

Gold als Anlageklasse für institutionelle Anleger

Januar 2024



Inhalt

| | |
|---|----|
| 1. Zusammenfassung | 1 |
| 2. Einführung zu Gold aus der Investmentperspektive | 3 |
| • Historische Bedeutung von Gold | 3 |
| • Gold als eigene Anlageklasse | 4 |
| • Die Rolle von Gold in der Eurokrise 2011 | 4 |
| • Entwicklung des Goldpreises seit 2011 | 5 |
| • Nachfrage nach Gold – Aktuell und über die letzten 10 Jahre | 6 |
| • Aktuelles Marktumfeld und mögliche Szenarien | 8 |
| 3. Investitionen in Gold durch direkte anstelle von indirekten Anlagen..... | 10 |
| 4. Ergebnisse der quantitativen Analyse | 12 |
| 5. Regulatorische Rahmenbedingungen für Investoren | 18 |
| • Behandlung von Goldanlagen unter deutschem VAG | 18 |
| • Behandlung von Goldanlagen unter Solvency II | 19 |
| • Behandlung von Gold unter Basel III..... | 20 |
| 6. Wichtige Hinweise | 21 |

1

Zusammenfassung

Historisch gesehen hatte Gold nicht nur eine einzigartige Rolle in der Entwicklung von Nationen, sondern repräsentiert auch das Edelmetall, das in den letzten fünfzig Jahrhunderten als Geld verwendet wurde. Mit der Abschaffung des Goldstandards zu Beginn der 1970er Jahre endete seine formale Funktion als monetärer Vermögenswert und seine Eigenschaft als potentielle Investitionsmöglichkeit hat an Bedeutung gewonnen. In Zeiten "regulärer" Kapitalmärkte wird der Goldpreis von den Rohstoffgrundlagen bestimmt, während in "angespannten" Märkten, in welchen systemische Bedenken vorherrschen, der Markt Gold als sicheren Hafen betrachtet. In diesem Sinne kann es von Investoren als eine Art "monetäre Versicherung" angesehen werden. Der Anstieg des Goldpreises während der Eurozonenkrise sowie der Corona-Pandemie unterstreicht diese These.

Die Ergebnisse der quantitativen Analyse zeigen, dass eine Investition in die Anlageklasse Gold eine sinnvolle Diversifizierung für ein Portfolio mit Aktien großer Marktkapitalisierung und Staatsanleihen der Eurozone bietet, insbesondere in krisenbehafteten Zeiten. Der Conditional Value at Risk (CVaR) eines Portfolios, das den durchschnittlichen prozentualen Verlust des Portfoliowerts im unteren Bereich einer Renditeverteilung angibt, kann durch eine Allokation von bis zu 17 Prozent des Portfoliowerts in die Anlageklasse Gold reduziert werden.

Für Investoren, die eine Allokation von Gold in Betracht ziehen, gibt es vielfältige Investitionsmöglichkeiten. Im Allgemeinen kann man direkt in Gold investieren (z.B. physisches Gold, ein Goldkonto bei einer Bank, etc.) oder indirekt (z.B. über Gold-Derivate, Goldaktien und börsengehandelte Produkte). Das Halten von zugewiesenem physischem Gold könnte für Investoren, die nicht durch regulatorische Vorschriften eingeschränkt sind, physisches Gold zu halten, die logischste Möglichkeit sein, eine Form von monetärer Versicherung zu erreichen. Für institutionelle Investoren, die regulatorischen Vorschriften unterliegen und welchen der Kauf von physischem Gold untersagt ist, könnten börsengehandelte Produkte (ETPs – Exchange Traded Products) den effizientesten Zugang zu Gold bieten. Bei der Auswahl unter den vielen verfügbaren ETPs müssen Investoren die rechtliche Struktur gründlich prüfen, um unerwünschte Abwicklungsrisiken aufgrund von Markturbulenzen oder plötzlichen Umkehrungen der Kreditwürdigkeit des ETP-Emittenten zu vermeiden. Investoren sollten auch beachten, dass der Marktpreis bestimmter ETPs möglicherweise systematische Abweichungsrisiken vom zugrunde liegenden physischen Goldpreis aufweisen kann, entweder aufgrund von linear vom Nettoinventarwert (eng. Net Asset Value; NAV) abgezogenen Gebühren des ETPs oder aufgrund der Wahrnehmung der Marktteilnehmer hinsichtlich der Risikostruktur des ETP im Vergleich zu einer direkten physischen Goldinvestition.

Institutionen, die dem deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) unterliegen, waren lange Zeit von Investitionen in Rohstoffe ausgeschlossen. Änderungen des Investmentgesetzes haben jedoch den Anwendungsbereich von Rohstoffinvestitionen für diese Investoren erheblich erweitert. Gemäß den aktuellen Richtlinien ist eine Exposition gegenüber Rohstoffrisiken sowohl durch Investitionen in Fonds als auch durch rohstoffgebundene Wertpapiere zulässig, sofern die Option der physischen Lieferung des zugrunde liegenden Rohstoffs vertraglich ausgeschlossen ist. Darüber hinaus führte eine weitere Änderung der Investmentverordnung im Jahr 2015 zur Einführung einer "sonstigen

AIF"-Quote, unter der Hedgefonds- und Rohstoffinvestitionen gleichbehandelt werden und bis zu 7,5 Prozent des Sicherungsvermögens erlaubt sind.

Auf der anderen Seite ist die Behandlung von alternativen Anlageklassen im Rahmen des Solvency II Systems, das 2016 in Kraft trat, ungünstig. In einem vordefinierten Stressszenario für den Europäischen Wirtschaftsraum oder die OECD werden Investitionen in Rohstoffe mit einem vergleichsweise hohen Kapitalbedarf von 49 Prozent belastet, um den Solvenzanforderungstest zu bestehen. Diese Anforderung gilt auch dann, wenn die Volatilität der Rohstoffinvestition geringer als die von globalen Aktien ist. Hohe Kapitalanforderungen gleichen somit teilweise den positiven Diversifikationseffekt von Rohstoffinvestitionen aus.

Mit der Änderung von Basel III traten im Januar 2023 neue Regeln für die Behandlung von Gold in Kraft, wobei Gold je nach Kontotyp entweder der Stufe I oder der Stufe III zugeordnet wird.

Zusammenfassend zeigen die Ergebnisse der Analyse, dass Gold einen sinnvollen "Schutz" gegen einen allgemeinen Vertrauensverlust in das globale Wirtschaftssystem bieten sollte. Regulatorische Änderungen haben die Rahmenbedingungen für Rohstoffinvestitionen insbesondere auch für streng regulierte institutionelle Anleger verbessert. Die Behandlung von alternativen Anlageklassen, konkret Investitionen in die Assetklasse Gold im Rahmen von Solvency II, ist für Rohstoffinvestitionen ungünstig.

2

Einführung zu Gold aus der Investmentperspektive

Historische Bedeutung von Gold

Um die aktuelle und zukünftige Rolle von Gold zu verstehen, müssen wir aus der Vergangenheit lernen. Gold hat in der Geschichte eine einzigartige Rolle in der Entwicklung von Nationen und im Handel gespielt. Es wurde seit der Bronzezeit wegen seiner Schönheit verehrt und war schon sehr früh in der Geschichte als monetärer Vermögenswert im Einsatz. Gold ist das Edelmetall, das in den letzten fünfzig Jahrhunderten als Geld verwendet wurde. Der Ursprung vieler Wörter und Redewendungen in unserer Sprache lässt sich auf dieses Phänomen zurückführen, zum Beispiel "sein Gewicht in Gold wert sein" und die "goldene Finanzierungsregel", "Goldkreditkarten" oder die "Goldmedaille gewinnen".

Bevor die US Federal Reserve Bank im Jahr 1913 gegründet wurde, um den Ersten Weltkrieg zu finanzieren, war das britische Pfund die Hauptwährung (in Form eines Edelmetalls) der Welt. Während der hundert Jahre zuvor und der überwiegenden Mehrheit des letzten Jahrtausends basierte das Geldsystem auf Gold, weil Gold wertvoll war. Als Papierwährungen erstmals eingeführt wurden, waren sie in der Regel als Versprechen strukturiert, anstelle einer bestimmten Menge Gold. Während des Großteils des 20. Jahrhunderts wurde dieser "Goldstandard" für globale Währungen aufrechterhalten und Gold wurde nicht frei gehandelt.

Im Jahr 1933 wurde in den USA unter Roosevelt der private Goldbesitz verboten und von der Regierung beschlagnahmt. Der Marktpreis für Gold betrug zu dieser Zeit 20 US-Dollar. Im Jahr 1944 wurde der offizielle Goldpreis auf 35 US-Dollar pro Feinunze erhöht. Im selben Jahr begann die USA unter dem Bretton-Woods-Abkommen, wie von Keynes entworfen, ihre dominante Position auf den Rohstoffmärkten auch durch die Regelung zu demonstrieren, dass alle internationalen Rohstofftransaktionen in US-Dollar stattfinden sollten. Andere Länder als die USA mussten zunächst Dollar erwerben, bevor sie Rohstoffe kaufen konnten, während die USA sie einfach drucken konnten. Der Reichtum in den USA stieg auf ein hohes Niveau an. Die Geldmenge wuchs ebenfalls, aber der Wert des US-Dollars hielt aufgrund der globalen Nachfrage nach Rohstoffen stand. Die Fixierung des Goldpreises in US-Dollar endete effektiv im Jahr 1968, obwohl Zentralbanken bis 1971 mit der US Federal Reserve zu einem festen Kurs von 35 US-Dollar handeln konnten, als das Goldfenster geschlossen wurde.

Bis zum Ende des Bretton-Woods-Systems wurden alle Papierforderungen (US-Dollar) in Gold eingelöst. Im Jahr 1971 kam es effektiv zu einem Zahlungsausfall der USA, da diese ihr Versprechen, 35 Federal Reserve Notes gegen eine Feinunze Gold einzutauschen, nicht halten konnte. Erst 1975 durften US-Bürger wieder Gold halten, und in diesem Jahr begann der Handel mit Gold-Futures an der New York Commodities Exchange. Das Ende des Goldstandards führte zur Entstehung des Fiat-Währungssystems, das durch das Vertrauen der Regierungen in die Aufrechterhaltung oder Unterstützung der Geldmenge gestützt wurde.

Ab 1971 wurde das Geld ohne zugrundeliegenden Wert gedruckt. Die Geldmenge kann hierbei in Form von Bargeld (monetäre Inflation) oder Kreditschöpfung (Kreditinflation oder Kreditausweitung) erhöht werden.

Gold als eigene Anlageklasse

Die Abschaffung des Goldstandards zu Beginn der siebziger Jahre des 20. Jahrhunderts änderte nicht nur die Bewertung von Gold, sondern auch die Betrachtung von Gold als Anlageklasse. Die direkte Verwendung von Gold als Geldvermögen endete. Aber ist dies nicht die Art und Weise, wie Gold noch immer betrachtet werden sollte? Wenn Gold kein Geldvermögen ist, sollte es dann wie ein Rohstoff behandelt werden? Die zwei vorherrschenden Sichtweisen sollen nachfolgend anhand ihrer Kernaussagen dargestellt werden:

- Gold behält weiterhin seine Bedeutung als monetärer und daher finanzieller Vermögenswert. Diese Theorie besagt, dass Gold einen Platz im Anlageportfolio verdient, da es seinen Realwert weitestgehend behalten wird und gleichzeitig Schutz vor der Angst eines Zusammenbruchs des aktuellen, Fiat-basierenden Währungssystems bietet.
- Gold sollte als Ware ohne Ertrag oder Einkommensstrom betrachtet werden. Als solche sollten die Preise durch das Gleichgewicht zwischen dem verfügbaren Angebot und der Nachfrage nach Gold aus Industrie und Schmuck als Produktionsinput festgelegt werden.

In der Praxis haben beide Sichtweisen ihre Daseinsberechtigung. In Zeiten geringer systemischer Risiken wird der Goldpreis von den Rohstoffgrundlagen beeinflusst. Wenn jedoch systemische Bedenken vorherrschen, werden Investoren Goldinvestments wahrscheinlich als sicheren Hafen wahrnehmen. In diesem Sinne kann Gold von Investoren als eine Art „Kaufkraft-Versicherung“ betrachtet werden.

Aufgrund seiner industriellen Verwendung ist Gold ein Rohstoff, der sowohl Eigenschaften von monetären Vermögenswerten als auch von den zugrundeliegenden Angebot-/ und Nachfrage-Trends aufweist. Es ist wahrscheinlich, dass der Goldpreis von einer Kombination beider Faktoren beeinflusst wird, wobei die Angebots-/ und Nachfrage-Eigenschaften einen Preisboden bilden und die monetären Eigenschaften in Stresssituationen dominieren. Langfristig gesehen könnte, wenn Fiat-Währungen bestehen bleiben, die Wahrnehmung der monetären Beziehung schwächer werden, da die Erinnerung an den Goldstandard verblassen könnte.

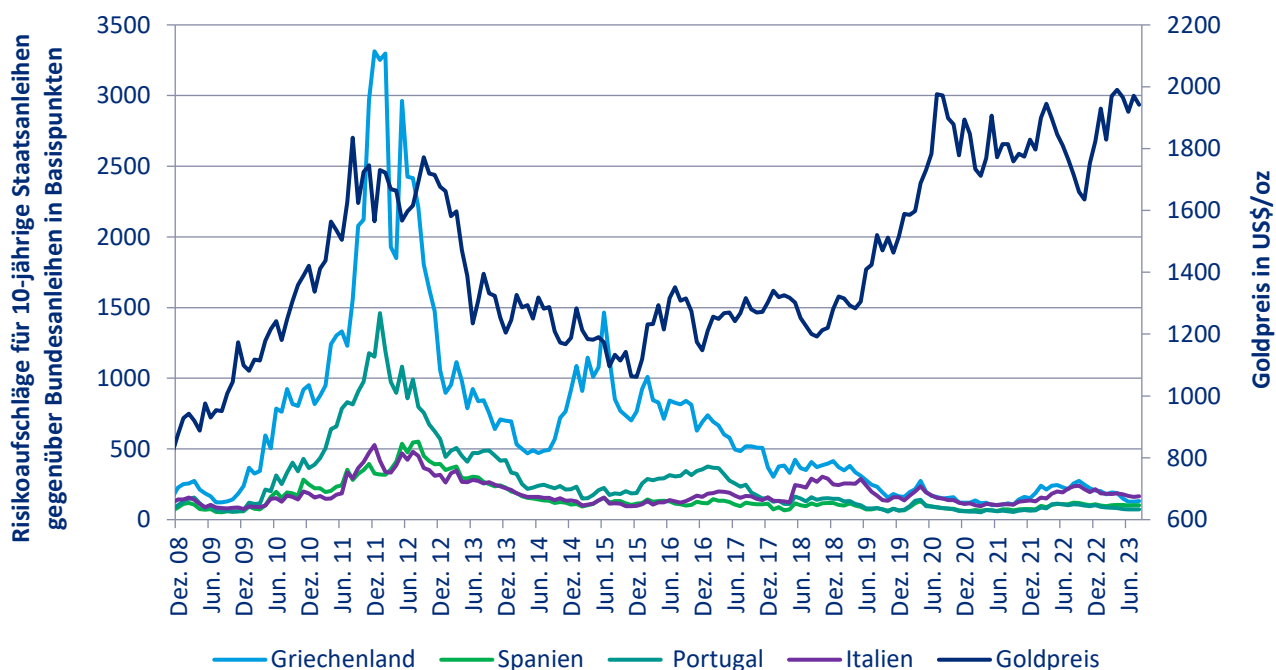
Die Rolle von Gold in der Eurokrise 2011

Der starke Anstieg des Goldpreises während der Eurokrise unterstreicht, dass Gold noch immer als „sicherer Hafen“ in Zeiten systemischer Krisen betrachtet wird.

Die Gründe für die Eurozonenkrise waren vielfältig, lassen sich aber im Wesentlichen als eine Regierungsschuldenkrise charakterisieren, die sowohl aus einer Bankenkrise als auch aus geringem wirtschaftlichem Wachstum und Wettbewerbsfähigkeit in einigen der betroffenen Länder resultierte. Mit der Verschärfung der Krise waren einige Länder in der Eurozone nicht mehr in der Lage, ihre Staatsschulden ohne die Hilfe Dritter zurückzuzahlen oder zu refinanzieren. Inmitten von Ängsten um mögliche Zahlungsausfälle und anschließender

Austritte von Staaten aus der Eurozone oder gar eines Auseinanderbrechens der Eurozone selbst brachen die globalen Aktienmärkte ein und die Risikoprämien für Staatsanleihen der schwachen Peripheriestaaten stiegen dramatisch an. Vor dem Hintergrund dieser systemischen Krise stieg der Goldpreis von unter 1.000 US-Dollar auf 1.900 US-Dollar pro Feinunze. Nach der Rettung durch die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank und den Internationalen Währungsfonds stabilisierte sich die Situation und die Refinanzierungsbedingungen verbesserten sich wieder. Mit Anzeichen einer moderaten Verbesserung der globalen Wirtschaft gab es eine Erholung der Aktien- und Rentenmärkte weltweit. Obwohl Griechenland im Jahr 2015 erneut kurz vor der Insolvenz stand, was zu einem weiteren deutlichen Anstieg der Kreditaufschläge führte, blieb der Goldpreis in diesem Zeitraum relativ unbeeinflusst. Das Risiko einer Ansteckung, also eines möglichen Ausfalls anderer Länder, wurde zu diesem Zeitpunkt bereits als gering eingeschätzt, da makroökonomische Daten eine Erholung nahelegten.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung von Risikoaufschlägen für Staatsanleihen der Peripheriestaaten der Eurozone und des Goldpreises im Verlauf der Eurokrise und bis August 2023:



Quelle: Bloomberg, Mercer

Entwicklung des Goldpreises seit 2011

Stark ausgeprägt war der Goldpreisanstieg in der ersten Jahreshälfte 2016. Der Preis für die Feinunze kletterte von rund 1.000 US-Dollar auf rund 1.350 US-Dollar, getrieben durch ein schwächeres Wirtschaftswachstum in China, Anzeichen einer weniger expansiven Geldpolitik in den USA sowie politische Unsicherheiten wegen des möglichen Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union („Brexit“). Eine Erholung der chinesischen Wirtschaft sowie

Klarheit über die Wahlentscheidung zum „Brexit“ haben anschließend zu einem Abfall des Goldpreises auf rund 1.150 US-Dollar bis zum Jahresende 2016 geführt.

Im Jahr 2017 stieg der Goldpreis in US-Dollar und übertraf, bis auf Aktien, die meisten anderen wichtigen Anlageklassen. Dieses Ergebnis kann auf die Schwäche des US-Dollars sowie auf hohe Bewertungen vieler Anlageklassen als auch Bedenken hinsichtlich geopolitischer Instabilität, insbesondere im Zusammenhang mit Nordkorea, zurückgeführt werden. Ein steigender Dollar, steigende Zinsen in den USA sowie die Steuerreform der US-Regierung führten zu steigenden US-Aktienkursen bis zum vierten Quartal 2018. Im gleichen Zeitraum fiel der Goldpreis fast auf das Niveau von Ende 2016. Die Erholung begann im Oktober 2018, als geopolitische und makroökonomische Risiken stiegen und die Aktienkurse fielen.

Anschließend stieg der Goldpreis ab Ende 2018 wieder stark an. Hierfür gibt es zwei wichtige Gründe. Erstens schätzen Investoren ein relativ stabiles Angebot an Gold als Absicherung gegen das steigende Inflationsrisiko, das durch die sukzessive Ausweitung der Geldmenge durch Zentralbanken ausgelöst wird. Darüber hinaus befinden sich die Zinsen auf historisch niedrigem Niveau, und Geldreserven sowie ein großer Teil des Anleihemarktes mit hoher Bonität weisen aus Sicht eines Euro-Investors negative Renditen auf. Die Funktion von Gold als Wertspeicher mit Inflationsschutz wird daher für Investoren immer attraktiver.

Im Zuge der Corona-Pandemie kam es zu erheblichen Verlusten an den Börsen, einem massiven Rückgang der Zinsen und einer Flucht der Anleger in vermeintlich sichere Anlagen. Diese Entwicklung begünstigte insbesondere den Anstieg des Goldpreises und führte letztendlich Anfang August 2020 zu einem Allzeithoch von etwas über 2.000 US-Dollar. Die Corona-Krise bestätigte somit erneut die Schutzfunktion von Gold in Krisenzeiten. Allerdings fiel der Goldpreis im zweiten Halbjahr 2020 wieder, als sich die Aktienmärkte erholten, bleibt aber, aufgrund anhaltender Unsicherheiten hinsichtlich der wirtschaftlichen Auswirkungen der Corona-Pandemie, niedriger Zinsen und einer wahrgenommenen Inflationsgefahr durch Investoren, mittelfristig auf einem historisch hohen Niveau. Im Verlauf des Jahres 2022 ging der Goldpreis angesichts des Krieges in der Ukraine und der Zinserhöhungen der Zentralbanken zurück, hat sich jedoch seit Ende 2022 schnell erholt und liegt mit rund 2.000 US-Dollar Ende August 2023 nahe dem Allzeithoch.

In den letzten Jahren zeigten die Finanzmärkte eine hohe Volatilität. Haupttreiber hierfür waren beispielsweise die Auswirkungen der Corona-Krise, geopolitische Unsicherheiten, die zuletzt restriktive Geldpolitik und eine hohe Inflation. Gold hat sich hier als robuste Anlageklasse erwiesen und trägt insbesondere in Krisenzeiten zur Stabilität im Portfolio bei.

Nachfrage nach Gold – Aktuell und über die letzten 10 Jahre

Bereits während der europäischen Krise, in den Jahren 2010 und 2011, stieg der Goldpreis um 25,8 Prozent bzw. 27,3 Prozent. Zu diesem Zeitpunkt erreichte die Goldnachfrage mit 4.590 Tonnen den Höchststand der letzten 10 Jahre. Die Nachfrage nach Barren und Münzen sowie die Nachfrage nach ETFs und ähnlichen Produkten stieg im Jahr 2010 um 13,3 Prozent und im Jahr 2011 um 6,9 Prozent, was maßgeblich zur Nachfrage nach Gold beitrug.

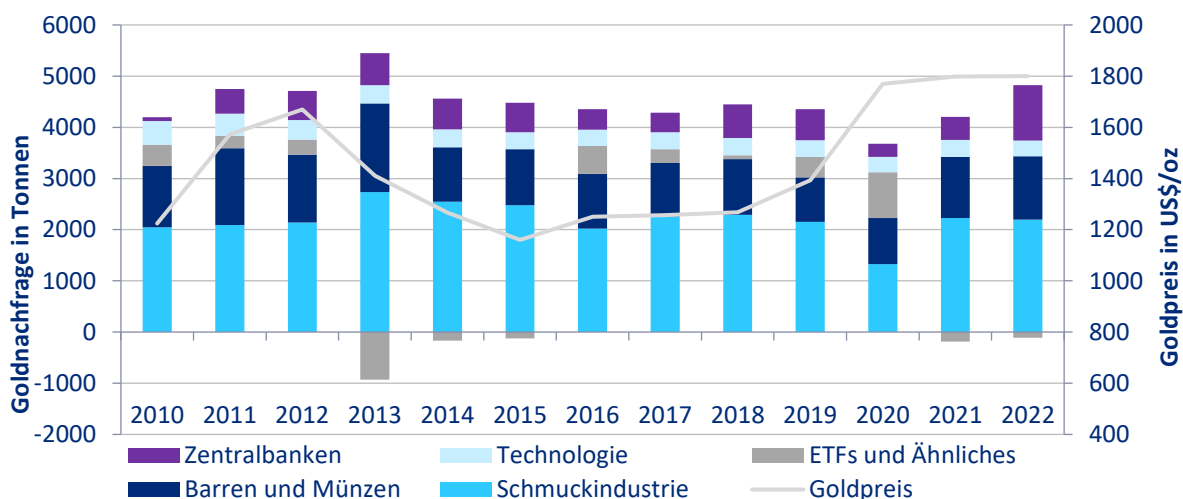
Die Ergebnisse der vom World Gold Council¹ veröffentlichten Studie "Gold Demand Trends - Full Year 2022" zeigen, dass die Goldnachfrage im Jahr 2022 stark, auf ein Niveau von 4.741 Tonnen, gestiegen ist und damit fast das Rekordniveau von 2011 erreicht hat. Die starke Nachfrage kann auf den Kauf durch Zentralbanken, die hohe Nachfrage von Privatanlegern sowie entsprechend geringe Abflüsse in ETFs zurückgeführt werden.

Die jährliche Gesamtnachfrage nach Schmuck nahm mit -3 Prozent leicht ab auf 2.086 Tonnen, wovon ein Großteil auf den Nachfragerückgang in China zurückzuführen ist, welcher die positive Entwicklung in der restlichen Welt überwog. Hinsichtlich der Investitionsnachfrage nach Goldbarren und -münzen konnte im Jahresvergleich ein solides Wachstum von 2 Prozent beobachtet werden, obwohl in China ein enormer Rückgang von 24 Prozent verzeichnet wurde. Bestände von materiell gesicherten Gold-ETFs nahmen im Jahr 2022 weiter um -3 Prozent ab. In absoluten Zahlen hingegen gingen die Rückflüsse dieser Anlageklasse, mit 80 Tonnen weniger im Vergleich zum Jahr 2021, leicht zurück.

Die Nachfrage nach ETFs und ähnlichen Produkten fiel im Zeitraum von 2013 bis 2015 interessanterweise in den negativen Bereich, d.h. die Rückzahlungen überwogen somit die Neuinvestitionen. Im Jahr 2015 betrugen die Rückflüsse 128 Tonnen. Seit 2016 werden für ETFs und vergleichbare Produkte wieder Zuflüsse registriert. 2018 lagen diese bei insgesamt 69 Tonnen, während im Vorjahr noch eine Nachfrage in Höhe von 206 Tonnen verzeichnet werden konnte.

Der größte Teil der Goldnachfrage ist auf die Käufe der Zentralbanken zurückzuführen, die sich im Jahr 2022 auf insgesamt 1.136 Tonnen belaufen. Die Ursache für diese Rekordnachfrage kann mit den geopolitischen Unsicherheiten und der hohen Inflation im Jahr 2022 in Verbindung gebracht werden. Zentralbanken von Schwellenländern wie z.B. jene der Türkei und China zeigten im beobachteten Zeitraum ein besonders starkes Interesse an Gold.

Die folgende Grafik zeigt die Nachfragetrends der letzten 10 Jahre:



Quellen: ICE Benchmark Administration; Thomson Reuters Datastream; World Gold Council, Bloomberg, Mercer.

¹ Das World Gold Council ist eine Marktentwicklungsorganisation für die Goldindustrie mit dem Ziel, die Goldnachfrage zu stimulieren und zu erhalten.

Aktuelles Marktumfeld und mögliche Szenarien

Bei der Planung einer Investition ist der richtige Einstiegszeitpunkt entscheidend. Zwar kann man davon ausgehen, dass eine Goldanlage langfristig eine gewisse Absicherung gegen die Inflation bietet, doch können von Zeit zu Zeit aufkommende Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem eine wichtige Rolle bei der Preisbildung spielen und den Goldpreis von seinem "natürlichen" Niveau abweichen lassen. In der Praxis macht es die wechselnde Wahrnehmung von Gold als Geldwert oder als Ware, je nach dem vorherrschenden Zustand des Finanzsystems, schwierig, wenn nicht gar unmöglich, einen "fairen" Wert für Gold zu ermitteln. Darüber hinaus kaufen die Anleger, wenn sie eine Anlageposition in Gold auf einem "niedrigen" Preisniveau eingehen, den Schutz, den Gold zu einem Zeitpunkt bietet, zu dem monetäre Risiken minimal oder nicht vorhanden zu sein scheinen.

Die größte Gefahr für Gold geht von einer Volcker-ähnlichen Maßnahme der Fed aus, die die Inflation durch eine steile Anhebung der Zinssätze bekämpfen will. Die Fed versucht bereits, die Inflation zu dämpfen, und bekräftigt, dass sie dahingehend bereit ist, eine Rezession zu riskieren. In der letzten Phase aggressiver Zinserhöhungen in den 1980er Jahren fiel der Goldpreis um 44 Prozent². Das bedeutet, dass es noch viel Potenzial nach unten gibt.

Und in der Tat gibt es jetzt viele Anzeichen für eine Abschwächung des Goldpreises aufgrund der Geschwindigkeit und Aggressivität der Zinserhöhungsmaßnahmen der Zentralbanken. Der Einkaufsmanagerindex (PMI) in der Eurozone, der sich im September 2023³ im Bereich der Kontraktion befand, deutet auf einen sich vertiefenden Abschwung hin.

Bei dem derzeitigen Preisniveau von etwas über 1.950 US-Dollar pro Feinunze wurden drei Hauptszenarien identifiziert:

- **Schwere Rezession/Stagnation:** In diesem Szenario bleibt der Inflationsdruck bestehen, da die geopolitischen Spannungen zunehmen. Übervorsichtige Zentralbanken riskieren angesichts der verzögerten Übertragung der Politik auf die Wirtschaft eine Überstraffung. Dies führt zu schwerwiegenden wirtschaftlichen Auswirkungen und stagflationären Bedingungen, was ein sehr schwieriges Szenario für Aktien darstellt, da die Erträge stark beeinträchtigt werden und die Nachfrage nach Gold und dem US-Dollar als sichere Häfen steigt.
- **Milde Rezession:** Dieses Szenario in Verbindung mit schwächeren Erträgen war in der Vergangenheit immer positiv für den Goldpreis, da Gold einen Schutz vor einem Abschwung bietet. In der Vergangenheit lieferte Gold in fünf der letzten sieben Rezessionen positive Renditen.
- **„Sanfte Landung“:** Abwärtsrisiken bestehen für Gold auch bei einer sogenannten sanften Landung, bei der das Vertrauen in die Wirtschaft wiederhergestellt wird und die Ausgaben wieder steigen. Risikoanlagen dürften davon profitieren und die Anleiherenditen auf einem hohen Niveau verbleiben – ein schwieriges Umfeld für Gold.

² Dezember 1, 1980 - August 6, 1982. Quelle: Refinitiv, LBM prices.

³ Ein Wert unter 50 gilt als Abschwung.

Alle Szenarien werden als plausibel bewertet, aber es ist sehr schwierig, ihnen Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Gold hat in der Tat zwei "Gesichter": eines als Rohstoff und eines als Geldmetall. In diesem Sinne ist Gold keine "normale" Anlage. Die Rolle des Geldmetalls ist seit den 1970er Jahren offensichtlich in den Hintergrund getreten. Sie ist jedoch nicht völlig verschwunden. Da die Rolle des Goldes als Geldmetall von vielen Anlegern vernachlässigt wurde, ist derzeit nur ein kleiner Teil der institutionellen Anleger in Gold investiert.

Die überwiegende Mehrheit der Vermögenswerte ist nach wie vor in Papierwerten angelegt. Gold verdient dennoch weiterhin eine strategische Allokation in den Portfolios: seine Rolle als potenzieller Schutz vor Abwärtsbewegungen ist schwer zu ersetzen, insbesondere in einem stagflationären Umfeld. Es bietet vielleicht nicht in jedem Abwärtsmarkt Schutz, aber in turbulenten Märkten wie 2022 war es sicherer als Aktien und Anleihen.

3

Investitionen in Gold durch direkte und indirekte Anlageformen

Anleger können aus einer Vielfalt verschiedener Anlageformen in Gold wählen. Am wichtigsten erscheint die Unterscheidung zwischen direkten und indirekten Anlagen in Gold.

Dabei sind die folgenden zwei direkten Möglichkeiten in Gold zu investieren, besonders hervorzuheben:

- Physisches Gold (kann in Europa und den USA direkt vom Anleger erworben werden, z. B. in der Form von Goldbarren oder Goldmünzen)
- Ein Goldkonto bei einer Bank oder einer Münzanstalt. Es müssen verschiedene Arten von Goldkonten unterschieden werden:
 - Alloziertes Goldkonto: Das Gold wird im Namen des Anlegers gehalten und physisch in einem Safe bei der Verwahranstalt gelagert.
 - Nicht-alloziertes Goldkonto: Der Anleger besitzt das Anrecht auf eine bestimmte Menge an Gold, die Teil der Liquiditätsreserve des kontoführenden Instituts ist. Häufig lagert dieses wiederum das Gold nicht physisch in einem Safe im eigenen Haus, sondern bei der Zentralbank.

Indirekte Anlagen in Gold werden hingegen meist über folgende Instrumente umgesetzt:

- Gold-Derivate: Bei einer Anlage in Gold über Derivate übernimmt der Anleger zusätzlich zu den Schwankungsrisiken des Goldpreises noch weitere Risiken, z. B. die Schwankungsrisiken von impliziter Volatilität (einer Maßzahl für den Marktpreis von Optionen), von der „Cost of Carry“ oder der Laufzeitenstruktur des jeweiligen Terminmarktes. Außerdem ist zu beachten, dass nur wenige Derivate ausschließlich Gold als Basiswert haben (z. B. an einer Börse gehandelte Gold-Futures). Gerade die weit verbreiteten Derivate auf Rohstoff-Indizes (z. B. der DJ UBS Commodity Index) oder Rohstoff-Baskets sind nur zu einem geringen Teil an Gold und zum überwiegenden Teil an andere Rohstoffe gekoppelt.
- Gold-Aktien (d. h. börsengehandelte Eigenkapitalbeteiligungen an Betreibergesellschaften von Goldminen): Gold-Aktien haben sich als Möglichkeit für Investoren etabliert, gehebelte Anlagen in Gold zu tätigen. Die Preise von Gold-Aktien haben sich regelmäßig (verstärkt um einen Hebelfaktor) parallel zum Marktpreis von Gold entwickelt. Der große Nachteil einer indirekten Anlage in Gold über Gold-Aktien besteht darin, dass der Investor auch dem individuellen Geschäftsrisiko der jeweiligen Gesellschaft sowie den Preisschwankungen des Aktienmarktes ausgesetzt ist, die sich in der Vergangenheit auch regelmäßig auf Gold-Aktien ausgewirkt haben.

- Exchange Traded Products (ETPs), insbesondere:
 - Exchange Traded Funds (ETFs): Gold-ETFs können nur in bestimmten Jurisdiktionen aufgelegt werden. In Europa beispielsweise dürfen regulierte Fonds nicht direkt in Gold oder andere Rohstoffe investieren.
 - Exchange Traded Notes / Exchange Traded Commodities (ETNs / ETCs): Diese besonderen Formen von ETPs werden typischerweise als Inhaberschuldverschreibungen konstruiert, die mit hinterlegtem physischem Gold besichert sind. Die genaue Ausgestaltung dieser Besicherung variiert von Produkt zu Produkt. Insbesondere sind Unterschiede in den Details des Allokationsmechanismus und des Gläubigerschutzes bei Insolvenz des Emittenten festzustellen.

Aufgrund der zunehmenden Digitalisierung auch im Finanzbereich ergeben sich neue digitale Wege an der Entwicklung von Gold zu partizipieren, z.B. durch Blockchain / Krypto-Gold.

Krypto-Gold ist eine aufstrebende digitale Anlageklasse. Es gibt sowohl staatlich geförderte als auch privat geförderte Operationen. Der Perth Mint Gold Token (PMGT) wurde im Oktober 2019 eingeführt und jede Münze ist durch physisches Gold in der Perth Mint abgedeckt, wobei die westaustralische Regierung das physische Gold garantiert. Mittlerweile ist die Angebotsbandbreite größer, jedoch gibt es einige Nachteile, da die Anlageklasse noch recht neu ist (bspw. Liquiditäts- oder Aufbewahrungsprobleme).

Wenn das Halten von Gold als eine monetäre Absicherung betrachtet wird, könnte das Halten von allokiertem Gold möglicherweise die logischste Möglichkeit darstellen dieses Ziel zu erreichen, zumindest für jene Investoren, die nicht durch regulatorische Vorschriften daran gehindert werden, physisches Gold zu halten.

Auf der anderen Seite könnten ETPs für institutionelle Investoren, die regulatorischen Vorschriften unterliegen, die den Kauf von physischem Gold verbieten, den effizientesten Zugang zu Gold bieten. Bei der Auswahl unter den vielen verfügbaren ETPs müssen Investoren die rechtliche Struktur gründlich prüfen, um unerwünschte Abwicklungsrisiken aufgrund von Marktturbulenzen oder plötzlichen Umkehrungen der Kreditwürdigkeit des ETP-Emittenten zu vermeiden. Wichtige Fragen, die gestellt werden sollten, sind:

- (a) "Ist der Marktpreis des Produkts direkt mit dem Gold verbunden (d.h. ist das Produkt durch physisches Gold besichert) oder nur über eine Formel mit dem Goldpreis verbunden?"
- (b) "Kann ein erheblicher Tracking-Fehler zwischen dem Goldpreis und dem Preis des ETP auftreten, z.B. aufgrund von linear abgezogenen Gebühren vom Nettoinventarwert des ETP?"

4

Ergebnisse der quantitativen Analyse

Im quantitativen Teil der Analyse wurde der potenzielle Nutzen einer Beimischung von Gold zu einem Portfolio aus Aktien großer Marktkapitalisierung und Staatsanleihen der Eurozone unter verschiedenen Kapitalmarktszenarien untersucht. Diese Untersuchung erfolgte mithilfe eines sogenannten Regime-Switching-Modells.

Ein Regime-Switching-Modell basiert auf der Annahme, dass der Kapitalmarkt sich in verschiedenen Zuständen („Regimes“) befinden kann, beispielsweise in einem „regulären“ Regime oder in einem Stress-Regime. Ein reguläres Regime ist hierbei gekennzeichnet durch Renditen, welche sich innerhalb erwarteter Bandbreiten bewegen. In einem „Stress-Regime“ hingegen weichen die Renditen signifikant von der Erwartung ab, verbunden mit einem starken Anstieg der Volatilität. Die jeweiligen Kapitalmarktregime und ihre Eintrittswahrscheinlichkeiten werden unter Zuhilfenahme einer statistischen Prozedur aus historischen Zeitreihen und Kapitalmarktannahmen abgeleitet. Jedes Regime wird durch eine separate Normalverteilung dargestellt. Durch Zusammenführung der Normalverteilungen entsteht eine Regime-Switching-Verteilung, welche nicht normalverteilt ist und einen sogenannten Fat Tail am linken Randbereich der Renditeverteilung aufweist.

Die Begründung für die Verwendung des Regime-Switching-Modells ist, dass es diesem Modell besser gelingt, die ökonomische Realität nachzubilden als dem klassischen Mean-Variance-Modell von Markowitz. Insbesondere werden Schiefe und Kurtosis (Wölbung) der Verteilungen explizit berücksichtigt, ebenso wie verschieden hohe Volatilitäten in verschiedenen Kapitalmarktzuständen.

Die jeweils verwandten Anlageklassen-Benchmarks lauten wie folgt:

Anlageklassen-Benchmarks für das Regime-Switching-Modell

| Anlageklasse | Benchmark | Währung | seit |
|---|--------------------------|---------|----------|
| Aktien der Eurozone (große Marktkapitalisierung) | MSCI EMU | EUR | Feb 1999 |
| Staatsanleihen der Eurozone | Barclays Euro Government | EUR | Feb 1999 |
| Gold | Gold (spot price) | EUR | Feb 1999 |

Kapitalmarktannahmen

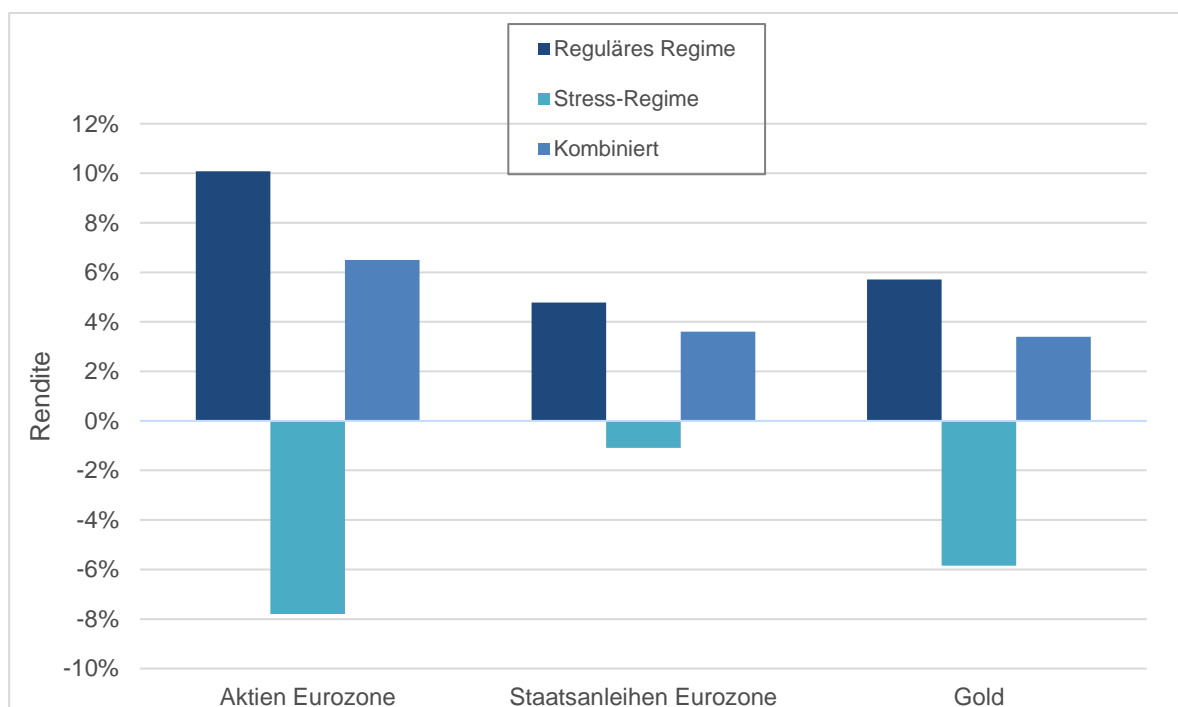
| Anlageklasse | Rendite p.a. | Volatilität | Korrelationen | | |
|---|--------------|-------------|---------------|-------|------|
| Aktien der Eurozone (große Marktkapitalisierung) | 6,5% | 18,0% | 1,00 | -0,07 | 0,40 |
| Staatsanleihen der Eurozone | 3,6% | 7,2% | -0,06 | 1,00 | 0,00 |
| Gold | 3,4% | 16,0% | 0,40 | 0,00 | 1,00 |

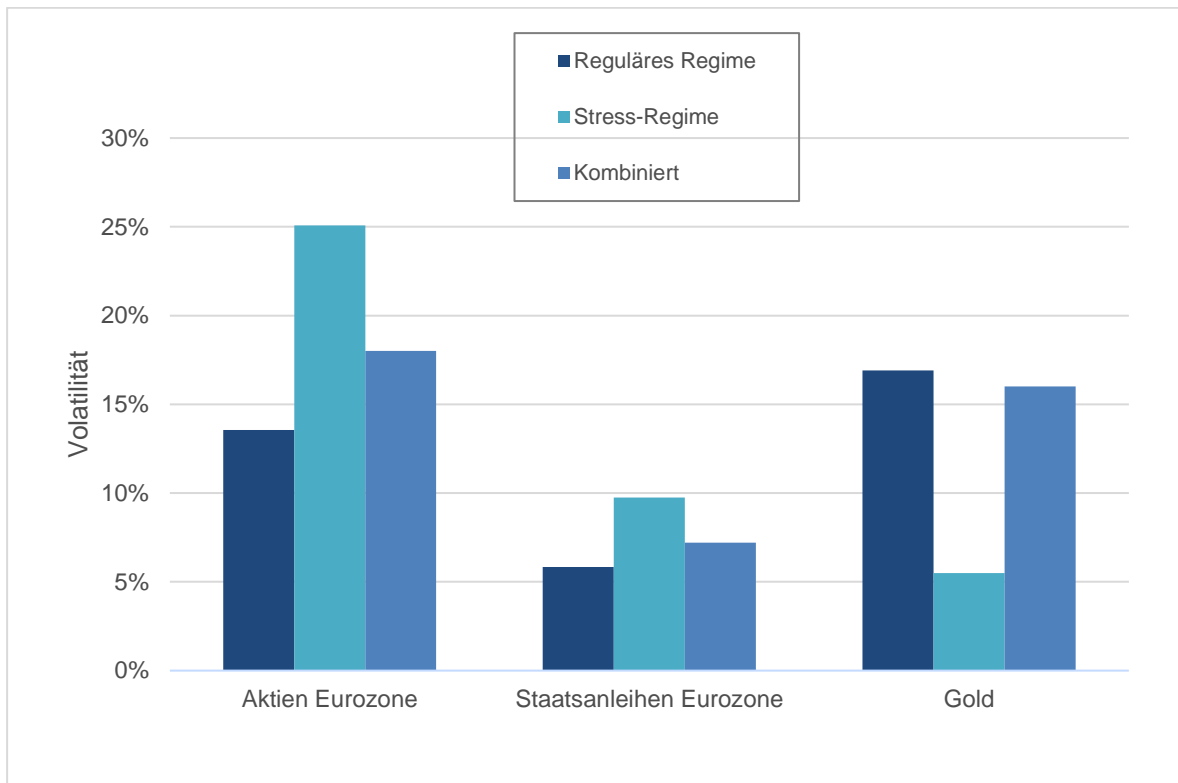
Hinweise: Die dargestellten Korrelationsannahmen sind zukunftsgerichtete Schätzungen per 30. Juni 2023.

Die Renditeerwartungen sind seit Ende 2020 über alle Anlageklassen hinweg gestiegen. Aktien sind um 2 Prozent gestiegen, Staatsanleihen in der Eurozone sogar um 3,5 Prozent und Gold um 2,9 Prozent. Die Anstiege sind primär auf die starke Anhebung der Zinssätze durch die Zentralbanken zurückzuführen.

Die angenommenen Wahrscheinlichkeiten der beiden Marktregime lauten 80 Prozent für einen regulären Markt und 20 Prozent für ein Stress-Regime. Das bedeutet, dass sich der Kapitalmarkt in 80 Prozent aller Fälle in einem regulären Zustand befindet, während ein Stress-Regime in 20 Prozent aller Fälle auftritt.

Die Modellergebnisse für die beiden Kapitalmarktregime sind im Folgenden dargestellt:





Reguläres Regime (angenommene Wahrscheinlichkeit 80 Prozent)

| Anlageklasse | Rendite p.a. | Volatilität | Korrelationen | | |
|---|--------------|-------------|---------------|-------|-------|
| Aktien der Eurozone (große Marktkapitalisierung) | 10,1% | 13,6% | 1,00 | -0,47 | 0,51 |
| Staatsanleihen der Eurozone | 4,8% | 5,8% | -0,47 | 1,00 | -0,10 |
| Gold | 5,7% | 16,9% | 0,51 | -0,10 | 1,00 |

Stress-Regime (angenommene Wahrscheinlichkeit 20 Prozent)

| Anlageklasse | Rendite p.a. | Volatilität | Korrelationen | | |
|---|--------------|-------------|---------------|-------|-------|
| Aktien der Eurozone (große Marktkapitalisierung) | -7,8% | 25,1% | 1,00 | 0,11 | -0,40 |
| Staatsanleihen der Eurozone | -1,1% | 9,8% | 0,11 | 1,00 | -0,29 |
| Gold | -5,8% | 5,5% | -0,40 | -0,29 | 1,00 |

Die Modellergebnisse können folgendermaßen zusammengefasst werden:

- Aktien weisen eine signifikant geringere Rendite und ein signifikant höheres Volatilitätsniveau im Stress-Regime als im regulären Regime auf.
- Staatsanleihen weisen eine niedrigere Rendite und ein höheres Volatilitätsniveau im Stress-Regime als im regulären Regime auf.
- Gold weist eine niedrigere Rendite und ein signifikant niedrigeres Volatilitätsniveau im Stress-Regime als im regulären Regime auf.
- Die Korrelationen zwischen Aktien und Gold sowie von Staatsanleihen zu Gold fallen in Stress-Regimen, wohingegen die Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen steigt.

Bei der Analyse des potenziellen Nutzens einer Beimischung von Gold zu einem Portfolio von Aktien und Staatsanleihen der Eurozone in den beiden Regimen wird deutlich, dass Gold in Krisenzeiten eine sinnvolle Ergänzung des Portfolios ist. Unter angespannten Marktbedingungen hilft Gold dank seiner Stabilität, die Volatilität des Portfolios signifikant zu verringern. Darüber hinaus nimmt der Korrelationskoeffizient zwischen Gold und Aktien in einem gestressten Marktregime ab, was die charakteristische Eigenschaft von Gold verstärkt, insbesondere in Krisenzeiten eine weitere Diversifikation zu bieten. In regulären Märkten ist jedoch das Rendite-Risiko-Verhältnis im Vergleich zu Aktien und Staatsanleihen nicht weiter von Vorteil.

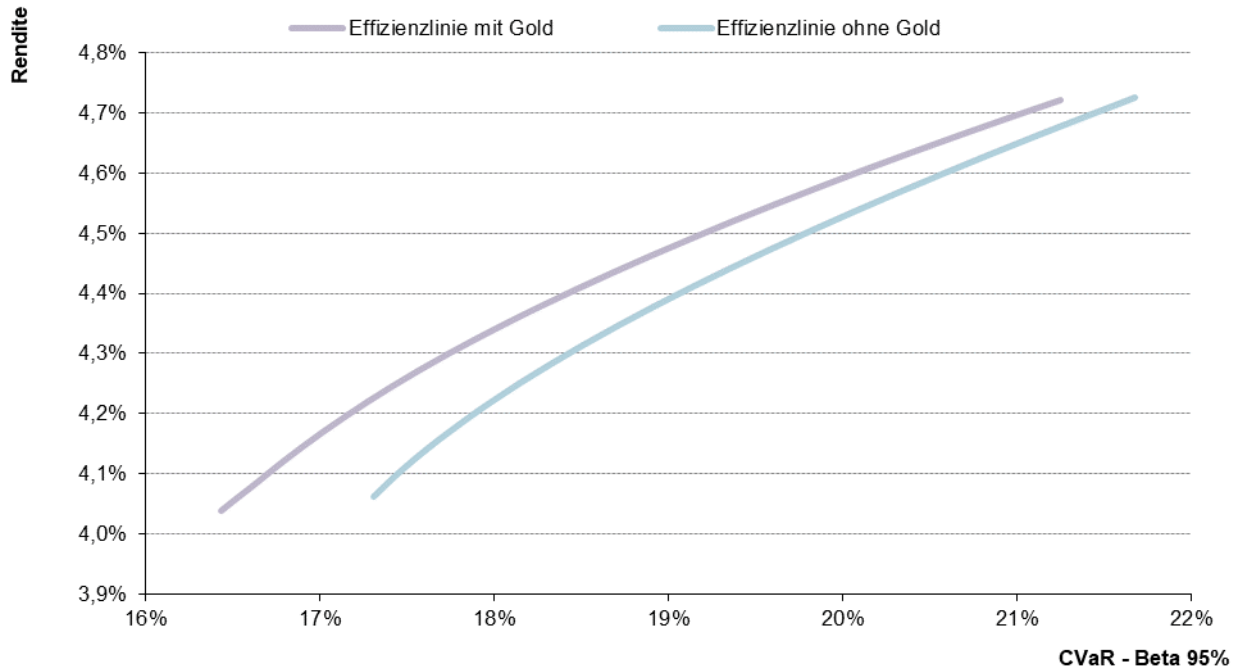
Im Rahmen eines Portfolio-Optimierungsprozesses wurden basierend auf den Ergebnissen des Regime-Switching-Modells zwei Opportunity Sets verglichen:

- Das erste Opportunity Set enthält nur Aktien großer Marktkapitalisierung sowie Staatsanleihen der Eurozone.
- Das zweite Opportunity Set enthält Aktien großer Marktkapitalisierung und Staatsanleihen der Eurozone sowie Gold als dritte Anlageklasse.

Zur Ableitung der Effizienzlinie wurde ein so genannter robuster Portfolio-Optimierungsprozess genutzt. Dieser Ansatz berücksichtigt, anders als die klassische Markowitz-Optimierung, explizit die mit den Input-Parametern verbundenen Schätzrisiken und führt generell zu einer höheren Portfolio-Diversifikation. Die jeweiligen Effizienzlinien wurden in Bezug auf den CVaR abgeleitet. Der CVaR ist eine Erweiterung des Value at Risk (VaR) und bezeichnet den durchschnittlichen prozentualen Verlust des Portfoliowertes innerhalb des unteren Endes der Renditeverteilung (CVaR 95 Prozent ist beispielsweise der durchschnittliche prozentuale Verlust des Portfoliowertes der 5 Prozent schlimmsten Verlustereignisse).

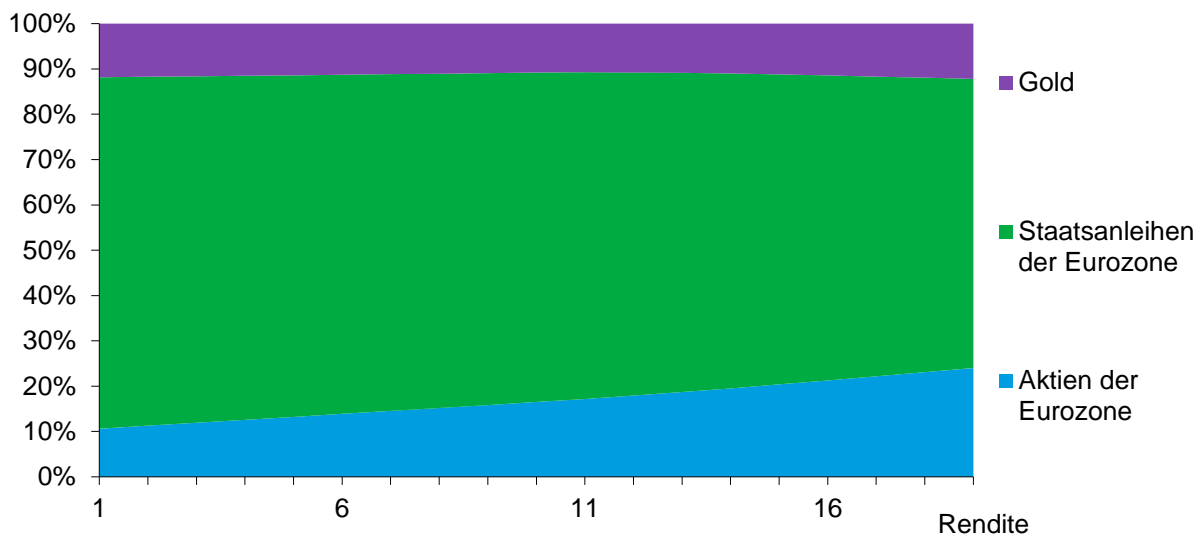
Die Ergebnisse zeigen einen deutlichen Nutzen der Beimischung von Gold zu einem Portfolio aus Aktien großer Marktkapitalisierung und Staatsanleihen der Eurozone. Die Effizienzlinie, welche das zweite Opportunity Set (inkl. Gold) darstellt, dominiert die Effizienzlinie des ersten Opportunity Sets (ohne Gold) über das gesamte dargestellte Renditespektrum. Dies bedeutet, dass durch die Beimischung von Gold zum Investment-Portfolio jede Zielrendite mit einem geringeren Verlustrisiko (CVaR) erreicht werden kann oder, anders gesagt, dass die erwartete Rendite für jedes Ziel-Verlustrisiko höher ist.

Effizienzl原因en der zwei verschiedenen Opportunity Sets (Portfolio mit Gold/ohne Gold):



Die oben dargestellten Ergebnisse basieren auf Gold-Allokationen in Höhe von 10,7 Prozent bis 17,1 Prozent des Portfoliowertes. Diese Gewichtungen resultieren direkt aus dem robusten Portfolio-Optimierungsprozess und variieren mit dem gewünschten Verlustrisiko oder Renditeniveau. Die untenstehende Abbildung zeigt diese Beziehung hinsichtlich verschieden hoher Zielrenditen. Ein zentraler Faktor des Risiko-Rendite-Niveaus ist die Höhe der Beimischung von Aktien mit großer Marktkapitalisierung der Eurozone.

Portfolio-Allokationen für verschieden hohe Zielrenditen:



Eine konsolidierte Betrachtung der Ergebnisse der quantitativen Analyse zeigt, dass eine Investition in Gold eine sinnvolle Diversifikation eines Portfolios aus Aktien mit großer Marktkapitalisierung und Staatsanleihen der Eurozone darstellt, besonders in Krisenzeiten. Der CVaR, welcher den durchschnittlichen prozentualen Verlust des Portfoliowertes innerhalb des unteren Endes der Renditeverteilung bezeichnet, kann reduziert werden, wenn eine Beimischung von Gold in Höhe von knapp 1 Prozent des Portfoliowertes zugelassen wird.

5

Regulatorische Rahmenbedingungen für Investoren

Behandlung von Goldanlagen unter deutschem VAG

Institutionelle Anleger, deren Kapitalanlage durch das deutsche Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) reguliert wird, konnten bis zum Jahr 2004 weder direkt noch indirekt in Rohstoffe investieren. Seit 2004 ist zumindest die indirekte Anlage in Rohstoffe über Derivate oder ETPs möglich, deren Wertentwicklung an breit diversifizierte Rohstoffindizes gekoppelt ist.

Am 22. Juli 2013 wurde das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in Deutschland als lokales Umsetzungsgesetz der europäischen „Alternative Investment Fund Managers Directive“ (AIFMD) wirksam. Es ersetzte das bis dahin gültige Investmentgesetz (InvG). Da sich die Versicherungsregulierung an zahlreichen Stellen auf Begrifflichkeiten des InvG bezieht, war eine Neufassung der Anlageverordnung (AnIV) notwendig, welche im März 2015 in Kraft trat. Wesentliche Änderung in Hinblick auf Gold war eine neue Kategorie „sonstige AIF“, unter der nun Rohstoff- sowie Hedgefondsanlagen zusammengefasst wurden und auf maximal 7,5 Prozent beschränkt sind.

In einem nächsten Schritt erfolgte eine Neufassung des VAG, sodass die AnIV ebenfalls hieran angepasst werden musste. Die letzte Fassung der AnIV ist seit 22. April 2016 in Kraft. Darin werden „sonstige AIF“ weiterhin auf 7,5 Prozent beschränkt und es erfolgt eine Anrechnung auf die Risikokapitalanlagenquote. Ende 2017 hat die BaFin das Rundschreiben 11/2017 veröffentlicht, das das bisherige Rundschreiben 4/2011 ablöst. Das neue Rundschreiben sieht keine Änderungen in Bezug auf die Investierbarkeit in die Anlageklasse Gold unter dem VAG vor.

Behandlung von Goldanlagen unter Solvency II

Im Rahmen der Anfang 2016 in Kraft getretenen Solvency-II-Regulierung werden alternative Anlageformen wie Hedgefonds und Rohstoffe ähnlich wie Aktien behandelt. Die derzeitigen technischen Spezifikationen zur Berechnung des zu unterlegenden Eigenkapitals ordnen Rohstoffe in die analoge Risikokategorie wie Aktien und aktienähnliche Anlagen ein.

Während der im Stresstest zu benutzende Stressfaktor für Aktien aus EWR- oder OECD-Ländern zurzeit 39 Prozent beträgt, liegt der Stressfaktor für Emerging-Markets-Aktien, Hedgefonds, Private Equity und Rohstoffe bei 49 Prozent.

Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass Rohstoffanlagen und somit auch direkte und indirekte Anlagen in Gold zu 49 Prozent mit Eigenkapital unterlegt werden müssen, um den Stresstest zu bestehen. Dies gilt auch, wenn in der Realität die Volatilität des Goldpreises geringer ist als die Volatilität globaler Aktien.

Dieses Vorgehen stellt eine gravierende Veränderung gegenüber Solvency I dar. Unter Solvency I wurden die einzelnen Anlageklassen nicht gesondert mit Kapitalanforderungen belegt, sondern nur das Gesamtportfolio gegen eine Anzahl vorgegebener Stress-Szenarios geprüft. Da die Berücksichtigung alternativer Anlageklassen bei der strategischen Asset-Allokation zu einem unter Rendite/Risiko-Gesichtspunkten besseren Portfolio führt, entstanden dem Rohstoff-Investor keine Nachteile im Stresstest. Durch die aufsichtsrechtlich erforderliche höhere Eigenkapitalunterlegung unter Solvency II ist bei der Investition in Rohstoffanlagen zu prüfen, ob ökonomische Diversifikationsvorteile durch Rohstoffinvestments nicht zumindest teilweise durch höhere aufsichtsrechtlich erforderliche Eigenkapitalkosten verringert werden.

Zusammenfassend müssen regulierte Investoren die Größe ihrer geplanten Investitionen in alternative Anlageklassen beachten. Der Diversifikationsvorteil, der sich aus Investitionen in Rohstoffe ergibt, wird teilweise durch die vergleichsweise hohe Kapitalbelastung ausgeglichen. Einerseits sind diese Investoren typischerweise durch einen hohen Bestand an Defined-Benefit-Verpflichtungen geprägt, die sie dazu zwingen eine jährliche Mindestverzinsung durch ihre Kapitalanlage zu erzielen. Andererseits ist die Allokation eines großen Teils des jeweiligen Portfolios in bis vor kurzem niedrigverzinsliche Staatsanleihen entwickelter Staaten eine herausfordernde Aufgabe. Gold und andere alternative Anlageklassen, die einen guten Schutz gegen einen Vertrauensverlust in das Finanzsystem bieten sollten, erfahren unter der Solvency II-Regulierung keine gesonderte Bevorzugung.

Behandlung von Gold unter Basel III

Die aus der globalen Finanzkrise in den Jahren 2007/2008 resultierenden Basel III-Eigenkapitalvorschriften für Banken umfassen Maßnahmen zur Verbesserung der aufsichtsrechtlichen Standards, der Beaufsichtigung sowie des Risikomanagements von Banken.

Am 27. Juni 2023 einigte sich die EU auf die Umsetzung der Basel III-Reformen. Zum 1. Januar 2025 müssen Banken die Novellierungen der Capital Requirements Regulation III (CRR III) sowie der Capital Requirements Directive IV (CRD IV) umgesetzt haben. Konkrete technische Details liegen zum Zeitpunkt der Verfassung dieser Unterlage nicht vor.

Nicht-allozierte Goldvermögenswerte unterliegen derzeit dem erforderlichen stabilen Finanzierungssatz von 85 Prozent.

Wichtige Hinweise

Bezugnahmen auf Mercer sind auch als Bezugnahmen auf Mercer LLC und/oder Beteiligungsgesellschaften zu interpretieren.

© 2024 Mercer Deutschland GmbH. Alle Rechte vorbehalten.

Dieses Dokument enthält vertrauliche und urheberrechtlich geschützte Informationen von Mercer und ist für die ausschließliche Verwendung durch die Parteien gedacht, denen Mercer es zur Verfügung stellt. Ohne die vorherige schriftliche Einwilligung von Mercer darf sein Inhalt weder insgesamt noch teilweise geändert, an andere natürliche oder juristische Personen verkauft oder anderweitig weitergegeben werden.

Die Ergebnisse, Bewertungen und/oder Einschätzungen, in diesem Dokument, sind das geistige Eigentum von Mercer und können ohne weitere Mitteilung jederzeit geändert werden. Sie stellen keine Garantie für die zukünftige Performance der besprochenen Investment-Produkte, Anlageklassen oder Kapitalmärkte dar. Auch sind Performance-Ergebnisse der Vergangenheit keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Das von Mercer verliehene Rating stellt keine individuelle Anlageberatung dar.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stammen aus verschiedenen Drittquellen. Mercer hält diese Informationen für zuverlässig, hat sie aber im Einzelnen nicht unabhängig nachgeprüft. Aus diesem Grund kann Mercer hinsichtlich der Richtigkeit der vorgelegten Informationen keine Zusicherungen und Gewährleistungen übernehmen und übernimmt auch keine Verantwortung oder Haftung (einschließlich für Folgeschäden) für etwaige Fehler, Auslassungen oder Unrichtigkeiten in den von Dritten bereitgestellten Daten.

Dieses Dokument stellt weder ein Kauf- oder Verkaufsangebot noch eine Aufforderung zum Verkauf oder Kauf von Wertpapieren, Gütern und/oder sonstigen Finanzinstrumenten oder -produkten dar. Außerdem stellt es auch kein Verkaufsangebot im Namen eines Investmentmanagers, einer Tochtergesellschaft, Produkten oder Strategien dar, die von Mercer evaluiert und/oder empfohlen werden.

Wenn Sie sich über die aktuell festgestellten Ratings und deren Bedeutung ausführlicher informieren möchten, wenden Sie sich bitte an Ihren Mercer-Kontakt.

Für Informationen über Interessenkonflikte von Mercer wenden Sie sich bitte an Ihren Mercer-Kontakt, oder gehen Sie auf www.mercer.com/conflictsofinterest.

Die Mercer-Universen dienen dazu, Beispielstrategien zu erfassen, die einen zuverlässigen Peergroup-Vergleich innerhalb eines gewählten Zeitraumes am besten ermöglichen. Mercer bewertet nicht, ob diese Peergroups für sämtliche der Strategien, die Anlegern zur Verfügung stehen, uneingeschränkt repräsentativ und anwendbar sind.

Dieses Dokument stellt keine Anlageberatung und keine Handlungsanweisung dar. Eine Anlageentscheidung auf Grundlage dieser Informationen sollten Sie erst nach Rücksprache mit Ihren Beratern (Rechtsanwalt, Steuerberater, Bankberater) und unter Berücksichtigung Ihrer individuellen Umstände treffen.