90% weiterhin sehr gut. Vor diesem Hintergrund und angesichts der insgesamt unsicheren Rahmenbedingungen haben wir die Gewichte im virtuellen DZ BANK Musterportfolio gegenüber der Juni-Ausgabe des Friedrichs unverändert belassen.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 7. September 2022

Das virtuelle „Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global“ betrachtet lediglich das Aktienuniversum der DZ BANK.

Die fundamentale Aktienanalyse versucht den fairen Wert* von börsennotierten Unternehmen beziehungsweise deren Aktien zu ermitteln und dabei gegebenenfalls Über- oder Unterbewertung zu identifizieren. Sie basiert auf betriebswirtschaftlichen Daten und dem ökonomischen Umfeld des Unternehmens. In die Analyse einbezogen werden daher neben dem betreffenden börsennotierten Unternehmen insbesondere das makroökonomische Umfeld und das Branchenumfeld. Das DZ BANK Research analysiert etwa 300 Aktien (Coverage-Universum), die in deutschen, europäischen und internationalen Indizes geführt werden. Die aus der Analyse folgenden Einschätzungen der Analysten (fairer Wert, Anlageurteil) werden jeweils in separaten Publikationen fachlich und unabhängig begründet. Die Analysen zu einzelnen Aktien sind Prognosen mit dem entsprechenden Maß an Unsicherheit. Bei Investments in ein Portfolio von Aktien erfolgt eine Diversifikation, das heißt das Risiko für den Anleger wird relativ geringer.

Vor diesem Hintergrund stellen wir, basierend auf diesen Analysen und Einschätzungen der Analysten, die DZ BANK Aktienideen Global als ein virtuelles Musterportfolio zusammen. Das gedachte Portfolio setzt sich stets aus 15 bis 25 Aktien aus dem Coverage-Universum der DZ BANK zusammen. Ausnahmsweise kann auch gezielt eine Kasseposition gehalten werden, um erwartete Wertverluste zu begrenzen.

Das Anlageurteil für die in den DZ BANK Aktienideen Global enthaltenen Aktien lautet „Kaufen“. Das Portfolio enthält regelmäßig einen hohen Anteil deutscher Aktien einschließlich MidCaps. Bei internationalen Aktien werden ausschließlich LargeCaps aufgenommen. Die virtuellen Positionen im Musterportfolio haben in der Regel einen Zeithorizont von sechs bis zwölf Monaten. In dieser Publikation werden die aktuell in dem DZ BANK Aktienideen Global Musterportfolio enthaltenen Aktien nur dargestellt. Aktualisierungen der jeweiligen Anlageempfehlungen erfolgen in dieser Publikation nicht.

**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs vom Fair Value ab, tendiert aber zu diesem hin.“*

**Zum 7. September 2022 setzt sich das DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global
wie folgt zusammen:**

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
freenet	15.08.2022	150	22,84	21,56	-5,6%
Hannover Rück	20.04.2022	23	148,80	151,90	+5,9% (inkl. Dividende)
K+S	28.06.2022	133	24,13	21,99	-8,9%
Munich Re	10.05.2022	15	217,00	247,70	+14,1%
Porsche SE VzA	25.02.2022	40	91,40	69,30	-21,4% (inkl. Dividende)
RWE StA	30.12.2021	111	35,72	38,32	+9,8% (inkl. Dividende)
AbbVie	20.04.2022	24	144,90	139,90	-2,5% (inkl. Dividende)
Alphabet	07.04.2022	20	125,00	108,96	-12,8%
American Express	19.04.2022	20	172,04	150,92	-12,0% (inkl. Dividende)
ASML	28.01.2022	7	566,10	478,60	-14,6% (inkl. Dividende)
BT Group	30.12.2021	2.040	1,96	1,66	-12,0% (inkl. Dividende)
Capgemini	01.09.2022	19	170,15	174,85	+2,8%
General Motors	30.12.2021	79	50,52	38,67	-23,3% (inkl. Dividende)
Gilead Sciences	20.04.2022	60	58,52	63,90	+10,4% (inkl. Dividende)
Microsoft	30.12.2021	13	302,35	258,30	-14,0% (inkl. Dividende)
Raytheon Technologies	05.05.2022	37	91,20	88,00	-2,3% (inkl. Dividende)
Safran	18.07.2022	30	104,28	101,14	-3,0%
Schneider Electric	30.12.2021	23	172,84	118,58	-29,7% (inkl. Dividende)
Shell	06.05.2022	124	26,87	26,88	+1,8% (inkl. Dividende)
TotalEnergies	30.12.2021	89	44,90	51,71	+19,6% (inkl. Dividende)
Veolia Environnement	06.04.2022	128	27,83	21,83	-18,0% (inkl. Dividende)
Vodafone Group	26.01.2022	2.542	1,49	1,34	-7,1% (inkl. Dividende)
Walt Disney	25.03.2022	28	126,04	110,54	-12,3%

Stand: 7. September 2022
Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Beginn dieses Jahres bis zum 6. September 2022 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertverlust von 18,6% verbucht und damit besser performed als der DAX (minus 19,0%), aber schlechter als der Stoxx Europe 50 Gross Return (minus 5,7%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit minus 7,2%. Dass sich diese virtuelle Performance auch in die Zukunft fortschreiben lässt, ist natürlich in keiner Weise gewährleistet. Das Musterportfolio berücksichtigt zudem keine Kosten, Gebühren, Provisionen oder spätere Steuern konkreter Portfolioinvestitionen.

DZ BANK Aktienideen Global – Kursentwicklung seit Auflegung



Hinweise

1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.

2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.

3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

Zu den Details eventuell genannter Anlageempfehlungen, insbesondere auch zu den jeweils offenzulegenden Interessenkonflikten zu Emittenten, verweisen wir auf die jeweils aktuelle Research-Publikation zu diesen Emittenten sowie unsere Webseite www.dzbank.de/Pflichtangaben.



Rettungsanker LNG

Wie die deutsche Energiesouveränität wiederhergestellt werden soll

WUSSTEN SIE SCHON?

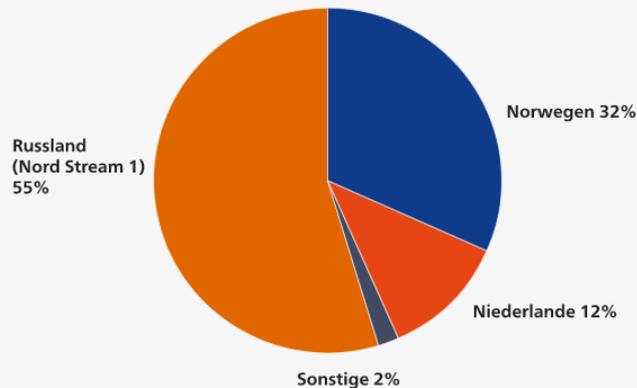
Werner Eisenmann & Peter Spengler & Gabor Vogel, Analysten

Mit Hochdruck arbeitet die Bundesregierung daran, Deutschland von russischen Erdgasimporten unabhängig zu machen. Kernziele der Kampagne sind – neben dem Vorhalten gesetzlicher Erdgasspeicherreserven – schnell eine eigene schwimmende Flüssiggas-Infrastruktur (LNG - Liquefied Natural Gas) aufzubauen und LNG-Kapazitäten zuzukaufen.

Der russische Angriff auf die Ukraine Ende Februar 2022 erfordert ein strategisches Umdenken in Deutschland. Im Nachhinein erscheint die angenommene Win-win-Situation, dass das rohstoffreiche Russland das hochindustrialisierte Deutschland mit Erdgas, Erdöl, Kohle und anderen Rohstoffen versorgt, ohne diese Abhängigkeit auszunutzen, naiv. Deutschlands Energieversorgung war bis zu diesem Zeitpunkt in hohem Maße von Russland abhängig: Rund 55% aller Erdgaslieferungen, die Hälfte der Kohle und 35% des Erdölbedarfs kamen aus Russland (Basisjahr 2021). Bis Anfang 2021 schienen die Bedingungen ideal: Deutschland verfügt nur über geringe Erdgas- und Erdölreserven. Aufgrund der nördlichen Lage und der hohen Industriedichte benötigt das Land aber das im Vergleich zu Öl und Kohle relativ emissionsarme Erdgas, um Gebäude zu beheizen, Strom zu erzeugen und zur petrochemischen Produktion. Zudem liegt Deutschland noch in günstiger Pipeline-Reichweite zu den russischen Erdgasfeldern in Westsibirien. Weitere Gasimporte kamen 2021 nahezu ausschließlich aus Norwegen (32%) und den Niederlanden (12%). In den letzten Jahren waren die Liefermengen aus beiden Ländern nach Deutschland weitgehend konstant, wurden angesichts der aktuell äußerst angespannten Situation am europäischen Gasmarkt aber deutlich erhöht.

Auch in Deutschland, vor allem in Niedersachsen, produzieren mehrere Unternehmen jährlich insgesamt rund 5 Milliarden Kubikmeter Erdgas (2021: 5,2 Milliarden Kubikmeter). Nach dem Angriff Russlands auf die Ukraine hat sich Niedersachsen außerdem dafür ausgesprochen, Erdgas am Rande des Wattenmeers im Grenzgebiet zu den Niederlanden zu fördern. Sowohl die gesteigerten Erdgasimporte aus Norwegen und den Benelux-Ländern (Niederlande und Belgien) als auch die eigene Förderung von Erdgas sind allerdings nur eine kurzfristige Alternative zum russischen Erdgas.

Russland dominierte 2021 die deutschen Erdgasimporte



Quelle: DZ BANK Schätzungen

LNG heißt das Zauberwort

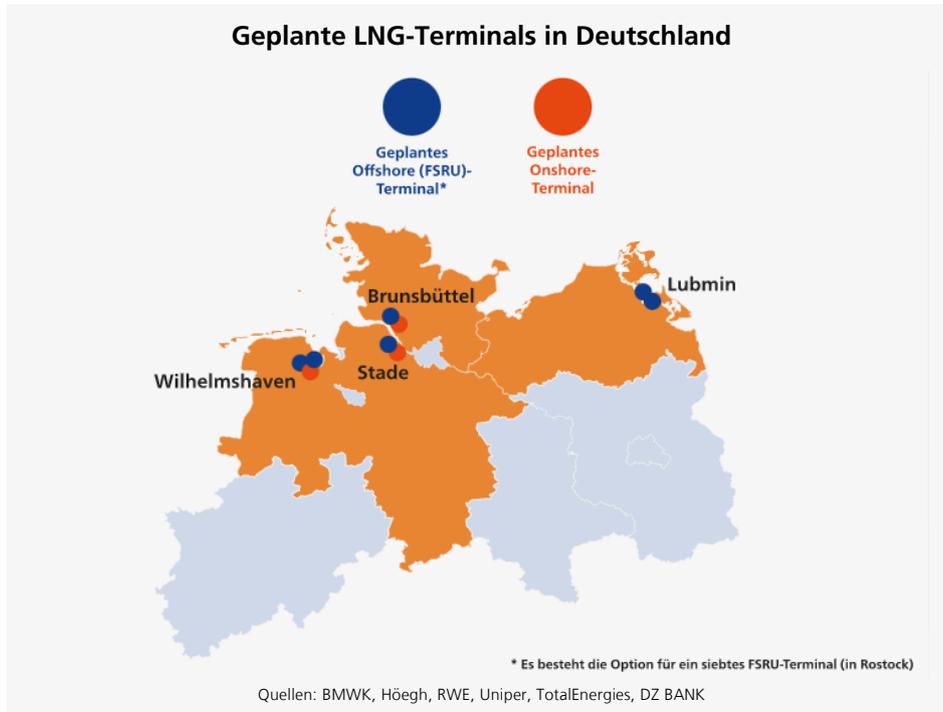
Mittel- und langfristig soll der Import von Flüssiggas die Versorgungslücke schließen. Doch bevor Erdgas in flüssiger Form transportiert werden kann, ist ein aufwendiger Prozess notwendig. Denn im gasförmigen Zustand enthält Erdgas in der Regel eine Mischung aus Methan, Ethan, Propan sowie Kohlendioxid, Stickstoff, Wasserdampf und eine Reihe anderer unerwünschter Bestandteile. Diese müssen entfernt und die schwereren Kohlenwasserstoffe (Ethan und Propan) abgetrennt werden. Um Erdgas zu verflüssigen, muss es auf seine spezifische kryogene, also unter dem Siedepunkt liegende Temperatur von minus 161 °C bis minus 164 °C abgekühlt werden. Dann nimmt „Erdgas“ (bei Atmosphärendruck) nur 1/600 seines ursprünglichen Volumens ein und lässt sich so nicht nur wirtschaftlicher und praktischer lagern, sondern auch besser über große Entfernungen transportieren. Die LNG-Transportkette besteht im Wesentlichen aus drei Segmenten: der Erdgasverflüssigungsanlage im Erdgas-Exportland (Onshore/an Land oder Offshore/vor der Küste, auf See), LNG-Tankern (mit Kapazitäten von 143.000 bis 266.000 Kubikmetern Flüssiggas pro Schiff) und Regasifizierungsanlagen (On- oder Offshore) mit Anschluss an das Erdgaspipeline-system im Importland.

Spezialschiffe – die schnelle Alternative zu Onshore-Terminals

Im Gegensatz zu fast allen anderen Ländern Europas hat es Deutschland in den vergangenen Jahren versäumt, eine Infrastruktur für den LNG-Import aufzubauen. Im günstigsten Fall wird das erste LNG-Terminal Ende 2024 in Brunsbüttel an Land (Onshore) zur Verfügung stehen.

Für den Übergang hat die Bundesregierung bereits im Frühjahr in ihrem Namen vier schwimmende LNG-Terminals (Offshore) gemietet. Dabei handelt es sich um schwimmende Speicher- und Regasifizierungseinheiten, sogenannte Floating Storage Regasification Units (kurz FSRUs). Auf diesen Spezialschiffen kann LNG regasifiziert werden, um dann ins Gasnetz eingespeist zu werden. Die Kosten für die vier FSRUs betragen insgesamt 2,94 Mrd. Euro für zehn Jahre. Zwei dieser FSRU-Schiffe werden von der norwegischen Reederei Høegh gemietet, zwei weitere von der griechischen Reederei Dynagas. Die vier FSRUs gehören zu den größten und modernsten LNG-Spezialschiffen der Welt. Die Kapazität pro Schiff beträgt 170.000 bis 174.000 Kubikmeter Flüssiggas und die jährliche maximale Kapazität je 5 Milliarden bis 7,5 Milliarden Kubikmeter Erdgas. Dabei liegt die realistische Auslastung gemäß unserer Schätzung bei 4 Milliarden Kubikmeter. Jeweils ein FSRU-Schiff wird in Wilhelmshaven, Stade, Brunsbüttel und Lubmin platziert. Die FSRUs in Brunsbüttel und Wilhelmshaven sollen laut Angaben des Bundesministeriums für Wirtschaft und Klimaschutz (BMWK) bereits zum Jahreswechsel 2022/23 in Betrieb gehen. Zusätzlich wird TotalEnergies ein eigenes Spezialschiff in Lubmin zur Verfügung stellen. Außerdem hat das BMWK am 1. September bekannt gegeben, ein fünftes FSRU gechartert zu haben, das im Winter 2023/24 – ebenfalls in Wilhelmshaven – den Betrieb aufnehmen soll.

Wir gehen davon aus, dass das erste Onshore-LNG-Terminal ab dem vierten Quartal 2024 in Brunsbüttel betriebsbereit sein wird. Ein Jahr später – im vierten Quartal 2025 – soll dann das LNG-Terminal in Wilhelmshaven den Betrieb aufnehmen, gefolgt von Stade ab 2026. Beim Anlagenbau dieser Terminals wird außerdem der zukünftige Import von (grünem) Wasserstoff beziehungsweise Wasserstoffderivaten von Beginn an berücksichtigt.



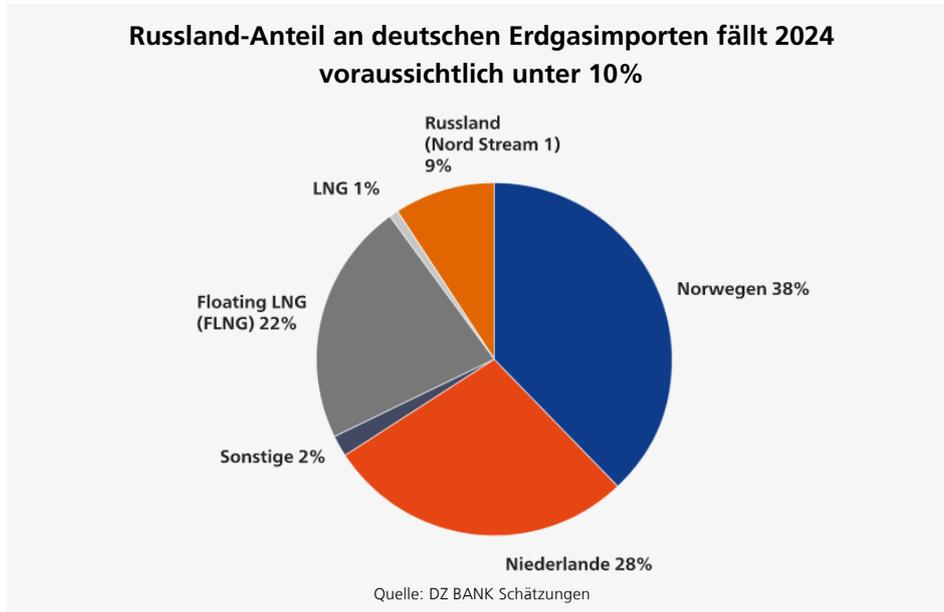
LNG-Versorgung soll breit diversifiziert werden

Aktuell bemüht sich das Bundeswirtschaftsministerium, freie LNG-Kapazitäten für Deutschland zu sichern. Eine schwierige Aufgabe, da nahezu alle verfügbaren Kapazitäten bereits langfristig nach Europa und Asien verkauft sind, vor allem nach China, Japan, Südkorea, Indien und Taiwan. In Europa sind die größten Importländer Spanien, Frankreich und Großbritannien. Wir gehen davon aus, dass Deutschland zu Beginn vor allem Flüssiggas aus den USA und Norwegen beziehen kann. Ab den Jahren 2025 und 2026 können niedrige einstellige Prozentanteile der LNG-Liefermengen aus Katar und Kanada dazukommen. Als LNG-Exportländer der Zukunft sehen wir Algerien, Angola, Israel, die Republik Kongo und Nigeria. Die deutsche Bundesregierung wird anstreben, die LNG-Versorgung möglichst breit zu diversifizieren und sie so weit wie möglich auf befreundete und verbündete Staaten zu beschränken. Auch die Entfernung spielt eine Rolle hinsichtlich Zeit, Transportkosten und LNG-Verbrauch als Treibstoff. So dauert eine Schiffsreise aus Hammerfest in Nordnorwegen nach Wilhelmshaven nur drei bis vier Tage, aus New Brunswick in Nordostkanada neun bis zehn Tage, aus Texas in den Vereinigten Staaten (Golf von Mexiko) 16 bis 17 Tage und aus Katar schon 20 bis 21 Tage.

Zurück zur deutschen Energiesouveränität bis Ende 2023

In unseren Schätzungen gehen wir davon aus, dass die geplanten LNG-Terminals und Pipelines im Zeitplan liegen und dass ausreichend LNG zur Verfügung steht, um den deutschen Importbedarf zu decken. Unsere Schätzungen basieren auf einer jährlichen Auslastung der geplanten deutschen Terminal-Kapazitäten in Höhe von 80%. Unter diesen Annahmen prognostizieren wir, dass im Jahr 2023 bereits 16 Milliarden Kubikmeter Erdgas (LNG) importiert werden können. Damit dürfte die Prognose der deutschen Bundesregierung für das Jahr 2023 leicht übertroffen werden, vor allem aufgrund des zusätzlichen FSRU-Schiffs von TotalEnergies. Vorausgesetzt, die Niederlande und Norwegen könnten auch 2023 ihre hohen Gasliefermengen beibehalten, die LNG-Importe liefen nach Plan, die Gasspeicher wären zu 90% gefüllt und der

deutscher Gasbedarf würde ab 2022 um 10% gegenüber dem Basisjahr 2021 sinken, dann könnte bereits Ende 2023 das Ziel einer weitgehenden Unabhängigkeit von russischem Gas erreicht werden. Zwar unterliegen diese optimistischen Prognosen einer hohen Unsicherheit, aber das Ziel ist erreichbar.





WAS IST EIGENTLICH?

Christian Reicherter, Analyst

Vom Klimawandel geht eine erhebliche Bedrohung für die Wirtschaft aus. Die EZB will sich mit ihrer überarbeiteten geldpolitischen Strategie im Rahmen ihres Mandats stärker für die Klimaziele engagieren. Das ist grundsätzlich begrüßenswert. Doch sind geld- und klimapolitische Ziele überhaupt vereinbar?

Grüne Geldpolitik meint grundsätzlich die Idee, dass eine Notenbank im Rahmen ihrer Geldpolitik Klimaaspekte berücksichtigt und – soweit es im Einklang mit ihrem Mandat steht – Maßnahmen zum Erreichen der Klimaziele unterstützt. Marktseitig gibt es durchaus kritische Stimmen hinsichtlich der Bestrebungen der Notenbank in Richtung einer grüneren Geldpolitik. Unter anderem steht die Frage im Raum, inwieweit dieses Engagement vom eigentlichen EZB-Mandat zur „Wahrung der Preisniveaustabilität“ gedeckt ist. Die Notenbank-Oberen verweisen in diesem Zusammenhang darauf, dass Klimaveränderungen sich unmittelbar auf die Inflationsentwicklung auswirken können. Naturkatastrophen infolge der Erderwärmung könnten zu Missernten führen und steigende Nahrungsmittelpreise nach sich ziehen. Zudem ist es vorstellbar, dass extreme Wetterereignisse Vermögensschäden verursachen und sich Verbraucher daher mit ihrem Konsum zurückhalten. Beide Szenarien hätten direkte Auswirkungen auf das Preisniveau. Vor diesem Hintergrund sollte die Notenbank die Risiken für die Preisniveaustabilität, die mit dem Klimawandel einhergehen, genau im Blick behalten und in ihren Prognosemodellen verstärkt berücksichtigen.

Zielkonflikt vorprogrammiert

Die Bestrebungen der Notenbank, sich stärker im Kampf gegen den Klimawandel zu engagieren, könnten ganz grundsätzlich in einen Zielkonflikt münden. So ist zum Beispiel ein Szenario vorstellbar, in dem die Währungshüter aufgrund eines zunehmenden Preisdrucks die Zinszügel eigentlich straffen müssten. Für grüne Investitionen wäre aber ein anhaltend niedriges Leitzinsniveau vorteilhaft. Somit könnte die Notenbank zukünftig gezwungen sein, zwischen Klimaschutz und ihrem primären Ziel der Wahrung der Preisniveaustabilität abzuwägen.

Stresstest für mehr Transparenz

In ihrer Rolle als Bankenaufseherin sieht sich die Notenbank unter anderem in der Verantwortung, das Bewusstsein des Bankensektors für Klimarisiken zu schärfen. Diese wirken sich schließlich auf die Bilanzen der Banken aus, beispielsweise auf die Werthaltigkeit von Immobilienkrediten infolge des steigenden Hochwasserrisikos. In diesem Zusammenhang hat die EZB bereits einen gesamtwirtschaftlichen Stress-test entwickelt. Dieser soll die Banken dabei unterstützen, die Auswirkungen des Klimawandels besser zu bewerten und die damit einhergehenden Risiken für ihre Geschäftstätigkeit transparent zu machen. Anhand verschiedener Klimaszenarien untersucht der Test die Widerstandsfähigkeit von Unternehmen und Banken über einen Zeithorizont von 30 Jahren.

Klimabezogene Berichterstattung soll verbessert werden

Doch auch die EZB selbst ist Klimarisiken ausgesetzt, die sich auf ihre Bilanz niederschlagen können. Deshalb ist die Notenbank bestrebt, diese zukünftig transparenter auszuweisen. Dabei will sie nicht nur Finanz-, sondern auch möglichen Reputationsrisiken Rechnung tragen, da sie unter anderem die Gefahr sieht, in der Öffentlichkeit als „Klimasünder“ wahrgenommen zu werden. Im vergangenen Jahr wurde der EZB zum Beispiel in einer Greenpeace-Studie vorgeworfen, dass ihr Quantitative Easing (QE, Wertpapierkäufe) die allgemeinen Klimaschutzbemühungen torpedieren würde. Die Währungshüter könnten diesen Reputationsrisiken mit Transparenz begegnen, indem sie über klimabezogene Kennzahlen – zum Beispiel über den Anteil grüner Anleihen in den EZB-Portfolien – vermehrt Bericht erstatten. Einen ersten Schritt in diese Richtung hat die EZB bereits mit Blick auf ihre nicht-geldpolitischen Portfolios unternommen. In diesen werden unter anderem die Mittel für die betriebliche Altersversorgung der Beschäftigten verwaltet. Binnen der nächsten zwei Jahre soll hier die klimabezogene Berichterstattung verbessert werden. Vorbild könnte diesbezüglich die Banque de France sein: Sie analysiert ihre Portfolios auf transitorische und physische Klimarisiken hin und veröffentlicht die Ergebnisse in einem jährlichen Bericht. Die Transparenzinitiative der EZB erscheint uns durchaus geeignet, um mittels ihrer Erfassungssystematik die Finanzmärkte für Klimarisiken und deren Auswirkung auf Portfolien zu sensibilisieren. Damit könnte die Notenbank als Katalysator für ein grüneres Finanzsystem fungieren, in dem Marktteilnehmer bestehende Klimarisiken aktiv steuern und so indirekt die EU-Klimapolitik unterstützen.

Grüne Wertpapiere mit niedrigerem Bewertungsabschlag

Es gibt außerdem Überlegungen, die Bewertungsabschläge für konventionelle Anleihen bei den Tenderoperationen (Ausschreibung und Zuteilungsverfahren geldpolitischer Operationen) gegenüber grünen Wertpapieren merklich zu erhöhen. Damit würden die Notenbank-Oberen nicht nur den in der EZB-Bilanz schlummernden Klimarisiken Rechnung tragen. Sie würden auch indirekt den Markt für Green Bonds fördern. Problematisch ist in diesem Zusammenhang allerdings, dass es gegenwärtig zahlreiche Standards gibt, die herangezogen werden, um eine Anleihe als „grün“ einzustufen. Damit eine Vergleichbarkeit zwischen den verschiedenen Wertpapieremissionen hergestellt werden kann, wäre ein einheitliches Regelwerk wünschenswert. Um Interessenkonflikte zu vermeiden, dürfte es die EZB daher sicherlich begrüßen, wenn die Ratingagenturen als neutrale Stelle in diesem Bereich verstärkt aktiv würden.

Geldpolitische Instrumente im Kampf gegen den Klimawandel

Innerhalb der EZB gibt es nicht nur die Überlegung, die Marktakteure durch verstärkte Transparenz für Klimarisiken zu sensibilisieren. Es besteht auch die Forderung, den geldpolitischen Instrumentenkasten im Kampf gegen den Klimawandel aktiv einzusetzen. Im Fokus stehen hierbei die Wertpapierkäufe im Rahmen der verschiedenen QE-Programme. Zuletzt hat die Notenbank bekannt gegeben, dass sie anstrebt, ihre Bestände an Unternehmensanleihen allmählich zu dekarbonisieren. In diesem Zusammenhang will die Notenbank die Liquidität aus fälligen Unternehmensanleihen zugunsten von Emittenten mit einer besseren Klimaleistung verschieben. Dies birgt unserer Einschätzung nach aber das Risiko, dass die Notenbank in diesem Marktsegment eine dominierende Position einnehmen könnte. Im Kampf um das begrenzte Angebot an „grüneren“ Unternehmensanleihen könnten reguläre Investoren durch die EZB-Käufe verdrängt werden.

Glaubwürdigkeit der Notenbank steht auf dem Spiel

Zusammenfassend sind unserer Einschätzung nach alle Bemühungen der Notenbank zu begrüßen, welche die Transparenz von Klimarisiken am Kapitalmarkt fördern (Stresstest / Berichterstattung / Collateral). Kritischer betrachten wir die Überlegungen, das geldpolitische Instrumentarium aktiv im Kampf gegen den Klimawandel einzusetzen. Hierdurch droht der EZB ein Zielkonflikt, in dem sie sich verzettelt und dabei ihre geldpolitische Glaubwürdigkeit beschädigt.



THINK-TANK

Mario Kristl, Analyst

Gegen massiven Widerstand vieler EU-Staats- und Regierungschefs und Abgeordneter erwirkte Frankreich zuletzt die Aufnahme der Atomenergie in die Liste der ökologisch nachhaltigen Wirtschaftstätigkeiten gemäß der EU-Taxonomie. Liegt dem Land wirklich der Klimaschutz am Herzen? Oder handelt es sich schlicht um „Grünfärberei“?

Am 6. Juli 2022 billigte das EU-Parlament die Einstufung der Atomkraft als nachhaltig, wobei sich die Parlamentarier sogar über die eigenen Fachausschüsse hinwegsetzten. Nunmehr gilt die Kernkraft neben Gas voraussichtlich ab dem 1. Januar 2023 unter bestimmten Voraussetzungen als ökologisch nachhaltige Wirtschaftstätigkeit nach der EU-Taxonomie und damit – wie Gas – als eine Übergangstätigkeit zum Schutz des Klimas.

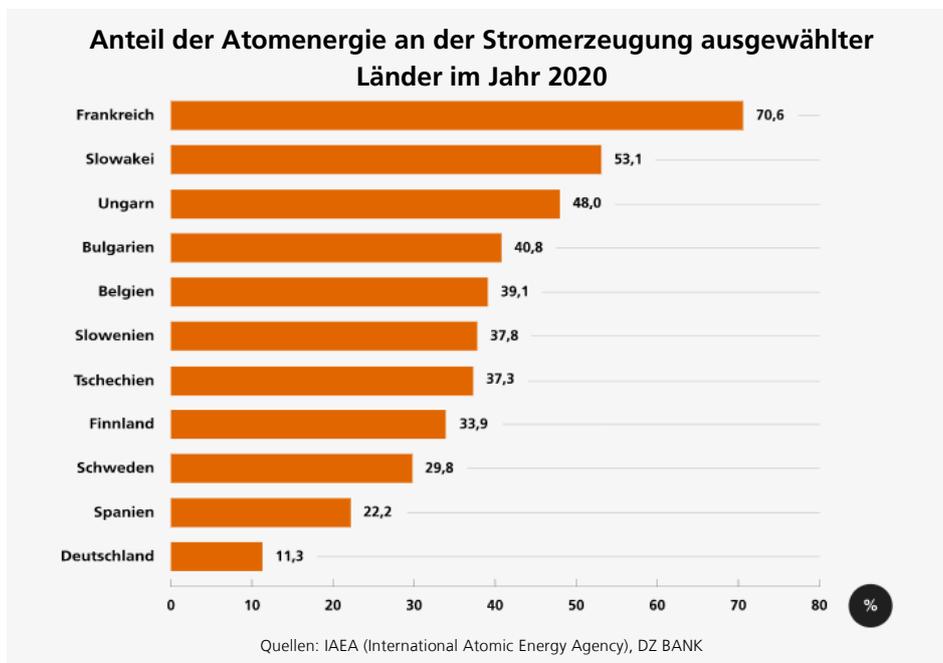
Welche Ziele verfolgt Frankreich?

Mit dieser Entscheidung geht einher, dass fortan Investitionen in die Atomenergie als nachhaltig eingestuft und gefördert werden – ganz im Sinne Frankreichs. Denn den Löwenanteil des heimischen Stroms (gut 70%) erzeugen 56 Kernreaktoren des führenden französischen Versorgers EDF (Électricité de France), der sich derzeit zu rund 84% in Staatsbesitz befindet. Und so wird auch zukünftig die Kernenergie nach dem Wunsch Macrons die tragende Säule im Energiemix einnehmen. Bereits im Februar dieses Jahres kündigte er eine Renaissance der Atomenergie an: Ab 2028 sollen sechs neue Atomreaktoren in Frankreich gebaut werden und der erste davon 2035 ans Netz gehen. Hingegen wird der Ausbau der erneuerbaren Energien unverändert nur halbherzig vorangetrieben. Frankreich ist der Ansicht, dass die Energiewende und die Einhaltung der Klimaziele nur durch die Atomkraft gelingen können. „Die Kernenergie ist CO₂-neutral, souverän und wettbewerbsfähig“, erklären führende Politiker des Landes. Gleichzeitig ist die Atomindustrie in Frankreich ein großer Wirtschaftszweig mit weit über 200.000 Mitarbeitenden. Hinzu kommt, dass die französische Kernkraft von heimischen Politikern gern als Exportschlager verkauft wird. Bei fast jedem Staatsbesuch im Ausland preist Macron, wie jeder französische Staatspräsident vor ihm, die weltweit führende technologische Stellung Frankreichs auf dem Gebiet der Atomenergie an. Und das oftmals mit großem Erfolg: Seit Jahrzehnten verkauft Frankreich „seine“ Reaktoren in die ganze Welt. Neben

China setzt aktuell vor allem Großbritannien auf das französische Atom-Know-how und lässt in den kommenden Jahren zahlreiche neue Atomreaktoren „Made in France“ errichten. Im Rahmen seiner globalen Industriepolitik, die unter anderem den Export der französischen Atomtechnologie umfasst, sieht Frankreich traditionell EDF als einen strategischen Pfeiler (nationaler Champion).

Das Bild hat Risse

Bei genauerem Hinsehen zeigt sich jedoch ein desaströses Bild der französischen Atomkraft. So teilte EDF im Dezember 2021 mit, dass im Rahmen planmäßiger Sicherheitsüberprüfungen von zwei älteren Atomreaktoren des Kernkraftwerks Civaux (Nouvelle Aquitaine) Mängel festgestellt wurden, und zwar nahe den Schweißnähten (Korrosion) von Rohren eines Sicherheitssystems zur möglichen Kühlung im Falle eines Reaktorunfalls. Zur weiteren Überprüfung dieser Schäden hat EDF in Abstimmung mit der französischen Atomaufsicht mittlerweile zwölf baugleiche Atomreaktoren aus Sicherheitsgründen bis auf Weiteres vom Netz genommen. Angesichts eines Durchschnittsalters des Atomkraftwerksparcs von aktuell 37 Jahren verwundert dies nicht, zumal die älteren EDF-Atommeiler ursprünglich für eine Laufzeit von 30 Jahren konzipiert wurden. Zuletzt hat man die Laufzeiten sogar auf 50 Jahre verlängert, obwohl die älteren Atomkraftwerke schon seit Jahren als störanfällig gelten.



Allein die notwendige „Frischzellenkur“ für die älteren Atommeiler wird in den kommenden Jahren schätzungsweise bis zu 50 Mrd. Euro verschlingen. Weitere 50 Mrd. sind für den Bau von sechs neuen Atomreaktoren geplant, wobei diese Pläne noch mit vielen Fragezeichen versehen sind. Mit Blick auf das Projekt Flamanville 3 (Normandie) erscheinen die geschätzten Baukosten zu gering. Bei Flamanville 3 handelt es sich um Frankreichs ersten Druckwasserreaktor der neuen EPR-Generation, der ursprünglich 2012 ans Netz gehen und rund 3,3 Mrd. Euro kosten sollte. Heute ist klar: Der Reaktor wird erst im Jahr 2023 fertiggestellt und die Baukosten summieren sich mittlerweile auf weit über 12 Mrd. Euro. Darüber hinaus verfügt EDF mit den derzeit im Bau befindlichen beiden neuen Atomreaktoren im AKW Hinkley Point C (Somerset) in Großbritannien über eine zusätzliche riskante und vor allem teure Baustelle. Gleichzeitig bemüht sich der Energieversorger aktuell in einigen Ländern um neue milliardenschwere Atomprojekte. Zusammen mit den absehbaren Atomprojekten im Ausland sind mittel- bis langfristig wohl weit mehr als 130 Mrd. Euro für die verschiedenen Atom-Pläne nötig. Dabei sind die knapp 10 Mrd. Euro noch nicht eingerechnet, die Frankreich für die bevorstehende vollständige Verstaatlichung von EDF aufbringen muss. Dazu kommen noch weitere Milliardenkosten für die anschließende finanzielle Stabilisierung des hoch verschuldeten Konzerns.

Grünes EU-Siegel für Atomenergie ist für Frankreich wichtig

Dank des grünen EU-Siegels für die Kernenergie als ökologische Übergangstechnologie kann Frankreich zur Finanzierung all dieser milliardenschweren Atom-Vorhaben nunmehr in großem Stil auf umfangreiche finanzielle Mittel von institutionellen Investoren hoffen. Dabei erlaubt der aktuelle Taxonomie-Rahmen nicht nur nachhaltige private Investitionen in den Neubau von Atomkraftwerken, sondern auch grüne Investitionen in die Nachrüstung der veralteten französischen Atommeiler. Vor diesem Hintergrund dürfte die EU-Taxonomie sicherstellen, dass EDF ausreichend Finanzmittel für die alten Atomkraftwerke einsammeln und diese störanfälligen Meiler schnell wieder auf Vordermann bringen kann. Die Sanierung erlaubt es, die Zeit bis zur Fertigstellung der geplanten neuen Atomreaktoren nach wie vor ohne den verstärkten Einsatz von erneuerbaren Energien zu überbrücken. In diesem Zusammenhang ist zudem denkbar, dass Frankreich für die Atom-Pläne in Zukunft auch direkte Zuschüsse aus verschiedenen nachhaltigen EU-Wiederaufbaufonds anzapfen wird. Darüber hinaus hat das Land mit der Taxonomie-Entscheidung eine Angleichung der Wettbewerbsregeln erreicht. Nunmehr können sowohl private Investoren als auch ein Staat selbst nachhaltig in den Neubau von Atomkraftwerken investieren.

Allein klimapolitische Ziele dürften daher niemals Frankreichs Hauptanliegen gewesen sein, die Atomenergie als nachhaltig durchzuboxen. Das zeigt sich allein schon daran, dass der in der Taxonomie verankerte Grundsatz des „Do no significant harm“ (DNSH) nicht erfüllt ist. Denn nach der EU-Taxonomie muss der betroffene Mitgliedsstaat Pläne für ein Endlager für hochradioaktive Abfälle bis 2050 vorlegen. Allerdings besitzt Frankreich weiterhin weder ein wirklich betriebsbereites Endlager, noch gibt es wissenschaftliche Studien zu den langfristigen Folgen hochradioaktiver Abfälle. Die Atomenergie, die künftigen Generationen hochgefährliche, über Jahrhunderte strahlende Abfälle hinterlässt, widerspricht daher dem „DNSH“-Prinzip. Außerdem können mit keiner der aus heutiger Sicht verfügbaren Atomreaktor-Technologien schwere Unfälle ausgeschlossen werden.

Vielleicht heißt es schon bald „Plutonium“ statt „Greenium“

Vor diesem Hintergrund liegt es wahrscheinlich allein in den Händen der Investoren, selbst zu entscheiden, ob sich die Atomenergie in Zukunft als eine nachhaltige Geldanlage eignet. Die EU hat sich trotz großer Widerstände für den französischen Weg entschieden. Es bleibt daher mit großer Spannung abzuwarten, ob sich, analog zum sogenannten „Greenium“ für Green Bonds, ein messbarer Spread-Unterschied zwischen zukünftigen französischen „Atom-Bonds“ und einem Bond des Landes gleicher Laufzeit, aber ohne das Merkmal „Atom“ einstellen wird. Ein solches möglicherweise sprichwörtlich genanntes „Plutonium“ in Form einer höheren Verzinsung sollten Investoren aus unserer Sicht auf jeden Fall strikt einfordern.

Nachhaltig auf Zeit?

Diogenes und die Nachhaltigkeit des Atoms

GLOSSE

Dr. Hans Jäckel, freier Autor

Diogenes war, als er noch jünger war, auch mal berufstätig – unter anderem bei einer Bank. Jetzt liegt er vor seiner Tonne in der Sonne oder sitzt bei schlechtem Wetter im Kaffeehaus und lässt die Gedanken vorbeiziehen. Er sieht mit mildem Interesse die Nachrichten des Tages, die Aufreger-Themen der Woche und die Schlagwörter und Unwörter des Jahres kommen und gehen. Und das eine oder andere erscheint ihm von Interesse, sodass er sich ein paar Gedanken macht.

Die Bank, der Diogenes seine bescheidenen Ersparnisse anvertraut hat, schickt ihm jetzt – weil die Regulierungsbehörden das von ihr verlangen – einen Fragebogen, in dem Diogenes offenlegen soll, wie er es denn mit der Nachhaltigkeit hält. Wenn die Bank seine Schriften gelesen hätte, von denen einige ja auch an dieser Stelle zu finden sind, müsste sie eigentlich wissen, dass Diogenes das Thema sehr am Herzen liegt und dass er darin auch nicht ganz unkundig ist.

Er versteht aber auch, dass die bloße Bekundung „Nachhaltigkeit ist mir wichtig/sehr wichtig“ da nicht viel weiterhilft. Der Fragebogen soll es ja ermöglichen, dass Anleger ihr Geld so investieren können, wie es zu ihren Vorstellungen von Nachhaltigkeit passt, und dann müssen viele einzelne Facetten des Themas abgefragt werden. Und erst recht, wenn es darum geht, Gesetze und Regulierungen so zu gestalten, dass sie tatsächlich die Nachhaltigkeit fördern, muss man ins Detail gehen. Diogenes muss sich eingestehen, dass seine Liebe zum Detail ihre Grenzen hat. Vermutlich ist er deshalb Philosoph geworden.

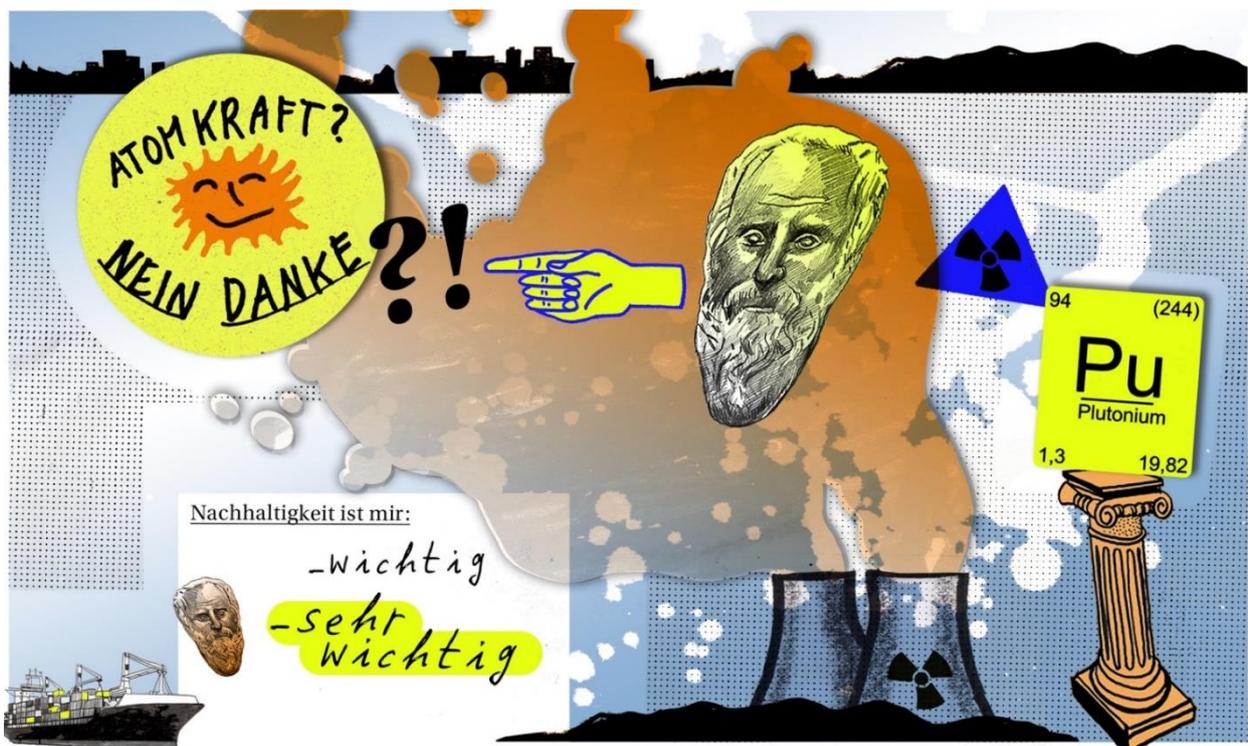
Was den Philosophen aber sehr interessiert, sind Widersprüche. In diesem Fall scheint es ihm ein offensichtlicher Widerspruch zu sein, dass Investitionen in Kernenergie auf einmal als nachhaltig eingestuft werden. Nur für eine begrenzte Zeit, und nur unter bestimmten Bedingungen zwar – aber trotzdem ist das doch ein himmelschreiender Widerspruch! Wie kann etwas „vorübergehend nachhaltig“ sein? Da kann man das Denken ja gleich ganz aufgeben, schimpft Diogenes. An der Kernenergie ist nur eines nachhaltig, nämlich die Zumutungen an künftige Generationen, die der Atommüll mit sich bringt. Rund 1.900 Castor-Behälter mit Atommüll strahlen an 16 Standorten in Deutschland vor sich hin, wenn auch nur im Innern, solange sie dicht sind. Ein Endlager zu finden und dann auch in Betrieb zu nehmen, wird nach Meinung von Sachverständigen mindestens bis zum Jahr 2050 dauern. Und auch dann ist der Atommüll ja nicht verschwunden, sondern bleibt eine Gefahrenquelle. Die Halbwertszeiten – zwischen einigen hundert Jahren für mittelradioaktive Substanzen und 24.000 Jahren für das enthaltene Plutonium – sind auch für Diogenes jenseits seines Horizonts.

Aber er bemüht sich gleich, seine Fassung wiederzufinden und die Tugend des argumentativen Denkens hochzuhalten. Was momentan für den Weiterbetrieb der Kernkraftwerke spricht, liegt auf der Hand: Atomkraft kann dazu beitragen, drohende Stromknappheit abzuwenden, und sie spart Gas, das uns sonst vielleicht zum Heizen fehlt. Die Befürworter einer Verlängerung bezeichnen Kernkraft als sichere und saubere Energie, und viele von ihnen würden wahrscheinlich den in Deutschland mühsam erreichten Konsens zum Ausstieg am liebsten wieder zurücknehmen.

Diogenes versteht durchaus, dass der Wegfall des restlichen Atomstroms als einer unter vielen Faktoren – Niedrigwasser im Rhein und Engpässe in der weltweiten Containerschiffahrt, um nur zwei speziellere zu nennen – die Wirtschaft belasten könnte. Käme es zu einer Rezession, dann könnte auch der Ausbau einer nachhaltigen Energieversorgung darunter leiden. Er hat aber den Eindruck, dass der Beitrag, den der Weiterbetrieb der drei in Deutschland noch laufenden Kernkraftwerke für die Abwendung einer Rezession leisten könnte, sehr begrenzt ist.

Und der technische, organisatorische und juristische Aufwand dafür wäre sehr hoch. Da ist Diogenes ausnahmsweise einmal dankbar für die oft beklagte deutsche Regulierungs- und Genehmigungswut. Aus sachverständiger Quelle hat er dazu etwas Interessantes in Erfahrung gebracht: Den drei deutschen Atomkraftwerken wurde die 2019 fällige „Periodische Sicherheitsüberprüfung“ erlassen, da sie ja Ende 2022 abgeschaltet werden sollten. In Frankreich wurde aber bei einer solchen Untersuchung zunächst in einem und dann in mehreren Reaktoren Rost in den Kühlmittelrohren festgestellt. Das kann zum Rohrbruch und dann zum GAU führen, weswegen derzeit auch mehr als die Hälfte der französischen Atomkraftwerke stillsteht. Diogenes würde sich schon wünschen, dass der Zustand der Anlagen, wie es geltendes Recht ist, gründlich untersucht wird, bevor sie weiterlaufen dürfen. Und eine solche Untersuchung dauert rund zwei Jahre.

Diogenes bleibt dabei – ganz unphilosophisch ohne Wenn und Aber: Er findet es unannehmbar, Atomkraft als nachhaltig einzustufen, und möchte jedenfalls mit seinem Geld keine neuen Atomkraftwerke finanzieren.



Hinweise

1.) Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten oder Finanzindizes in der Vergangenheit stellen keinen verlässlichen Indikator für künftige Wertentwicklungen dar.

2.) Soweit nicht ausdrücklich anders gekennzeichnet, werden Wertentwicklungen 'brutto' angegeben, d.h. insbesondere ohne Berücksichtigung von Kosten, Gebühren, Provisionen und ggf. Steuern einer entsprechenden Investition. Dies bedeutet, dass eine tatsächlich erzielbare Rendite der Investition deshalb niedriger sein kann.

3.) Sofern Finanzinstrumente oder Finanzindizes in Fremdwährungen notieren, können Währungsschwankungen die Renditen in Euro positiv oder negativ beeinflussen.

Zu den Details eventuell genannter Anlageempfehlungen, insbesondere auch zu den jeweils offenzulegenden Interessenkonflikten zu Emittenten, verweisen wir auf die jeweils aktuelle Research-Publikation zu diesen Emittenten sowie unsere Website www.dzbank.de/Pflichtangaben.

Impressum

Herausgeber

DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main,
Platz der Republik, 60265 Frankfurt am Main
Telefon : +49 69 7447 - 01
Telefax : +49 69 7447 - 1685
Homepage: www.dzbank.de
E-Mail: mail@dzbank.de

Vertreten durch den Vorstand

Uwe Fröhlich (Co-Vorstandsvorsitzender), Dr. Cornelius Riese (Co-Vorstandsvorsitzender),
Souâd Benkredda, Uwe Berghaus, Dr. Christian Brauckmann, Ulrike Brouzi, Wolfgang Köhler,
Michael Speth, Thomas Ullrich

Aufsichtsratsvorsitzender: Henning Deneke-Jöhrens

Sitz der Gesellschaft

Eingetragen als Aktiengesellschaft in Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main, Handelsregister
HRB 45651

Aufsicht

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main wird durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) und die Europäische Zentralbank (EZB) beaufsichtigt.

Umsatzsteuer Ident. Nr.

DE114103491

Sicherungseinrichtungen

Die DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main ist der amtlich anerkannten BVR Institutssicherung GmbH und der zusätzlich freiwilligen Sicherungseinrichtung des Bundesverband der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken e.V. angeschlossen:
www.bvr-institutssicherung.de
www.bvr.de/SE

Verantwortlich für den Inhalt

Dr. Jan Holthusen, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2022
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 7. September 2022

I. PFLICHTANGABEN FÜR SONSTIGE RESEARCH-INFORMATIONEN UND WEITERFÜHRENDE HINWEISE

1. Verantwortliches Unternehmen

- 1.1** Diese **Sonstige Research-Information** wurde von der **DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main (DZ BANK)** als Wertpapierdienstleistungsunternehmen erstellt.
Sonstige Research-Informationen sind **unabhängige Kundeninformationen**, die **keine Anlageempfehlungen** für **bestimmte Emittenten** oder **bestimmte Finanzinstrumente** enthalten. Sie berücksichtigen **keine** persönlichen Anlagekriterien.
- 1.2** Die **Pflichtangaben** für **Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) sowie **weitere Hinweise, insbesondere zur Conflicts of Interest Policy** des **DZ BANK Research** sowie zu **Methoden** und **Verfahren** können **kostenfrei eingesehen** und **abgerufen** werden unter: www.dzbank.de/Pflichtangaben.

2. Zuständige Aufsichtsbehörden

- Die DZ BANK wird als Kreditinstitut bzw. Wertpapierdienstleistungsunternehmen beaufsichtigt durch die:
- **Europäische Zentralbank** - www.ecb.europa.eu – Sonnemannstraße 20 in 60314 Frankfurt / Main bzw.
 - **Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht** - www.bafin.de – Marie-Curie-Straße 24 - 28 in 60439 Frankfurt / Main

3. Unabhängigkeit der Analysten

- 3.1 Research-Publikationen** (Finanzanalysen und Sonstige Research-Informationen) der DZ BANK werden von ihren angestellten oder von ihr im Einzelfall beauftragten sachkundigen Analysten unabhängig und auf der Basis der verbindlichen **Conflicts of Interest Policy** erstellt.
- 3.2** Jeder Analyst, der in die Erstellung dieser Research-Publikation inhaltlich eingebunden ist, bestätigt, dass
- diese Research-Publikation seine unabhängige fachliche Bewertung des analysierten Objektes unter Beachtung der Conflicts of Interest Policy der DZ BANK wiedergibt sowie
 - seine Vergütung weder vollständig, noch teilweise, weder direkt, noch indirekt von einer in dieser Research-Publikation vertretenen Meinung abhängt.

4. Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen

Nicht jede Sonstige Research-Information enthält eine Aussage über eine bestimmte Investition oder deren Bewertung. Die verwendeten **Kategorien für Bewertungen / Aussagen in Sonstigen Research-Informationen** der DZ BANK haben die nachfolgenden Bedeutungen.

4.1 Aussagen über isolierte Aspekte einer Investitionsentscheidung

Die **isolierte Bewertung einzelner Aspekte**, die einer **Anlageempfehlung** zu einem Finanzinstrument und / oder zu einem Emittenten **vorgelegt sind, insbesondere** nach den von der DZ BANK definierten **Nachhaltigkeitskriterien**, nach ihrem definierten **Value-Ansatz**, ihrer definierten **Asset Allocation** (DZ BANK Muster-Portfolio), ihrer definierten Branchenstrategie Euro-Stoxx (**DZ BANK Sektorfavoriten**), ihrer definierten Bewertung von Auszahlungen an Berechtigte (**DZ BANK Dividendenaristokraten**), ihren **Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten** oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen**, und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aspekte **allein** können eine **Anlageentscheidung** noch **nicht begründen**. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

4.2 Nachhaltigkeitsanalyse

Emittenten von Aktien und Anleihen werden anhand definierter **Nachhaltigkeitsfaktoren** analysiert und isoliert als **„nachhaltig“** oder **„nicht nachhaltig“** eingestuft. Bei Staatsanleihen (Sovereigns) kann zwischen diesen Begriffen eine Einstufung als **„Transformationsstaat“** erfolgen.

4.3 Aktienindizes

Für definierte Aktienindizes werden regelmäßig Kursprognosen erstellt. Aus dem Abgleich zwischen aktuellen Kursen und den erstellten Prognosen für die Entwicklung der Aktienindizes können gegebenenfalls **nicht allgemein und im Vorhinein definierbare Anlageempfehlungen** entwickelt werden.

4.4 Währungsräume

Die Einschätzung zur Investition in einen **Währungsraum** orientiert sich am Gesamtertrag, mit dem bei einem Engagement im entsprechenden **Währungsraum** zu rechnen ist. Dieser Gesamtertrag ergibt sich in der Regel primär aus der prognostizierten Wechselkursveränderung. Zudem fließen das allgemeine Zinsniveau sowie eine möglicherweise zu berücksichtigende Veränderung des Renditeniveaus der Anleihen am zugehörigen Rentenmarkt in die Einschätzung ein. Mithilfe einer Sharpe-Ratio, der die erwartete Rendite mithilfe der durchschnittlichen Standardabweichung des Total>Returns der vergangenen zwei Jahre bereinigt, wird berechnet, welche Währungsräume als „attraktiv“, welche als „unattraktiv“ und welche als „neutral“ einzustufen sind.

„**Attraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen überdurchschnittlichen und positiven Ertrag zeigen kann.

„**Unattraktiv**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten einen unterdurchschnittlichen und negativen Ertrag zeigen kann.

„**Neutral**“ bedeutet, es wird erwartet, dass das risikoadjustierte Engagement in dem Währungsraum auf Sicht von sechs bis zwölf Monaten relativ geringe oder durchschnittliche Erträge zeigen kann.

Die genannten Renditen sind **Brutto-Renditen**. Die Brutto-Rendite als Erfolgsgröße bezieht sich auf die Anleiherträge vor Abzug von Steuern, Vergütungen, Gebühren und sonstigen Kosten für den Erwerb. Die nicht ermittelte, gegebenenfalls deutlich geringere Netto-Rendite eines konkreten Engagements misst dagegen den Erfolg eines Engagements unter Berücksichtigung / Abzug dieser Werte und Aufwendungen.

4.5 Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten

Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten, das heißt ihren **Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income**, in der **Branchenstrategie Unternehmensanleihen** und ihren **Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen**, sind **keine selbstständigen Anlagekategorien** und enthalten damit **keine Anlageempfehlungen**.

Diese isolierten Aussagen **allein** können eine Anlageentscheidung noch **nicht** begründen. Auf die Darstellung der relevanten Methoden wird hingewiesen.

Bei Empfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten werden die Begriffe „Übergewichten“, „Untergewichten“ und „Neutral gewichten“ verwendet.

„**Übergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

„**Untergewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage erwartet wird, sowohl im Falle einer positiven als auch einer negativen Gesamtmarkt-entwicklung.

„**Neutral gewichten**“ bedeutet, dass für das genannte Anleihe-segment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihe-segmente der Coverage entspricht.

Die Gewichtungsempfehlungen zu Marktsegmenten oder anders definierten Gruppen verschiedener Emittenten sind unabhängig von den Empfehlungen zu einzelnen Emittenten bzw. denen über- oder untergeordneter Marktsegmente. Sie sind relativ, das heißt, wenn nicht alle genannten Segmente mit „Neutral gewichten“ eingestuft sind, wird mindestens ein Anleihe-segment mit „Übergewichten“ und ein Anleihe-segment mit „Untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust (vgl. DZ BANK Methodenstudien unter www.dzbank.de/Pflichtangaben).

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der fünf Anleihe-segmente in der Gesamtmarktstrategie zueinander. In der Gesamtmarktstrategie befinden sich aktuell fünf Anleihe-segmente: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured). Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Total Return. Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie sind unabhängig von den Gewichtungsempfehlungen innerhalb der einzelnen Anleihe-segmente selbst: Staatsanleihen, Agency Bonds, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured), denn die jeweilige Vergleichsgruppe innerhalb jedes Anleihe-segments ist eine gänzlich andere. So beziehen sich beispielsweise Gewichtungsempfehlungen innerhalb des Anleihe-sektors Staatsanleihen auf Emittentenländer zueinander, die auf der Ebene der Gewichtungen in der Gesamtmarktstrategie keine Bedeutung haben.

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Im Anleihe-segment Unternehmensanleihen fassen wir die von uns erwartete relative Performance eines Sektors im Vergleich mit den prognostizierten Entwicklungen der übrigen Branchen in einem Branchenurteil zusammen. Maßgeblich für die erwartete Performance sind Berechnungen zum Credit Spread Return.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered-Bond-Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich des entsprechenden Länder-segments (Sub-Index im iBoxx € Covered Index) mit dem Gesamtindex (iBoxx € Covered Index). Maßgeblich für die erwartete Performance ist der Credit Spread Return.

4.6 Derivate

Bei Derivaten (Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future) indizieren die verwendeten Pfeile (↑)(↓)(↔) nur die Trendrichtung, beinhalten jedoch keine Anlageempfehlung. Die Trendrichtung leitet sich allein aus der Anwendung allgemein anerkannter technischer Analyseindikatoren ab, ohne eine eigene Bewertung des Analysten wiederzugeben.

4.7 Rohstoffe

„Pfeil nach oben (↑)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kurssteigerung größer ist als 10%.

„Pfeil nach unten (↓)“ bedeutet, dass der in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursverfall größer ist als 10%.

„Pfeil nach rechts (↔)“ bedeutet, dass die in den kommenden zwölf Monaten erwartete absolute Kursveränderung zwischen +10% und -10% liegt.

5. Aktualisierungen und Geltungszeiträume für Sonstige Research Informationen

5.1 Die Häufigkeit der Aktualisierung von Sonstigen Research-Informationen hängt von den jeweiligen makroökonomischen Rahmenbedingungen, den aktuellen Entwicklungen der relevanten Märkte, von Maßnahmen der Emittenten, von dem Verhalten der Handelsteilnehmer, der zuständigen Aufsichtsbehörden und der relevanten Zentralbanken sowie von einer Vielzahl weiterer Parameter ab. Die nachfolgend genannten Zeiträume geben daher nur einen unverbindlichen Anhalt dafür, wann mit einer Aktualisierung gerechnet werden kann.

5.2 Eine Pflicht zur Aktualisierung Sonstiger Research-Informationen besteht nicht. Wird eine Sonstige Research-Information aktualisiert, ersetzt diese Aktualisierung die bisherige Sonstige Research-Information mit sofortiger Wirkung.

Ohne Aktualisierung enden / verfallen Bewertungen / Aussagen mit Ablauf der nachfolgend genannten Geltungszeiträume. Diese beginnen mit dem Tag der Publikation.

5.3 Die Geltungszeiträume für Sonstige Research-Informationen sind bei:

Nachhaltigkeitsanalysen:	zwölf Monate
Analysen nach dem Value-Ansatz:	ein Monat
Analysen zur Asset Allocation (DZ BANK Muster-Portfolio):	ein Monat
Euro-Stoxx-Branchenstrategie (DZ BANK Sektorfavoriten):	ein Monat
Dividenden (DZ BANK Dividendenaristokraten):	drei Monate
Aktienindizes (fundamental):	drei Monate
Währungsräume:	sechs bis zwölf Monate
Gewichtung von Marktsegmenten:	sechs Monate
Gesamtmarktstrategie:	sechs Monate
Branchenstrategie Unternehmensanleihen:	sechs Monate
Strategie Covered Bonds:	sechs Monate

Derivate

(Bund-, Bobl-, Schatz-, Buxl-Future): ein Monat

Rohstoffe: ein Monat

5.4 Auch aus Gründen der Einhaltung aufsichtsrechtlicher Pflichten können im Einzelfall Aktualisierungen Sonstiger Research-Informationen vorübergehend und unangekündigt unterbleiben.

5.5 Sofern Aktualisierungen zukünftig unterbleiben, weil ein Objekt nicht weiter analysiert werden soll, wird dies in der letzten Publikation mitgeteilt oder, falls eine abschließende Publikation unterbleibt, werden die Gründe für die Einstellung der Analyse gesondert mitgeteilt.

6. Vermeidung und Management von Interessenkonflikten

6.1 Das DZ BANK Research verfügt über eine verbindliche Conflicts of Interest Policy, die sicherstellt, dass relevante Interessenkonflikte der DZ BANK, der DZ BANK Gruppe, der Analysten und Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und der ihnen nahestehenden Personen vermieden werden oder, falls diese faktisch nicht vermeidbar sind, angemessen identifiziert, gemanagt, offengelegt und überwacht werden. Wesentliche Aspekte dieser Policy, die kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden kann, werden nachfolgend zusammengefasst.

6.2 Die DZ BANK organisiert den Bereich Research und Volkswirtschaft als Vertraulichkeitsbereich und schützt ihn durch Chinese Walls gegenüber anderen Organisationseinheiten der DZ BANK und der DZ BANK Gruppe. Die Abteilungen und Teams des Bereichs, die Finanzanalysen erstellen, sind ebenfalls mittels Chinese Walls, räumlichen Trennungen sowie durch eine Closed Doors und Clean Desk Policy geschützt. Über die Grenzen dieser Vertraulichkeitsbereiche hinweg darf in beide Richtungen nur nach dem Need-to-Know-Prinzip kommuniziert werden.

6.3 Der Bereich Research und Volkswirtschaft verbreitet keine Research-Publikationen zu Emissionen der DZ BANK oder zu von Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittierten Finanzinstrumenten.

6.4 Die Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft und die ihnen nahestehenden Personen dürfen grundsätzlich nicht unbeschränkt in Finanzinstrumente investieren, die von ihnen durch Finanzanalysen gecovert werden. Für Rohstoffe und Währungen hat die DZ BANK, basierend auf dem jeweiligen Jahres-Bruttogehalt des Mitarbeiters, ebenfalls eine Obergrenze definiert, die nach Auffassung der DZ BANK persönliche Interessenkonflikte der Mitarbeiter auch bei der Erstellung von Sonstigen Research-Informationen ausschließt.

6.5 Insbesondere durch die in Absatz 6.2 bezeichneten und die weiteren in der Policy dargestellten Maßnahmen werden auch weitere, theoretisch denkbare informationsgestützte persönliche Interessenkonflikte von Mitarbeitern des Bereichs Research und Volkswirtschaft sowie der ihnen nahestehenden Personen vermieden.

6.6 Die Vergütung der Mitarbeiter des Bereichs Research und Volkswirtschaft hängt weder insgesamt, noch in dem variablen Teil direkt oder wesentlich von Erträgen aus dem Investmentbanking, dem Handel mit Finanzinstrumenten, dem sonstigen Wertpapiergeschäft und / oder dem Handel mit Rohstoffen, Waren, Währungen und / oder von Indizes der DZ BANK oder der Unternehmen der DZ BANK Gruppe ab.

6.7 Die DZ BANK sowie Unternehmen der DZ BANK Gruppe emittieren Finanzinstrumente für Handel, Hedging und sonstige Investitionszwecke, die als Basiswerte auch vom DZ BANK Research gecoverte Finanzinstrumente, Rohstoffe, Währungen, Benchmarks, Indizes und / oder andere Finanzkennzahlen in Bezug nehmen können. Diesbezügliche Interessenkonflikte werden im Bereich Research und Volkswirtschaft insbesondere durch die genannten organisatorischen Maßnahmen vermieden.

7. Adressaten, Informationsquellen und Nutzung

7.1 Adressaten

Sonstige Research-Informationen der DZ BANK richten sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist eine Sonstige Research-Information der DZ BANK auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten freigegeben.

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur, vorbehalten.

7.2 Wesentliche Informationsquellen

Die DZ BANK nutzt für die Erstellung ihrer Research-Publikationen ausschließlich Informationsquellen, die sie selbst als zuverlässig betrachtet. Sie kann jedoch nicht alle diesen Quellen entnommene Tatsachen und sonstigen Informationen selbst in jedem Fall nachprüfen. Sofern die DZ BANK jedoch im konkreten Fall Zweifel an der Verlässlichkeit einer Quelle oder der Richtigkeit von Tatsachen und sonstigen Informationen hat, wird sie darauf in der Research-Publikation ausdrücklich hinweisen.

Wesentliche Informationsquellen für Research-Publikationen sind:

Informations- und Datendienste (z. B. Refinitiv, Bloomberg, VWD, IHS Markit), zugelassene Rating-Agenturen (z.B. Standard & Poors, Moody's, Fitch, DBRS), Fachpublikationen der Branchen, die Wirtschaftspresse, die zuständigen Aufsichtsbehörden, Informationen der Emittenten (z.B. Geschäftsberichte, Wertpapierprospekte, Ad-hoc-Mitteilungen, Presse- und Analysten-Konferenzen und sonstige Publikationen) sowie eigene fachliche, mikro- und makroökonomische Recherchen, Untersuchungen und Auswertungen.

7.3 Keine individuelle Investitionsempfehlung

Eine **Sonstige Research-Information** kann eine **fachkundige Beratung** für entsprechende Investitionen **keinesfalls ersetzen**. Sie kann daher **nicht alleinige Grundlage** für die Entscheidung über eine Investition in einen Analysegegenstand sein.

8. Zusammenfassungen von Methoden und Verfahren

Ausführlichere Darstellungen der vom DZ BANK Research genutzten, allgemein anerkannten sowie selbst entwickelten Methoden und Verfahren können kostenfrei unter www.dzbank.de/Pflichtangaben eingesehen und abgerufen werden.

II. RECHTLICHE HINWEISE

1. Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden** in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums** und der **Schweiz**. Bei einer entsprechenden Kennzeichnung ist ein Dokument auch für **Privatkunden in der Bundesrepublik Deutschland freigegeben**.

Dieses Dokument wurde von der DZ BANK erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten genehmigt.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **'Finanzanalyse'** bezeichnet, gelten für seine Verteilung gemäß den Nutzungsbeschränkungen in den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

In die **Republik Singapur** darf dieses Dokument ausschließlich von der DZ BANK über die DZ BANK Singapore Branch, nicht aber von anderen Personen, gebracht und dort ausschließlich an ‚accredited investors‘, und / oder ‚expert investors‘ weitergegeben und von diesen genutzt werden.

Finanzanalysen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Ist dieses Dokument in **Absatz 1.1** der Pflichtangaben ausdrücklich als **'Sonstige Research-Information'** bezeichnet, gelten für seine Verteilung nach den Pflichtangaben die folgenden ergänzenden Bestimmungen:

Sonstige Research-Informationen dürfen nicht in die **Vereinigten Staaten von Amerika (USA)** verbracht und / oder dort für Transaktionen mit Kunden genutzt werden.

Die Weitergabe von Sonstigen Research Informationen in der **Republik Singapur** ist in jedem Falle der DZ BANK AG, Niederlassung Singapur vorbehalten.

Dieses Dokument darf im Ausland nur in Einklang mit dem jeweils dort geltenden Recht verteilt werden, und Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollen sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und diese befolgen.

2. Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf ohne vorherige schriftliche Zustimmung der DZ BANK weder ganz noch teilweise vervielfältigt, noch an andere Personen weitergegeben, noch sonst veröffentlicht werden. Sämtliche Urheber- und Nutzungsrechte, auch in elektronischen und Online-Medien, verbleiben bei der DZ BANK.

Obwohl die DZ BANK Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument genannten Unternehmen angeben kann, bedeutet dies nicht, dass die DZ BANK sämtliche Daten auf der verlinkten Seite oder Daten, auf welche von dieser Seite aus weiter zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder gewährleistet. Die DZ BANK übernimmt weder eine Haftung für Verlinkungen oder Daten, noch für Folgen, die aus der Nutzung der Verlinkung und / oder Verwendung dieser Daten entstehen könnten.

3. Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb oder Verkauf von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurservartungen, die für die in diesem Dokument analysierten Investitionsobjekte angegeben werden, können möglicherweise nicht erreicht werden. Dies kann insbesondere auf Grund einer Reihe nicht vorhersehbarer Risikofaktoren eintreten.

Solche Risikofaktoren sind insbesondere, jedoch nicht ausschließlich: Marktvolatilitäten, Branchenvolatilitäten, Maßnahmen des Emittenten oder Eigentümers, die allgemeine Wirtschaftslage, die Nichtrealisierbarkeit von Ertrags- und / oder Umsatzzielen, die Nichtverfügbarkeit von vollständigen und / oder genauen Informationen und / oder ein anderes später eintretendes Ereignis, das sich auf die zugrundeliegenden Annahmen oder sonstige Prognosegrundlagen, auf die sich die DZ BANK stützt, nachteilig auswirken können.

Die gegebenen Einschätzungen sollten immer im Zusammenhang mit allen bisher veröffentlichten relevanten Dokumenten und Entwicklungen, welche sich auf das Investitionsobjekt sowie die für es relevanten Branchen und insbesondere Kapital- und Finanzmärkte beziehen, betrachtet und bewertet werden.

Die DZ BANK trifft keine Pflicht zur Aktualisierung dieses Dokuments. Anleger müssen sich selbst über den laufenden Geschäftsgang und etwaige Veränderungen im laufenden Geschäftsgang der Unternehmen informieren.

Die DZ BANK ist berechtigt, während des Geltungszeitraums einer Anlageempfehlung in einer Analyse eine weitere oder andere Analyse mit anderen, sachlich gerechtfertigten oder auch fehlenden Angaben über das Investitionsobjekt zu veröffentlichen.

4. Die DZ BANK hat die Informationen, auf die sich dieses Dokument stützt, aus Quellen entnommen, die sie grundsätzlich als zuverlässig einschätzt. Sie hat aber nicht alle diese Informationen selbst nachgeprüft. Dementsprechend gibt die DZ BANK keine Gewährleistungen oder Zusicherungen hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab.

Weder die DZ BANK noch ihre verbundenen Unternehmen übernehmen eine Haftung für Nachteile oder Verluste, die ihre Ursache in der Verteilung und / oder Verwendung dieses Dokuments haben und / oder mit der Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen.

5. Die DZ BANK, und ihre verbundenen Unternehmen sind berechtigt, Investmentbanking- und sonstige Geschäftsbeziehungen zu dem / den Unternehmen zu unterhalten, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind. Die Analysten der DZ BANK liefern im Rahmen des jeweils geltenden Aufsichtsrechts ferner Informationen für Wertpapierdienstleistungen und Wertpapiernebenleistungen. Anleger sollten davon ausgehen, dass (a) die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen berechtigt sind oder sein werden, Investmentbanking-, Wertpapier- oder sonstige Geschäfte von oder mit den Unternehmen, die Gegenstand der Analyse in diesem Dokument sind, zu akquirieren, und dass (b) Analysten, die an der Erstellung dieses Dokumentes beteiligt waren, im Rahmen des Aufsichtsrechts grundsätzlich mittelbar am Zustandekommen eines solchen Geschäfts beteiligt sein können. Die DZ BANK und ihre verbundenen Unternehmen sowie deren Mitarbeiter könnten möglicherweise Positionen in Wertpapieren der analysierten Unternehmen oder Investitionsobjekte halten oder Geschäfte mit diesen Wertpapieren oder Investitionsobjekten tätigen.
6. Die Informationen und Empfehlungen der DZ BANK in diesem Dokument stellen keine individuelle Anlageberatung dar und können deshalb je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont oder der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Mit der Ausarbeitung dieses Dokuments wird die DZ BANK gegenüber keiner Person als Anlageberater oder als Portfolioverwalter tätig. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen geben die nach bestem Wissen erstellte Einschätzung der Analysten der DZ BANK zum Zeitpunkt der Erstellung dieses Dokuments wieder; sie können aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen ohne Vorankündigung geändert werden oder sich verändern. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung der entsprechenden Emittenten beziehungsweise Investitionsobjekte durch die DZ BANK dar und alle hierin enthaltenen Bewertungen, Meinungen oder Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen der Emittentin oder dritter Parteien überein. Eine (Investitions-)Entscheidung bezüglich Wertpapiere, sonstige Finanzinstrumente, Rohstoffe, Waren oder sonstige Investitionsobjekte sollte nicht auf der Grundlage dieses Dokuments, sondern auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Analysen, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf Informationsmemoranden, Verkaufs- oder sonstige Prospekte erfolgen. Dieses Dokument kann eine Anlageberatung nicht ersetzen.
7. Indem Sie dieses Dokument, gleich in welcher Weise, benutzen, verwenden und / oder bei Ihren Überlegungen und / oder Entscheidungen zugrunde legen, akzeptieren Sie die in diesem Dokument genannten Beschränkungen, Maßgaben und Regelungen als für sich rechtlich ausschließlich verbindlich.

Ergänzende Information von Markit Indices GmbH

Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter übernehmen ausdrücklich oder stillschweigend irgendeine Gewährleistung hinsichtlich der Genauigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der hierin enthaltenen Daten sowie der von den Empfängern der Daten zu erzielenden Ergebnisse. Weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein Datenanbieter haften gegenüber dem Empfänger der Daten ungeachtet der jeweiligen Gründe in irgendeiner Weise für ungenaue, unrichtige oder unvollständige Informationen in den IHS Markit-Daten oder für daraus entstehende (unmittelbare oder mittelbare) Schäden.

Seitens IHS Markit besteht keine Verpflichtung zur Aktualisierung, Änderung oder Anpassung der Daten oder zur Benachrichtigung eines Empfängers derselben, falls darin enthaltene Sachverhalte sich ändern oder zu einem späteren Zeitpunkt unrichtig geworden sein sollten.

Ohne Einschränkung des Vorstehenden übernehmen weder IHS Markit noch deren Tochtergesellschaften oder irgendein externer Datenanbieter Ihnen gegenüber irgendeine Haftung - weder vertraglicher Art (einschließlich im Rahmen von Schadenersatz) noch aus unerlaubter Handlung (einschließlich Fahrlässigkeit), im Rahmen einer Gewährleistung, aufgrund gesetzlicher Bestimmungen oder sonstiger Art - hinsichtlich irgendwelcher Verluste oder Schäden, die Sie infolge von oder im Zusammenhang mit Meinungen, Empfehlungen, Prognosen, Beurteilungen oder sonstigen Schlussfolgerungen oder Handlungen Ihrerseits oder seitens Dritter erleiden, ungeachtet dessen, ob diese auf den hierin enthaltenen Angaben, Informationen oder Materialien beruhen oder nicht.

Die in Texten und Grafiken enthaltenen Preisnotierungen sowie Rendite- und Spreadangaben sind bei IHS Markit regelmäßig auf den Stand zum Vorabend aktualisiert.