

Börsen-Zeitung SPEZIAL

Verlagsbeilage zur Börsen-Zeitung | 25. Februar 2023 | Nr. 40

Pensionskassen & Stiftungen





BÖRSEN-ZEITUNG SPEZIAL

PENSIONSKASSEN & STIFTUNGEN INSTITUTIONELLE KAPITALANLAGE

Nutzen Sie unsere Verlagsbeilagen für Ihre Produkt- oder Imagewerbung

Unsere Verlagsbeilagen sind ein traditioneller Bestandteil der Börsen-Zeitung. In diesen Beilagen werden aktuelle Standortbestimmungen zu Markt- und Branchenthemen gegeben. Autoren der Beilagen sind in der Regel führende Vertreter und Repräsentanten aus Banken, der internationalen Finanzwelt und der Industrie sowie deren Organisationen und Verbänden.

Aus diesem Grund sind sie ein unverzichtbarer und gern genutzter Werbeträger für viele Finanzmarktakteure. Ihre Anzeige sollte in unseren Verlagsbeilagen Börsen-Zeitung SPEZIAL nicht fehlen: Unsere Leser können sich auf spannende Ausgaben freuen, die eine wichtige Ergänzung durch Ihre Werbeanzeige oder Advertorial erhält. **Platzieren Sie Ihre Anzeige in unseren Verlagsbeilagen!**

Kontakt: anzeigen@boersen-zeitung.de
Tel. +49 (0)69 2732-115

Pensionskassen & Stiftungen



Erscheinungstermin

09.09.2023

Druckunterlagenschluss

28.08.2023

Anzeigenschluss

10.08.2023

Institutionelle Kapitalanlage



Erscheinungstermin

12.09.2023

Druckunterlagenschluss

31.08.2023

Anzeigenschluss

14.08.2023

Börsen-Zeitung

Inhalt

- 4 | Aktives
Aktionärstum
VON DR. LARS KAISER | VP BANK
- 6 | Zeitenwende spricht
für mehr Substanz-Aktien
VON STEFAN BRUGGER | UNION INVESTMENT
- 8 | Gut positioniert
für ein anspruchsvolles Marktumfeld
VON DR. ALEXANDER ZANKER UND JOHANNES TITZE | DEKABANK
- 10 | Der Energiemarkt
im nachhaltigen Wandel
VON DR. BERNHARD GRÄBER | EB-SIM

Impressum

Redaktion: Martin Winkler
Anzeigen: Bernd Bernhardt (verantwortlich)
Technik: Tom Maier
Gestaltung und typografische Umsetzung: Thomas Schumann

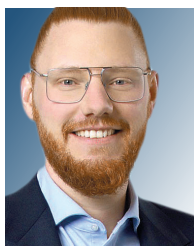
Fotos: Adobe Stock
© Daniel Rodriguez

Druck: Westdeutsche Verlags- und Druckerei GmbH,
Kurhessenstraße 4–6, 64546 Mörfelden-Walldorf

Verlag Börsen-Zeitung in der Herausgebergemeinschaft
WERTPAPIER-MITTEILUNGEN Keppler, Lehmann GmbH & Co. KG,
Düsseldorfer Straße 16, 60329 Frankfurt am Main
Tel.: 069/27 32-0
Anzeigen Tel.: 069/27 32-115, Fax: 069/23 37 02
Vertrieb Fax: 069/23 41 73
Geschäftsführung:
Mirjam Pütz (Vorsitzende), Axel Harms, Torsten Ulrich

Aktives Aktionärstum

Nachhaltige Vermögensverwaltung bei Pensionskassen und Stiftungsfonds



Dr. Lars Kaiser
Head Group Sustainability
der VP Bank AG

Der deutsche Politiker Franz Müntefering stieß die sogenannte „Heuschrecken-Debatte“ los und prägte so das öffentliche Bild vom raffgierigen, rücksichts- und skrupellos agierenden Investor. Heuschreckenschwärme fressen in kürzester Zeit ganze Landstriche kahl, was zu massiven wirtschaftlichen Schäden und Hungersnöten führen kann. So trifft auch der hier beschriebene Investorentyp seine Entscheidungen nicht zum langfristigen Wohl des Unternehmens. Der Vorwurf: die kurzfristige Gewinnmaximierung durch harte Kosteneinsparungen wie zum Beispiel zahlreiche Entlassungen der Mitarbeitenden und Einsparungen im Bereich Forschung & Entwicklung, was den langfristigen Erfolg des Unternehmens schädigt.

Dem entgegen steht das Konzept der „Nachhaltigkeit“. Dies beschreibt ökonomisches Handeln unter Berücksichtigung eines schonenden Umgangs mit natürlichen Ressourcen sowie sozialer Gerechtigkeit. Der Fokus ist langfristig und bezieht die Bedürfnisse und Interessen aller Stakeholder mit ein. So werden die Belange der Mitarbeitenden, Zulieferer, Kapitalgebenden, Gesellschaft und Umweltaspekte mitberücksichtigt.

*Pensionskassen
und Stiftungsfonds sehen es
als Aufgabe an,
ihr Vermögen
nachhaltig zu
verwalten*

Um beim Bild der Insekten zu bleiben, stünde der zerstörerischen Heuschrecke hier die Biene entgegen. Sie zählt weltweit zu den wichtigsten Bestäubern und trägt somit maßgeblich zum Erhalt der Pflanzenwelt und den landwirtschaftlichen Erträgen bei. In einem hochsozialen Bienenstaat dient die einzelne Aufgabe einer jeden Biene dem Erhalt und langfristigen Überleben des gesamten Bienenvolkes. Dies ist vergleichbar mit dem Handeln nachhaltig aktivistischer Investorinnen und Investoren. Ihre Stärke liegt vor allem im kollaborativen Handeln, um den notwendigen Druck auf Unternehmen zu erzeugen und somit die gewünschte Veränderung zu erzielen. Vielfach drängen sie Unternehmen zur Offenlegung von Informationen und verbesserter Transparenz, zur Einstellung umwelt- und sozialkritischer Geschäftstätigkeiten und zur Einführung neuer Strategien in Bezug auf eine Vielzahl von umwelt- und sozialrelevanten Themen.

Zwei Investorentypen mit konträrer Zielsetzung stehen sich gegenüber. Beide bedienen sich des aktiven Aktionärstums als effektive Maßnahme zur Durchsetzung der eigenen Interessen. Das Resultat eines erfolgreichen Aktivismus der beiden Investorentypen könnte al-

lerdings unterschiedlicher nicht sein. So untersucht eine wissenschaftliche Studie die Folgen für Unternehmen, welche Ziel eines aktivistischen Hedgefonds wurden. Nachdem ein aktivistischer Hedgefonds ein Unternehmen ins Visier nimmt, (i) steigt sein Wert sofort an, fällt jedoch langfristig wieder, (ii) sinkt der Unternehmensstandard bezogen auf die Sozial- und Umweltverantwortung, und (iii) es kommt zu einem sofortigen und stetigen Arbeitsplatzabbau.

Im Gegensatz dazu analysiert eine weitere Studie die Konsequenzen eines Aktionärs-Aktivismus mit einer positiven umwelt- und sozialbezogenen Zielsetzung. Diese Form kommt bei nachhaltigen Investoren zur Anwendung und weist eine positive Überrendite bei erfolgreichem Aktivismus auf, wobei die Zusammenarbeit zwischen den Aktivisten entscheidend zum Erfolg beiträgt. In der Folge verbessert sich die Rechnungslegung und die Unternehmensführung der Firmen, wodurch das Interesse bei Großinvestoren zunimmt.

Insbesondere Staatsfonds, Pensionskassen und Stiftungsfonds sehen es vermehrt als ihre Aufgabe an, das ihnen anvertraute Vermögen nachhaltig zu verwalten

Foto: Roland Körner/Close Up AG

und dabei eine marktkonforme Rendite zu erzielen. Dazu gehört auch, dass sie ihre Stimmrechte nutzen, um Unternehmen zu einer nachhaltigeren Wertschöpfung zu ermutigen. Als solches wird das aktive Aktionärstum heute als die effektivste Maßnahme am Aktienmarkt betrachtet, um als Investor eine umwelt- und sozialrelevante Veränderung zu bewirken. Doch was genau umfasst das „aktive Aktionärstum“?

1. Ausübung der Stimmrechte

Die Ausübung von Stimmrechten ist eine Möglichkeit, seinen Standpunkt zum Ausdruck zu bringen. Sei es, um seine Zufriedenheit mit dem Vorstand oder der Geschäftsführung eines Unternehmens zu bekunden, oder um Bedenken und die Notwendigkeit von Veränderungen zu signalisieren. Grundsätzlich gewährt jede Aktie dem Aktionär das Stimmrecht, um an der Jahreshauptversammlung mitzuentcheiden – ausgenommen manche Vorzugsaktien.

Zahlreiche Großinvestoren nutzen die Dienstleistung sogenannter Proxy-Voting-Anbieter zur Stimmrechtsvertretung. Dies liegt vor allem an der großen Anzahl an Unternehmensbeteiligungen und der einhergehenden Anzahl an zur Abstimmung stehenden Aktionärsanträgen, sowie der damit verbundenen Komplexität in der fachlichen Beurteilung. Im Fall von Privatanlegern, die in Aktienfonds investieren, liegt das Stimmrecht in der Regel bei der Fondsgesellschaft. Jeder Einzelne kann sich aber bei der Fondsgesellschaft informieren, ob im eigenen Interesse abgestimmt wird, bzw. welcher Proxy-Voting-Anbieter von der Fondsgesellschaft beauftragt wurde. Wer selbst Einzelaktien im Depot hält, ist für die Wahrnehmung seines Stimmrechts eigenverantwortlich. Auch hier gibt es mittlerweile Anbieter zur Stimmrechtsvertretung für Kleinanleger.

2. Einbringung von Aktionärsanträgen

Neben der Ausübung von Stimmrechten durch Aktionäre können diese auch eigene Anträge ausar-

Aktionäre sind mitverantwortlich für die Geschäftstätigkeiten der Unternehmen, an denen sie beteiligt sind

beiten und an der Hauptversammlung zur Abstimmung bringen. Hier gilt es gewisse Kriterien zur Einreichung solcher Anträge zu beachten, die je nach Jurisdiktion variieren können. Dazu zählen beispielsweise die Antragszulassung durch eine Aufsichtsbehörde, der Besitz von mehr als 2000 Dollar in Aktien oder der Besitz von mindestens 1% des Unternehmens. Um diese Kriterien zu erfüllen, erweist sich die Antragsstellung durch Proxy-Voting-Anbieter als effektive Maßnahme, da sie die Unternehmensanteile einzelner Investoren bündeln und somit eine gewichtigere Stimme erhalten. Ein Beispiel hierfür ist die von Pensionskassen gegründete Ethos Stiftung in Genf. 2022 hat Ethos mit der gemeinnützigen Stiftung Shareaction sowie sieben Schweizer Pensionskassen einen Aktionärsantrag zur „Statutenänderungen betreffend Klimastrategie und Berichterstattung“ bei der Hauptversammlung der Credit Suisse gestellt. Ziel dieses Aktionärsantrags ist es, die Credit Suisse dazu zu bewegen, ihre Transparenz bezüglich ihrer Auswirkungen auf das Klima zu erhöhen und ihre Exponierung aufgrund der Finanzierung von Unternehmen aus dem Sektor der fossilen Brennstoffe zu vermindern. Dieser Antrag wurde an der Hauptversammlung vom 29. April 2022 mit 77% der Stimmen abgelehnt, 19% waren dafür und 4% haben sich enthalten.

3. Managementdialog („Engagement“)

Als dritte Maßnahme gilt der Managementdialog, auch Engagement genannt. Hierbei gehen Investoren einen längerfristigen Dialog mit Unternehmen ein, um umwelt- und sozialrelevanten Fortschritt herbeizuführen. Häufig bündeln Investoren ihre Bemühungen in gemeinsamen Engagement-Initiativen, um das Wirkungspotenzial zu erhöhen. Die Ergebnisse des Engagements werden Analysten, Portfoliomanagern und Kunden mitgeteilt, damit sie diese Informationen in ihre Anlageentscheidungen einbeziehen können. Infolge einer gescheiterten Engage-

ment-Initiative kommt es häufig zum Verkauf der Unternehmensanteile, was als negatives Signal am Aktienmarkt gewertet wird. Neben dem Aktienuniversum setzt sich der Engagement-Ansatz auch vermehrt im Bereich der Anleihen durch. Unter dem Motto „engaging with issuers“ nutzen große Anleihen-Investoren wie z.B. Pimco diesen Ansatz immer häufiger, um – unabhängig von ihren Aktienkapitalbeteiligungen – klima- und sozialrelevante Wirkung als Anleihen-Investoren zu erzielen.

Abschließend bleibt festzuhalten, dass ein aktives Aktionärstum eine wirkungsvolle Maßnahme zur Erzielung sozial- und klimarelevanter Veränderung bei börsennotierten Unternehmen darstellt. Die Durchsetzungskraft solcher Initiativen liegt dabei im Kollektiv und somit braucht es „Partnerschaften zum Erreichen der Ziele“, genau wie es sich Ziel 17 der Nachhaltigkeitsziele der Vereinten Nationen zur Aufgabe macht (engl. „UN Sustainable Development Goals“). Doch wie immer im Leben ist Veränderung anstrengend und bedarf zeitlicher und finanzieller Ressourcen. Doch nur wenn zunehmend mehr Privat- und Großinvestoren bereit sind sich dieser Aufgabe anzunehmen, ist eine nachhaltige Veränderung erreichbar.

Zur Umsetzung der Pariser Klimaziele und einer Verbesserung sozialer Standards braucht es mehr „Bienen“-Investoren, die sich im Kollektiv zusammentun und gebündelt ihre Stimmrechte ausüben, den Dialog mit Unternehmen suchen und somit eine positive Veränderung zu Gunsten von Umwelt und Gesellschaft bewirken. Aktuell beobachten wir allerdings noch zahlreiche Investoren, die sich noch nicht öffentlich, aktiv und mit Nachdruck um die Erreichung positiver umwelt- und sozialrelevanter Veränderung engagieren. Als Aktionärinnen und Aktionäre sollten wir unser Mitspracherecht wahrnehmen, denn wir sind mitverantwortlich für die Geschäftstätigkeiten der Unternehmen, an denen wir beteiligt sind.

Zeitenwende spricht für mehr Substanz-Aktien

Die Value-Strategie erhält etwas von ihrer früheren Attraktivität zurück



Stefan Brugger
Senior Portfoliomanager
bei Union Investment

Lange haben eine geringe Inflation, ultraniedrige Zinsen und ein mäßiges Wachstum das Kapitalmarktumfeld geprägt. Davon profitierten am Aktienmarkt vor allem wachstumsstarke Unternehmen. Nun aber bestimmt die Ära der „Großen Transformation“ das Geschehen. Lieferketten und Produktion werden aus strategischen Gründen umgebaut. Zinsen und Inflation bleiben erhöht, und die Volatilität nimmt zu. Diese Entwicklung spielt substanzstarken Aktien, sogenannten Value-Titeln, in die Karten.

Für die strategische Vermögensverteilung in der Anlageklasse Aktien rückt der Value-Stil stärker in den Fokus. Der Stellenwert von Value im aktuellen Marktumfeld lässt sich auch daran ablesen, dass im Jahr 2022 Value-Aktien gegenüber Wachstumsaktien global eine prozentual fast zweistellige Outperformance erzielt haben. Dennoch ist die Skepsis bei vielen Anlegern nach wie vor groß, da rein auf Value-Titel ausgerichtete Anlagestrategien seit der großen Finanzkrise 2008/09 keine Überrendite gegenüber Wachstumswerten oder dem Gesamtmarkt erzielt hatten. Feiert die substanzorientierte Anlage – worunter wir Unternehmen mit weniger Wachstum, höheren Ausschüttungen und gegebenenfalls günstiger

Bewertung verstehen – nun längerfristig ihr Comeback?

Die Frage ist, ob der Value-Stil strukturell bedingt in den nächsten Jahren besser abschneiden könnte als in den letzten Dekaden. Einiges spricht dafür, dass die von den US-Investoren Benjamin Graham und David Dodd geprägte Anlagestrategie etwas von ihrer früheren Attraktivität zurückerhält. Denn im langfristigen historischen Vergleich haben Value-Aktien tendenziell etwas besser abgeschnitten als Wachstumsaktien. Die lange zu beobachtende bessere Wertentwicklung von Growth-Titeln muss sich nicht zwingend fortsetzen.

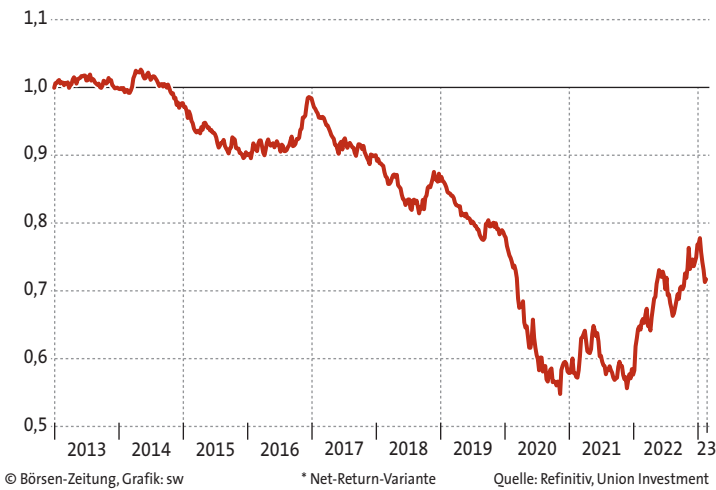
Nach großen Krisen kam es am Aktienmarkt oft zu Regimewechseln. Treibende Kraft für die seit der Finanzkrise bis 2021 anhaltende Rally der Wachstumsaktien waren die sinkenden Zinsen und Renditen an den Anleihemärkten sowie niedrige Inflationsraten. Die Unternehmen hatten stets zu viel Angebot und zu wenig Nachfrage. Darum wurde weniger investiert. Dann kam die Coronakrise, und die Unternehmen haben ihre Kapazitäten weiter zurückgefahren, zum Teil zu weit: Von der sprunghaften Erholung der Nachfrage nach den Lockerungsmaßnahmen wurden sie dann überrollt.

Bei vielen Growth-Aktien ist das überdurchschnittliche Wachstumspotenzial der letzten Jahre ausgeschöpft

Mit dem Ende der Corona-Pandemie in den meisten Weltregionen kam es zu einer rasanten wirtschaftlichen Erholung, inklusive Knappheiten am Arbeitsmarkt. Damit ist die Inflation zurückgekehrt. Mit dem Krieg in der Ukraine verstärkte sich über die Rohstoffseite der Inflationsdruck weiter. Und die Globalisierung als einst wichtiger Treiber für Deflation hat ihren Höhepunkt überschritten. Aufgrund der Verwerfungen in Lieferketten und geopolitischer Risiken wird die Produktion nun verstärkt in die Nähe der Heimatmärkte zurückgeholt („near-shoring“) oder in befreundete Länder verlagert („friend-shoring“). Das führt zwar zu widerstandsfähigeren Lieferketten, aber auch zu mehr Ineffizienzen, höherem Inflationsdruck und folglich steigenden Zinserwartungen. Für Wachstumstitel ist dies ein Dämpfer: Weil die Bewertung dieser Aktien viel künftiges Gewinnwachstum vorwegnimmt, fällt der Zins als Diskontierungsfaktor stark ins Gewicht. Steigen die Zinsen, sind zukünftige Gewinne heute weniger wert. Das belastete an den Börsen die Kurse von Wachstumsaktien. Kommt es zukünftig zu einem strukturell höheren nominalen Wirtschaftswachstum, wie es die Volkswirte von Union Investment auf längere Sicht erwarten – jedoch nicht für die kommenden Monate – dürften es mehr Unternehmen schaffen, aus-

Value-Aktien verringern Rückstand

Relative Entwicklung MSCI Welt Value* vs. MSCI Welt Growth*



kömmlich zu wachsen. Damit nimmt die Knappheit des Faktors Wachstum ab, so dass eine Bewertungsprämie für Growth-Aktien weniger gerechtfertigt ist.

Hinzu kommt, dass bei vielen Growth-Aktien das überdurchschnittliche Wachstumspotenzial der letzten Jahre ausgeschöpft ist. Themen wie ein verstärkter Online-Konsum oder Karten- statt Barzahlung haben uns jahrelang als strukturelle Wachstumsthemen begleitet. Durch die Corona-Krise kam es zu einer starken Beschleunigung dieser Trends. Das überdurchschnittliche Wachstumspotenzial und das Online-Konsumpotenzial ist allerdings seit dem Ende der Corona-Lockdowns ausgereizt. Die jeweiligen Unternehmen wachsen nicht mehr überdurchschnittlich, sondern nur noch mit der Konsumnachfrage. Oft intensiviert sich in einer solchen Phase der Wettbewerb, da das Marktwachstum plötzlich nicht mehr für die ambitionierten Wachstumspläne aller Unternehmen ausreicht. Diese Entwicklung ist aktuell sehr gut bei Social-Media-Plattformen zu erkennen.

Value-Aktien profitieren dagegen von der Unterinvestition in vielen Wirtschaftszweigen in den vergangenen Jahren und der daraus resultierenden Knappheit bei Gütern, die früher ausreichend verfügbar waren. Ein Beispiel dafür sind die niedrigen Investitionen im Energiesektor.

Hierbei spielt auch die mit dem nachhaltigen Umbau der Wirtschaft und ESG-Themen (Environmental, Social, Governance) verbundene Unsicherheit eine Rolle. Deshalb haben Unternehmen, die früher wenig margenträchtig waren, nun zunehmend Preissetzungsmacht. Damit ist der Weg für eine steigende Profitabilität zumindest temporär gegeben. Im Value-Segment verhältnismäßig stark vertretene Unternehmen, etwa aus der Finanz- und Energiebranche, sind die Profiteure höherer Zinsen und höherer Preise.

Was bedeutet das aus Anlegersicht? Investoren werden bei Value-Aktien für das niedrigere Wachstum entschädigt, indem sie einen Großteil des langfristig erwarteten Aktienertrags der Value-Titel von sechs bis acht Prozent über Dividenden oder Aktienrückkäufe erhalten. In Krisenzeiten können Value-Werte aus defensiveren Sektoren mit geringeren Gewinnchwankungen, etwa aus den Bereichen Pharma, Basiskonsumgüter und Telekommunikation, womöglich mehr Anlegerinteresse auf sich ziehen. Trotzdem entspricht die Bewertung von Value-Werten nach wie vor dem langfristigen Durchschnitt. Im Vergleich zu den immer noch mit einer Prämie gehandelten Growth-Aktien bieten Value-Titel daher etwas mehr Puffer auf der Bewertungsseite, falls die Zinsen weiter steigen sollten.

Wir erwarten, dass Value-Aktien künftig in der Wertentwicklung den Rückstand der vergangenen zehn Jahre gegenüber Wachstumsaktien etwas aufholen können. Unsere Ökonomen gehen davon aus, dass sich die Inflation zwar wieder beruhigen wird. Sie wird sich aber nicht mehr auf die außergewöhnlich niedrigen Niveaus der Zeit vor der Corona-Pandemie zurückbilden, sondern dürfte dauerhaft erhöht bleiben. Damit nimmt das nominale Wachstum in der Wirtschaft zu. Dadurch dürfte die Wachstumsprämie vor allem bei Technologie- oder Online-Unternehmen weiter zurückgehen – denn Wachstum ist ein weniger seltenes Gut als zuvor.

Unser Value-Ansatz zielt darauf ab, Unternehmen zu identifizieren, bei denen die Gewinne temporär unter ihrem langfristigen Potenzial liegen, und diese zu verkaufen, wenn die Gewinne über das Potenzial steigen. Interessant sind Gesellschaften mit einer guten Marktposition, die im Sektorvergleich eine höhere Profitabilität aufweisen. Auch ein verhaltensökonomischer Ansatz wie eine Contrarian-Strategie erweist sich bei der Titelauswahl als nützlich: Wenn ein Unternehmen gerade eine schwierige Phase durchläuft und die Gewinne unter Druck stehen, so ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass es in die Auswahl für das Portfolio geeigneter Titel kommt. Oft wenden sich Investoren von Unternehmen ab, die Schwierigkeiten haben, und übersehen womöglich Wendepunkte zum Besseren. Auch laufen Konsensschätzungen von Analysten oft der tatsächlichen Entwicklung hinterher, was ebenfalls dazu beitragen kann, dass Verbesserungen bei Unternehmen am Markt übersehen werden. Ziel ist es, Marktineffizienzen zu nutzen.

Insgesamt lässt sich feststellen, dass Value-Aktien in dem veränderten Marktumfeld einen Bewertungsvorteil haben. In einem diversifizierten Aktienportfolio sollten sie nicht fehlen. Eine ausgewogenere Verteilung von Value- und Growth-Aktien scheint uns dabei für Anleger vielversprechender zu sein als eine dauerhaft einseitige Positionierung.

Im Value-Segment stark vertretene Unternehmen sind die Profiteure höherer Zinsen und höherer Preise

Gut positioniert für ein anspruchsvolles Marktumfeld

Umparken im Risiko



Dr. Alexander Zanker
Leiter Institutional Consulting Solutions
bei der DekaBank



Johannes Titz
Berater Institutional Consulting Solutions
bei der DekaBank

Das Jahr 2022 war geprägt von einem Zusammentreffen unwahrscheinlicher, sehr prägender Ereignisse, die die Bewertungen nahezu aller Anlageklassen unter Druck setzten. Selten standen institutionelle Anleger vor so vielen Herausforderungen wie in einer Weltwirtschaft, die sich gerade erst von einer Pandemie erholt, während sie gleichzeitig mit erheblichen geldpolitischen Maßnahmen und einem Krieg in Europa zu kämpfen hat.

Die heftigen Reaktionen der großen Notenbanken mit deutlichen Zinserhöhungen zur Bekämpfung der Inflation haben den Zeitenwechsel auch an den Kapitalmärkten und damit das Ende der Niedrigzinsen endgültig eingeläutet. Mit all den Herausforderungen gehen extreme Unsicherheiten einher: Zinssprünge, drohende Rezessionsszenarien und ansteigende Ausfallraten, aber auch ansteigende Staatsschulden und Finanzierungskosten sowie internationale Konflikte. Auf der einen Seite legen diese wirtschaftlichen Eintrübungen sowie die höhere Unsicherheit ein De-Risking der Kapitalanlage, also das Umschichten in risikoarme Anlagen, nahe. Auf der anderen Seite haben die meisten institutionellen Anleger 2022 einen hohen Verlust ihrer Kapitalanlagen erlebt, der aktuell die langfristigen

Anlageziele gefährdet, beispielsweise der Bedienung von Pensionsverpflichtungen oder die Erfüllung eines Stiftungszwecks.

Durch das De-Risking würde sich dieser niedrige Stand verstetigen – die Chance auf Wertaufholung und das Profitieren von den höheren Zinsraten würden aufgegeben werden. Trotz aller Risiken bieten risikoreichere Anlagen interessante Aufschläge und vielfach eine adäquate Entlohnung für das eingegangene Risiko. Es stellt sich damit die Frage, wie die vorhandenen Risikobudgets so eingesetzt werden können, dass sich die Kapitalanlage möglichst robust in drohenden Krisenszenarien verhält, aber dennoch ihre langfristige Zielverzinsung erreicht. Handlungsspielräume bestehen im gesamten Investmentprozess, von der strategischen Asset-Allokation (SAA) über die taktische Allokationssteuerung bis hin zur Implementierung einzelner Anlagebausteine.

Die Grundlage für eine gut aufgestellte Kapitalanlage auch in volatilen Marktphasen bleibt eine regional und über mehrere Risikofaktoren diversifizierte SAA. Die neue Realität erhöhter Unsicherheit und einer zunehmenden Veränderungsdynamik muss sich in dem Prozess der SAA-

Erstellung noch deutlicher als bisher widerspiegeln. Zur Verbesserung des Steuerungssystems sind dafür neue Ansätze notwendig, die bestehende Analysen ergänzen und erweitern. Diese setzen auf zwei Ebenen an:

1. Vorausplanung möglicher Umsetzungsalternativen, wenn sich das Marktumfeld drastisch verändert. Diese Aktionspläne bieten den Vorteil, die Geschwindigkeit der Anpassung an neue Kapitalmärkte zu erhöhen. In sich schnell ändernden Marktphasen kann dies entscheidend sein, insbesondere dann, wenn Entscheidungsgremien eingebunden werden müssen.
2. Realistischere Abschätzung der eigenen Risikotragfähigkeit in unterschiedlichen Situationen. Dies hilft, robustere Portfolien für verschiedene Marktszenarien zu konstruieren, die zumindest die Minimalziele mit hinreichender Wahrscheinlichkeit erreichen lassen.

Eine Lösung bieten Szenario basierte Ansätze, die stochastische Prognosen kombinieren und so mehrdimensionale Prognosen zulassen. So identifizieren die DekaBank-Ökonomen mit jedem neuen Economic-Scenario-Update zwei kommende globale Hauptunsicherheitsfaktoren, die das zu erwartende Wirtschaftssystem grundlegend

*Grundlage
bleibt eine
diversifizierte
strategische
Asset-Allokation*

prägen könnten. Diese Hauptunsicherheitsfaktoren können wirtschaftlicher Art sein, aber auch politischer Natur. Die Kombinationen von Eintritt oder Nichteintritt jedes dieser zwei Hauptunsicherheitsfaktoren ergeben vier sehr unterschiedliche weltwirtschaftliche Situationen, sog. „Superszenarien“.

Dies erlaubt die Konstruktion einer SAA, die sich in allen denkbaren Weltbildern robust verhält, beispielsweise in jedem Superszenario zumindest die vorhandenen Risikobudgets einhält. Zudem können bei einer regelmäßigen und anlassbezogenen Rekalibrierung neue Unsicherheitsfaktoren und damit neue Superszenarien definiert werden, sodass das Modell eine schnelle Anpassungsfähigkeit aufweist. Die szenariobasierte Sichtweise erlaubt es Investoren außerdem, für jedes Szenario optimale Allokationen abzuleiten zu können. Der Vorteil für Investoren: Sie haben damit einen klaren strategischen Aktionsplan in der Schublade, um mit diesem schnell auf wirtschaftliche Überraschungen reagieren zu können.

Damit dieser Plan auch in die Tat umgesetzt werden kann, bedarf es einer Anpassung in den Governance-Strukturen. Dies umfasst beispielsweise die Bereitschaft, Anlagestrategien nach einem vordefinierten Regelwerk, einem sogenannten Journey-Plan, in Abhängigkeit von Triggerpunkten anzupassen, ohne dass hierfür aufwendige Abstimmungs- und Genehmigungsprozesse durchlaufen werden müssen.

Im SAA-Prozess wird die Kapitalanlage so ausgestaltet, dass aus vorhandenen Risikobudgets abgeleitete Wertuntergrenzen mit vordefinierten Wahrscheinlichkeiten nicht unterschritten werden. Ohne aktive Allokationssteuerung können diese Grenzen dennoch im Zeitverlauf gerissen werden. Anders verhält es sich mit einer schnellen Reaktion. So können Risiken erheblich reduziert oder massive Potenziale genutzt werden, wodurch die Wichtigkeit der taktischen Allokationssteuerung als weiterer Baustein im

Risikomanagement deutlich wird. Strategische und taktische Asset-Allokation stehen nicht im Gegensatz zueinander. Vielmehr bilden sie eine Einheit.

Mit kurzfristigen taktischen Allokationen und langfristigen Strategiekonzepten kann es gelingen, Risiko und Volatilität relativ niedrig zu halten und dennoch auch Chancen wahrzunehmen, um eine angemessene Rendite zu erzielen. Hierfür empfiehlt sich insbesondere der Einsatz von Mischfonds. Sie sind flexibel konstruiert, um auf unterschiedliche Marktgegebenheiten zu reagieren und können die taktische Allokation den Risiken und veränderten Renditeerwartungen entsprechend dynamisch anpassen.

Nachdem die Bewertungen insbesondere von Technologiewerten in den 2010ern keine Grenzen kannten, hat das vergangene Jahr die erhöhten Sensitivitäten von Wachstumsaktien in Krisenzeiten deutlich aufgezeigt. Unternehmen, die sich vergleichsweise robust gegenüber konjunkturellen Schwankungen zeigen, charakterisieren sich durch ein eher profitables Geschäftsmodell mit einer niedrigen Verschuldung und hoher Preissetzungsmacht, daraus generieren sie hohe Margen und einen stabilen Cashflow auch bei höherer Inflation. Im Ergebnis kommt bei diesen Qualitätsunternehmen das Wachstum aus dem Unternehmen beziehungsweise seinem Geschäftsmodell heraus und ist weniger abhängig von konjunkturellen Faktoren. Die Deka nutzt für deren Auswahl einen Active-Quality-Ansatz, bei dem der Faktor Quality durch die Kombination mit anderen Aktienfaktoren, wie etwa Value, Dynamik oder Low-Risk, ergänzt wird. Durch die Kombination mit weiteren Faktoren, werden die Aktien ausgewählt, die nicht nur unter Qualitätsaspekten attraktiv sind, sondern auch angemessene Bewertungen aufweisen.

Auch die Allokation in festverzinsliche Wertpapiere hat Anlegern in letzter Zeit immer wieder Kopfzerbrechen bereitet. Im vergangenen Jahrzehnt wurden Anleger dazu

Im vergangenen Jahrzehnt wurden Anleger dazu gezwungen, die Risikoleiter heraufzuklettern

gezwungen, die Risikoleiter heraufzuklettern, sei es durch die Anlage in Hochzinsanleihen oder Alternative Credits. Diese Anlagen weisen jedoch nicht nur eine höhere Aktienkorrelation auf, sondern auch höhere Ausfallwahrscheinlichkeiten. Durch den Zinsanstieg hat sich die Situation geändert. Zukünftig findet der Carry-Faktor in der Anlage für die Erwirtschaftung von Renditen wieder Anwendung. Insgesamt empfiehlt sich im unsicheren Marktumfeld eine Fokussierung auf Investment-Grade-Anleihen, Staatsanleihen und Green Bonds.

Im Bereich der High-Yields- und Schwellenländer-Anleihen sollten die schlechtesten Bonitäten ausgeschlossen werden. Eine Festlegung des Mindestratings auf „BB–“ begrenzt hier die Ausfallrisiken deutlich, ohne dass die potenziell für die Erzielung von Zielrenditen notwendigen Kreditrisikoprämien gänzlich aufgegeben werden müssen. Investoren, die nicht der Regulierung unterliegen, können gegebenenfalls weiter von höheren Volatilitäten im Anleihenbereich profitieren. Anleihen, die unter den Investment-Grade-Bereich fallen, müssen von vielen regulierten Investoren zeitnah verkauft werden, wodurch sie unter einen fundamental gerechtfertigten Preis fallen können. Entsprechend attraktiv können solche Crossover-Bereiche zwischen Investment Grade und High Yield sein.

Auch wenn die Märkte heute deutlich unsicherer sind und die Goldilock-Phase vorerst vorbei scheint, bieten sich für Investoren, die sich auf die neuen Marktgegebenheiten einstellen, weiterhin Potenziale. Allerdings setzt dies einen bewussten Einsatz von Risikobudgets sowie schneller Reaktionsmöglichkeiten voraus, die durch die Governance-Strukturen gestützt werden. Auch sollten Portfolien möglichst robust aufgestellt werden. Zahlreiche Möglichkeiten bestehen, innerhalb einer Anlageklasse für höhere Stabilität und Qualität zu sorgen. Dies muss langfristig nicht auf Kosten der Rendite gehen, wenn fundamental begründete Renditefaktoren diversifizierend kombiniert werden.

Der Energiemarkt im nachhaltigen Wandel

Ein deutlicher Ausbau der Erzeugungsleistung ist notwendig



Dr. Bernhard Gräber
Geschäftsführer
bei EB-SIM

Das Pariser Klimaziel, die Erderwärmung auf 1,5 °C bis zum Jahre 2100 zu begrenzen, wird derzeit von keinem großen Industrieland erreicht. Momentan wird von bis zu 2,7 °C Erderwärmung bis 2100 ausgegangen. In erster Linie ist nicht mehr die Rede von Klimaschutz, sondern notwendigen Klimaanpassungsmaßnahmen. Durch den Krieg in der Ukraine und die damit verbundene Gasmangellage in Europa ist ebenfalls deutlich geworden, dass ein schnelles Umstellen auf eine alternative Energieversorgung notwendig ist. Eine erneute Abhängigkeit durch den Import eines Energierohstoffes von einzelnen Ländern sollte hierbei vermieden werden. Sowohl die deutsche Regierung als auch die Europäische Union setzen weitere Ziele, Fördermaßnahmen und auch Genehmigungsverfahrenvereinfachungen in Gang, welche eine Reduzierung der Nettoemissionen bis 2050 auf null vorsehen (EU Green Deal).

Simulationen zeigen, dass in Deutschland zur Einhaltung der Klimaziele eine installierte Leistung der erneuerbaren Energieanlagen von bis zu 471 GW im 95-Prozent-Reduktionsszenario erforderlich wäre. Im Jahr 2022 betrug die installierte Leistung aus Fotovoltaik 62 GW, aus Wind onshore 57 GW

und aus Wind offshore 8 GW. Im ersten Halbjahr 2022 lag der Anteil der erneuerbaren Energien zur Deckung des Bruttostrombedarfs in Deutschland bei 49%. Es ist jedoch bis 2050 mit einem Anstieg des Nettostromverbrauchs um bis zu 102% gegenüber 2020 zu rechnen. Dies ist unter anderem durch die Sektorkopplung begründet, denn z.B. ein Wachstum im Bereich der E-Mobilität erhöht den Nettostromverbrauch. Daher ist ein deutlicher Ausbau der Erzeugungsleistung über sämtliche erneuerbare Tech-

*In Deutschland
wird aktuell
jede zweite
Wohnung mit
Gas beheizt*

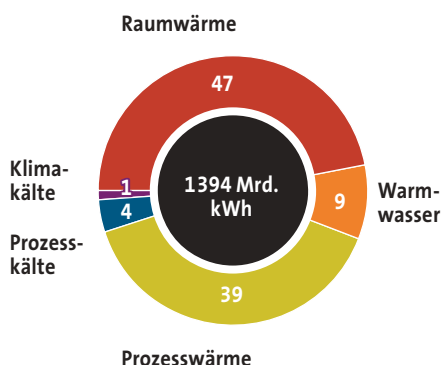
nologien hinweg notwendig. Für Investoren sind erneuerbare Energien aufgrund der geringen Korrelation zu anderen Anlagen und aufgrund der stabilen, planbaren Cashflows weiterhin eine sehr interessante Anlageklasse.

Zu einer klimaneutralen Energieversorgung gehört neben dem Ausbau der erneuerbaren Energien auch die Sicherstellung und Gewährleistung der Stabilität unseres Stromnetzes. Die Schwankungen im Stromnetz, die durch die un-

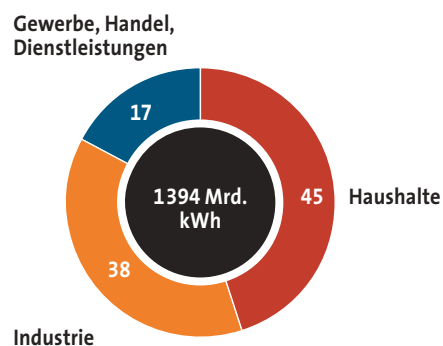
Energieverbrauch des Wärmemarktes

Anteil am Endernergieverbrauch 2019 in Prozent

Anwendungsbereiche



Verbrauchssektoren

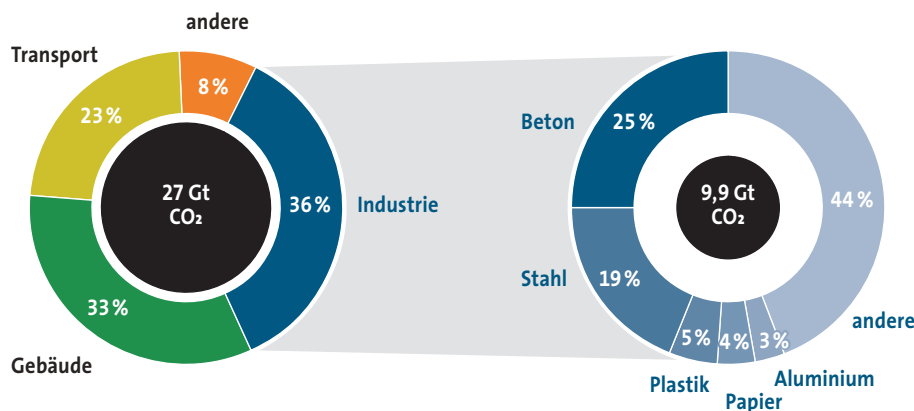


© Börsen-Zeitung, Grafik: ben

Quelle: AG Energiebilanzen

Foto: Philippe Ramakers

Globale CO₂-Emissionen nach Sektor und innerhalb des Sektors Industrie



© Börsen-Zeitung, Grafik: ben

Quelle: Researchgate/Jonathan M. Cullen

terschiedlichen Erzeugungs- und Lastenzeiten entstehen, wurden bisher zu einem Großteil durch fossile Großkraftwerke ausgeglichen. Werden diese Großkraftwerke wie geplant in den kommenden Jahren abgeschaltet, bedarf es rechtzeitig eines enormen Ausbaus an Speicherkapazität, um die erforderliche Flexibilität bereitstellen zu können. Der Netzentwicklungsplan (NEP) nennt hier Zahlen von 9 GW Speicherkapazität bis 2025. Hinzu kommt der Netzausbau selbst.

Eine weitere Herausforderung ist, dass sich die nationalen Strategien der Länder zur Erfüllung des Pariser Abkommens noch nicht mit den wichtigsten Emissionsschwerewichten, dem sogenannten hta-Sektor (hard to abate = schwer zu reduzieren), befassen. Hierzu gehören unter anderem die Schwerindustrie (Zement, Stahl, Chemikalien und Kunststoffe) und der Schwerlasttransport im Verkehrssektor. Zusammen ist der hta-Sektor für etwa 30% der jährlichen weltweiten CO₂-Emissionen verantwortlich.

Vor allem muss die Schwerindustrie ihren Energieverbrauch verbessern. Zwischen 15 und 20% des Energieverbrauchs könnten durch bessere Produktionstechniken und Energieeffizienzmaßnahmen gesenkt werden. Der Rest müsste durch Elektrifizierung oder mit Hilfe alternativer Energiequellen wie Wasserstoff oder Biomasse für die

Wärmeerzeugung gedeckt werden. In Verbindung mit der Abscheidung und unterirdischen Speicherung von Kohlenstoff würden diese Alternativen die CO₂-Emissionen weiter reduzieren. Die Schwerindustrie in Deutschland arbeitet ihrerseits Strategien aus. Beispielsweise laufen bereits die ersten Projekte in der Stahlindustrie an, beginnend mit dem Umrüsten auf alternative Energieträger (insbesondere Wasserstoff) und innovative Herstellungsprozesse (Direkt-Reduktionsverfahren), mit denen CO₂-armer Stahl produziert werden kann.

Um die Dekarbonisierung in Deutschland weiter voranzutreiben, muss nicht nur die regenerative Stromerzeugung, sondern auch die nachhaltige Wärmeerzeugung sowohl in der Prozessindustrie als auch im Gebäudesektor weiter ausgebaut werden. Das Bundesklimaschutzgesetz sieht eine Emissionsminderungspflicht im Gebäudesektor vor und führt eine entsprechende CO₂-Steuer ein. In Deutschland wird aktuell jede zweite Wohnung mit Gas beheizt. Das ist politisch, ökonomisch und auch ökologisch nicht von Vorteil für Deutschland. Klimaschonend ist die Gewinnung des Erdgases nicht (Fracking verursacht Methanemissionen). Dementsprechend öffnet sich hier eine solide Anlagemöglichkeit für nachhaltige Investoren: Durch die zukünftige CO₂-Steuer und den gestiegenen Fernwärmepreis

werden Investitionen in Biomasse- (Holz), Solar- und Geothermie- sowie Wärmepumpenanlagen wirtschaftlich und sind für den Anleger interessant. Noch ökonomischer werden diese Wärmewendeprojekte, wenn es gelingt, Energie effizient zu kombinieren und Synergien zu nutzen, wie folgendes Beispiel zeigt.

In Frankfurt, bekannt für die große und stetig steigende Anzahl von Rechenzentren, werden derzeit einige Projekte entwickelt, bei denen Wärmesynergien genutzt werden. In einem Stadtteil soll zukünftig die Abwärme, die durch die Serverleistung eines Rechenzentrums produziert wird, direkt mithilfe eines Wärmetauschers und einer nachgeschalteten Wärmepumpe für die Beheizung einer Wohnsiedlung in direkter Nachbarschaft genutzt werden. Dies ist für alle beteiligten Parteien, also das Rechenzentrum und die Endverbraucher in der Wohnsiedlung, von Vorteil. Es können Kosten für die nicht mehr erforderliche Kühlung der Räume des Rechenzentrums eingespart werden. Die Vorlauftemperatur des Wasserkreislaufes in der Wärmepumpe ist deutlich höher als die Umgebungsluft und verbessert somit den Wirkungsgrad, was ebenfalls Kosten einspart. Langzeitverträge mit allen Beteiligten sichern die Parteien ab, minimieren das Risiko und machen dieses Projekt zu einer attraktiven, nachhaltigen Kapitalanlagemöglichkeit.

Dieses Projekt ist eines von vielen Projekten unseres Energiewendefonds, der sich zur Aufgabe gemacht hat, in den Aus- und Umbau der Energieinfrastruktur in Europa zu investieren. Der Fonds fokussiert sich auf die Sektoren Energieeffizienz, Energiespeicher, Wasserstoff, Netze, E-Mobilität und regenerative Wärmeversorgung, und trägt mit der Unterstützung sinnvoller, nachhaltiger Projekte zur Energiewende in Europa bei. Bei der Zusammenstellung des Portfolios des Fonds wird großer Fokus auf die Themen Nachhaltigkeit, Diversifizierung, Risikominimierung und natürlich eine möglichst attraktive Rendite gelegt.

Durch die zukünftige CO₂-Steuer werden Investitionen wirtschaftlich

#uebermorgen

Janne Werning
Leiter der Gruppe ESG Capital
Markets & Stewardship
bei Union Investment

„Für eine nachhaltige Transformation der Wirtschaft braucht es Weitsicht. In diesem Prozess gemeinsam mit Anlegern und Unternehmen immer wieder neue Etappen zu meistern, das spornt uns täglich an.“

Erfahren Sie mehr unter www.nachhaltigekapitalanlagen.de

Wir arbeiten für Ihr Investment

Kontakt: Union Investment Institutional GmbH, Weißfrauenstraße 7,
60311 Frankfurt am Main, Telefon 069 2567-7652.
Bei dieser Anzeige handelt es sich um Werbung.

