

DZ BANK
Die Initiativbank

Friedrich

#4

Dezember 2019

Research. Trends. Analysen.

Der goldene Weg

Klimaschutz zwischen Verboten und Investitionen

Inhalt

AUSGABE #4 / 2019



IM FOKUS

Der goldene Weg

Klimaschutz zwischen Verboten und Investitionen

Seite 5



MARKTPERSPEKTIVE

Auf Rekordjagd

Geldpolitik und Zuversicht beflügeln
die Aktienindizes

Seite 10



ANLAGESTRATEGIE

Alle Signale stehen auf Los

Welche Rolle spielt der Ausbau des Schienennetzes
für den Klimaschutz?

Seite 13

Alles wird grün -
passen Nachhaltigkeit
und Investieren
zusammen?

EXPERTEN-INTERVIEW

Mit Torsten Hähn,
Leiter Nachhaltigkeitsresearch der DZ BANK

Seite 18

B³

DZ BANK BLOG

Bestes aus Bielmeiers Blog

Seite 20



RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Grün. Grün. Grün?

Was bewirkt die steigende Zahl nachhaltiger Staatsanleihen

Seite 23



MISCHPULT

Musterportfolio

Seite 26



WUSSTEN SIE SCHON?

Der Schein trügt

Seltene Erden sind nicht knapp – das Problem liegt woanders

Seite 32



WAS IST EIGENTLICH

Was sind eigentlich ESG-Aktien?

Die grüne Welle im Investmentprozess

Seite 36



THINK-TANK

Richtungsweisend

Wie weit reicht das Klimapaket?
Eine ökonomische Annäherung.

Seite 39



GLOSSE

Klimaschutz antik

Diogenes, Greta und die Tomate

Seite 43

HINWEISE / IMPRESSUM / PFLICHTANGABEN / RECHTLICHE HINWEISE

Seite 45

Grün - mehr als nur ein Modetrend

EDITORIAL

Stefan Bielmeier, Chefvolkswirt

Liebe Leserin, lieber Leser,

wenn Sie darüber nachdenken, welche Themen in den letzten Wochen öffentlich intensiv diskutiert wurden und welche davon Sie auch ganz persönlich bewegt und angesprochen haben, dann sind dies in sehr vielen Fällen vermutlich der Klimawandel und seine drohenden Folgen für unseren Planeten. Nicht nur die junge Generation diskutiert leidenschaftlich über die Möglichkeiten, die wir als Gesellschaft haben, den Klimawandel zu bekämpfen oder ihn zumindest zu verlangsamen.

In der vorliegenden Ausgabe des Friedrich haben wir uns vorgenommen, die verschiedenen Aspekte des Themas einmal zu sortieren und vor einem wirtschaftlichen Hintergrund zu beleuchten. Welche Rolle etwa spielt das Thema „Nachhaltigkeit“ in diesem Zusammenhang, was ist darunter genau zu verstehen? Und was sind die in letzter Zeit viel zitierten „Green Bonds“ eigentlich und warum werden sie immer wichtiger? Wie sieht es mit nachhaltigen Strategien bei Aktienprodukten aus; muss man als Anleger hier Abstriche machen?

Wir werfen auch die Frage auf, warum die Diskussion in Deutschland so stark unter der Überschrift „Verzicht“ geführt wird. Als führende Exportnation könnte man sie ja auch als große Chance begreifen. Schließlich muss in den nächsten Jahrzehnten die gesamte globale Wirtschaft klimafreundlicher werden, wenn wir dieses Wettrennen gegen die Zeit gewinnen wollen. Das erfordert riesige Investitionen in saubere Technologien. Eine der größten Herausforderungen hierzulande dürfte die Umgestaltung des Verkehrssektors darstellen, im Zuge derer neben der Elektromobilität vor allem der Bahnverkehr gestärkt werden soll.

Liebe Leserinnen und Leser, wir hoffen wie immer, Ihnen eine spannende und gewinnbringende Lektüre anbieten zu können. Und wir freuen uns, wenn wir Ihnen beim Navigieren im Informationsdschungel gerade bei solch aktuellen Themen wie dem Klimaschutz etwas behilflich sein dürfen. Denn wir alle wissen, dass auch im bald anbrechenden Jahrzehnt die Frage, wie wir mit unserem Planeten umgehen müssen, eine der zentralsten bleiben wird. Dabei sollten wir nicht vergessen, dass in jedem Neubeginn auch eine Chance liegt. Denn: Wer nichts wagt, der darf nichts hoffen (Friedrich Schiller).

Ihr Stefan Bielmeier
Chefvolkswirt



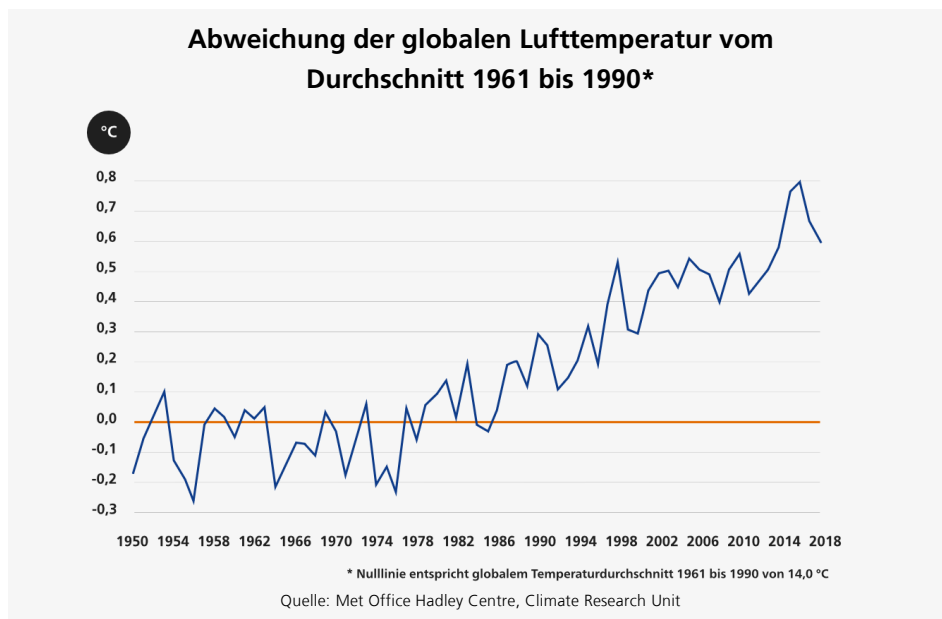
IM FOKUS

Michael Stappel, Economist

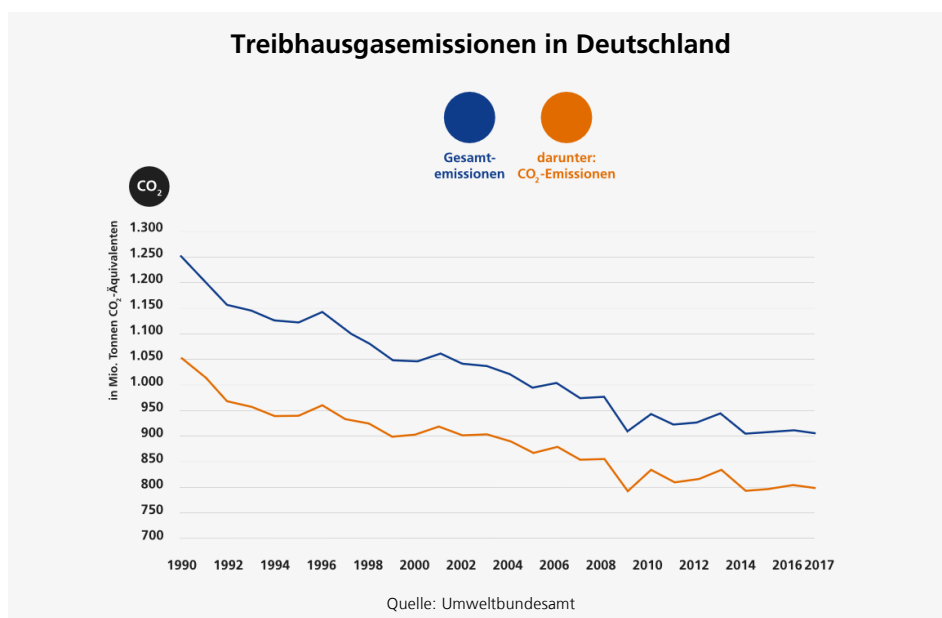
„Fridays for Future“ bringt weltweit Millionen junger Menschen auf die Straße. Sie haben angeführt von Greta Thunberg das Diskussionsfeuer um wirksamen Klimaschutz neu entfacht. Unter dem öffentlichen Druck sind die Politiker gefordert. Doch was ist der richtige Weg – auf CO₂-verursachende Aktivitäten verzichten oder in umweltfreundliche Technologie investieren?

Die Zeit drängt

Spätestens die letzten beiden Sommer lassen erahnen, dass tatsächlich dringender Handlungsbedarf in Sachen Klimaschutz besteht. Nicht nur die Hitzewellen waren das Problem, sondern auch langanhaltende Dürren und Unwetter. Mit dem weiteren Anstieg der durchschnittlichen globalen Lufttemperatur dürften sich solche Phänomene häufen und sogar noch verstärken. Das hat zum einen schwerwiegende gesundheitliche Folgen vor allem für ältere und kranke Menschen. Zum anderen betrifft es auch die Tier- und Pflanzenwelt und damit die Landwirtschaft, die mit dem Verlust landwirtschaftlicher Nutzfläche, verstärkten Ernteausfällen sowie steigenden Kosten für Futtermittel und Bewässerung rechnen muss. Auch die jüngsten Niedrigwasser des Rheins sowie überschwemmte oder unterspülte Verkehrswege lieferten einen Vorgeschmack darauf, was der Klimawandel für den Verkehrssektor bedeuten könnte. Betroffen waren aber nicht nur der Schiffs-, Eisenbahn- und Straßenverkehr. In der Folge kam es auch zu Produktionsausfällen in der chemischen Industrie, zu Kühlwassermangel in Kraftwerken und zu Versorgungsengpässen bei Heizöl. Diese Beispiele verdeutlichen, dass die volkswirtschaftlichen Kosten des Klimawandels gewaltig ausfallen könnten.



Dabei wurden in Deutschland in der Vergangenheit bereits deutliche Fortschritte beim Klimaschutz erzielt. Das zeigt der Ausbau erneuerbarer Energien, die inzwischen knapp 43% (erste drei Quartale 2019) des inländischen Bruttostromverbrauchs decken. Diese Entwicklung hat auch dazu beigetragen, dass – verglichen mit 1990 – rund 30% der jährlichen Treibhausgasemissionen abgebaut werden konnten.

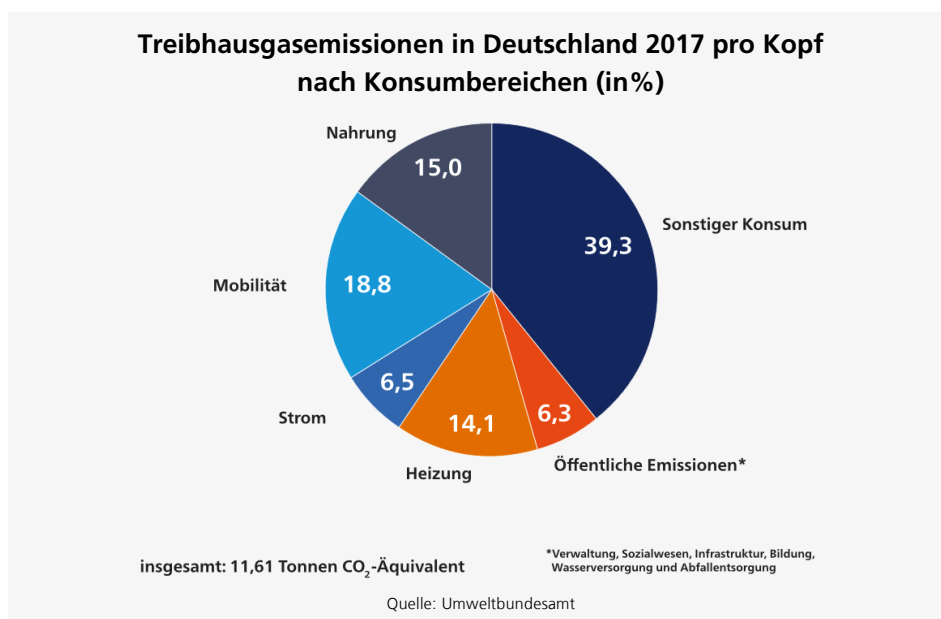


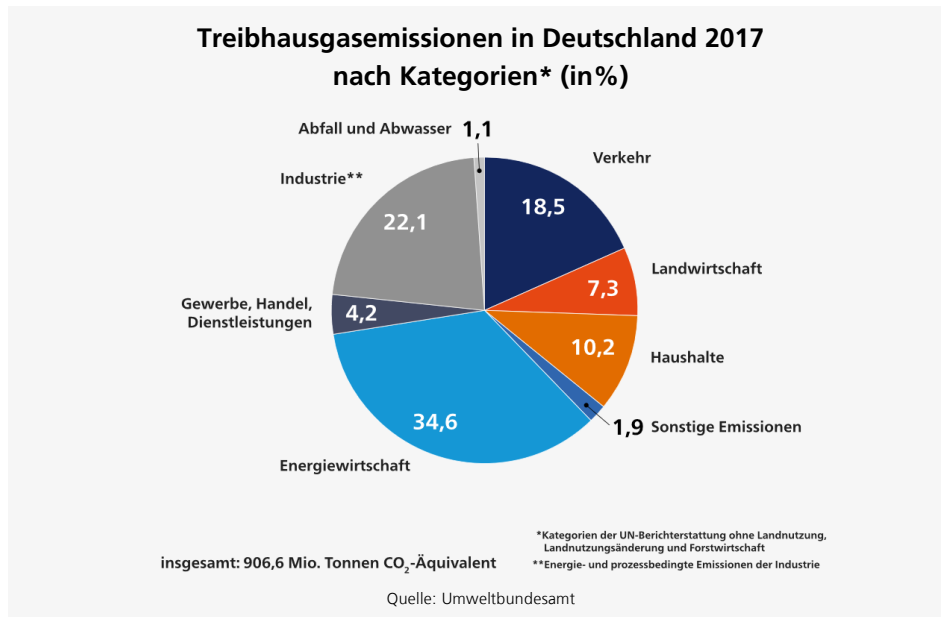
Allerdings erlahmen die Fortschritte im Kampf gegen den Klimawandel zusehends. So wurden im ersten Halbjahr 2019 in Deutschland so wenige Windräder an Land gebaut wie seit fast 20 Jahren nicht mehr. Gerade einmal 86 Anlagen sind neu dazugekommen – ein Rückgang von 82% im Vergleich zum Vorjahr. Auch die energetische Gebäudesanierung hat in den letzten Jahren an Schwung verloren. Im Flugverkehr steigt der CO₂-Ausstoß durch das erhöhte Fluggastaufkommen sogar. Von 2014 bis 2017 fanden praktisch keine weiteren Fortschritte im CO₂-Abbau mehr statt. Lediglich 2018 hat nach ersten vorläufigen Zahlen eine weitere Reduktion gebracht, die jedoch von förderlichen Wetterbedingungen begünstigt wurde.

Unter diesen Bedingungen kann Deutschland sein ursprüngliches Klimaziel – eine Verminderung des Treibhausgasausstoßes um mindestens 40% bis 2020 im Vergleich zu 1990 – nicht mehr erreichen. Daher kann der Kampf gegen den Klimawandel durchaus neue Impulse gebrauchen, wie sie vom kürzlich verabschiedeten Klimapaket der Bundesregierung ausgehen sollen. Die Rückschau auf die Fördersystematik des Erneuerbare-Energien-Gesetzes (EEG) zeigt aber auch, dass mehr wirtschaftliche und technische Effizienz beim Einsatz von Klimaschutzmaßnahmen einschließlich Fördermitteln gefragt ist. Das gilt beispielsweise für die Photovoltaik, die trotz geringer und stark schwankender Energieausbeute in den Anfangsjahren stark vom EEG profitierte.

Verbote provozieren Widerstand

Ein Blick in die Statistik zeigt, wo die größten CO₂-Emittenten zu finden sind: Aus Sektorenperspektive sind das die Energiewirtschaft, die Industrie und der Verkehr. Aus der Perspektive der Konsumenten der Energieverbrauch für Heizung und Strom, Mobilität, Nahrung sowie der CO₂-Ausstoß bei Produktion und Distribution sonstiger Konsumgüter. Das meiste CO₂ wird durch die Verbrennung von Kohle, Öl und Gas für die Erzeugung von Wärme, Strom und für die Fortbewegung freigesetzt. Somit wird schnell klar, dass der angestrebte Abbau von Treibhausgasemissionen kaum durch Verzicht zu erreichen ist, ohne massive Einschränkungen der Lebensqualität in Kauf nehmen zu müssen. Zudem wird die Bevölkerung mehrheitlich nicht freiwillig bereit sein, im Winter die Heizung runterzudrehen, kein Fleisch zu essen, aufs Auto und Reisen zu verzichten und insgesamt Askese zu üben. Der Weg signifikanter CO₂-Einsparung durch Verzicht ist daher meist mit Verboten, Beschränkung und Rationierung verbunden. Begeisterung für Klimaschutz kann davon nicht erwartet werden, sondern eher Widerstand.





Investitionen sind unumgänglich

Ein nachhaltiger starker Abbau des CO₂-Ausstoßes lässt sich nur erreichen, wenn fossile Energiequellen durch erneuerbare Energien ersetzt werden und energiesparende Techniken zum Einsatz kommen. Das erfordert jedoch umfassende Investitionen. Im Bereich Energie sind das der Ausbau der Windkraft und anderer Formen erneuerbarer Energien sowie der Netzausbau und die Erweiterung von Stromspeicherkapazitäten. Im Verkehrssektor betrifft das die Brennstoffzellentechnik, den Aufbau der Ladeinfrastruktur für die Elektromobilität, entsprechende Erweiterungen der Modellpaletten der Kfz-Hersteller sowie den Umbau der Autofabriken. Außerdem gilt es, das Angebot öffentlicher Verkehrsmittel zu verbessern. Hierzu sind Investitionen in die Erweiterung des Schienennetzes, die Modernisierung der Bahnhöfe und die Anschaffung neuer Schienenfahrzeuge notwendig – auch mit dem Ziel, mehr Güter auf die Schiene zu bringen. Ein weiterer Investitionsschwerpunkt stellt die energetische Gebäudesanierung durch Wärmedämmung sowie Heizungs- und Fensteraustausch dar. Das betrifft Wohnhäuser genauso wie Büroimmobilien, Industrieanlagen und Geschäfte. Gleichzeitig kommt es darauf an, die energetische Effizienz der industriellen Produktion zu optimieren: nicht nur durch stromsparende Maschinen und Werkzeuge, sondern auch durch die Rückgewinnung von Energie.

Klimafreundlicher Umbau der Volkswirtschaft

Allein die Errichtung von Erneuerbare-Energien-Anlagen in den Bereichen Windenergie, Biogas und Biomasse, Wasserkraft, Geothermie, Solarthermie sowie Photovoltaik dürfte in Deutschland seit dem Jahr 2000 bis heute insgesamt rund 300 Mrd. Euro gekostet haben. Das lässt erahnen, dass der oben skizzierte klimafreundliche Umbau der gesamten Volkswirtschaft gewaltige Investitionssummen verschlingen wird. Um den Prozess in Gang zu bringen, sind staatliche Fördermaßnahmen durchaus geboten. Diese zielen unter anderem darauf ab, die Produktionsmengen klimafreundlicher Produkte zu erhöhen, um über niedrigere Stückkosten den Einstieg in die günstige Großserienproduktion zu ebnen. Aber auch die Forschungsförderung spielt eine zentrale Rolle, wenn es darum geht, neue energiesparende Techniken bis zur Serienreife zu entwickeln. Dabei sollten Fördermaßnahmen immer technikneutral und ideologiefrei sein. Bezogen auf Autos bedeutet das beispielsweise keine einseitige Förderung von Lithium-Ionen-Akkus, sondern generell die Förderung CO₂-armer Antriebstechniken. Das können dann auch Fahrzeuge mit Brennstoffzellen oder mit Biogas angetriebene Verbrennungsmotoren sein.

Um den wirtschaftlich-technischen Strukturwandel in eine klimafreundliche Volkswirtschaft möglichst effizient zu gestalten, gilt es, staatliche Lenkung zu vermeiden und stattdessen marktkonforme Instrumente zu nutzen. Hierzu zählt auch ein Handel mit CO₂-Verschmutzungszertifikaten, die das zulässige Volumen

an CO₂-Emissionen tatsächlich begrenzen – und das möglichst in der gesamten EU und darüber hinaus. Dagegen bewirkt eine CO₂-Steuer zunächst lediglich einen Preisanstieg, den ein Großteil der Endverbraucher wahrscheinlich „zähneknirschend“ hinnimmt, ohne dass er eine Verhaltensänderung bewirkt. CO₂-Verschmutzungszertifikate hätten zudem den Vorteil, dass sie einen Wettbewerb um CO₂-Einsparungen auslösen und der Abbau von Emissionen dort stattfindet, wo die geringsten Kosten entstehen. Das setzt allerdings auch voraus, dass bürokratische Hindernisse für die Errichtung von Erneuerbare-Energien-Anlagen aus dem Weg geräumt und Planungsverfahren nicht nur vereinfacht, sondern auch beschleunigt werden.

Das Gebot der Stunde lautet Umgestaltung

Der „Fridays for Future“-Bewegung ist es gelungen, die Klimadebatte zu beleben und die dringende Notwendigkeit eines Abbaus des weltweiten Treibhausgasausstoßes zu verdeutlichen. Allerdings ist der reine Verzicht auf CO₂-verursachende Aktivitäten kein nachhaltiges Konzept für einen klimafreundlichen Umbau unserer Volkswirtschaft. Eine staatlich verordnete Askese schreckt ab, weil damit Verbote und Beschränkungen verbunden sind. Vielmehr gilt es, einen wirtschaftlich-technischen Strukturwandel einzuläuten, der den Ausbau erneuerbarer Energien vorantreibt, öffentliche Verkehrsträger stärkt, auf energetische Gebäudesanierung setzt und die Energieeffizienz der industriellen Produktion verbessert. Das erfordert gewaltige Investitionen, die – wenn sie in die richtigen Kanäle fließen – zu Kosteneinsparungen führen und die Abhängigkeit unserer Volkswirtschaft von Öl und Kohle reduzieren. Gleichzeitig eröffnen sich neue Perspektiven für Anleger, die gerade in Zeiten niedriger Zinsen gefragt sind.



Auf Rekordjagd

Geldpolitik und Zuversicht beflügeln die Aktienindizes

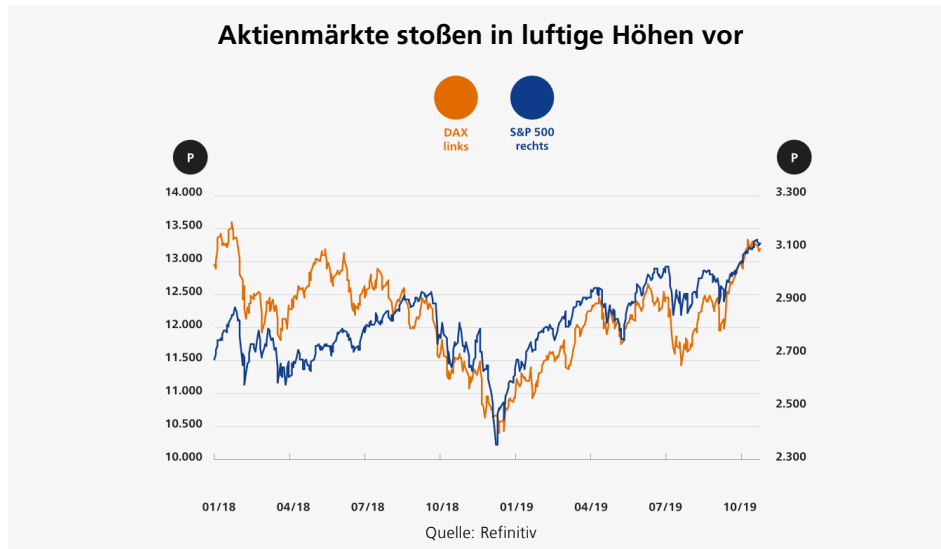
MARKTPERSPEKTIVE

Christoph Müller, Analyst

Anfang November 2019 hat der DAX die 13.000-Punkte-Marke überwunden und an der Wall Street sind neue Rekorde aufgestellt worden. Auch 2020 dürfte sich der Aufschwung an den Aktienmärkten fortsetzen, haben doch die Notenbanken die Weichen hin zu einer lockeren Geldpolitik längst gestellt. Zudem nehmen die Märkte positive politische Entwicklungen vorweg.

Optimismus breitet sich aus

Mit einem Wachstum von niedrigen 0,6% in diesem Jahr hinkt die Bundesrepublik der weltweiten Wirtschaftsentwicklung hinterher – nicht zuletzt wegen ihrer vergleichsweise hohen Exportabhängigkeit. Doch die Aktienkurse zeigen sich unbeeindruckt: So hat die Wall Street neue Rekordstände erreicht und auch der deutsche Leitindex ist seinem Allzeithoch bei 13.596 Punkten nahegekommen. Und dafür gibt es gute Gründe: So hat die Europäische Zentralbank im September nicht nur den Einlagezinssatz gesenkt, sondern auch ein neues Anleiheankaufprogramm auf die Beine gestellt. Auch die US-Notenbank und andere Zentralbanken rund um den Globus haben in den vergangenen Monaten ihre Geldpolitik weiter gelockert. Hinzu kommt, dass die Gefahr eines harten Brexits unwahrscheinlicher geworden ist und eine Lösung im transpazifischen Handelsstreit zum Greifen nah schien, was die Aktienkurse dies- und jenseits des Atlantiks beflügelt hat.



Neues von Handelsstreit und Brexit

In der Frage, ob die USA und China noch in diesem Jahr ein „Phase-1-Abkommen“ schließen, gibt es wohl einen Knackpunkt: Die chinesische Regierung fordert, bereits bestehende Strafzölle zu streichen. Dieses Druckmittel dürfte der US-Präsident aber vorerst zumindest nicht gänzlich aus der Hand geben. Sicher, ein solides Wirtschaftswachstum und gut laufende Aktienmärkte gehören zu den wichtigsten Interessen. Jedoch wird auch dies Trump nicht daran hindern, in den nächsten Monaten den Handelskonflikt mit China für seinen vermeintlichen Vorteil im Wahlkampf zu benutzen. Apropos Wahlen: Bei den anstehenden Parlamentswahlen in Großbritannien hat der amtierende Premierminister Boris Johnson Umfragen zufolge die Nase vorn. Erreicht er die absolute Mehrheit im Parlament, steht der Weg für den von ihm verhandelten EU-Ausstiegvertrag offen. Aus Sicht der Aktienmärkte eine gute Entwicklung.

Auf Dividendentitel setzen und Volatilität nutzen

Saisonal typisch gehen die Aktienkurse zum Jahresende auf Rekordjagd. Momentan leben sie von der optimistischen Erwartung und der lockeren Geldpolitik. Weltweit wird sich der Aufschwung an den Aktienmärkten bis ins neue Jahr hinein fortsetzen, weil unverändert Anlagenotstand vorherrscht. Anleger sollten jedoch keine Rekordpreise zahlen, nur um dabei zu sein. In Deutschland kämpfen viele DAX-Unternehmen, etwa aus der Automobilindustrie, mit haus- oder branchenspezifischen Problemen. Dies zusammen mit der trotz allem Optimismus noch vorhandenen politischen Unsicherheit belastet die Unternehmensgewinne. Letztere wachsen in Europa solider als beim zyklischen DAX, und Anlegern winkt eine attraktive Dividendenzahlung. Für Investoren heißt das: Auf Dividendentitel setzen, die Volatilität nutzen und bei Rückschlägen kaufen. Insgesamt erhöht das Niedrigzinsumfeld die Nachfrage nach riskanteren Assetklassen. Jedoch bleiben Anlagerisiken verdeckt, solange die Kapitalmarktzinsen auf sehr niedrigem Niveau verharren.

DAX tendiert volatil seitwärts

Auf Jahressicht sollte der DAX weitgehend seitwärts tendieren, jedoch volatil schwankend. Mitte 2020 erreicht der DAX nach unserer Prognose ein Niveau von 13.000 Punkten und zum Jahresende 2020 einen Indexstand von 13.200 Punkten. Für den Euro Stoxx 50 rechnen wir mit Niveaus von 3.650 beziehungsweise 3.700 Punkten. Der S&P 500 sollte im Jahr 2020 um die Marke von 3.100 Punkten oszillieren.

DZ BANK Prognosen

	Index	30.06.2020	31.12.2020
Europa	Euro Stoxx 50	3.650	3.700
Deutschland	DAX	13.000	13.200
USA	S&P 500	3.100	3.100

Quelle: DZ BANK



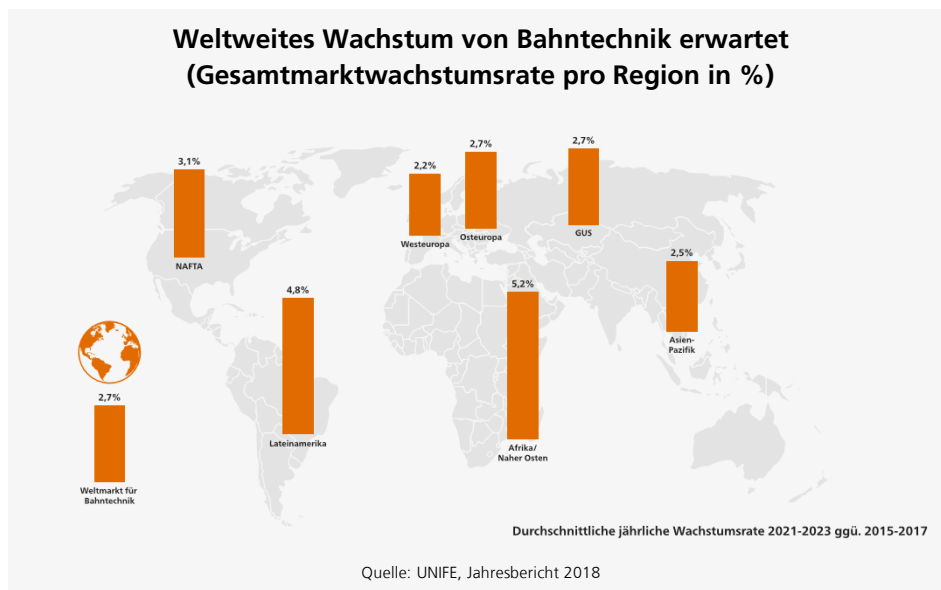
ANLAGESTRATEGIE

Robert Czerwensky, Alexander Hauenstein & Michael Punzet, Analysten

Das Klimaschutzprogramm der Bundesregierung sieht vor, allein im Verkehrssektor die Emissionen bis 2030 um mindestens 40% zu verringern. Dazu soll Elektromobilität gefördert, insbesondere aber die Bahn gestärkt werden. Dies dürfte in den kommenden Jahren die Investitionen vor allem in die Signaltechnik massiv ankurbeln.

Hybridmodelle dominieren E-Fahrzeugmarkt

In puncto Klimaschutz sieht sich insbesondere die Automobilindustrie vor großen Herausforderungen, befindet sie sich doch derzeit im Spannungsfeld von Kundeninteressen. Dabei stehen der anhaltend hohen Nachfrage nach sportlichen Geländewagen (SUV) mit überdurchschnittlichem CO₂-Ausstoß die regulatorischen Änderungen in Form strengerer Emissionsgrenzen gegenüber. Mit Blick auf die sich verschärfenden Grenzwerte in Europa von 2020/21 an wird sich das überschaubare Angebot an E-Fahrzeugen in den kommenden Monaten zwar deutlich erweitern. Allerdings dürfte der E-Fahrzeugmarkt in Europa vorerst von Hybridmodellen dominiert sein. Aus einfachem Grund: Die Ladeinfrastruktur fehlt. Darüber hinaus sieht das Klimapakete vor, den motorisierten Individualverkehr insgesamt zu reduzieren und den Güterverkehr zumindest teilweise auf die Schiene zu verlagern. Hinzu kommen möglicherweise Diesel-Fahrverbote in deutschen Innenstädten, was die Nachfrage nach öffentlichen Verkehrsmitteln deutlich erhöhen dürfte.



Über Grenzen hinweg

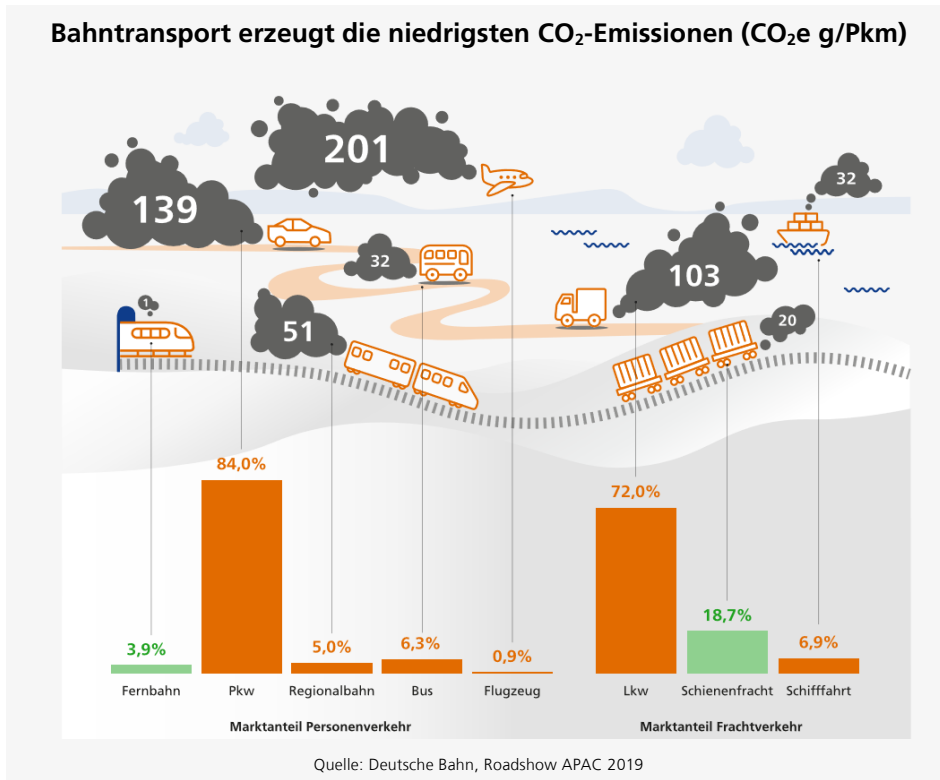
Damit spielt der Schienenverkehr eine überaus wichtige, wenn nicht gar die entscheidende Rolle bei der geplanten Reduzierung der Treibhausgasemissionen im Verkehrssektor. Um diese zu erfüllen, ist es allerdings unabdingbar, das Bahnsystem umfangreich auszubauen. Es geht um zuverlässige und sichere Lösungen, die erst einmal grenzüberschreitend etabliert werden müssen. Denn bislang sind die Bahnmärkte noch sehr uneinheitlich. So gibt es in Europa für die Hauptstrecken fünf verschiedene Stromnetze und mehr als 20 unterschiedliche Signalsysteme. Um diesen Zustand zu ändern und das europäische Bahnsystem zu digitalisieren und automatisieren, ist das Zugsicherungssystem ETCS (European Train Control System) ein wichtiger Baustein. Dadurch wird der Bahnverkehr nicht nur sicherer, pünktlicher und zuverlässiger; eine engere Zugfolge dürfte zudem die Kapazität des Streckennetzes deutlich erhöhen – um etwa 20% bis 35%.

In vielen Ländern wurden bereits Ausbauentscheidungen getroffen und entsprechende Finanzmittel zur Verfügung gestellt. Laut einer Studie der Unternehmensberatung SCI Verkehr vom Juni 2019 wird für den ETCS-Markt ein beschleunigtes Wachstum von durchschnittlich rund 5% pro Jahr zwischen 2018 und 2023 vorhergesagt – deutlich oberhalb des erwarteten Anstiegs des Gesamtmarktes, der mit rund 3% jährlich beziffert wird.

Der im Zuge des Klimapakets für die Bahn vorgestellte Maßnahmenkatalog der Bundesregierung hat nach ersten Schätzungen ein Volumen von mehr als 20 Mrd. Euro. Richard Lutz, Vorstandsvorsitzender der Deutschen Bahn, erwartet davon das größte Wachstums- und Investitionsprogramm in der 180-jährigen deutschen Bahngeschichte. In welchem Umfang die zusätzlichen Mittel für Signaltechnik verwendet werden, insbesondere für ETCS-Systeme und digitale Stellwerke, ist aber noch ungewiss. Wir gehen davon aus, dass es wegen der Neugründung der Gesellschaft „Digitale Schiene Deutschland“ (DSD) und der DSD-Rollout-Initiative, die seit September den vertrauensvollen Austausch von Bahnsektor und Politik organisieren soll, auch umfangreiche Mittel für neue Signaltechniksysteme geben wird.

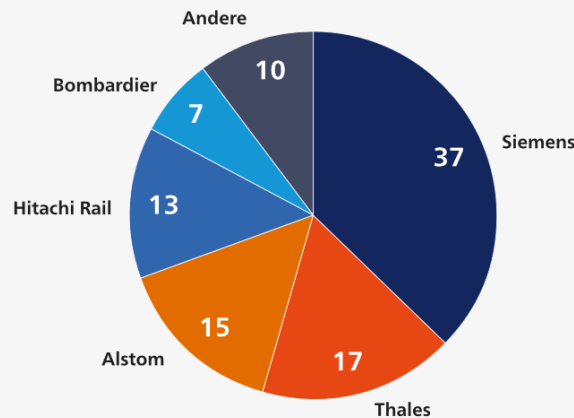
Ausbau der Bahninfrastruktur nimmt weltweit Fahrt auf

Bereits in den vergangenen Jahren sind die weltweiten Ausgaben für Bahntechnik deutlich gestiegen und haben 2017 mit einem Volumen von 163 Mrd. Euro einen neuen Rekordwert erreicht (Quelle: Verband der europäischen Eisenbahnindustrie UNIFE – Union des Industries Ferroviaires Européennes). Von 2015 bis 2017 ist der Markt jährlich um 1,2% gewachsen. Basierend auf der Analyse mehrerer Tausend Bahnprojekte durch UNIFE dürfte das zukünftige Marktwachstum bis 2023 auf durchschnittlich 2,7% pro Jahr zunehmen. Dementsprechend würde das Marktvolumen gegenüber 2017 um 18% auf etwa 192 Mrd. Euro steigen.



Viele Bahntechnikunternehmen setzen darauf, die Umsätze im Geschäft mit Services, Signaltechnik und Systemen deutlich zu steigern. Diese Bereiche stehen für zwei Drittel des Marktvolumens und weisen eine überdurchschnittliche Gewinnmarge für die Unternehmen auf. Der Schienenfahrzeugbau hingegen (Lokomotiven, Personen- und Güterwagen) steht für ein Drittel der Umsätze und ist deutlich weniger rentabel.

**Signaltechnik Marktanteile in Europa – Neu- und Ausbau Bahntransport
(in%, 2014 bis 2018)**



Quelle: Deutsche Bahn, Roadshow APAC 2019

Konsolidierung unerwünscht?

In aller Regel werden Signaltechaufträge öffentlich ausgeschrieben. Bisher profitierten europäische Anbieter beziehungsweise Niederlassungen ausländischer Konzerne meistens von einem Heimvorteil. In Europa ist Siemens Mobility, das Bahntechnikgeschäft von Siemens, eindeutiger Marktführer mit einem Anteil von 37%. Den zweiten Platz belegt mit 17% der französische Verteidigungs-, Luftfahrt- und Bahntechnikkonzern Thales, gefolgt vom französischen Bahntechnikunternehmen ALSTOM (15%). Aufgrund dieser Marktposition sehen sich die etablierten Anbieter derzeit auch (noch) nicht durch den chinesischen Weltmarktführer China Railway Signal & Communication (CRSC) gefährdet: Nur etwa 5% des Konzernumsatzes von CRSC stammen aus internationalen Märkten. Dennoch versuchen hiesige Anbieter, die Branchenkonsolidierung durch Fusionen voranzutreiben und sich dadurch besser gegen die Expansion internationaler Wettbewerber – insbesondere aus China – zu wappnen. Dies zeigt der Versuch von Siemens Mobility und ALSTOM, der allerdings Anfang 2019 am Widerspruch der Europäischen Wettbewerbsbehörde gescheitert ist. Kritisch gesehen wurde zum einen die starke Marktposition beider Unternehmen im Signaltechnikbereich. Zudem wurde angeführt, dass die chinesischen Wettbewerber keine Bedrohung für die europäischen Player darstellen würden; ein für Marktteilnehmer und -beobachter nur schwer nachvollziehbares Argument, das spätestens mit der im August 2019 angekündigten Übernahme des Lokomotiven-Werks von Vossloh durch China Railway Rolling Stock Corporation (CRRC) entkräftet wurde. Schließlich scheint ein weiteres Vordringen in die attraktive Signaltechnik nur der nächste logische Schritt zu sein.

Unseres Erachtens sind Alternativen durchaus denkbar. So könnte Siemens Mobility mittels Börsengang abgespalten werden. Eine weitere, wenn auch aus unserer Sicht unwahrscheinlichere Option wäre der Zusammenschluss mit Bombardier Transportation (Marktanteil in Europa: 7%), beispielsweise in Form eines Gemeinschaftsunternehmens für Signaltechnik mit einem Siemens-Anteil von etwa 80%. Allerdings dürften bei diesem Szenario auch hohe kartellrechtliche Hürden bestehen und der Verkauf von Unternehmensteilen nötig werden. Noch dazu befindet sich Bombardier gerade in einem weitreichenden Restrukturierungsprozess. Im Falle von ALSTOM wäre auf mittlere Sicht die Übernahme des Bahntechnikbereichs von Thales denkbar, das kaum Synergien zum Kerngeschäft Verteidigung und Luftfahrt aufweist. Sobald die derzeitige Ergebnisschwäche behoben ist und ein angemessener Preis erzielt werden kann, könnte Thales den Bahntechnikbereich an ALSTOM veräußern. Aus strategischer Sicht wäre dies eine für beide Seiten sinnvolle Transaktion.

Die Mischung macht's

In den nächsten Jahren dürfte der weltweite Ausbau der Bahninfrastruktur zügig Fahrt aufnehmen. Und das nicht nur aus Gründen des Klimaschutzes. Auch die zunehmende Urbanisierung, die vom Bevölkerungswachstum in mehreren Regionen der Welt getragen wird, stellt einen der Wachstumstreiber dar. Positive Auswirkungen werden diese Entwicklungen vor allem auf die Signaltechnik haben – ein Geschäft, das aufgrund überdurchschnittlicher Wachstumsraten und hoher operativer Margen besonders lukrativ ist. Davon profitieren dürften in erster Linie Unternehmen, die neben diesem Geschäft weitere attraktive Geschäftsfelder abdecken. Hierzu zählen die französischen Konzerne ALSTOM und Thales, die neben der Signaltechnik noch Bahnservices und -systeme (ALSTOM) beziehungsweise Verteidigungs- und Luftfahrttechnik (Thales) anbieten. Auch die Mobilitätssparte von Siemens bietet attraktives Wachstum, das die weniger zyklischen Kerngeschäftsbereiche des Konglomerats unterstützt, etwa Medizintechnik und Smart Infrastructure. In der Automobilindustrie hingegen wird der Umstieg beziehungsweise Ausbau der Elektromobilität zu anhaltend hohen Investitionen führen, mit vorerst stagnierenden Margen bei Herstellern und Zulieferern.

Alles wird grün – passen Nachhaltigkeit und Investieren zusammen?

EXPERTEN-INTERVIEW

Interview (vom 2. Dezember 2019) mit Torsten Hähn, Leiter Nachhaltigkeitsresearch der DZ BANK

Nachhaltigkeit, Klimawandel und Klimaschutz sind in aller Munde. Auch die Kapitalmärkte widmen sich immer mehr diesem Thema. Grundsätzlich ist das sinnvoll, da die Zeit drängt und jeder seinen Beitrag leisten muss. Torsten Hähn erklärt, auf welche „grünen Kapitalmarktbegriffe“ zu achten ist, wie Nachhaltigkeit und Investieren zusammenpassen und wie die DZ BANK nachhaltige Emittenten findet.

Friedrich: Wie würden Sie Nachhaltigkeit definieren?

Torsten Hähn: Eine komplett umfassende Definition ist sicher schwierig. Aber die Variante, Nachhaltigkeit als langfristig ausgerichtetes, verantwortungsvolles, nutzenstiftendes und ressourcenschonendes Handeln zu beschreiben, halte ich für einen guten Ansatz.

Friedrich: Welche Nachhaltigkeitsbegriffe sind für den Kapitalmarkt besonders relevant?

Torsten Hähn: Aus meiner Sicht sind derzeit Green-Bonds – also grüne Anleihen – sowie die Formel ESG von hoher Bedeutung. Man mag sich nun fragen, wann denn eine Anleihe grün ist: Regulatorische Ansätze schreiten hierzu besonders in der EU voran. Letztlich liegt der Schlüssel zur Beantwortung dieser Frage aber in der Verwendung der mit der Anleihe am Markt aufgenommenen Mittel. Grüne Anleihen dienen vor allem der Finanzierung von Projekten im Bereich Umwelt- oder Klimaschutz. Der Ausbau erneuerbarer Energien in der Versorgerindustrie ist hierfür ein prominentes Beispiel. ESG wiederum steht für Environmental, Social und Governance – und dementsprechend für die drei klassischen Dimensionen von Nachhaltigkeit: Ökologie, gesellschaftliches Engagement und gute Unternehmens- oder auch Staatsführung. Mehr und mehr Anleger rücken ESG-Aspekte bei ihren Anlageüberlegungen in den Vordergrund, auch um damit mehr Verantwortungsbewusstsein zu signalisieren.

Friedrich: Nachhaltigkeit ist somit auch ein Investment-Thema?

Torsten Hähn: Ganz sicher. Grüne Anleihen erweitern grundsätzlich das Spektrum an Anlageoptionen. ESG-Ansätze wiederum können die Analyse von Wertpapieremittenten auf breitere Beine stellen. Dahinter steht einmal der Gedanke, dass eine Beurteilung anhand traditioneller finanzwirtschaftlicher Kennzahlen möglicherweise zu kurz greift, um alle Bewertungsaspekte abzugreifen. Zum anderen gilt die These, dass beispielsweise ein Unternehmen, welches verstärkt ökologisch denkt, sozialen Nutzen stiftet und die Governance laufend optimiert, davon auch im rein wirtschaftlichen Sinn langfristig profitiert. Ein Beispiel im Bereich Governance: Wenn Anreizstrukturen in einem Unternehmen falsch gesetzt werden, dann ist die Gefahr groß, dass hierdurch – mutmaßlich kostspielige – Fehlentscheidungen begünstigt werden. Der Einbezug von ESG-Kriterien kann somit im Idealfall die Anlageentscheidung absichern.

Friedrich: Kann die Vielschichtigkeit von ESG greifbar gemacht werden?

Torsten Hähn: Wir versuchen es auf alle Fälle. Das Research der DZ BANK hat ein Modell konzipiert, welches Emittenten im Hinblick auf ihren ökologischen Fußabdruck, ihren gesellschaftlichen Beitrag und den Rahmen ihrer Steuerung und Kontrolle beleuchtet. Eine Vielzahl von entsprechenden Merkmalen wird damit – unter Berücksichtigung potenzieller ESG-Kontroversen (wie Geschäftsaktivitäten in kontroversen Staaten) oder gar existierender ESG-Ausschlusskriterien (wie der Verletzung fundamentaler Menschenrechte) –stark verdichtet und in einem Wert ausgedrückt. Zudem wird eine wirtschaftliche Komponente in das Modell integriert, um auch der ökonomischen Nachhaltigkeit Rechnung zu tragen. Da es nicht *den* nachhaltigen Emittenten oder Staat gibt, stehen die Emittenten dabei immer in relativem Bezug zueinander. In letzter Konsequenz wird ein Emittent von uns als nachhaltig oder eben nicht-nachhaltig eingestuft. Damit bekommen unsere Kunden eine gute Orientierung für Ihren Investitionsprozess.

B³

Bestes aus Bielmeiers Blog

DZ BANK BLOG

Im Internet finden Sie den Experten-Blog unter www.bielmeiersblog.dzbank.de.
Als App können Sie sich Bielmeiers Blog für alle gängigen mobilen Endgeräte herunterladen.

1. Mittelstand bekommt Konjunkturabkühlung zu spüren (vom 9. Dezember 2019):

Die Eintrübung der deutschen Konjunktur ist nun auch im Mittelstand angekommen. Dies zeigen die Ergebnisse der neuen Mittelstandsstudie von DZ Bank und BVR. Die Geschäftserwartungen sind gegenüber dem Frühjahr regelrecht eingebrochen: Der Saldo der Erwartungen fiel von 24,1 Punkten im Frühjahr auf nur noch 0,4 Punkte. Damit halten sich bei den befragten mittelständischen Unternehmen optimistische und pessimistische Geschäftsaussichten inzwischen nahezu die Waage. Die Bewertung der Geschäftslage ging zwar nicht so deutlich zurück. Sie gab jedoch bereits zum dritten Mal in Folge nach. Besonders die Mittelständler in exportorientierten Industriebranchen bewerteten ihre Geschäftslage deutlich schwächer als vor einem halben Jahr. Hauptgrund für die aktuelle Stimmungseintrübung sind die Folgen der globalen Konjunkturabkühlung. Diese sorgten auch dafür, dass die Mittelständler ihr Auslandsengagement zum dritten Mal nacheinander zurückfuhren. Dennoch sind immer noch mehr als die Hälfte im Ausland aktiv, weshalb sie sich den Auswirkungen internationaler Risiken wie Handelsstreit und Brexit nicht entziehen können.

Fachkräftemangel und Bürokratie stellen aber weiterhin die größten aktuellen Problemfelder für den deutschen Mittelstand dar. Langfristig wird der Altersstrukturwandel den Fachkräftemangel sogar noch verschärfen, weil bei der Hälfte der Befragten in den nächsten zehn Jahren ein großer Teil der Belegschaft in Ruhestand geht. Der Mittelstand beginnt jedoch bereits vorzusorgen. Ein Mittel dazu ist die Ausbildung. Hier sinkt allerdings die Zahl der Bewerbungen bei den mittelständischen Unternehmen.

Trotz der Herausforderungen zeigen sich die mittelständischen Unternehmen in Deutschland auch zum Ende des Jahres 2019 widerstandsfähig. So stieg die Eigenkapitalquote von 7,5 Prozent im Jahr 2001 auf 27,8 Prozent im vergangenen Jahr. Insgesamt bleibt der Mittelstand trotz aller Widrigkeiten robust, auch wenn einzelne Segmente wie insbesondere der Metall-, Automobil- und Maschinenbau von der Konjunkturabkühlung merklich getroffen werden. Dennoch war und ist der Mittelstand eine wichtige Säule der deutschen Wirtschaft und wird dies auch in den kommenden Jahren bleiben.



2. Bewertung der Aktienmärkte klettert immer höher (vom 4. Dezember 2019)

Das Bewertungsniveau der Aktienmärkte ist deutlich angestiegen. Innerhalb der letzten 15 Jahre lag das Kurs- Gewinn-Verhältnis (KGV) des DAX nur Anfang 2015 höher, als die EZB erstmals Anleihen am Markt kaufte. Hier zeigt sich eine interessante Parallele, da die EZB im November, nach kurzer Pause, das Anleihekaufprogramm reaktivierte.

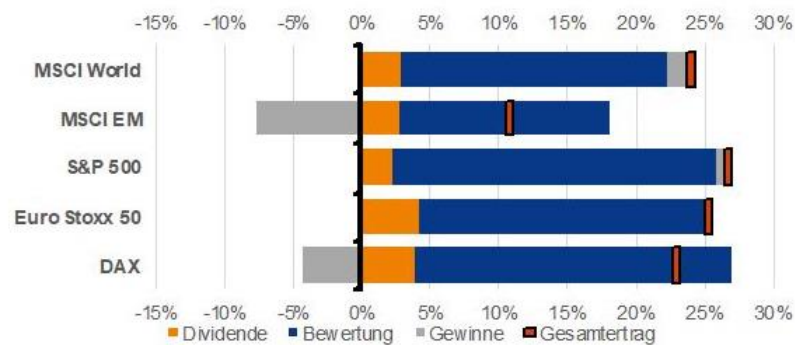
DAX-KGV deutlich angestiegen



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Gleichzeitig fällt jedoch die Wachstumsdynamik der Unternehmensgewinne weiterhin sehr schwach aus. Die Gewinne der DAX-Konzerne werden das zweite Jahr in Folge sinken. Die Kursentwicklung wird somit vollständig durch eine Bewertungsexpansion gespeist und beruht maßgeblich auf der Hoffnung, dass es im nächsten Jahr besser laufen wird. Ähnliche Muster zeigen auch bei den meisten der großen Indizes.

Entwicklung der Performancebestandteile innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: Refinitiv, DZ BANK

Zwar kommen sowohl seitens der Einkaufsmanagerindizes als auch der Gewinnrevisionen positive Signale, die Unsicherheiten bleiben jedoch hoch. Weder für den Handelsstreit noch im Falle des Brexits konnte bisher eine finale Lösung präsentiert werden.

Insgesamt zeigt sich eine äußerst positive Stimmung an den Kapitalmärkten mit steigenden Kursen und geringer Volatilität. Das Bewertungsniveau ist zuletzt über die erste obere Standardabweichung geklettert: Dies sollte zur Vorsicht mahnen. Der Euphorie im Jahr 2015, ausgelöst durch die Geldflut der EZB, ging durch schwache realwirtschaftliche Daten relativ schnell die Luft aus. Nur leicht enttäuschende Daten könnten daher schon ausreichen, dass der Markt vorübergehend in den Konsolidierungsmodus schaltet.

3. Notenbanken brauchen Entlastung (vom 29. November 2019)

Die Grenzen der Geldpolitik werden spätestens seit dem jüngsten Lockerungspaket der EZB im September wieder verstärkt diskutiert. Denn je tiefer die Zinsen ins Minus rutschen, desto fragwürdiger erscheinen die positiven realen Effekte für die Konjunktur, die sich die Notenbank davon verspricht. Gleichzeitig steigen die Risiken für die Finanzstabilität, sei es durch eine übermäßige Verschuldung, sei es durch Preisüberbungen auf den Aktien-, Renten- oder Immobilienmärkten.

Doch die Finanzmärkte haben sich auf die überreichliche Liquiditätsversorgung längst eingestellt. Die Jagd nach Rendite führt zu immer riskanteren Investments. Und eine übermäßige Verschuldung scheint bei einem Null- oder Negativzins zunächst einmal kein großes Risiko darzustellen. Das macht für die Zentralbanken den Weg aus den Niedrigzinsen umso schwieriger.

Um den Notenbanken ihre Aufgabe zu erleichtern, müssen sie von Seiten der Politik unterstützt werden. Und zwar nicht durch die regelmäßige Aufforderung, die Zinsen doch bitte noch weiter zu senken. Vielmehr müssen die Wachstumsbedingungen in den Volkswirtschaften verbessert werden. Die Rezepte dafür müssen sich nach den spezifischen nationalen Erfordernissen richten. Dazu können Infrastrukturinvestitionen gehören, aber auch Strukturreformen und Steuerentlastungen.

Die Geldpolitik ist an ihre Grenzen gestoßen, auch weil sie zu lange „the only game in town“ war. Fiskal- und Strukturpolitik müssen sie unterstützen. Gleichzeitig sollten sich die Währungshüter aber auch von der Vorstellung freimachen, sie könnten mit ihrer Politik eine stabile Inflationsrate, ein robustes Wachstum und schwankungsarme Finanzmärkte gleichzeitig sicherstellen.



Was bewirkt die steigende Zahl nachhaltiger Staatsanleihen?

RESEARCH-SPEZIALTHEMA

Christian M. Lenk, Analyst

Das Investieren unter Nachhaltigkeitsaspekten gewinnt auch im Staatsanleihesegment an Bedeutung. So hat die zunehmende Emissionstätigkeit seit 2018 das derzeit ausstehende Volumen an grünen Staatsanleihen auf gut 50 Mrd. Euro ansteigen lassen.

Die vergangenen Monate waren, zumindest in der deutschen Medienlandschaft, von einer zunehmenden Fokussierung auf Klimaschutzfragen geprägt. Insbesondere öffentlichkeitswirksame Proteste wie „Fridays for Future“ oder zuletzt die radikalere Variante „Extinction Rebellion“ warfen eine Frage auf: Fahren Politik und Wirtschaft einen hinreichend nachhaltigen Kurs? Die Beurteilung dieser Frage mag schwierig sein, aber der Vorwurf völliger Ignoranz ökologischer, sozialer oder nachhaltiger Aspekte scheint überzogen. Denn seit 2018 lässt sich eine deutlich erhöhte Emissionstätigkeit von nachhaltigen Staatsanleihen erkennen, insbesondere in der Eurozone.

Nachhaltiges Investieren und Finanzmärkte – wie geht das zusammen?

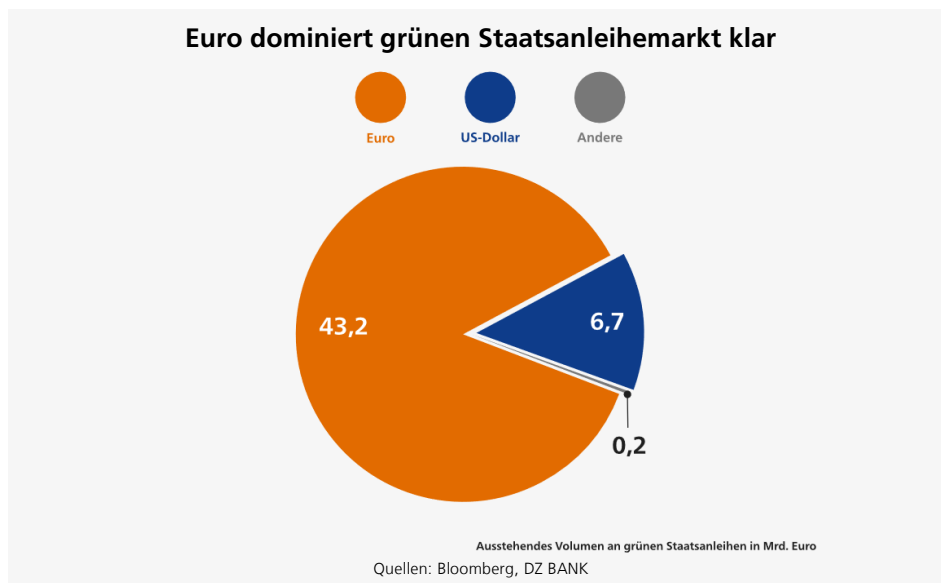
Den Zentralstaaten (im Finanzmarktjargon auch Sovereigns genannt) konnte – im Gegensatz zu supranationalen Emittenten wie der Europäischen Investitionsbank (EIB) oder der Weltbank – bislang allerdings keine Vorreiterrolle zugesprochen werden. Erst 2016 kam mit der Republik Polen der erste Sovereign an den Markt. Die Gründe für diese Rolle als Nachzügler sind vielfältig. Sorgen um eine mögliche Fragmentierung des jeweiligen Staatsanleihemarktes dürften sicher eine bedeutende Rolle gespielt haben. Denn in der Regel sind die Staaten bemüht, dass ihre Anleihen stets sehr liquide handelbar sind, was die Refinanzierungskosten vergünstigt. In der Regel erhöht sich die Liquidität einer Anleihe, wenn deren ausstehendes Volumen steigt. Gäbe es nun verschiedene Segmente (zum Beispiel „normale“ und grüne Staatsanleihen), die entsprechend kleiner als ein einziges wären, würde dies für die jeweiligen Regierungen unter Umständen teurere Refinanzierungskosten am Markt mit sich bringen.

Zudem dürften die bürokratischen Hürden in Verbindung mit den längeren Entscheidungswegen zwischen der Funding-Agentur und den beteiligten Ministerien oft eine schnellere Produkteinführung erschweren. Erstere, wie beispielsweise die Deutsche Finanzagentur (DFA) in Frankfurt, führen im Auftrag des Staates die Kreditaufnahme am Kapitalmarkt durch. Allerdings zeigt die recht rege Emissionsaktivität bei Sub-Sovereigns (hierunter fallen beispielsweise Regionalregierungen wie die deutschen Bundesländer oder Kommunen), dass die erstgenannte Ursache wohl ein höheres Gewicht haben dürfte.

Emissionstätigkeit seit 2018 gestiegen

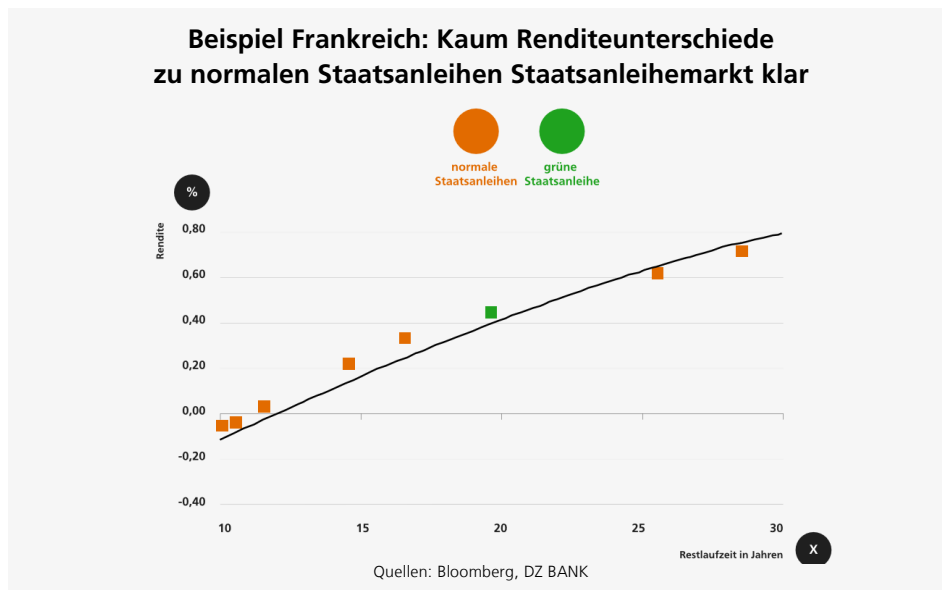
Spätestens seit 2018 hat jedoch auch bei Zentralstaaten der ESG-Zug (ESG steht für Environmental, Social, Governance) Fahrt aufgenommen. ESG-Staatsanleihen aus der E(W)U dominieren das Feld weiterhin klar. Neben der steigenden Investorennachfrage dürfte hierzu auch der im März 2018 von der Europäischen Kommission vorgestellte „Aktionsplan: Finanzierung nachhaltigen Wachstums“ seinen Beitrag geleistet haben. Damit will die EU zur Erreichung der weltweiten Klimaziele beitragen.

In Verbindung mit der niedrigen Granularität des Segments – aktuell stehen nur 21 ESG-Staatsanleihen aus – überrascht es nicht, dass mehr als 85% dieser Anleihen (43 Mrd. Euro) in der Gemeinschaftswährung denominated sind. Allein die grüne französische Staatsanleihe macht mit einem ausstehenden Volumen von knapp 21 Mrd. Euro fast 40% des weltweiten Gesamtvolumens aus.



Geringe Renditeunterschiede zu „normalen“ Staatsanleihen

Ein regelmäßig hinterfragter Aspekt bei ESG-Anleihen ist deren Bepreisung: Sind die Investoren bereit, für Nachhaltigkeit eine Prämie zu zahlen, also niedrigere Renditen zu akzeptieren? Der Konsens zahlreicher Studien zu dieser Thematik lässt erwarten, dass eine gewisse Bereitschaft vorhanden ist – sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt. Insbesondere am hochliquiden und rendite- wie spread-armen Staatsanleihemarkt sind solche Effekte ungleich flüchtiger. Entsprechend lässt sich mit einem kurzen Blick auf den aktuellen Sekundärmarkt die eingangs gestellte Frage nicht klar beantworten, wobei sich anekdotische Hinweise auf leichte ESG-Prämien finden lassen. Heißt: Teilweise bieten grüne Staatsanleihen etwas niedrigere Renditen als vergleichbare „normale“ Titel. Vor allem eine unterschiedliche regulatorische Behandlung, die ESG-Anleihen bevorzugt, könnte in Zukunft zu einer stärkeren Differenzierung führen.



Mehr Innovation ist gefragt

Spätestens mit Blick auf 2020 sollte sich das Universum der ESG-Staatsanleihen weiter ausdehnen. Zu den konkreten Kandidaten zählen neben Peru erneut zahlreiche E(W)U-Staaten, darunter Schweden, Dänemark, Luxemburg, Italien und Deutschland. Damit dürfte die zuvor erwähnte Dominanz europäischer Emittenten in diesem Segment weiter zunehmen. In Dänemark wird zudem über eine Produktinnovation diskutiert. Um einer möglichen Fragmentierung in verschiedene Segmente entgegenzuwirken, ist angedacht, die Emission eines dänischen Green Bonds in zwei separate Titel aufzuteilen. Hierzu würde parallel zu einer normalen Staatsanleihe ein Green-Proof-Zertifikat (GP) emittiert. Dieses dokumentiert, dass Dänemark damit ein bestimmtes Volumen an nachhaltigen beziehungsweise klimafreundlichen Projekten finanziert. Beide Produkte wären separat handelbar. Zudem würde der Wert des Zertifikats indizieren, welchen Preis Investoren für die ESG-Komponente zu zahlen bereit sind.

Mit der Emission einer grünen deutschen Bundesanleihe in der zweiten Jahreshälfte 2020 wird auch die Bundesrepublik in den Kreis der Sovereign-Green-Bond-Emittenten treten. Die Deutsche Finanzagentur plant, parallel zu einer normalen Bundesanleihe einen „grünen Zwilling“ zu emittieren. In diesem Fall würde dann der Preisunterschied zwischen den beiden Produkten eine etwaige grüne Prämie indizieren.

Mit etwas weniger Innovation ist jedoch mit Blick auf die offizielle Klassifizierung des Begriffs Nachhaltigkeit (die sogenannte Taxonomie) durch die EU zu rechnen. Eine Einigung unter den Mitgliedsstaaten beziehungsweise mit der technischen Expertengruppe gelang zwar zuletzt; die Umsetzung der Taxonomie, die letztlich zu einer besseren Vergleichbarkeit und stärkeren Standardisierung von nachhaltigen Anlagen führen soll, dürfte jedoch frühestens im Jahresverlauf 2020 erfolgen.



MUSTERPORTFOLIO

Christian Kahler & 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: Christian Kahler, 11. Dezember 2019

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.

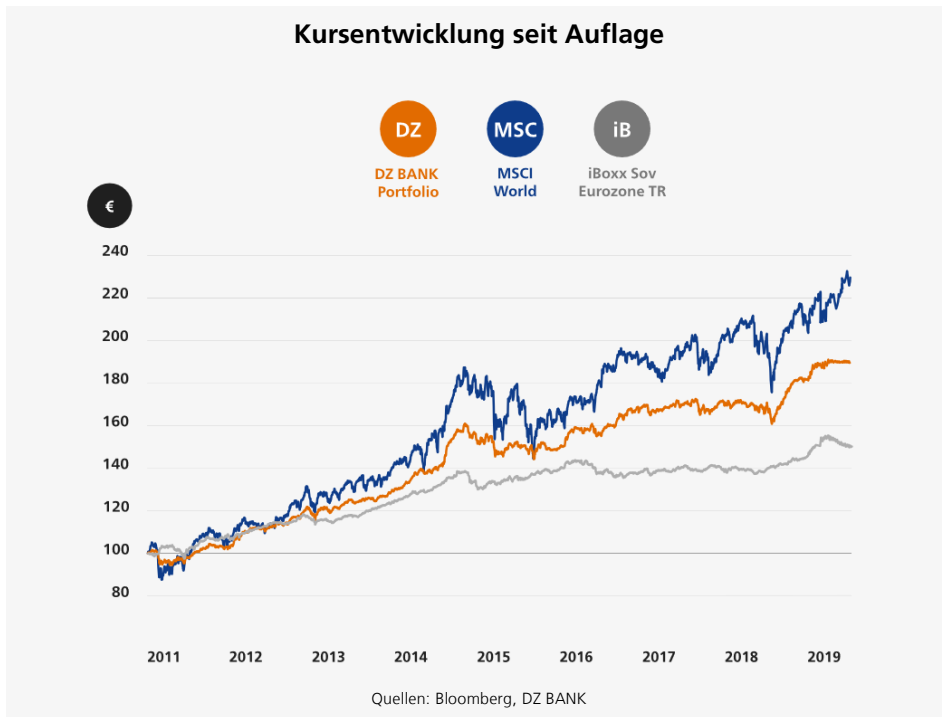
2019 war für uns im DZ BANK Musterportfolio überwiegend ein Jahr des „aktiven Nichtstuns“. Denn infolge der stark steigenden Kurse hatten wir uns bereits im März und Mai stufenweise aus dem Aktienmarkt verabschiedet und hielten zuletzt nur noch eine Aktienquote von 20%. Seit Mai, damals stand das Portfolio bereits 11,5% im Plus, ist der rechnerische Depotwert um weitere 5 Prozentpunkte angestiegen. Gespeist wurden die Kursgewinne in erster Linie aus den im Portfolio befindlichen US-Staatsanleihen, die von den rückläufigen US-Renditen profitierten, sowie vom Kursanstieg des DJ Global Titans 50. Mit einem rechnerischen Kursplus von bisher 16,5% übersteigt das DZ BANK Musterportfolio unsere angestrebte Zielrendite von 4% bis 5% pro Jahr deutlich.

Mitte November war der Zeitpunkt gekommen, uns für das Anlagejahr 2020 zu positionieren, um wieder in Richtung der angestrebten Zielrendite vorstoßen zu können. Dazu verkauften wir auf der Aktienseite den DJ Global Titans Index, der ein neues Allzeithoch erreicht hat und zunehmend teuer erschien. Zusätzlich realisierten wir Gewinne bei den US-Staatsanleihen, deren Position seit dem Kauf im März um 9% zugelegt hatten und für deren Position wir aufgrund unserer Zins- und Währungsprognose kein weiteres Potenzial sahen.

Die Erlöse aus beiden Transaktionen investierten wir in neue Aktienpositionen: 10% des Portfolios wanderten in europäische Versicherungsaktien (Index Stoxx Europe 600 Insurance Net Return). Wenngleich der Index jüngst gut gestiegen ist, sind die Indextitel immer noch günstiger an der Börse bewertet als der breite Markt. Die Versicherer scheinen sich inzwischen gut auf das Niedrigzinsumfeld eingestellt zu haben und auch die Hurrikan-Saison ist vorbei, was speziell die Rückversicherer entlastet. Aktuell überwiegen die Argumente für ein Sektor-Investment die Gegenargumente, zu denen neben der bisher schon recht ordentlichen Kursentwicklung die aktuell vom hohen Niveau rückläufigen Solvabilitätsquoten gehören. Diese gefährden zwar nicht die Dividendenzahlungen, könnten jedoch zu einer Zurückhaltung bei den Aktienrückkäufen führen.

Die übrigen 15% wurden investiert in den globalen Nachhaltigkeitsindex „Stoxx Global ESG Leaders Select 50 EUR“, der ähnlich hoch bewertet ist wie andere Indizes mit Fokus auf Europa (darunter der Euro Stoxx 50), jedoch fallen die Gewinnprognosen für die Indexunternehmen für 2020 dynamischer aus. Positiv hinzu kommt, und dies ist der wichtigste Grund für die Hereinnahme des Index in das DZ BANK Musterportfolio, dass der Index eigentlich ein „Faktor“-Index im Nachhaltigkeits-/ESG-Mantel ist. Die ausgewählten 50 Aktien wiesen in der Vergangenheit nicht nur bestimmte ESG-Attribute auf, sondern auch schwankungsarme Kursentwicklungen und hohe Dividendenrenditen. Mit einer geschätzten Dividendenrendite von 5,9% erzielen wir ein überdurchschnittliches Einkommen aus dieser Position.

Durch die Transaktionen, deren Umsetzung im Portfolio per Schlusskurs 13. November 2019 erfolgten, stieg die Aktienquote im DZ BANK Musterportfolio von 20% auf 35%. Der Anteil der Anleihen beträgt knapp 52% und auf Liquidität entfallen etwas mehr als 13%.



DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global – Aktiensegment

Autor: Thorsten Wenzel, 11. Dezember 2019

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

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.

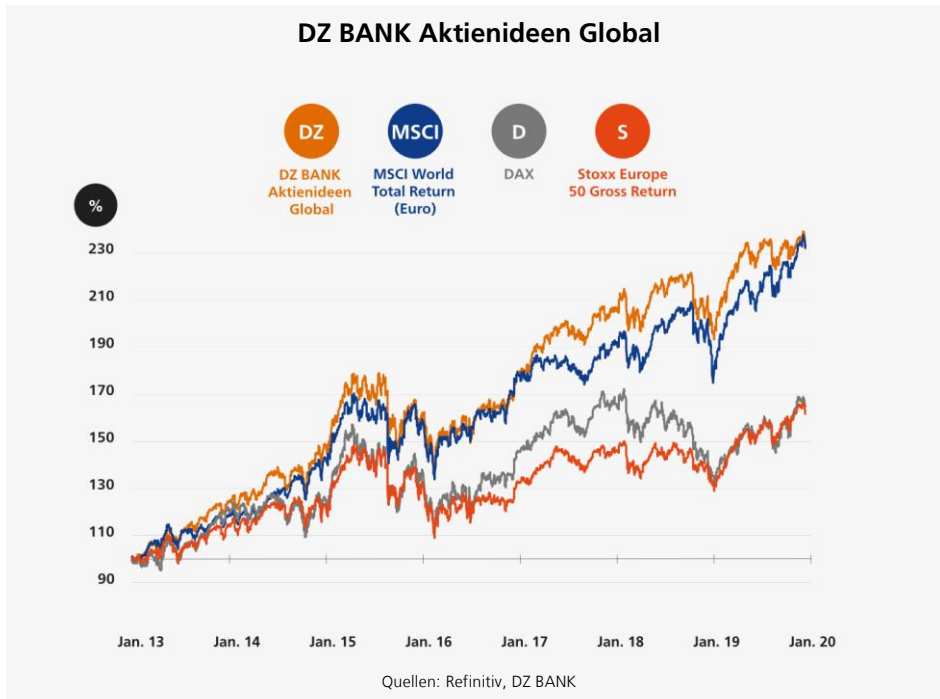
**Der faire Wert (engl. „Fair Value“) ist ein durch unterschiedliche Bewertungsmethoden (z.B. Discounted Cash Flow, Peer-Group-Vergleich, Sum of the Parts) ermittelter theoretischer Wert einer Aktie. Dieser bildet die Basis für unsere Anlageentscheidungen. In der Regel weicht der aktuelle Börsenkurs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

Zusammensetzung DZ BANK Musterportfolio Aktienideen Global

Unternehmen	Aufnahme	Stück	Kurs Einstand	Kurs aktuell	Performance absolut
Aixtron	27.11.2019	578	8,414	8,068	-4,1%
Allianz	28.12.2018	22	175,14	215,55	+28,2% (inkl. Dividende)
Bilfinger	05.12.2019	154	30,96	31,34	+1,2%
BMW StA	15.11.2019	64	74,55	73,20	-1,8%
Evonik Industries	07.11.2019	183	26,17	26,38	+0,8%
Merck KGaA	15.08.2019	48	92,72	103,35	+11,5%
Air Liquide	28.12.2018	37	106,25	122,25	+28,4% (inkl. Dividende)
ALSTOM	18.09.2019	125	37,93	41,17	+8,5%
Amazon.com	28.12.2018	3	1.284,85	1.570,00	+22,2%
BAE Systems	15.08.2019	759	5,97	6,71	+14,2% (inkl. Dividende)
Citigroup	23.10.2019	71	64,83	67,63	+5,0% (inkl. Dividende)
CRH	04.07.2019	158	30,27	34,82	+15,7% (inkl. Dividende)
Danone	28.12.2018	65	60,67	73,70	+24,7% (inkl. Dividende)
ENGIE	15.07.2019	342	13,87	14,42	+3,9%
Gilead Sciences	28.12.2018	72	55,13	60,37	+12,6% (inkl. Dividende)
Honeywell International	06.02.2019	33	130,95	156,78	+22,0% (inkl. Dividende)
Microsoft	25.07.2019	38	125,68	136,68	+9,4% (inkl. Dividende)
Novartis	22.05.2019	62	74,11	83,45	+12,6%
Nutrien	06.08.2019	100	45,76	41,80	-7,8% (inkl. Dividende)
Orange	28.12.2018	284	14,08	13,34	-0,3% (inkl. Dividende)
PayPal Holdings	18.09.2019	50	95,00	93,59	-1,5%
Total	28.12.2018	86	46,085	47,65	+7,6% (inkl. Dividende)
Unicredit	26.11.2019	381	12,73	12,84	+0,8%

Stand: 11. Dezember 2019 / Quellen: Refinitiv, DZ BANK

Seit Auflegung zu Jahresbeginn 2013 bis zum 10. Dezember 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen rechnerischen Wertzuwachs von insgesamt brutto 139,1% erzielt und damit spürbar besser abgeschnitten als der DAX (68,0%) und der Stoxx 50 Gross Return (66,7%), aber nahezu gleichauf mit dem MSCI World Total Return in Euro (138,2%). Im laufenden Jahr 2019 hat das virtuelle Musterportfolio DZ BANK Aktienideen Global einen Wertzuwachs von 19,9% verbucht und schlechter als der DAX (plus 23,8%), der Stoxx Europe 50 Gross Return (plus 25,4%) und der MSCI World Total Return (in Euro) mit plus 29,3% performed. Der im Vergleich zu den genannten Indizes geringere Wertzuwachs im Jahr 2019 ist insbesondere auf eine überwiegend vorsichtige Ausrichtung unseres Musterportfolios zurückzuführen. 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.





WUSSTEN SIE SCHON?

Gabor Vogel, Analyst

Cer, Neodym, Dysprosium – Namen, die gut aus einem Science-Fiction-Film stammen könnten.

Wer weiß schon, dass es sich hierbei um Metalle handelt, die sogenannten seltenen Erden? Doch sie sind unersetzlich für Energiewende und Digitalisierung. Gewonnen werden sie meist unter nicht nur ökologisch fragwürdigen Bedingungen. Wie lässt sich das in Einklang mit nachhaltigen Technologien bringen?

Basis für die „grüne“ Energiewende

Smartphone, Tablet, Elektroauto oder eine Windenergieanlage. Nichts davon kommt ohne seltene Erden aus. Man bezeichnet sie auch als „grüne“ Metalle, da sie gerade in den Bereichen Photovoltaik (als Beschichtungsmaterial von Solarpanels) und Windkraft verwendet werden. Und das nicht zu knapp. So verschlingt beispielsweise die Produktion eines gängigen Windrads mit einer Leistung von 5 Megawatt 850 Kilogramm an seltenen Erden. Auch in puncto E-Mobilität spielen sie eine wichtige Rolle: In einem Elektroauto von Tesla sind allein 3 Kilogramm Neodymium verbaut.

Im Zuge der „grünen“ Energiewende mit dem Ziel der globalen CO₂-Reduktion kommt man an den „Zukunftsmetallen“ nicht vorbei. Damit wird sich deren Nachfrage unweigerlich so deutlich erhöhen, dass ihnen eine geradezu strategische Bedeutung zukommt. So ist in den nächsten 15 Jahren bei Dysprosium und Terbium beinahe mit einer Vervierfachung des Verbrauchs zu rechnen. Bei Neodymium und Germanium sollte sich die Nachfrage im selben Zeitraum verdoppeln.

Seltene Erden und ihre Verwendung

Element	Symbol	Anwendung
Leichte seltene Erden		
Scandium	Sc	Legierungen und Raumfahrt
Lanthan	La	Nickel-Metallhydrid-Akkus, Optisches Glas
Cer	Ce	Auto-Katalysatoren, Farbige Glas (Flachbildschirme), Polituren
Praseodym	Pr	Starke Magnete, Spezialglas, Laser, Legierungen
Neodym	Nd	Dauermagnete (z.B. in Windkraftanlagen, Festplatten und Elektromotoren), Legierungen
Promethium	Pm	Herzschrittmacher, Uhren
Samarium	Sm	Dauermagnete (in z.B. Kopfhörern und Festplattenlaufwerken), Gläser, Laser, AKW-Brennelemente
Europium	Eu	LEDs, Leuchtstofflampen, Plasmafernseher, Phosphoraktivator
Schwere seltene Erden		
Yttrium	Y	Leuchtstofflampen, LCD- und Plasmabildschirme, LEDs, Brennstoffzellen, Laser
Gadolinium	Gd	Kontrastmittel (Kernspintomographie), AKW-Brennelemente
Terbium	Tb	Leuchtstoffe, Dauermagnete
Dysprosium	Dy	Dauermagnete (z.B. Windkraftanlagen), Leuchtstoffe
Holmium	Ho	Hochleistungsmagnete, Laser, Atomreaktoren, Glasfärbung
Erbium	Er	Glasfaserkabel, Glasfärbung, Laser
Thulium	Tm	Leuchtstofflampen, Röntgentechnik, Laser
Ytterbium	Yb	Krebsbehandlung, rostfreier Stahl
Lutetium	Lu	Ölraffinerie

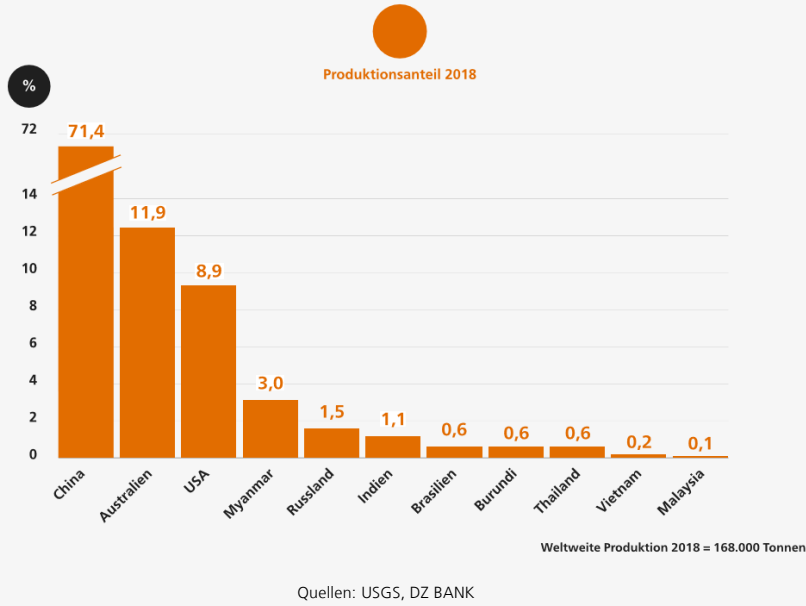
grün = grüne Technologie

Quellen: United States Geological Survey (USGS), United States Environmental Protection Agency (USEPA), ifr Center for Asian Studies, DZ BANK

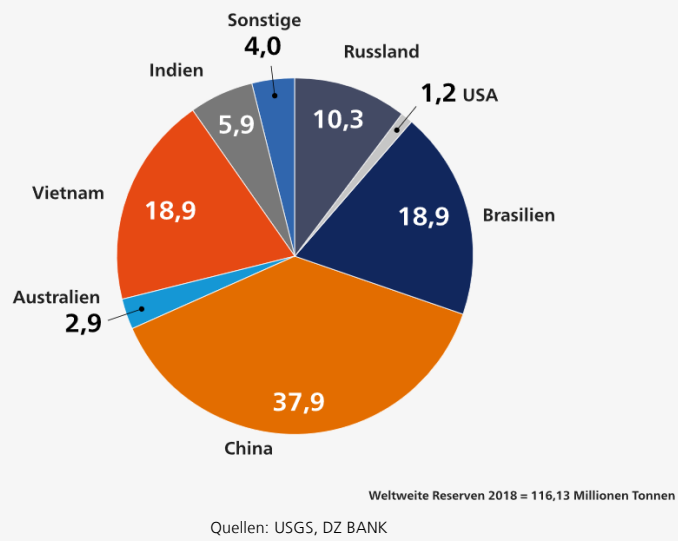
Ökologischer Zwiespalt

Anders als die Bezeichnung vermuten lässt, sind seltene Erden keinesfalls rar. Ihre Vorkommen sind weltweit fein verteilt, konzentrieren sich jedoch auf China, Brasilien, Vietnam, Russland und Indien. Das Reich der Mitte wurde schnell zum Monopolisten – nicht zuletzt wegen der laxen Umweltauflagen und geringen Lohnkosten. Bereits zwischen 2003 und 2012 hatte China einen Produktionsanteil von weit über 90%; mittlerweile entfallen über 70% des weltweiten Angebotes auf China. Lange Zeit wurden die Folgen – sowohl ökologischer als auch humanitärer Art – der Seltenerdmetallförderung ignoriert. Und diese sind nicht ohne: Bereits beim Abbau im Tagebau werden radioaktive Materialien wie Thorium und Uran freigesetzt. Besonders groß ist der ökologische Fußabdruck jedoch beim nächsten Arbeitsschritt, denn alle 17 Elemente werden immer zusammenhängend gefördert. Um die einzelnen Metalle „aufzuspalten“, im Fachjargon „zu extrahieren“, ist ein aufwendiges chemisches Verfahren notwendig. Dieser Prozess ist äußerst energie- und wasserintensiv. So entstehen bei der Produktion von 1 Tonne seltenen Erden radioaktiv kontaminierte Produktionsrückstände von etwa 2.000 Tonnen in Form von Schlamm und Abwasser. Mit verheerenden Folgen für die Umwelt, wie das Beispiel der Bayan-Obo-Mine in Batou in der chinesischen Provinz Innere Mongolei zeigt. Um die Mine, in der sich die weltweit größten Vorkommen von seltenen Erden befinden, haben Umweltbehörden eine radioaktive Kontamination des Grundwassers und der Weideflächen nachweisen können. Man schätzt, dass der Umweltschaden beim Abbau und der Extraktion von seltenen Erden in Batou fünfmal höher ist als der erzielte Ertrag. Das Verhältnis zum durch den Einsatz in grüne Technologien erzielten positiven ökologischen Beitrag ist also alles andere als optimal.

Wer produziert seltene Erden



Reserven sind weltweit verteilt (in %)



Abhängigkeiten verringern!

Zwar sind seltene Erden in der Hochtechnologie unverzichtbar. Doch die westliche Welt sollte sich nicht darauf verlassen, dass China der wichtigste Lieferant bleibt und gleichzeitig alle Umweltschäden selbst trägt. Auch nicht außer Acht gelassen werden darf, dass China mittlerweile selbst zum „Global Player“ in Sachen E-Mobilität und Photovoltaik-Technik geworden ist. Heißt: Das Land braucht selbst große Mengen an seltenen Erden. Dieser Umstand erfordert, dass sich Europa und die USA unabhängiger von chinesischen Importen machen. Die Amerikaner haben bereits reagiert und fahren die stillgelegte Mountain-Pass-Mine in Kalifornien wieder hoch. Hier wurde der Produktionsprozess mittlerweile sehr kapitalintensiv modernisiert, sodass die negativen Effekte für die Umwelt reduziert werden konnten.

Benötigt wird zudem ein globaler Abbaustandard, der ein Mindestmaß an Umwelt- und Arbeitsschutz definiert. In der Umsetzung werden erhebliche Investitionen in umweltschonendere Abbau- und Extraktionstechnologien notwendig sein. Der dann gültige Standard sollte auch zertifiziert werden, sodass beispielsweise der Käufer eines Elektroautos direkt erkennen kann, dass die verwendeten Rohstoffe unter ökologisch „grünen“ Bedingungen gefördert wurden.

Recycling und Sparsamkeit – eine Option?

Vor dem Hintergrund, dass weltweit aktuell weniger als 1% der Produktion wiederverwertet wird, könnte man auch stärker auf Recycling setzen. Hier besteht ohne Zweifel Potenzial. Allerdings setzt dies voraus, dass beispielsweise die Hersteller von Smartphones bereits beim Designprozess darauf Wert legen, die Produkte leichter und damit wirtschaftlicher wiederverwertbar zu gestalten. Denn das große Problem beim Recycling von seltenen Erden ist, dass sie nur in sehr geringen Mengen verbaut werden und die Wiederverwertung vergleichsweise teuer ist. Ansonsten bleibt natürlich immer die Möglichkeit, sparsamer mit seltenen Erden umzugehen und Substitutionsmöglichkeiten zu identifizieren. Nicht zuletzt kann auch die Digitalisierung helfen, sparsamer mit Energie umzugehen. Hier sei als Beispiel die „Smart-Home-Vernetzung“ genannt, die den Heizbedarf optimal regelt und den Stromverbrauch verringert. Vor dem Hintergrund der aktuellen Abbaubedingungen ebenfalls dringend überdacht werden muss die Verwendung von seltenen Erden in Feuerwerkskörpern, die einer Verschwendung gleichkommt.

Ein neuer Standard muss her

Vor dem Hintergrund der Klimadebatte sind die seltenen Erden nicht nur in Form ihrer Verwendung für die neuen grünen Technologien von maßgeblicher Bedeutung. Vielmehr ist ein ganzheitlicher Ansatz unerlässlich, der schon bei der Herstellung dieser Metalle ansetzt. Denn nur so lässt sich der ökologische Fußabdruck reduzieren. Dafür sind aber umfangreiche Investitionen und ein globaler Produktionsstandard notwendig. Ansonsten bleibt der Einsatz der seltenen Erden und nicht zuletzt auch die viel gepriesenen grünen Technologien ökologische Augenwischerei.



Was sind eigentlich ESG-Aktien?

Die grüne Welle im Investmentprozess

WAS IST EIGENTLICH?

Michael Bissinger & Christian Kahler, Analysten

Wie haben sich die bekannten Nachhaltigkeitsindizes im Vergleich zu herkömmlichen Indizes entwickelt? Das hat die DZ BANK untersucht. Dazu geben wir anhand des Nachhaltigkeitsindex Stoxx Global ESG Leaders Select 50 EUR einen Ausblick auf das kommende Jahr. Müssen Anleger mit einer geringeren Rendite rechnen?

Nachhaltigkeit – ein durchaus ökonomischer Leitsatz

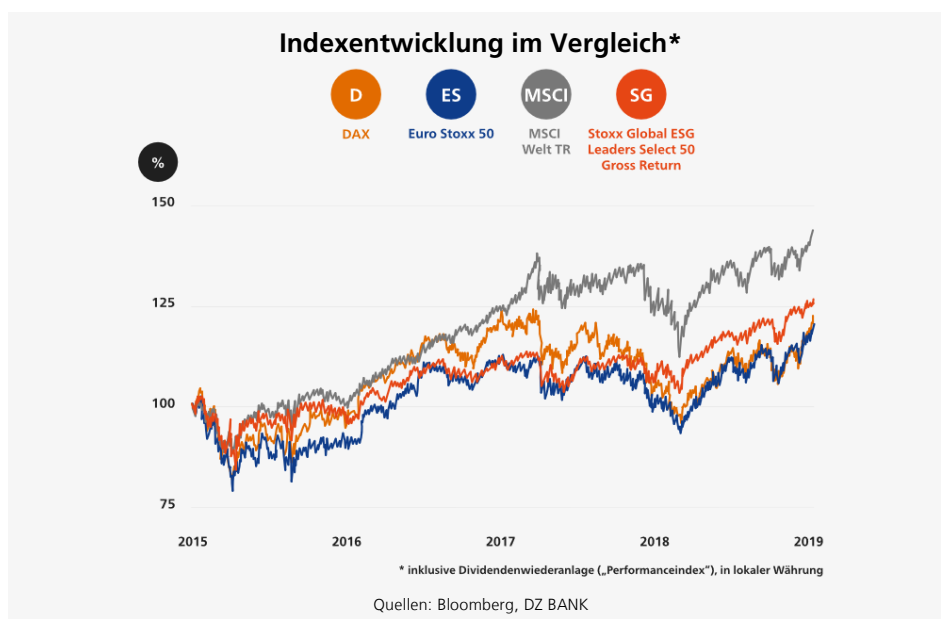
Klimaschutz und Nachhaltigkeit sind zwei untrennbare Begriffe. Denn um Klimaschutz wirksam umzusetzen, gilt es, schonend mit Ressourcen umzugehen – in nahezu jedem Bereich, sozusagen eine Art Haushalts- oder Sparprinzip. Allgemein bedeutet Nachhaltigkeit, die Bedürfnisse in der Gegenwart so zu befriedigen, dass die Möglichkeiten für nachfolgende Generationen nicht eingeschränkt werden. Für ein nachhaltiges Investment kommen zu diesem Aspekt des Klima- und Umweltschutzes noch zwei weitere Komponenten hinzu: Soziales und Unternehmensführung. Alle drei bilden den ESG-Ansatz, wobei „E“ für „Environmental“ (Umweltbewusstsein), „S“ für „Social“ (Soziales) und „G“ für „Governance“ (Unternehmensführung) steht.

In Form grüner Anleihen hat der Nachhaltigkeitsgedanke schon seit längerer Zeit am Kapitalmarkt Einzug gehalten, mit der Absicht, sowohl auf Emittenten- als auch auf Investorenmehrheit stärkeres Gewicht auf das Thema zu lenken. Diese sogenannten „Green Bonds“ dienen vor allem der Finanzierung oder Refinanzierung von neuen oder bereits existierenden Projekten im Bereich Umwelt- und Klimaschutz. Anders als bei Anleihen sieht es im Falle von Aktienprodukten aus, da hier eine Zweckbindung an umweltfreundliche Projekte nicht möglich ist. Somit stützen sich Produkte aus dem Aktienbereich stärker auf ESG-Ratings.

Wie entwickeln sich ESG-Indizes?

Dass das Kundeninteresse an ESG-Produkten bis dato deutlich zugenommen hat, beweisen die folgenden Zahlen. Mittlerweile bekennen sich Asset Manager mit einem verwalteten Vermögen von 90 Billionen US-Dollar zu den Grundsätzen des verantwortungsbewussten Investierens der Vereinten Nationen. 2018 wurden basierend auf dem Global Sustainable Investment Review 30,7 Billionen US-Dollar unter Einbeziehung von Nachhaltigkeitskriterien verwaltet. Und in amerikanischen sowie europäischen ESG-Investmentfonds liegen inzwischen mehr als 750 Mrd. US-Dollar, Tendenz steigend. Ein Grund für die DZ BANK zu untersuchen, wie sich Nachhaltigkeitsindizes in der Vergangenheit entwickelt haben.

Dabei zeigte sich, dass bei mittelfristiger Betrachtung die großen ESG-Indizes im Durchschnitt eine mit dem Gesamtmarktindex vergleichbare Rendite erzielten. Hingegen ergab die Auswertung der wenigen längerfristig verfügbaren Daten eine leichte Outperformance des ESG-Index. Interessant ist, dass die Berücksichtigung stärker definierter Einzelthemen des ESG-Bereichs, beispielsweise durch den Ausschluss von CO₂-intensiven Branchen, keinen wesentlichen Einfluss auf die Performance zeigte. Dazu ein Beispiel zum S&P, basierend auf einer Untersuchung von Refinitiv: Durch den Ausschluss der Sektoren Energie, Grundstoffe und Versorger verringert sich das CO₂-Exposure im Index zwar um 43%; die Performance über die letzten 14 Jahre hinweg würde dennoch nur im Nachkommastellenbereich abweichen. Allerdings ist diese Herangehensweise zu hinterfragen, da zwischenzeitlich einige der Unternehmen an einer verbesserten CO₂-Bilanz arbeiten oder auf nachhaltige Energiequellen umgestiegen sind.



Regionale Unterschiede

Eine im mittelfristigen Bereich durchschnittlich höhere Rendite bei geringerem Risiko konnte bei ESG-Produkten mit dem Schwerpunkt auf Schwellenländer gemessen werden. Dies lässt vermuten, dass in Regionen mit geringeren Standards durch die Berücksichtigung von Nachhaltigkeitsaspekten ein Mehrwert geschaffen werden kann. Generell deuten verschiedene Studien darauf hin, dass je stärker Nachhaltigkeitskriterien in der Unternehmensführung einbezogen werden, sich bestimmte ESG-Risiken verringern oder gar ausgeschlossen werden können. Dadurch wiederum könnten auf längere Sicht sowohl das Unternehmensrisiko als auch die Eigenkapitalkosten gesenkt, gleichzeitig aber die Wettbewerbsfähigkeit gesteigert werden.

Win-win-Situation

Im Investmentprozess wird das Thema ESG eine immer wichtigere Rolle spielen. Dies kann über verschiedene Produkte aufgegriffen werden und sollte (solange das Produkt nicht eine zu spezifische und detaillierte Ausgestaltung besitzt) eine Performance vergleichbar der des breiten Marktes erzielen. Da die Performance nachhaltiger Indizes mit der herkömmlicher vergleichbar ist, können Anleger auf nachhaltige Strategien setzen, ohne Abstriche bei der Performance erwarten zu müssen. Darüber hinaus kann dadurch Druck auf Unternehmen ausgeübt werden, nachhaltiger zu wirtschaften.

Ein Beispiel: Der Stoxx-Global-ESG-Leaders-Select-50-EUR-Index

Die Auswahl der Indexmitglieder erfolgt in zwei Stufen. Zuerst werden auf die 1.800 Aktien des Stoxx Global 1800 Index verschiedene Nachhaltigkeitsfilter angewandt: unter anderem der Ausschluss von Unternehmen, die gegen die Prinzipien der Vereinten Nationen („Global Impact“) verstoßen. Zudem muss ein Unternehmen zu den besten 25% innerhalb definierter Gruppen (Umwelt, Soziales und Corporate Governance) gehören – bewertet von einem unabhängigen Dienstleister. Im zweiten Schritt werden die Aktien nach ihrer historischen Schwankungsbreite (Volatilität) der Kurse und der Dividendenrendite sortiert. Nachdem die Aktien mit der höchsten Volatilität aus der Liste entfernt wurden, werden die 50 Titel mit der höchsten Dividendenrendite in den Index übertragen.

Tatsächlich erhalten drei Viertel der Indexunternehmen auch eine positive Einstufung auf der Grundlage des DZ BANK EESG-Modells, das einen zusätzlichen Schwerpunkt auf die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit eines Unternehmens legt. Dank dieses Ansatzes umfasst der Index nicht nur Aktien aus dem „nachhaltigen“ ESG-Universum, sondern auch solche, die eine deutlich überdurchschnittliche Dividendenrendite aufweisen und weniger schwanken als andere Aktien.

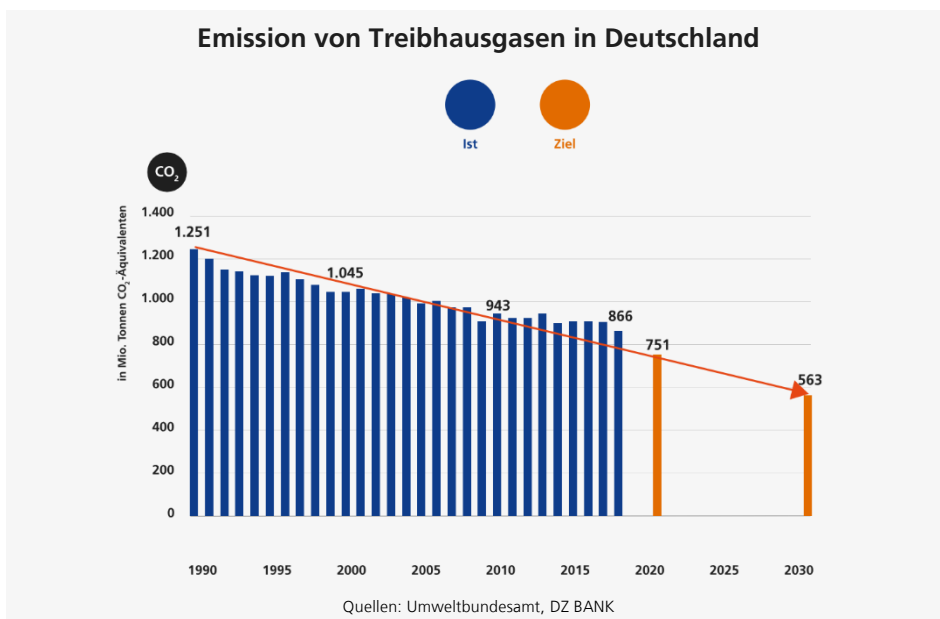
Nachdem die Kursentwicklung des Index (inklusive Dividenden) zwischen 2015 und 2017 weitgehend parallel zum DAX und Euro Stoxx 50 verlief, setzte er sich in der Folge nachhaltig ab. Nicht mithalten konnte er dagegen mit den globalen Aktienindizes wie dem MSCI Welt, der die größten US-Technologietitel wie Amazon und Alphabet enthält, die sich in den vergangenen Jahren äußerst gut entwickelt haben. Auf Basis unserer Bewertungs- und Gewinnwachstumsanalyse sowie der von uns regelmäßig erstellten Indexanalysen zum S&P 500, Euro Stoxx 50 und DAX sehen wir auch für den Stoxx Global ESG Leaders Select 50 bis Ende 2020 ein leichtes Anstiegspotenzial. Aufgrund des höheren erwarteten Gewinnwachstums liegt dies etwas oberhalb der Prognosen für DAX und Euro Stoxx 50. Insgesamt erscheint das Anstiegspotenzial für die Aktienmärkte weltweit in Anbetracht der jüngst stark gestiegenen Kurse generell weitgehend ausgeschöpft. In diesem Zusammenhang rechnet die DZ BANK 2020 weitestgehend mit einem Seitwärtsmarkt für Aktien, wenngleich unter Schwankungen. In diesem Hinblick erscheint der betrachtete Index für Investitionen geeignet, da seine „Faktor“-Eigenschaften (geringe Volatilität, hohe Dividendenrendite) mehr Stabilität versprechen als volatilere Indizes wie DAX und Euro Stoxx 50.



THINK-TANK

Dr. Claus Niegsch, Economist

Deutschlands Klimaschutzziel sieht bis zum Jahr 2030 vor, die Treibhausgase im Vergleich zu 1990 um 55% zu reduzieren. Bis 2018 waren es aber lediglich 31%. Um das sehr ambitionierte Ziel nicht zu verfehlen, hat die Bundesregierung ein neues Klimaschutzprogramm verabschiedet. Dessen meistdiskutierter Bestandteil: die Bepreisung von Kohlendioxid (CO₂).



In einem Punkt sind sich alle Experten und die Bundesregierung einig: Wenn der Ausstoß von CO₂ verringert werden soll, muss der CO₂-Verbrauch teurer werden. Und zwar unabhängig vom verursachenden Sektor und verantwortlichen Wirtschaftssubjekt. Bei der Höhe der Kosten für den CO₂-Ausstoß und bei der Art ihrer Erhebung hören aber schon die Gemeinsamkeiten auf. Die Bundesregierung hat sich in ihrem „Klimaschutzprogramm 2030“ zur Bepreisung von CO₂ für die Sektoren Verkehr und Wärme auf ein nationales Emissionshandelssystem geeinigt, das im Jahr 2021 zunächst mit festen Preisen für jede Tonne CO₂ startet. Unternehmen, die Heiz- und Kraftstoffe in Verkehr bringen, müssen somit Zertifikate als Verschmutzungsrecht kaufen. Die ihnen dadurch zusätzlich entstehenden Kosten werden an die Endverbraucher weitergereicht. Die Einnahmen aus dem Zertifikatehandel will die Bundesregierung in weitere Klimaschutzmaßnahmen investieren oder die Bürger an anderer Stelle entlasten.

Bepreisung nach dem Marktprinzip

Der Festpreis je Tonne CO₂ startet 2021 mit 10 Euro, steigt 2022 auf 20 Euro und danach jährlich in 5-Euro-Schritten bis 2025 auf 35 Euro je Tonne. Dieser Preis orientiert sich im Großen und Ganzen an den derzeit im EU-Emissionshandel erzielten Kursen. Die vorläufige Festlegung auf einen Festpreis dürfte bei den Betroffenen zunächst für Planungssicherheit sorgen. Ab 2026 soll sich der Preis für die Zertifikate dann durch den Handel derselben bilden. Die Gesamtmenge der ausgegebenen Zertifikate wird sich dabei an den Klimazielen orientieren. Da die Anzahl an Zertifikaten dazu nach und nach immer geringer ausfallen sollte, wird der Preis zukünftig tendenziell steigen. Allerdings ist zumindest für 2026 noch ein Preiskorridor zwischen mindestens 35 Euro je Tonne und höchstens 60 Euro je Tonne vorgegeben. 2025 soll dann überprüft werden, inwieweit ein solcher Korridor auch für die Jahre nach 2026 notwendig erscheint.

Die Bundesregierung vertraut bei ihrer CO₂-Bepreisung also auf das Marktprinzip. Über den Preis sorgt die Nachfrage dafür, dass der CO₂-Ausstoß dort reduziert wird, wo die Reduktion besonders kosteneffizient ist. Gleichzeitig soll die Verteuerung der Endprodukte auch eine Lenkung der Verbraucher übernehmen. Inwieweit eine solche Funktion wirklich erfüllt werden kann, hängt aber von der Menge der ausgegebenen Zertifikate und damit letztendlich von den zusätzlichen Kosten für 1 Liter Treibstoff oder 1 Liter Heizöl ab. Dabei bestimmt der Treibstoff- respektive Heizölverbrauch direkt proportional den Ausstoß von CO₂: Bei der Verbrennung von 1 Liter Diesel (Benzin) entstehen immerhin 2,65 Kilogramm (2,37 Kilogramm) CO₂! Bei einem Preis von 10 Euro je Tonne CO₂ verteuert sich der Liter Diesel also um 2,7 Cent und der Liter Benzin um 2,4 Cent. 2025 werden sich dementsprechend die Preise um 9,3 Cent beziehungsweise um 8,3 Cent erhöhen. Jedoch dürften diese Preiserhöhungen zu gering sein, um die Anforderung an eine Lenkungsfunktion zu erfüllen: Schon heute fallen die täglichen Preisschwankungen an den Zapfsäulen größer aus.

Im Alleingang oder doch eine Vorreiterrolle?

Im Falle des Verkehrswesens ist eine viel geäußerte Kritik am Eintritt in den CO₂-Emissionshandel, dass dieser einen nationalen Alleingang darstellt. Das könne die Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft verringern, obwohl Klimaschutz ein globales und nicht nur ein nationales Ziel ist. Längerfristig könnte ein nationales Voranschreiten allerdings sogar positive Auswirkungen auf den Standort Deutschland haben. So werden Entwicklungen im Zukunftsfeld der Umwelttechnologie dadurch begünstigt, zum Beispiel Maschinen und Anlagen für eine energieeffizientere Produktion. Folgen dann weitere Länder dem „Vorreiter“ Deutschland, könnten solche Produkte zu einem Exportschlager werden. Außerdem sollen die Bürgerinnen und Bürger für die höheren Kosten, die ihnen durch die Bepreisung von CO₂ entstehen, entlastet werden. Ein Teil dieser Entlastung wirkt jedoch kontraproduktiv auf die Verteuerung der Benzin- und Dieselpreise. So soll zwischen 2021 und 2026 die Pendlerpauschale für Entfernungen über 20 Kilometer erhöht werden. Wer also eine weitere Anfahrt zur Arbeit hat, bekommt mehr zurück, egal ob er Auto oder mit der Bahn fährt.

Unter Klimaschutz Gesichtspunkten sinnvoller zu bewerten sind die geplanten Investitionen in Bahn und Schienennetz sowie die Reduzierung der Mehrwertsteuer für Fernverkehr-Tickets der Bahn von 19% auf 7%. Allerdings erhöhen sich damit die Ausnahmen vom regulären Mehrwertsteuersatz weiter, anstatt dass hier einmal eine grundlegende Überarbeitung der bestehenden Ausnahmeregelungen stattfindet. Der Reduzierung der Bahnpreise stellt die Bundesregierung eine Erhöhung der Luftverkehrsabgabe gegenüber, sodass Bahnfahrten tendenziell an Attraktivität, aber auch an Wettbewerbsfähigkeit gegenüber dem Fliegen gewinnen dürfte. Darüber hinaus sollen im Verkehrssektor Schienengüterverkehr und Binnenschifffahrt gestärkt, Radwege ausgebaut, der Verkehr vernetzt und automatisiert sowie die Elektromobilität gefördert werden. Die Unterstützung der Elektromobilität beinhaltet etwa einen Ausbau der Ladeinfrastruktur, eine Kaufprämie für Pkw mit Elektro-, Hybrid- und Wasserstoff-/Brennstoffzellenantrieb und steuerliche Anreize. Die Bundesregierung konzentriert sich zwar nicht ausschließlich auf den Elektroantrieb, sondern will auch „CO₂-arme“ LKW und PKW auf die Straße bringen. Eine „Nationale Wasserstoffstrategie“ wird aber erst noch erarbeitet.

Umfangreiche Fördermaßnahmen

Die Maßnahmen des Klimaschutzpakets bleiben nicht auf die Sektoren Verkehr und Wärme beschränkt. Allerdings wird sonst eher versucht, die Klimaziele über steuerliche Anreize zu erreichen: So wird etwa im Bereich „Bauen und Wohnen“ die energetische Sanierung steuerlich gefördert. Für die Umstellung alter Öl- und Gasheizanlagen auf klimafreundliche Geräte ist eine „Austauschprämie“ mit 40%iger Förderung geplant. Ab 2026 soll gar der Einbau von Ölheizungen in Gebäuden, in denen eine klimafreundlichere Wärmeerzeugung möglich ist, nicht mehr erlaubt sein.

Auch in der Industrie stehen vor allem fiskalische Maßnahmen im Vordergrund. Dabei ist geplant, die verschiedenen Fördermaßnahmen über einen sogenannten „One-Stop-Shop“ einfacher erreichbar zu machen. Damit sollen der Aufwand der Unternehmen reduziert und die Effizienz der Förderung erhöht werden. In der Landwirtschaft ist geplant, Stickstoffüberschüsse und Ammoniak-Emissionen zu senken. Neben rechtlichen Änderungen in der Düngegesetzgebung setzt man auf Beratung und Förderung. Ebenso sollen der Ökolandbau ausgebaut und die Treibhausgasemissionen in der Tierhaltung verringert werden. Hier sind ebenfalls Fördermaßnahmen angedacht.

Die Energiewirtschaft soll ihren Beitrag durch einen schrittweisen Ausstieg aus der Kohleverstromung bis zum Jahr 2038 sowie einen Ausbau des Anteils erneuerbarer Energien bis zum Jahr 2030 auf 65% leisten. 2018 stammten „lediglich“ 37,8% des Bruttostromverbrauchs aus erneuerbaren Energien. Der weitere Anstieg ist also durchaus als ambitioniert zu bewerten. Erreicht werden soll er in erster Linie durch den Ausbau der Windenergie auf See, finanzielle Vorteile für Kommunen, in denen Windkraftanlagen gebaut werden, sowie eine höhere Akzeptanz von Windkraft an Land über neue Abstandsregelungen. Allerdings beschränkt der aktuelle Entwurf die mögliche Fläche für den weiteren Windkraftausbau. Bei der Förderung des Ausbaus von Photovoltaik-Anlagen wird die bestehende Deckelung in Höhe von 52 Gigawatt aufgehoben.

Nicht zuletzt soll die Forschung rund um die Speicherung und Nutzung von CO₂ sowie die Nutzung von Wasserstoff unterstützt werden. Ein Schub für neue Zukunftstechnologien ist auf jeden Fall zu begrüßen. Schließlich können die Resultate von (Grundlagen-)Forschung dabei helfen, die Wettbewerbsfähigkeit des Standorts Deutschland auf lange Sicht zu sichern.

Ein Schritt in die richtige Richtung

Insgesamt versucht die Bundesregierung mit ihrem Klimaschutzprogramm, bis zum Jahr 2030 über eine Vielzahl von Stellschrauben das Ziel einer 55%igen Reduktion der Emissionen gegenüber 1990 zu erreichen. Allerdings ist keineswegs sichergestellt, dass dieses Programm allein dazu ausreichen wird. Denn die tatsächliche Wirkung der Fördermaßnahmen ist kaum vorhersehbar, wie die unzureichende Inanspruchnahme bereitgestellter Fördermittel in der Vergangenheit mehrfach gezeigt hat; zudem fällt die Bepreisung für CO₂ zunächst vergleichsweise gering aus.

Immerhin hat die Bundesregierung mit dem Klimapakete einen Schritt in die richtige Richtung getan, zumal ein externer Expertenrat für Klimafragen die Entwicklung kontrollieren soll. In Paragraph 8 des Klimaschutzgesetzes sind sogar „Maßnahmen bei Überschreiten der Jahresemissionsmengen“ berücksichtigt: Wird die zulässige Jahresemissionsmenge in einem Sektor überschritten, hat das zuständige Bundesministerium innerhalb von drei Monaten ein Sofortprogramm für den betreffenden Sektor vorzulegen. Durch dieses soll die Einhaltung der Jahresemissionsmengen für die folgenden Jahre sichergestellt werden. Sanktionen sind indes nicht vorgesehen.

Klimaschutz antik

Diogenes, Greta und die Tomate

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.

Da ist also ein 16-jähriges Mädchen aus Schweden auf einem Segelboot um die halbe Erde gefahren, um in New York vor den politischen Führern der Welt eine wütende Rede zu halten. Und Schüler überall schwänzen freitags die Schule, um auf öffentlichen Plätzen ihrem Unmut Luft zu machen. Diese Aktionen sollen Aufmerksamkeit wecken. Bei Diogenes hat das auch funktioniert.

Um gleich auf den Punkt zu kommen: Als altmodischer Moralphilosoph kann Diogenes es nicht gutheißen, dass die Menschheit zurzeit dabei ist, im Rekordtempo so ziemlich alles zu verbrennen, was auf der Erde an Brennbarem über Jahrhunderte (Wälder) oder über Jahrmillionen (Kohle, Erdöl, Erdgas) entstanden ist. Wenn der Kollege Platon noch lebte, würde er schnell diagnostizieren, dass so ein Verhalten das Gleichgewicht der vier Elemente Erde, Wasser, Feuer und Luft gefährlich durcheinanderbringt. Er wusste zwar noch nichts von fossilen Brennstoffen und CO₂, aber er wusste schon etwas von menschengemachter Umweltzerstörung. Die Umgebung von Athen wurde nämlich zwischen 700 und 500 vor Christus weitestgehend abgeholzt. 100 Jahre später, während Platons Jugend, musste im Peloponnesischen Krieg für den Bau der Schiffe Holz von weit her importiert werden. Sein Urteil über das, was er sah (in modernisierter Sprache natürlich): „Durch die Entwaldung und die nachfolgende Erosion ist nur das Knochengerüst eines erkrankten Körpers übrig geblieben, nachdem ringsum fortgeflossen ist, was vom Boden fett und weich war“.

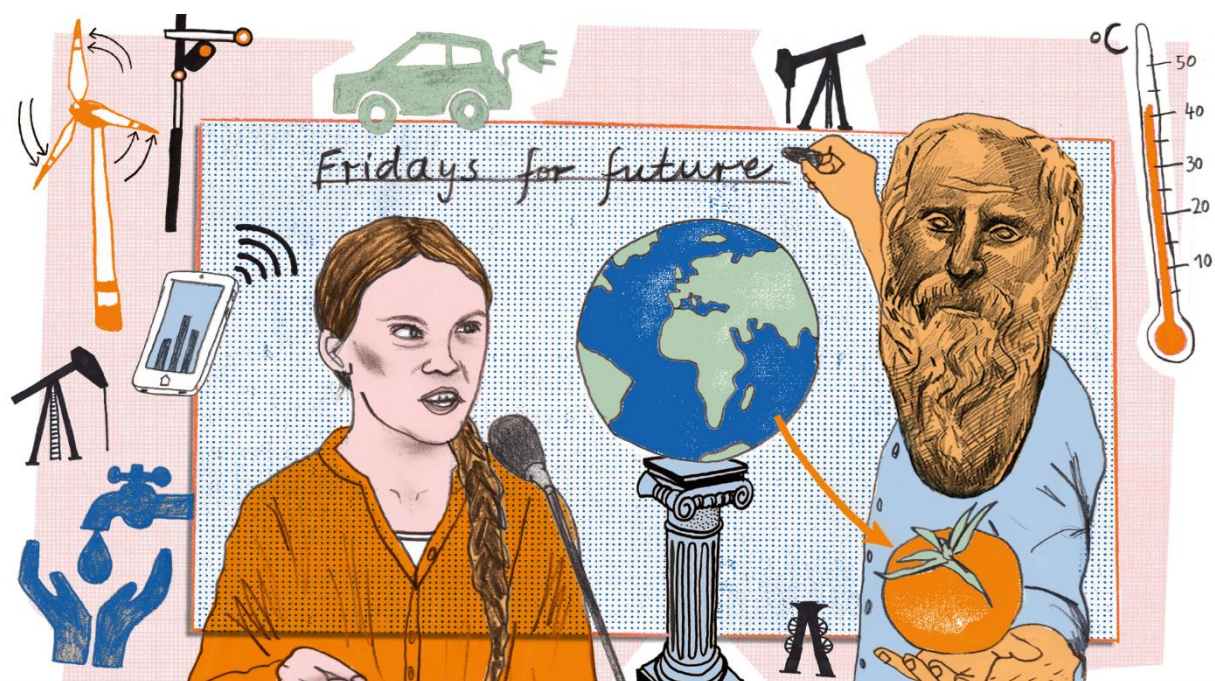
Gut gesagt, Herr Kollege. Aber Diogenes, obschon eher nur ein zweitrangiger Philosoph, ist heute gegenüber seinen berühmten antiken und mittelalterlichen Berufsgenossen im Vorteil. Denn er verfügt über ein reales, nicht nur ein zusammenphilosophiertes Bild von der Erde: Die Erde ist nämlich eine Tomate. Die Haut der Tomate ist die Biosphäre, also der Raum, in dem wir mit allen anderen Lebewesen leben, die Luft, die wir atmen, die Wolken, die uns Wasser bringen, und die höheren Schichten, die uns vor der verstrahlten Leere des Weltraums schützen. Es ist erst 51 Jahre her, am Heiligabend 1968, dass die ganze Menschheit die Tomate auf dem ersten Farbfoto der Erde von außen zu sehen bekam.

Er fragt sich manchmal, wie die Weltgeschichte verlaufen wäre, wenn unsere Urväter diese Bilder schon gekannt hätten. Die Philosophen hätten weniger Zeit mit Spekulationen und Haarspaltereien verschwendet und stattdessen schon vor langer Zeit ein Weltbild entwickelt, das zu unseren heutigen Herausforderungen passt. Vielleicht hätte man sogar irgendwann kapiert, dass Kriege der Menschheit nichts nutzen. Und die Religionen hätten nicht jahrhundertelange Abwehrkämpfe gegen naturwissenschaftliche Erkenntnisse führen müssen. Die Zehn Gebote würden wahrscheinlich ziemlich anders aussehen.

Wie viele Bäume muss man fällen, um alle Plastiktüten durch Papier zu ersetzen?

Fünfzig Jahre sind eine kurze Zeit, um eine ganze Menschheit zum Umdenken zu bringen – schon Diogenes allein hat für manche seiner Erkenntnisse länger gebraucht. Das Gebot, mit den Ressourcen schonend und effizient umzugehen, leuchtet zwar jedem ein, aber was die konkreten Konsequenzen für unser Verhalten sind, darüber sind wir noch lange nicht einig. Die Nachhaltigkeitsgleichung enthält zu viele Unbekannte. Es gibt unzählige Ideen, aber wenige davon hatten bisher die Chance, sich in der Realität zu bewähren. Wäre es nicht viel praktischer, wenn man den Akku des Elektroautos an der Tankstelle gegen einen vollen tauschen könnte? Hilft es wirklich, wenn man sein Auto vorzeitig verschrottet (oder in ärmere Länder exportiert) und sich ein neues mit geringerem Verbrauch kauft? Sind die für die Elektromobilität nötigen Batterien nicht aus ebenfalls knappen und zudem hochgiftigen Rohstoffen hergestellt? Kann der Methanausstoß der Rinder in Argentinien wirklich durch Zusetzen von Seegrass zum Futter stark reduziert werden? Soll ich beim Waschen Wasser sparen, was zwar weniger, aber dafür schmutzigeres Abwasser produziert? Wie viele Bäume muss man fällen, um alle Plastiktüten durch Papier zu ersetzen? Sollen wirklich alle auf Fernreisen und die Erfahrung fremder Länder verzichten?

Diogenes möchte das Richtige tun, fühlt sich bei solchen Fragen jedoch oft alleingelassen. Klären lassen sie sich nur durch Forschung und Technik, durch Versuch und Irrtum. Und das hoffentlich schnell, weil wir nicht unbegrenzt Zeit haben. Diogenes neigt zwar nicht zur Panik. Er will beispielsweise nicht so recht daran glauben, dass die Erde in wenigen Jahrzehnten unbewohnbar sein wird. Auch stört es ihn gar nicht sehr, dass es heute in Deutschland ungefähr so warm ist wie damals in seinem ersten Leben in Griechenland. Aber er wünscht sich schon, dass auch sein nächstes Leben nicht viel ungemütlicher wird als das gegenwärtige. Und dafür muss bald etwas getan werden.



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), 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

Stefan Bielmeier, Bereichsleiter Research und Volkswirtschaft
© DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, 2019
Nachdruck, Vervielfältigung und sonstige Nutzung nur mit vorheriger Genehmigung der
DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main

Stand: 11. Dezember 2019

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 **vorgelagert 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

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 Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich bessere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird.

„Untergewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine deutlich schlechtere Performance als für den Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage erwartet wird.

„Neutral gewichten“ bedeutet, dass für das genannte Anleihesegment auf Sicht von sechs Monaten eine Performance erwartet wird, die in etwa dem Durchschnitt der übrigen Anleihesegmente der Coverage entspricht oder das Risikoprofil starke Schwankungen in beide Richtungen beinhaltet.

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 Anleihesegment mit „übergewichten“ und ein Anleihesegment mit „untergewichten“ eingestuft. Demnach sind die Gewichtungsempfehlungen keine absolute Aussage über Gewinn und Verlust.

1. Gesamtmarktstrategie

Die Gewichtungsempfehlungen in der Gesamtmarktstrategie Fixed Income beziehen sich auf den relativen Vergleich der gecoverten Anleihesegmente zueinander. Diese sind Anleihen der Segmente Staatsanleihen, Covered Bonds, Bankanleihen (senior unsecured), Unternehmensanleihen (senior unsecured).

2. Branchenstrategie Unternehmensanleihen

Die Gewichtungsempfehlungen in der Branchenstrategie Unternehmensanleihen beziehen sich auf den relativen Vergleich der gecoverten Branchen innerhalb des Segments der Unternehmensanleihen.

3. Strategie Covered Bonds

Maßgebend für unsere Gewichtungsempfehlungen für Covered Bond Jurisdiktionen („Land“) ist der Vergleich einer Jurisdiktion mit dem iBoxx € Covered Index.

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**. Sie sind daher **nicht** geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (i) eine Sonstige Research-Information wurde von der DZ BANK **ausdrücklich** als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (ii) ihre ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in einem Mitgliedstaat des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Sonstigen Research-Information verstehen und bewerten zu können.
Sonstige Research-Informationen werden von der DZ BANK für die Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums und der Schweiz** 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

- Dieses Dokument richtet sich an **Geeignete Gegenparteien** sowie **professionelle Kunden**. Es ist daher nicht geeignet, an **Privatkunden** weitergegeben zu werden, **es sei denn**, (a) es ist ausdrücklich als auch für Privatkunden geeignet bezeichnet oder (b) die ordnungsgemäße Weitergabe erfolgt durch ein in Mitgliedstaaten des Europäischen Wirtschaftsraums (EWR) oder der Schweiz zugelassenes Wertpapierdienstleistungsunternehmen an Privatkunden, die nachweisbar über die erforderlichen Kenntnisse und Erfahrungen verfügen, um die relevanten Risiken der jeweiligen Bewertung und / oder Empfehlungen verstehen und einschätzen zu können.

Es wurde von der DZ BANK AG Deutsche Zentral-Genossenschaftsbank, Frankfurt am Main, Deutschland („DZ BANK“) erstellt und von der DZ BANK für die ausschließliche Weitergabe an die vorgenannten Adressaten in den **Mitgliedstaaten des EWR und der Schweiz** 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‘, and / 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 in allen zuvor genannten Ländern 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.
- Dieses Dokument wird lediglich zu Informationszwecken übergeben und darf 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.
- Dieses Dokument stellt weder ein Angebot, noch eine Aufforderung zur Abgabe eines Angebots zum Erwerb von Wertpapieren, sonstigen Finanzinstrumenten oder anderen Investitionsobjekten dar und darf auch nicht dahingehend ausgelegt werden.

Einschätzungen, insbesondere Prognosen, Fair Value- und / oder Kurserwartungen, 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.
- 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.
- 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.
- 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.
- 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.