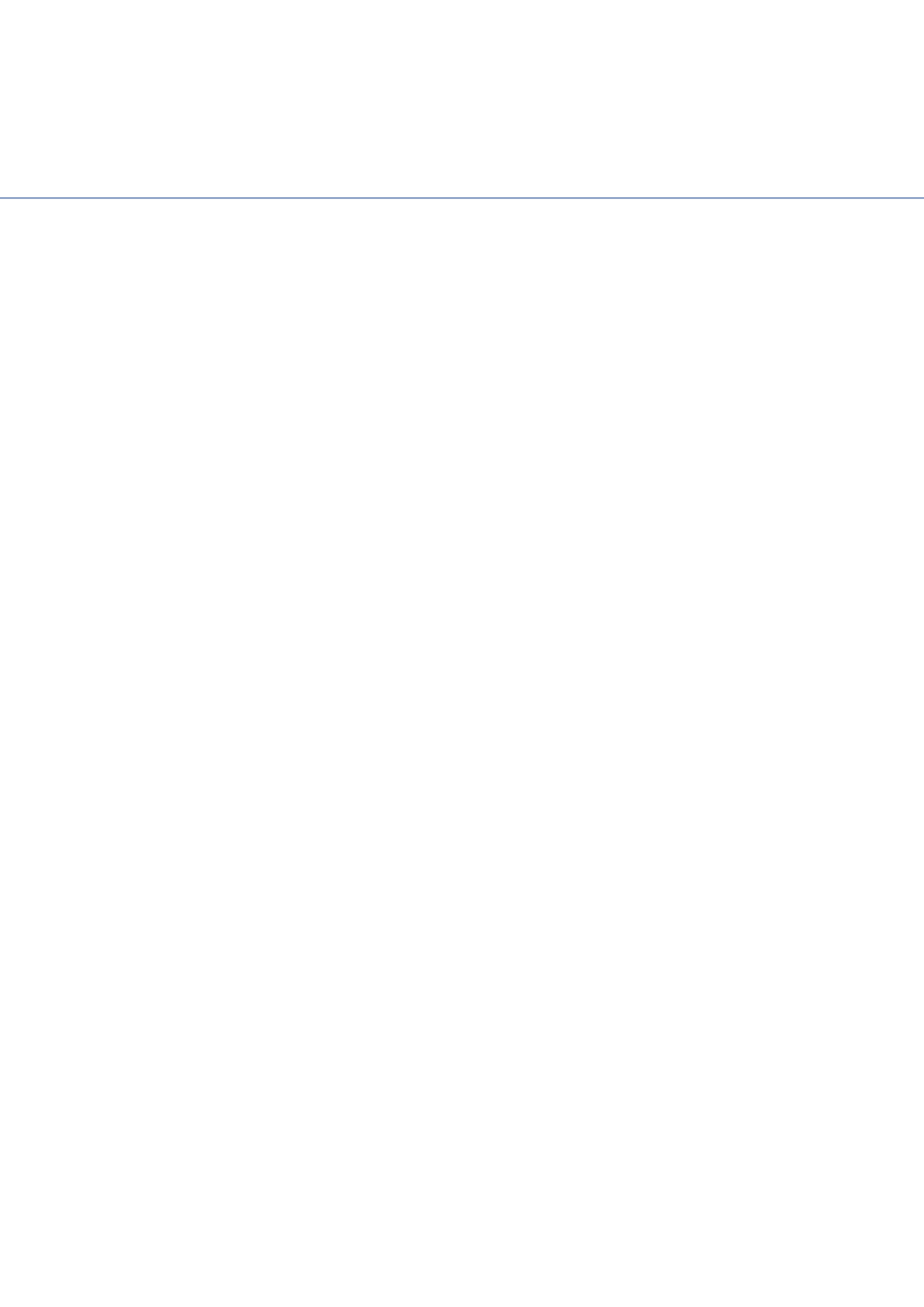


metzler:spezial



Aktuelle Perspektiven für Family-Offices





In Generationen denken: Herausforderungen und Lösungen für Family-Offices

Angesichts zunehmend komplexer Vermögensstrukturen und regulatorischer Rahmenbedingungen hat Metzler Asset Management seine Kapazitäten in der Betreuung von Family-Offices gebündelt. Als unabhängiges, familiengeführtes Unternehmen mit über 340-jähriger Geschichte steht das Bankhaus Metzler für den Vermögenserhalt über Generationen und für dauerhaft tragfähige Konzepte. Dementsprechend bringt Metzler die Kompetenz und Erfahrung mit, um Single-Family- als auch Multi-Family-Offices auf lange Sicht passgenaue Leistungen zu bieten – und langfristig erfolgreiche und vertrauensvolle Geschäftsbeziehungen zu etablieren.

Wir von Metzler Asset Management stellen Ihnen mit unseren Investmentstrategien Lösungsbausteine für die Anlagebedürfnisse von Family-Offices bereit, die sich sowohl über Spezialfonds, als auch über Publikumsfonds umsetzen lassen. Wir verstehen uns als neutralen und unabhängigen Ansprechpartner, der Zugang zu exklusiven Investments bietet. Wir freuen uns darauf, gemeinsam mit Ihnen Lösungen zu entwickeln und umzusetzen.



In diesem Kompendium haben wir ausgewählte Veröffentlichungen aus unserem Hause zu Themen zusammengestellt, die für Family-Offices relevant sind. Hier finden Sie Hintergrundinformationen und Lösungsansätze für die speziellen Herausforderungen Ihrer Branche. Unser Spezialistenteam ist mit den aktuellen Themen bestens vertraut und diskutiert diese gerne persönlich mit Ihnen.



Inhalt

Aktives Aktienmanagement im Metzler Asset Management: Aufstellung als integrierte Equity-Plattform	6
Nebenwerte – Erfahrene Spezialisten mit umfassender Marktkenntnis gefragt	7
ESG-Reporting – Eine Antwort auf das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz	9
Alternative Investments: Neue Facetten der Diversifizierung	11
Risikoprämien, Marktineffizienzen und Smart Beta	14
Metzler Risiko Overlay: Wertsicherung komplexer Vermögensanlagen	18
Currency Management: Effizientes Steuern von Währungsrisiken	19
Reform der Investmentbesteuerung 2018: Gut gemeint, aber auch gut gemacht?	20
Ihre Ansprechpartner	23

Aktives Aktienmanagement im Metzler Asset Management: Aufstellung als integrierte Equity-Plattform

Wir sehen den Schlüssel zum Erfolg unseres Aktienmanagements auch in der Struktur des Equity-Teams. Als „integriert“ bezeichnen wir die sogenannte Plattform, weil jeder Manager vom Know-how aller anderen profitiert – durch eine Kombination von Produktspezialisierung mit einer effizienten Organisation von Branchen-Know-how:

- Jeder Fondsmanager ist zusammen mit seinem Stellvertreter für seine Investmentstrategie verantwortlich. Die Manager sind Spezialisten für ihre jeweilige Strategie mit jahrelanger Erfahrung und erfolgreichem Track-Record.
- Expertengruppen stellen als Team das Branchen-Know-how. Aus der interaktiven Analyse von Trends und Einzeltiteln entstehen im Team sehr gründlich durchdachte Investmentideen.

Strukturelle Themen sind wichtiger als kurzfristiges Quartalsdenken

Mit dieser Aufstellung wollen wir die wichtigsten langfristigen strukturellen Trends in unterschiedlichen Branchen verstehen und Investmentideen entwickeln. Jeder Portfoliomanager gehört zu einer von sechs Expertengruppen – Capital Goods, Consumer, Energy/Basic Resources, Financials, Technology/Media/Telecoms und Health Care. Die Teams sind verantwortlich für die Analyse der Branchencluster und der dazu gehörenden Einzeltitel. Entscheidend für den Erfolg ist das Zusammenspiel der Expertengruppen mit allen Kolleginnen und Kollegen auf der Equity-Plattform. Das Branchen-Know-how der Expertengruppen können die Portfoliomanager mit ihrem Detailwissen über Unternehmen ihres Investmentuniversums kombinieren.

Jeder Portfoliomanager pflegt den direkten Kontakt zum Topmanagement vieler Unternehmen im relevanten Universum; zudem nutzen wir intensiv das Know-how externer Industrieexperten. Die Anlagephilosophie des stringenten fundamentalen Stock-Picking ist die Klammer für alle auf der Equity-Plattform gemanagten Aktienportfolios.

Beispiel Elektromobilität

Aktuelles Beispiel für die Zusammenarbeit im Aktienmanagement ist das Thema Elektromobilität, das mehr oder weniger direkt zahlreiche Branchen und auch mehrere Cluster der Equity-Plattform betrifft. Im Zusammenhang damit beobachten die Portfoliomanager auch die Entwicklung neuer Trends und Geschäftsmodelle wie das autonome Fahren oder Carsharing, aus denen zusammen mit dem emissionsfreien Antrieb ein völlig neues Mobilitätskonzept entstehen kann. Dabei im Blick sind auch die Themen Daten und Datenhoheit. ●

Nebenwerte – Erfahrene Spezialisten mit umfassender Marktkenntnis gefragt

Metzler Asset Management (Metzler) ist ausgewiesener Spezialist für aktives Management europäischer Aktienportfolios und bietet institutionellen Investoren sowohl Publikums- als auch Spezialfonds mit unterschiedlichen Anlageschwerpunkten. Auch im Nebenwertesegment stellt Metzler seit 1998 sein Know-how unter Beweis.

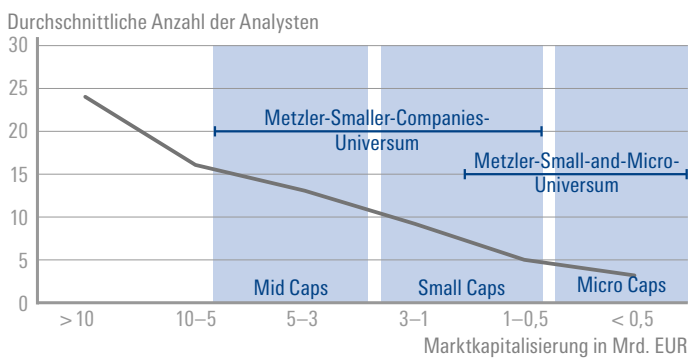
Institutionelle Anleger und besonders Asset-Allokatoren kennen die Stärken und Chancen von Nebenwerten – dennoch ist es für viele Investoren nicht einfach, speziell in diesem Segment chancenreiche Titel zu identifizieren. Dem europäischen Nebenwertinvestor eröffnet sich ein sehr großes und vielschichtiges Anlageuniversum, das zudem durch eine geringe Informationseffizienz gekennzeichnet ist (s. Abb. auf S. 8). Und genau da setzen die Portfoliomanager der Metzler-Nebenwertefonds an: Lorenzo Carcano und Stefan Meyer sind schon seit vielen Jahren erfolgreich in diesem Segment für Metzler tätig. Die gezielte Titelselektion in den beiden Fonds Metzler European Smaller Companies (ISIN: IE00B40ZVV08/Class B) und Metzler European Small and Micro Cap (ISIN: IE00BQ1YC516/Class B) basiert auf einem spezialisierten Research und der langen Marktkenntnis der beiden Fondsmanager. Die bei Metzler etablierte Equity-Plattform ermöglicht zudem einen effizienten Austausch mit anderen Managerteams, um Investmentideen zu entwickeln. Dabei bleibt die alleinige Portfolioverantwortung immer beim jeweiligen Fondsmanager.

In beiden Fonds verfolgen die Portfoliomanager einen stringenten Bottom-up-Ansatz. Um strukturelle Wachstumstreiber zu identifizieren, analysieren sie Themen und Trends losgelöst von Makroaspekten. Nicht kurzfristig interessante Branchen stehen im Fokus, sondern langfristig erfolgreiche Geschäftsmodelle. Aspekte wie die aktuelle geopolitische Lage – wie das Brexit-Referendum – oder die Entwicklung des Gold- und Ölpreises spielen bei der Portfoliokonstruktion dagegen nur

eine nachgelagerte Rolle. Ebenso gewichten die Portfoliomanager Länder und Branchen in den Fonds nicht aktiv, diese Quoten ergeben sich ausschließlich aus dem Stock-Picking. Ziel ist es, Unternehmen zu finden, die erfolgreich in Nischenmärkten tätig sind und unabhängig von der Konjunkturentwicklung des jeweiligen Landes wachsen können. Dementsprechend investieren die Fondsmanager in ihren konzentrierten Nebenwertepartfolios in Unternehmen, die sich auszeichnen durch ihre gute Position in einer Marktische und ein erfolversprechendes Geschäftsmodell mit überdurchschnittlichem Wachstum bei moderater Bewertung. Ein weiteres wichtiges Anlagekriterium ist für sie ein Management mit starkem Track-Record und überzeugender Geschäftsstrategie, weshalb der intensive Kontakt zu den Unternehmen eine zentrale Rolle in ihrer Analyse spielt.

Ein weiterer wichtiger Aspekt ist das Risikomanagement – bei Metzler integraler Bestandteil des Investmentprozesses. So stellen die Metzler-Experten sicher, dass das Portfolio jederzeit den Charakteristika der Produkt-Guidelines entspricht – im Sinne von Produktwahrheit und -klarheit. Da insbesondere Nebenwerteanlagen Liquiditätsrisiken unterliegen, überprüfen die Portfoliomanager regelmäßig die Liquidität, handeln antizyklisch und bauen Positionen langsam auf und ab. Besonders hier sind Erfahrung und Know-how im Handel mit illiquiden Aktien sowie ein sehr gutes lokales Brokernetzwerk unabdingbar. Die ausgewählten Titel werden über das eigens von Metzler entwickelte Front-Office-System im Port-

Abb.: Researchabdeckung europäischer Aktien nach Marktkapitalisierung



Quellen: FactSet, Berechnungen Metzler auf Basis des europäischen Aktienuniversums ab einer Marktkapitalisierung von 50 Mio. EUR

Stand: 31. Juli 2015

folio implementiert, und die Händler vom Trading-Desk führen die Orders in Zusammenarbeit mit spezialisierten Brokern aus. Das ermöglicht eine hohe Umsetzungssicherheit und Kosteneffizienz mit geringen Auswirkungen auf die Preisbildung am Markt.

Mit den beiden Fonds deckt Metzler das komplette Nebenwertesegment ab – von Micro über Small bis Mid Caps – und stellt durch die Aufteilung auf zwei Fonds ein fokussiertes Management aller Segmente sicher. Die beiden Fonds mit ihren komplementären Strategien bieten Nebenwertinvestoren die Möglichkeit, mittels breiter Streuung über die komplette Bandbreite in diesem Anlagesegment eine Überrendite zu erzielen.

Für Asset-Allokatoren könnte im Hinblick auf „Managerkorrelationen“ die klare Differenzierung der beiden Metzler-Fonds untereinander und zu Produkten anderer Anbieter im Nebenwertesegment interessant sein. Sie ermöglicht die effiziente Kombination mehrerer Micro-, Small- und Mid-Cap-Fonds unterschiedlicher Manager innerhalb eines Portfolios. So kann der Anlagebetrag über mehrere Ansätze diversifiziert und die Erfahrung verschiedener Spezialisten genutzt werden. ●

ESG-Reporting – Eine Antwort auf das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz

Bei über 10 Bio. USD an Vermögenswerten findet weltweit bereits ESG¹-Integration statt, um die Finanzperformance zu steigern. Und laut CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz² müssen Unternehmen ab 2018 in ihre Lageberichte für 2017 eine „nichtfinanzielle“ Erklärung für solche Nachhaltigkeitsaspekte integrieren, die für die Geschäftsentwicklung wesentlich sind. Metzler Asset Management bietet seinen Kunden daher ein für Deutschland fortschrittliches ESG-Reporting für ihre Investments an, das wesentliche Nachhaltigkeitsaspekte beinhaltet.

Wachsende ESG-Investments treiben Nachfrage nach ESG-Reporting

Bislang ging es im konventionellen Investment-reporting vor allem um den Ausweis finanzieller Kennzahlen. Allerdings vollzieht sich bei vielen Anlegern gerade ein Paradigmenwechsel – von der rein finanziellen Betrachtung der Investments hin zu einer umfassenderen Sicht. Umfassender in dem Sinne, dass Investoren zunehmend auch sogenannte „nichtfinanzielle“ Indikatoren berücksichtigen, die Auskunft darüber geben sollen, wie Unternehmen ökologische, soziale und Governance-Indikatoren (Environment, Social, Governance; ESG) beachten. Der langfristige Erfolg von Investments kann auch davon abhängen, wie ein Unternehmen mit ESG-Chancen und -Risiken umgeht. Für immer mehr Investoren gehören deshalb entsprechende Kennzahlen ins Reporting.

Abbildung 1 auf Seite 14 zeigt die Weltmarkt-volumina von ESG-Strategien Ende 2016 und die Umsetzung bei Metzler Asset Management. Am stärksten verbreitet sind Ausschlusskriterien mit 15 Bio. USD, gefolgt von der ESG-Integration mit 10,4 Bio. USD, die eine Optimierung der Finanzperformance anstrebt. „Engagement“, also Dialoge mit bzw. Stimmrechtsausübungen bei Unternehmen, werden bei 8,4 Bio. USD angewandt. Diese Volumina sind Motor der Kundennachfrage nach ESG-Reporting.

CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz verlangt „nichtfinanzielle“ Erklärung

Ein weiterer Treiber für mehr Kundennachfrage

nach ESG-Reporting ist die Regulierung der ESG-Berichterstattung. Am 18. April 2017 wurde das CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz im Bundesgesetzblatt veröffentlicht. Ab dem kommenden Jahr müssen Unternehmen in ihre Lageberichte – erstmals für 2017 – eine „nichtfinanzielle“ Erklärung für solche Nachhaltigkeitsaspekte integrieren, die für die Geschäftsentwicklung wesentlich sind.

Einige Banken und deren konzerngebundene Fondsgesellschaften sowie Versicherungen und Corporate-Pensions-Manager sind im Rahmen ihrer Wesentlichkeitsanalyse zu dem Ergebnis gekommen, dass sie zukünftig auch ein ESG-Reporting zu ihren Investments erstellen wollen. Teils orientiert man sich hierbei auch an branchenspezifischen Standards für wesentliche Nachhaltigkeitsaspekte, zum Beispiel am „Sustainability Accounting Standards Board“ (SASB) oder dem SD-KPI-Standard 2016–2021. Dort wird jeweils die ESG-Integration bei Kapitalanlagen als wesentlich für Versicherungen angesehen. Für Banken und Versicherungen ist der Handlungsbedarf also offensichtlich.

Fortschrittliches ESG-Reporting von Metzler Asset Management

Per saldo stellen wir steigende ESG-Reporting-Anforderungen unserer Anleger fest. Daher bietet Metzler Asset Management seinen Kunden ein ESG-Reporting an, das für Deutschland als fortschrittlich gelten kann (s. Abb. 2 auf S. 14). ESG-Auswertungen können auf Ebene der Master-KVG erfolgen sowie für Spezialfonds und Publikums-

Abb. 1: Weltmarktvolumina von ESG-Strategien und Umsetzung bei Metzler Asset Management

ESG-Strategien				Umsetzung durch Metzler Asset Management	
	2014 (in Mrd. USD)	2016 (in Mrd. USD)	Wachstum (in %)	Auf Kundenwunsch	Für alle Aktien- & Unternehmensanleihefonds
Normenbasiertes Screening	4.385	6.210	42	✓ (schon seit 1999)	✓ (seit 2016)
Ausschlusskriterien	12.046	15.023	25	✓ (schon seit 1999)	–
Positiv/Best-in-Class-Ansätze	890	1.030	16	✓ (schon seit 1999)	–
ESG-Integration	7.527	10.369	38	–	✓ (seit 2016)
Themenorientierte Investments	137	331	140	–	–
Impact Investing	101	248	146	–	–
Engagement	5.919	8.365	41	✓ (seit 2015)	✓ (seit 2016)

Quelle: Global Sustainable Investment Alliance 2016, Global Sustainable Investment Review, S. 9

Stand: Ende 2016

fonds. In ESG-Berichten für Aktien, Unternehmensanleihen und Staatsanleihen finden Kunden Auswertungen auf Basis von bedeutsamsten Schlüsselindikatoren (KPIs) und breiteren Nachhaltigkeitsansätzen. Außerdem enthalten die ESG-Berichte Portfoliobewertungen beispielsweise zum Thema Treibhausgasemissionen, Auswertungen zu „Controversies“ und Berichte über erfolgte „Engagements“ (Dialoge und Stimmrechtsausübung) mit Unternehmen, die in den Portfolios unserer Kunden vertreten sind. ●

¹ ESG steht für Environment, Social and Governance, also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung.

² Gesetz zur Stärkung der nichtfinanziellen Berichterstattung der Unternehmen in ihren Lage- und Konzernlageberichten (CSR-Richtlinie-Umsetzungsgesetz); CSR steht für Corporate Social Responsibility.

Abb. 2: Innovatives ESG-Reporting von Metzler Asset Management

- Auswertungen basierend auf den bedeutsamsten KPIs (z. B. von MSCI ESG Research)
- Auswertungen nach breiteren Nachhaltigkeitsansätzen (z. B. von oekom research)
- Auswertungen zum Carbon-Footprint des Portfolios
- „Controversies“-Auswertungen verschiedener ESG-Datenanbieter
- Engagement-Auswertungen (Dialoge und Votings, z. B. von BMO)

Umsetzung mit ESG-Berichten für Aktien, Unternehmensanleihen, Staatsanleihen

Master-KVG

Spezialfonds

Publikumsfonds

Alternative Investments: Neue Facetten der Diversifizierung

Die negativen Renditen von Staatsanleihen veranlassen viele Anleger dazu, höhere Risiken einzugehen – also die Aktienquote zu erhöhen oder verstärkt in Anleihen mit niedrigerer Bonität oder längerer Laufzeit zu investieren. Doch oft beschränken regulatorische Vorgaben oder das verfügbare Risikobudget den Handlungsspielraum institutioneller Anleger. Deshalb sind alternative Anlagen auf dem Vormarsch – Anlagen, deren Risikostruktur nicht von der Entwicklung der Aktien- oder Rentenmärkte abhängt. Das macht sie zu einer sinnvollen Ergänzung klassisch diversifizierter Portfolios.

„Lower for Longer“ bei Staatsanleihen ...

Der langfristige Ertrag von Investitionen in Staatsanleihen stammt zum großen Teil aus Zinseinnahmen und deren Wiederanlage. In den vergangenen zehn Jahren brachten deutsche Staatsanleihen einen durchschnittlichen Ertrag von mehr als 4 % pro Jahr; mehr als die Hälfte davon stammten aus Zinseinnahmen und deren Wiederanlage. In der jüngeren Vergangenheit wurden die niedrigen Zinserträge von Anleihen zunehmend durch Kursgewinne aufge bessert. Diese Wertentwicklung wird sich aber kaum fortsetzen, da die Renditen von Bundesanleihen mit Laufzeiten von bis zu acht Jahren im Minus liegen und die Kurse damit kaum noch Potenzial nach oben haben. Die aktuellen Äußerungen der EZB-Notenbanker und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung in der Eurozone sprechen eher für ein „Lower for Longer“-Umfeld bei Staatsanleihen.

... und relativ hohe Volatilität bei Aktien

Auch bei Aktien kommt langfristig ein Teil der Erträge aus der Reinvestition der Dividenden und von Wiederanlageeffekten. Der deutsche Aktienindex DAX erzielte in den vergangenen zehn Jahren eine Gesamtrendite von mehr als 5 % pro Jahr, wozu Dividenden und deren Wiederanlage ebenfalls mehr als die Hälfte beitrugen. Aktuell ist die Dividendenrendite deutscher Aktien im DAX mit ungefähr 2,6 % deutlich höher als die Rendite deutscher Staatsanleihen. Diesem höheren Ertrag stehen aber auch deutlich höhere Kursschwankungen gegenüber. Aktien bleiben attraktiv, doch

immer mehr Szenarien deuten auf kurz- bis mittelfristige, heftige Rückschläge hin.

Multi-Asset-Strategien – und die Suche nach Alternativen

Die für Anleger sehr erfreuliche Kombination – sinkende Zinsen und steigende Aktienkurse – beflügelte lange Zeit Investitionen in sogenannte Multi-Asset-Strategien. Diese Strategien ähneln klassischen Balanced-Mandaten, also einer Kombination von Aktien und Renten, teils mit einer Beimischung von Rohstoffen. Die negative Korrelation von Aktien und Staatsanleihen in den vergangenen 20 Jahren hatte bei solchen Mandaten eine deutliche Risikodiversifikation zur Folge, was diese Multi-Asset-Strategien auch risikoadjustiert gut dastehen ließ.

In den kommenden Jahren wird sich das Kapitalmarktumfeld vermutlich deutlich von dem unterscheiden, was wir gewohnt sind und vielleicht inzwischen für normal halten. Es ist sehr wahrscheinlich, dass Anleihen guter Bonität keinen nennenswerten Performancebeitrag mehr liefern werden und dass die Korrelation von Aktien und Renten nicht mehr stabil negativ sein wird.

Insofern ist die Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten nachvollziehbar. Tatsächlich haben als „alternativ“ klassifizierte Fonds seit der Finanzkrise 2008 ihr Volumen weltweit vervielfacht, und der durchschnittliche Anteil alternativer Investments an den gesamten Fondsanlagen hat sich

verdoppelt. Dennoch: Mit knapp 5 % ist dieser Anteil noch sehr gering gegenüber Investments in klassischen Aktien-, Anleihe-, Geldmarkt- und Multi-Asset-Fonds.¹

Doch was steckt hinter diesen Strategien, die inzwischen viele Asset-Manager als Beimischung zu Fonds oder als eigenständige Produkte anbieten? Der zahlenmäßig rasante Zuwachs an solchen Angeboten erleichtert nicht gerade den Überblick, zumal viele Begriffe unscharf verwendet werden. Als alternative Investments werden fast alle Investitionen bezeichnet, deren Risiken sich deutlich von reinen Aktien- und Zinsrisiken unterscheiden.

Mögliche Unterscheidungskriterien

Ein mögliches Kriterium, „Alternatives“ zu unterscheiden, ist die Liquidität der gehandelten Basisinstrumente. Liquid Alternatives beziehen sich hauptsächlich auf Aktien, Renten und Währungen; sie erweitern das Spektrum der klassischen Risikoprämien beispielsweise um Volatilität und Carry, gepaart mit breiter regionaler Diversifikation. Illiquide Alternatives sind beispielsweise Immobilien und Loans, die den Mehrertrag teilweise durch die Übernahme von Liquiditätsrisiken erzielen. Zur ersten Kategorie zählt unter anderem die Strategie, die wir im folgenden Artikel vorstellen. Zur zweiten Kategorie gehört ein Administrationsthema unserer Master-KVG, nämlich der Einbezug von Private Debt, einer Asset-Klasse unter den illiquiden Alternatives. Darum wird es unter anderem im nächsten Portfolio Insight gehen.

Ein weiteres Kriterium ist das primäre Ziel der Strategien. Viele haben einen Absolute-Return-Anspruch und wollen in allen Marktphasen positive Renditen erzielen können. Dies muss bei Liquid Alternatives mit der Möglichkeit einhergehen, auch Short-Positionen im Aktien- und

Rentenmarkt einzugehen. Andere Konzepte stellen die Wertsicherung oder eine geringe Korrelation zu den klassischen Märkten in den Vordergrund. Zu Letzteren gehören Immobilieninvestments und Volatilitätsstrategien.

Es gilt, den Überblick zu behalten und Risiken richtig einzuschätzen

Alternative Investments können helfen, das Klumpenrisiko in Portfolios oder der Gesamtanlage zu reduzieren. Jedoch bergen sie selbst Risiken, was Investoren unbedingt im Blick behalten sollten – gerade weil die Investitionen noch weitgehend Neuland sind, die Erfahrung fehlt und die Risiken deshalb unterschätzt werden. Generell sollten Investoren aufgrund der unterschiedlichen Eigenschaften auch innerhalb der alternativen Anlagestrategien diversifizieren. Die optimale Zusammensetzung alternativer Strategien zu bestimmen ist dabei eben wegen ihrer besonderen Charakteristika nicht trivial. Eins scheint auf jeden Fall wichtig: Alternative Strategien sind sorgfältig auszuwählen und vorzugsweise mit einem vertrauensvollen Partner umzusetzen, der hinreichend Praxiserfahrung in diesen Strategien vorweisen kann.

Wenn die Risiken richtig eingeschätzt werden, bietet eine angemessene Beimischung alternativer Investments gute Diversifikationseffekte und – besonders beim aktuellen Zinsniveau – ein attraktives Renditepotenzial. So hat die Beimischung von alternativen Investments in ein klassisch orientiertes Portfolio mehrere Vorteile:

- Im aktuellen Marktumfeld sind traditionelle Risikoprämien niedrig. Alternative Investments können das Ertragspotenzial steigern.
- Die Diversifikationseigenschaften von Anleihen stehen aktuell auf dem Prüfstand. Alternative Investments bieten Diversifikationspotenzial zu attraktiveren Konditionen als Staatsanleihen.

- Mit alternativen Investments lassen sich auch in Marktphasen Gewinne erzielen, in denen klassische Anlagen Verluste erleiden.

Die größte Herausforderung besteht darin, den Überblick über das vielfältige Angebot zu behalten. Eine alternative Strategie im Detail zu verstehen und ihre Wechselwirkungen mit anderen Anlagen im Portfolio richtig einzuschätzen erfordert viel Sachkenntnis. Denn oft sind die Risiken alternativer Investments nicht unmittelbar zu erkennen. Doch wenn es gelingt, die Risiken richtig einzuschätzen, bietet eine angemessene Investition in alternative Investments starke Diversifikationseffekte und – besonders beim aktuellen Zinsniveau – zusätzliches Renditepotenzial. ●

¹ Quelle: Morningstar, www.morningstar.com, Berechnungen Metzler.

Risikoprämien, Marktineffizienzen und Smart Beta

Alternative Investments erfreuen sich aus gutem Grund wachsender Beliebtheit. Die Finanzindustrie reagiert mit einem schnell wachsenden Angebot an entsprechenden Produkten. Insbesondere Smart-Beta-Ansätze stoßen auf großes Interesse. Dabei werden viele Begriffe durcheinandergebracht, wodurch falsche Erwartungen entstehen können.

Alternative Investments beruhen auf alternativen Risikoprämien

Um alternative Investments besser zu verstehen, hilft es, sich von der Einteilung nach Anlageklassen zu lösen und in Risikoprämien zu denken. Eine Risikoprämie bringt die Interessen von Kapitalgebern und -nehmern in Einklang: Kapitalgeber sind bereit, Risiken einzugehen, sofern sie dafür von den Kapitalnehmern eine Prämie erhalten; Kapitalnehmer sind bereit, für die Umverteilung ihrer Risiken einen gewissen Preis zu zahlen – nämlich die Risikoprämie. Risikoprämien sind demnach natürliche Renditequellen in dem Sinne, dass sie selbst in vollkommen informationseffizienten Märkten vorhanden wären. Risikoprämien schwanken im Zeitablauf, und manchmal müssen Risiken auch eintreten, damit eine Prämie weiterhin gerechtfertigt ist.

Bei einer Aufteilung nach Anlageklassen werden theoretisch „reine“ Risikoprämien vermischt. Zum Beispiel dient die erwartete Rendite einer Investition in Anleihen der Kompensation für Laufzeit-, Bonitäts- und Liquiditätsrisiken, und die erwartete Rendite von Aktien kleiner Unternehmen enthält neben der Aktienrisikoprämie auch eine Kompensation für die schlechtere Liquidität dieser Titel. Da sich diese Risikoprämien durch den Kauf klassischer Anlageinstrumente verdienen lassen, werden sie in der Regel als traditionelle Risikoprämien bezeichnet. Alternativen Investments sollten dagegen alternative Risikoprämien zugrunde liegen. Im Folgenden geht es um liquide alternative Investments, oft abgebildet durch aktive Strategien, in denen regelmäßig Derivate, Short-Positionen und Leverage eingesetzt werden.

Risikoprämien sind in Krisenzeiten korreliert

Eines haben alle echten Risikoprämien gemein: Sie basieren auf der menschlichen Risikoaversion. Deshalb tendieren sie bei globalen Krisen leider dazu, gleichzeitig unter Druck zu geraten, da Kapitalgeber höhere Risikoprämien fordern oder gar nicht mehr bereit sind, Risiken einzugehen. Besonders Liquiditätsrisiken können dann zum Problem werden, da sie in vielen traditionellen und alternativen Anlageklassen enthalten sind und meist nur in Krisen erkennbar werden. Das führt zu dem bekannten Phänomen zunehmender Korrelationen in Krisenzeiten, was die erwarteten Diversifikationseffekte spürbar schmälert. Natürlich ist der Charakter von Risikoprämien teilweise unterschiedlich, beispielsweise was die Höhe und Geschwindigkeit von Verlusten oder die Zeit bis zur Erholung betrifft. Aber grundsätzlich sind die Diversifikationseigenschaften von echten Risikoprämien in Krisenszenarien eher enttäuschend.

Das ist auch ein Problem für viele alternative Investments, denen oft eine geringe Korrelation zu traditionellen Anlageklassen nachgesagt wird. Denn alternative Investments, die auf alternativen Risikoprämien beruhen, sind im Krisenfall genauso von der steigenden Risikoaversion betroffen wie traditionelle Investments. Die Aussage über die geringe Korrelation alternativer Investments ist deshalb etwas zu präzisieren. In der Regel ist gemeint, dass über einen längeren Zeitraum von ein bis drei Jahren die Performance traditioneller Anlageklassen keine Rolle für den Erfolg alternativer Investments spielen sollte.

Gegenpol zu Risikoprämien: Marktineffizienzen

Um in Krisenzeiten Diversifikationseffekte zu erreichen, können Versicherungen in Form von

Optionen gekauft werden, oder man investiert in Anlageklassen, die sich als krisensicher bewährt haben, wie Gold und Staatsanleihen. Doch Optionen sind teuer, Gold ist sehr volatil, und die Diversifikationseigenschaften von Staatsanleihen stehen aktuell auf dem Prüfstand. Eine weitere Möglichkeit ist es, Marktineffizienzen zu nutzen. Sie bilden den Gegenpol zu Risikoprämien. Das bekannteste Beispiel einer Marktineffizienz ist vermutlich die Momentum-Anomalie, die als Basis für Trendfolge-Strategien dient. Die Grundidee dieser Strategien ist, dass neue Informationen erst verzögert in den Marktpreisen berücksichtigt werden und schließlich auch zu Übertreibungen führen können. Diese Dynamik lässt sich sowohl bei steigenden als auch bei fallenden Kursen beobachten und kann verhaltensökonomisch erklärt werden.

Marktineffizienzen wie die Momentum-Anomalie beruhen also nicht auf der risikoaversen menschlichen Natur, sondern auf nicht perfekten Märkten und irrationalen Anlegerverhalten, das gerade in Krisenzeiten besonders ausgeprägt ist. Aus dem Begriff lässt sich bereits ableiten, dass es Marktineffizienzen in vollkommen informationseffizienten Märkten nicht geben würde. Das ist ein wesentlicher Unterschied zu Risikoprämien. Dagegen bieten Marktineffizienzen in Krisenzeiten höheres Diversifikationspotenzial. Denn neben den grundlegend anderen Erklärungsansätzen unterscheiden sich Risikoprämien und Marktineffizienzen auch im Performancecharakter (s. Abb. 1).

Unterschiede im Performancecharakter als Basis für Diversifikation

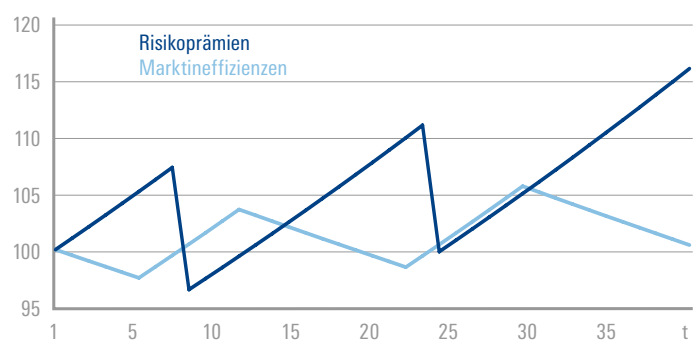
Ein Kennzeichen von Risikoprämien sind längere Perioden positiver Erträge, die durch kürzere und heftige Korrekturen unterbrochen werden. Dies trifft beispielsweise für Aktien-, Bonitäts-, Liquiditäts- und Volatilitätsrisikoprämien zu, wobei sich die Schwankungen dieser Risikoprämien um den dargestellten Pfadverlauf deutlich unterscheiden können. Marktineffizienzen sind dagegen deutlich

zyklischer; sie werfen nur phasenweise sehr hohe Erträge ab. Die Zyklen können unterschiedlich lang sein. Oft spielt auch eine Rolle, ob das Nutzen einer Marktineffizienz gerade in Mode ist oder nicht. Denn wenn viele Marktteilnehmer versuchen, von einer Ineffizienz zu profitieren, verschwindet sie in der Regel. Irgendwann verlieren die Anleger dann das Interesse, und der entsprechende Markt wird wieder ineffizient. Diese Zyklen können mehrere Jahre dauern, was ein Unterscheiden von Risikoprämie und Marktineffizienz zuweilen erschwert. Entscheidend ist die ökonomische Grundlage der Performance: Echte Risikoprämien gäbe es selbst auf informationseffizienten Märkten; sie beruhen immer auf der risikoaversen Natur des Menschen. Marktineffizienzen sind dagegen durch irrationales menschliches Verhalten begründet; per definitionem gibt es auf einem informationseffizienten Markt keine Ineffizienz.

Faktorprämien sind oft Ineffizienzen

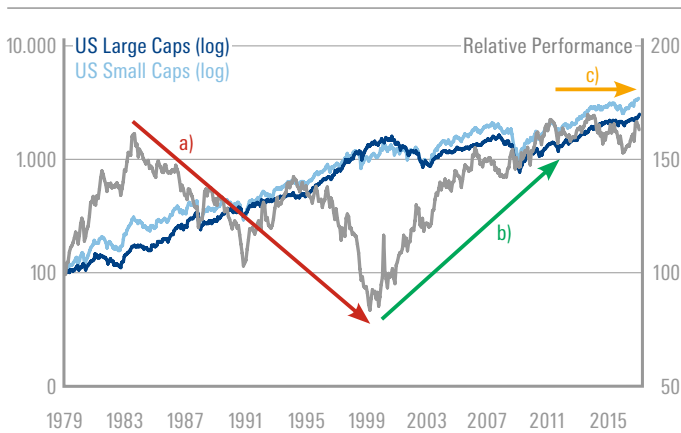
Ein weiteres bekanntes Beispiel für eine Marktineffizienz oder Kapitalmarktanomalie ist der Small-Firm-Effekt, nach dem Aktien kleinerer Unternehmen einen höheren Ertrag abwerfen als Aktien größerer Unternehmen. Zur Veranschaulichung betrachten wir die relative Performance US-amerikanischer Small Caps zu Large Caps seit 1978 (s. Abb. 2 auf S. 20).

Abb. 1: Performance von Risikoprämien und Marktineffizienzen (konzeptionell)



Quelle: Metzler

Abb. 2: Der Small-Firm-Effekt



Quellen: Bloomberg, Dezember 1978 bis Februar 2017, Russell 2000 für Small Caps und S&P 500 für Large Caps, Berechnungen Metzler

Die Zyklichkeit ist hier sehr deutlich zu erkennen. So schnitten Small Caps von 1983 bis 1999 überwiegend schlechter ab als Aktien großer Unternehmen (a). In diesem Jahrtausend dagegen waren Small Caps bis 2011 deutlich überlegen (b), und ihre Kurse bewegen sich seitdem mehr oder weniger parallel zu Aktien großer Unternehmen (c).

In diesem Zusammenhang hat sich der Begriff der Faktorprämien etabliert. Weitere bekannte Beispiele für Faktorprämien sind Value, Quality und Low Volatility, die aus unserer Sicht jedoch eher den Charakter von Marktineffizienzen haben.

Smart-Beta-Ansätze nutzen Faktorprämien

Auf diesen Faktorprämien basiert die Idee des Factor-Investings – primär bei Aktienportfolios. Dabei werden jene Risikofaktoren identifiziert, die in der Vergangenheit mit einem attraktiven Teil der Aktienrisikoprämie assoziiert waren, denn natürlich können sich Bewertung und Wachstum eines Unternehmens auf die Höhe der zu erwartenden Risikoprämie auswirken. Portfolios werden dann nach Faktorsensitivitäten zusammengestellt und sollen so traditionell marktkapitalisierungsgewichtete Indizes outperformen. Es geht beim Factor-Investing also darum, einen möglichst stabilen und attraktiven Teil der traditionellen Aktien-

und Liquiditätsrisikoprämien zu extrahieren. Während beim Factor-Investing grundsätzlich Long-/Short-Varianten angeboten werden, ist mit Smart Beta oft die Long-Only-Variante gemeint. Diese Long-Only-Smart-Beta-Strategien sind wesentlich durch den globalen Aktienmarktfaktor (Beta) getrieben und keineswegs marktneutral. Sie weisen lediglich einen sogenannten Faktor-Tilt auf.

Im Grunde sind diese Ansätze nichts anderes als quantitative Anlagestrategien. Und obwohl quantitative Strategien nicht jedermanns Sache sind, können sich mit „Smart Beta“ anscheinend viele Investoren anfreunden, obwohl die Faktoren bekanntlich starken Zyklen unterliegen. Doch auch wenn Smart Beta den Eindruck erweckt, objektiv und gewissermaßen „natürlich“ zu sein, gibt es zum Teil deutliche Unterschiede in der Umsetzung. Beim Size-Faktor ist die Auswahl noch relativ eindeutig, es ist lediglich ein Grenzwert für die Marktkapitalisierung zu definieren. Doch schon da sind die ersten subjektiven Entscheidungen zu treffen. Denn dieser Grenzwert kann absolut sein, zum Beispiel 2 Mrd. EUR, oder man wählt ein niedriges Perzentil aus dem entsprechenden Anlageuniversum. Deutlich komplexer wird es beim Value-Faktor, denn nicht in allen Branchen lassen sich die gleichen Bewertungskennziffern sinnvoll ansetzen. Außerdem sind einige Branchen meist höher bewertet als andere, zum Beispiel Technologie gegenüber Versorgern. So kann eine reine Value-Auswahl zu einer starken Branchenkonzentration führen.

Die Auswahl der Bewertungskennziffern und der Umgang mit Branchenabweichungen kann also auch hier das Ergebnis stark beeinflussen. Besonders interessant wird es beim Momentum-Faktor, denn es gibt unzählige Modelle und Indikatoren, um Trends zu bestimmen, und keine universell gültige Definition von Momentum. Diese Faktoren individuell auszugestalten ist ein großer Unsicherheitsfaktor. Auch müssen Investoren bedenken, dass die Auswahl und Gewichtung von Aktien nach

alternativen Faktoren zu häufigen Anpassungstransaktionen und damit zu höheren Handelskosten führen kann. Und bei aller berechtigten Kritik ist die Gewichtung nach Marktkapitalisierung am effizientesten im Hinblick auf die Transaktionskosten, denn ein Rebalancing ist nur bei Indexanpassungen nötig.

Kombination von Risikoprämien mit Marktineffizienzen – mit welchem Risiko?

Wir sehen die aktuelle Entwicklung eher kritisch und empfehlen, Marktineffizienzen zur Diversifikation zu nutzen, aber keine übermäßigen Ertrags Erwartungen zu hegen. Wer Ertragsquellen sucht, ist mit echten Risikoprämien langfristig besser bedient. Diese sind allerdings nicht leicht zu finden und in Krisenzeiten oft miteinander korreliert. Interessanterweise bieten Marktineffizienzen aufgrund ihrer unterschiedlichen Fundierung gute Diversifikationseigenschaften, was ihre Kombination mit Risikoprämien wiederum sehr attraktiv macht.

Eine weitere grundsätzliche Schwierigkeit bei alternativen Investments ist, ihr Risiko zu beurteilen, denn sie verhalten sich oft anders als die bekannten traditionellen Risikoprämien. Zum Beispiel die Volatilitätsrisikoprämie: Hier können schwere Fehleinschätzungen die Folge sein, wenn das Risiko nur anhand der historischen Wertschwankungen beurteilt wird. Das tatsächliche Risiko ist zunächst oft nicht zu erkennen, und wenn es eintritt, kann die Volatilitätsrisikoprämie auf den ersten Blick sogar unattraktiv wirken. Doch die charakteristischen, im Sinne der Normalverteilung fast unvorstellbar hohen Drawdowns sind bei vielen Volatilitätsstrategien normal.

Anstatt die Drawdowns im Verhältnis zum ansonsten regulären Pfadverlauf für übermäßig groß zu halten, sollte man sich bewusst machen, dass die Wertschwankungen in ruhigen Marktphasen die potenzielle Volatilität deutlich unterrepräsentieren. Die Renditen der Volatilitätsrisikoprämie sind eben

nicht normalverteilt, und Wertschwankungen treten nicht gleichmäßig verteilt, sondern zeitlich konzentriert und verstärkt auf. Diese auch von Aktien bekannte Eigenschaft ist bei alternativen Risikoprämien oft deutlich stärker ausgeprägt. Deshalb müssen Positionsgrößen sorgfältig gewählt werden, damit sich Risikobudgets einhalten lassen. Dafür lassen sich Verluste – anders als bei Aktien – oft relativ schnell aufholen. Der Verlauf von Bonitäts- und Liquiditätsrisikoprämien ähnelt diesem Bild. Diese Besonderheiten klingen zunächst unvorteilhaft. Doch wenn sie bekannt sind und bewusst in die Investitionsentscheidung einbezogen werden, können sie die Risiken auf Portfolioebene sogar reduzieren und das Renditepotenzial erhöhen.

Alternative Strategien – umgesetzt in Publikumsfonds

Angesichts niedriger Renditen, hoher Bewertungen und politischer Unsicherheiten sind die aktuellen Bedingungen für eine Investition in Aktien oder Anleihen im langfristigen Vergleich eher ungünstig. Die Renditeperspektiven vieler alternativer Anlagen müssen aber nicht zwangsläufig beeinträchtigt sein. Dabei sind zwei grundsätzliche Ansätze zu unterscheiden. Echte Risikoprämien bieten grundsätzlich ein zuverlässigeres Ertragspotenzial als Marktineffizienzen, sind aber in Krisenzeiten meistens negativ und miteinander korreliert. Im Metzler Asset Management haben wir langjährige Erfahrung in der Entwicklung und im Management alternativer Strategien. Der Publikumsfonds Nordea 1 – Heracles Long/Short (Anteilkategorie AI: LU034392153) bietet bereits seit 2008 gute Diversifikationseigenschaften durch das Ausnutzen der Momentum-Anomalie; der 2012 aufgelegte Metzler Alpha Strategies (Anteilkategorie A: IE00B8KKJW05) hat sich mit einem Absolute-Return-Ansatz bewährt – einer ausgewogenen Kombination aus alternativen Risikoprämien und Marktineffizienzen. ●

Metzler Risiko Overlay: Wertsicherung komplexer Vermögensanlagen

Für viele institutionelle Anleger steht am Anfang der Vermögensanlage die Konstruktion einer langfristigen strategischen Asset-Allokation (SAA) aus unterschiedlichen Anlageklassen. Ziel ist es, mit dieser Kombination aus unterschiedlichen Anlageklassen eine bestimmte Zielrendite* möglichst sicherzustellen.

Grundannahme dabei ist, dass die Gewichtung der Asset-Klassen im Zeitablauf weitestgehend unverändert bleibt. Konsequenz einer solchen konstanten Allokation ist wiederum, dass sich starke Wertschwankungen der einzelnen Assets direkt auf das Ergebnis des Gesamtportfolios niederschlagen. Abschreibungen auf die Kapitalanlagen zum Jahresende sind daher rein zufällig – abhängig von der dann aktuellen Marktentwicklung.

Speziell um mögliche Ertragslücken der SAA abzusichern, haben wir unterschiedliche Wert-



sicherungskonzepte entwickelt, die wir für Sie in maßgeschneiderte Lösungen umsetzen. Solche Risiko-Overlays bieten wir je nach Bedarf mit Fokus auf eine festgelegte Zielrendite oder auf eine konstante SAA.

Die optimale Lösung für Sie und Ihre Anlageziele hängt von vielen Parametern ab. Unser Expertenteam hat langjährige Erfahrung in der Entwicklung und erfolgreichen Umsetzung von Wertsicherungsstrategien und steht Ihnen gerne für Fragen und weitere Details zur Verfügung. ●

* Die Wertuntergrenze bezieht sich auf das Kalenderjahr; es kann weder garantiert noch zugesichert oder gewährleistet werden, dass die Wertuntergrenze gehalten oder die Zielrendite erreicht wird.

Currency Management: Effizientes Steuern von Währungsrisiken

Unsere Spezialisten im Metzler Currency Management stehen für langjähriges Know-how in Währungsfragen. Wir beraten institutionelle Kunden beim systematischen Währungsmanagement mittels quantitativer Modelle. Dabei nutzen wir für den Handel und die Abwicklung von Devisengeschäften die exzellente Infrastruktur des Bankhauses Metzler.



Als institutioneller Kunde können Sie in Sachen Currency Overlay auf das langjährig im Devisenhandel erfahrene Currency-Management-Team im Metzler Capital Markets zurückgreifen. Unter Overlay ist ein vom Underlying losgelöstes und gezieltes Steuern der Währungsrisiken zu verstehen, die vom Overlay-Manager überwacht und dokumentiert werden. Damit lassen sich die Währungsrisiken effizient steuern, unter Berücksichtigung Ihrer individuellen Risikotragfähigkeit. Zudem können Sie die Risikoverantwortung klar aufteilen: Die Investitionsentscheidungen sind vom Währungsrisiko weitgehend getrennt.

Efficient Currency Program

Dieses zentralisierte Währungsmanagement eignet sich besonders für Kunden mit umfangreichen Fremdwährungsrisiken. Ziel ist, die Währungsrisiken effektiv und kosteneffizient zu steuern und die Handelsprozesse für alle Devisentransaktionen zu optimieren (s. Abb.).

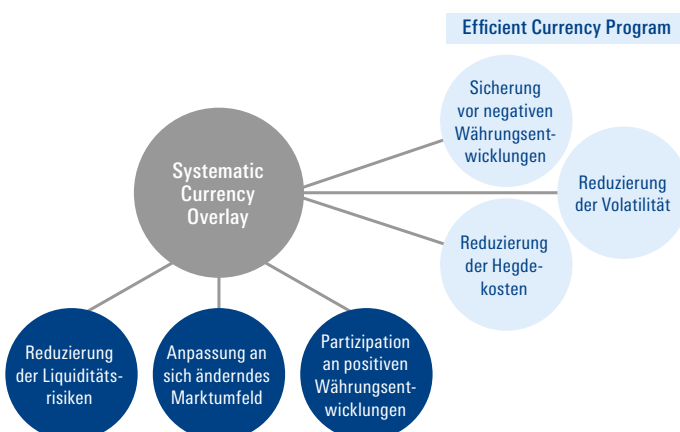
Systematic Currency Overlay

Ziel dieser dynamischen Sicherungsstrategie für Fremdwährungsrisiken ist, Währungsverluste zu begrenzen und gleichzeitig die Chance auf eine Partizipation an positiven Kursentwicklungen zu erhalten. Das Systematic Currency Overlay basiert auf einem rein quantitativen Investmentprozess mit einem eindrucksvollen Real Money Track Record.

FX Protected Carry

Mit dieser auf risikoadjustierte Zusatzerträge ausgerichtete, systematische Anlagestrategie investieren wir in die weltweit attraktivsten Hochzinswährungen, um die höheren Zinsen bei verbesserter Liquidität gegenüber physischen Anleihen zu vereinnahmen. Die Carry-Positionen werden dynamisch refinanziert aus dem US-Dollar und Euro. Die dabei entstehenden Fremdwährungsrisiken steuern wir seit Jahren erfolgreich mit dem Systematic Currency Overlay. ●

Abb.: Ziele des aktiven Currency Overlay



Reform der Investmentbesteuerung 2018: Gut gemeint, aber auch gut gemacht?

Am 1. Januar 2018 tritt die im Juli 2016 verabschiedete Investmentsteuerreform in Kraft. Sie bringt wesentliche Änderungen in der Besteuerung von (Publikums)-Investmentfonds mit sich – aber auch Spezialfonds bleiben von der Reform nicht unberührt.

Vorrangiges Ziel der Reform war eine europarechtskonforme Investmentbesteuerung

Warum hat der Gesetzgeber die Investmentbesteuerung so grundlegend geändert? Diese Frage drängte sich im Zuge des Reformprozesses förmlich auf – zumal das Ziel der vorangegangenen Reformen, die Besteuerung von in- und ausländischen Investmentfonds insgesamt transparenter zu gestalten und jeden Ertrag seiner Herkunft nach zu besteuern, zum Teil wieder aus den Augen verloren wurde.

Mit der Investmentsteuerreform verfolgte der Gesetzgeber vor allem ein Ziel: Er wollte sicherstellen, dass die Investmentbesteuerung mit europäischem Recht konform ist. Nach aktueller Gesetzeslage werden ausländische und inländische Fonds noch unterschiedlich behandelt. So sind beispielsweise deutsche Erträge in ausländischen Fonds steuerlich schlechter gestellt als in deutschen Fonds. Dies verstößt gegen das Europarecht; der deutsche Gesetzgeber musste also handeln. Das Steuersystem im Zuge der Reform einfacher und verständlicher zu machen war offenbar erst das zweite Ziel des Gesetzgebers – sozusagen ein positiver Nebeneffekt. Das ist, nüchtern betrachtet, unseres Erachtens nicht ganz gelungen. Die Steuerreform stellt Anleger von Investmentfonds und Kapitalverwaltungsgesellschaften abermals vor komplexe neue Regelungen und vor schwerwiegende, teilweise unwiderrufliche Entscheidungen. Auch sind viele Fragen noch offen, insbesondere zur Besteuerung von Spezial-Investmentfonds. Hier ist der Gesetzgeber gefordert, baldmöglichst zu den Ein-

gaben und Fragen der diversen Fachverbände Stellung zu beziehen. Denn der Countdown läuft.

Im Folgenden informieren wir Sie über die wichtigsten Neuerungen.

Steuerabzug bereits bei Zufluss von Erträgen in Investmentfonds

Künftig unterliegen bestimmte inländische Einkünfte bereits bei Zufluss in den Fonds einem Steuerabzug. Das bedeutet, dass ab dem 1. Januar 2018 auf Einnahmen aus inländischen Beteiligungen, sobald sie dem Fonds zufließen, eine definitive, also nicht erstattungsfähige Steuer (Körperschaftsteuer) anfällt. Der Steuersatz beträgt 15 % – inklusive Solidaritätszuschlag. Inländische Immobilienerträge unterliegen künftig ebenfalls einer Besteuerung von 15 %, hier kommt allerdings noch der Solidaritätszuschlag von 5,5 % hinzu.

Spezialfonds: Semi-Transparenz plus Transparenzoption

Während (Publikums)-Investmentfonds ab 2018 einem intransparenten Besteuerungsregime unterliegen, gilt für Spezialfonds weiterhin die semi-transparente Besteuerung. Künftig kann die Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) für Spezial-Investmentfonds aber auch eine Transparenzoption ausüben. Damit wären „inländische Beteiligungseinnahmen“ (§ 31 Investmentsteuergesetz neue Fassung, InvStG n. F.) zwar nicht körperschaftsteuerpflichtig, jedoch würden die Erträge dem Anleger direkt zugerechnet – und bei der Besteuerung würde dessen Steuerstatus zugrunde

gelegt. Ob die Transparenzoption ausgeübt wird oder nicht, muss die KVG der Verwahrstelle anzeigen. Sofern für den Fonds die Transparenzoption gewählt wurde, stellt die Verwahrstelle den Anlegern eine entsprechende Steuerbescheinigung aus. Damit der Anleger inländische Dividendenerträge steuerfrei vereinnahmen kann, müssen zudem die Voraussetzungen der Regelungen nach § 36a Einkommensteuergesetz (EStG) erfüllt sein (siehe „Exkurs“).

Entscheidet sich der Spezialfonds gegen die Transparenzoption, werden die inländischen Beteiligungseinnahmen definitiv mit einer Körperschaftsteuer von 15 % belastet (inkl. Solidaritätszuschlag). Eine Erstattung dieser Steuer ist nicht möglich. Auch die Regelungen des § 36a EStG werden in diesem Fall nicht angewendet.

Anlageuniversum stark eingeschränkt

Ab 2018 muss der Spezialfonds – wie schon im gegenwärtigen Recht – viele Anforderungen erfüllen, um steuerlich als Spezialfonds qualifiziert zu werden. Damit ist der (Publikums)-Investmentfonds im Vorteil, da für die Qualifikation als Publikumsfonds keine Anlagebedingungen zu erfüllen

sind. So hat der Gesetzgeber insbesondere diejenigen Vehikel, in die ein Spezial-Investmentfonds investieren darf, weiter stark eingeschränkt (§ 26 InvStG n. F.). Zudem hat er den Wertpapierbegriff enger gefasst. Wertpapiere zählen ab 1. Januar 2018 nur noch dann zu den erwerbzbaren Vermögensgegenständen, wenn sie dem Wertpapierbegriff nach § 193 oder § 198 Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) genügen. Der „unbestimmte“ Wertpapierbegriff nach § 284 Abs. 2 Nr. 2a KAGB lässt sich unter Steueraspekten nicht mehr heranziehen. Diese Einschränkung kann für bestehende Spezial-Investmentfonds von Bedeutung sein, da eventuell in der Vergangenheit Investments mit vertraglichen Zusagen entsprechend der Definition des bisherigen Wertpapierbegriffs (§ 284 KAGB) erworben wurden. Hier ist dringend zu prüfen, ob Handlungsbedarf für bestehende Portfoliostrukturen oder geplante Investments besteht.

Das neue Gesetz eröffnet dem Anleger die Möglichkeit, sich bei Spezial-Investmentfonds zwischen zwei Besteuerungsregimes zu entscheiden – dem intransparenten und dem semi-transparenten. Der Spezial-Investmentfonds kann demnach aufsichtsrechtlich (nach dem Kapitalanlagegesetz-

Exkurs: Die 45-Tage-Regel § 36a EStG-E (sog. „Cum-Cum-Geschäfte“)

Mit der Investmentsteuerreform wurde auch die 45-Tage-Regel verabschiedet, und zwar rückwirkend zum 1. Januar 2016. Ob die Dividenden deutscher Aktiengesellschaften voll angerechnet werden, knüpft der Gesetzgeber gemäß dieser Regel an mehrere Voraussetzungen:

- Der Steuerpflichtige, hier der Investmentfonds, muss während der Mindesthaltedauer ununterbrochen wirtschaftlicher Eigentümer der inländischen Aktien sein. Die Mindesthaltedauer umfasst 45 Tage und muss innerhalb eines Zeitraums von 45 Tagen vor und 45 Tagen nach dem Dividendenstichtag liegen.
- Der Steuerpflichtige trägt während der Mindesthaltedauer ununterbrochen das Mindestwertänderungsrisiko (Absicherung nur unschädlich bis maximal 30 %).

buch) ein Spezial-AIF sein, der Anleger des Spezialfonds kann sich aber für das intransparente Besteuerungsregime der (Publikums)-Investmentfonds entscheiden.

In welchem Fall wäre das sinnvoll? Wie bereits erwähnt, greifen für den (Publikums)-Investmentfonds nur die aufsichtsrechtlichen Anlagegrenzen – somit ist die Investitionsauswahl breiter. Die Analyse des Portfolios kann ergeben,

dass das intransparente Besteuerungsregime im Hinblick auf die Investitionen des Fonds attraktiver wäre. Unbedingt zu beachten ist jedoch, dass vom „intransparenten“ Besteuerungsregime kein Weg mehr zurück zur semi-transparenten Besteuerung führt. Folglich sollte die Entscheidung für eines der beiden Besteuerungsregime sehr gut überlegt und analysiert sein. Natürlich spielt auch der jeweilige persönliche Steuerstatus des Anlegers hierbei eine Rolle. ●

Weitere wichtige Fakten zu künftigen Modifikationen in der Besteuerung von Spezialfonds

■ Wegfall des Thesaurierungsprivilegs

Nicht ausgeschüttete Veräußerungsgewinne fließen dem Anleger nach Ablauf von 15 Jahren zu, die er dann – je nach Steuerstatus – versteuern muss.

■ Wegfall des Ertragsausgleichs

Für die Besteuerung des Fonds werden künftig die Erträge des Fonds besitzzeitanteilig ermittelt und dem Anleger gemäß seiner Beteiligungsdauer zugerechnet. An einen Anleger lassen sich nur Erträge ausschütten, die auf einen Zeitraum entfallen, in dem der Anleger am Spezialfonds beteiligt war.

■ Beibehaltung, aber Modifikation täglicher Steuerkennzahlen

– Der Aktiengewinn wird nur noch für Anleger ausgewiesen, die nach dem Körperschaftsteuergesetz veranlagt werden, nicht aber mehr für Anleger, die dem Einkommensteuergesetz unterliegen. Der Aktiengewinn wird zudem künftig gemindert durch Verluste aus Finanzderivaten, wenn im Rahmen einer konzeptionellen Gestaltung in gleicher oder ähnlicher Höhe Aktiengewinne erzielt werden (sog. „Kopplungsgeschäfte“).

– Immobiliengewinn – künftige Bezeichnung: Abkommensgewinn

Der Abkommensgewinn ist der Teil des Wertes eines Spezial-Investmentanteils, der auf die Erträge/Wertveränderungen/Veräußerungsergebnisse entfällt, die aufgrund eines Abkommens zur Vermeidung der Doppelbesteuerung von der Besteuerung befreit sind (§ 43 Abs. 1 InvStG n. F.).

– Neu ist die Kennzahl zum Teilfreistellungsgewinn – sie umfasst teilweise steuerfrei gestellte Erträge (Ausschüttungen, Vorabpauschalen) und unrealisierte Ergebnisse aus Anteilen an (Publikums-)Investmentfonds.

■ Veräußerungsgewinne aus Finanzinnovationen zählen ab 2018 nicht mehr zu den ausschüttungsgleichen Erträgen, das heißt, die Veräußerungsgewinne werden nicht mehr wie Zinserträge behandelt.

■ Erträge aus Swaps zählen künftig zu den ausschüttungsgleichen Erträgen, sofern die geleisteten Zahlungsströme Zinssurrogate sind.

Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH · Untermainanlage 1 · 60329 Frankfurt am Main
Telefon (+49-69) 21 04-5 32 · Telefax (+49-69) 21 04-11 79 · asset_management@metzler.com
www.metzler.com · www.metzler.com/asset-management

Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Metzler übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts. Diese und weitere Informationen erhalten Sie kostenlos bei der Fondsverwaltungsgesellschaft Metzler Ireland Limited, Dublin, Irland, bei der Metzler FundServices GmbH, Frankfurt am Main, direkt bei Ihrem Anlagevermittler oder bei den jeweiligen Zahl- und/oder Informationsstellen. Angaben hierzu sowie zu Kosten entnehmen Sie bitte dem gültigen Verkaufsprospekt und dem Fondsfactsheet auf www.metzler.com/asset-management

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.