

# CIO Special

23. Februar 2024

Autoren:

Christof Schueler  
Senior Investment Strategie

Dr. Konrad Aigner  
Senior Investment Officer Europa

# Vermögensallokation für Privatkunden

## Wichtige Schlussfolgerungen

01	Einleitung
02	Bedeutung der strategischen Asset Allokation
03	Überlegungen zu Liquidität / Risikoprofilen
04	Bedeutung der Diversifikation
05	Wertentwicklung über die Zeit
06	Konjunkturzyklus
07	Dynamische / Taktische Asset Allokation
08	Einzeltitelauswahl & Investment-Themen
09	Systematische Absicherung (Risk Overlay)
10	Schlussfolgerungen

- Der erste Schritt zur Entwicklung einer Vermögensallokation für Privatkunden besteht darin, vom Kunden bereitgestellte Daten zu sammeln, welche die jeweiligen Anlageziele und Restriktionen für das Portfoliomanagement definieren.
- Um die definierten Anlageziele und -restriktionen abzubilden, ist eine strategische Vermögensallokation (SAA) das Mittel der Wahl. Im Zeitablauf muss die strategische Vermögensallokation überwacht und entsprechend der Anlageziele und Anlagerestriktionen angepasst werden.
- Der Instrumentenkasten für das Portfolio-Management kann erweitert werden und weitere Techniken wie taktische Vermögensallokation, Aktienausswahl, Anlagethemen oder Risiko-Overlay können angewendet werden, um das Chance-Risikoprofil zu verbessern.

## 01 Einleitung

Die große Finanzkrise 2007/2008, die sogenannte Schuldenkrise in Europa, die Covid19-Pandemie und der Krieg Russlands gegen die Ukraine haben in schneller Folge zu schweren Krisensituationen geführt, welche die großen Zentralbanken vor erhebliche Herausforderungen gestellt haben. Angesichts des bereits vergleichsweise niedrigen Zinsniveaus zu Beginn der Finanzkrise schienen Zinssenkungen allein kein ausreichend starkes Instrument mehr zu sein, um eine schwere Rezession zu verhindern. Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) hat ein neues geldpolitisches Instrument (das sogenannte Quantitative Easing, QE) eingeführt, um dem Wirtschaftssystem durch den Kauf von Wertpapieren zusätzliche Liquidität zur Verfügung zu stellen. Derartige Instrumente wurden auch von anderen Zentralbanken genutzt. Die Zentralbanken Japans (BoJ) und der Eurozone (EZB) senkten sogar die Leitzinsen in den negativen Bereich, eine Maßnahme, die andere Zentralbanken aufgrund möglicher negativer Nebenwirkungen auf den Finanzsektor nicht nutzten.

Negativzinsen waren vor 2008 kaum vorstellbar. Die im Finanzwesen gängigen Modelle und Berechnungsformeln gingen in der Regel von positiven Zinsen aus. Null-Zinsen bzw. Negativ-Zinsen wurden nur als Grenzfälle angesehen.

Als nach den Krisenereignissen genau diese Grenzfälle auftraten, wurden viele traditionelle Rechenmethoden und Schlussfolgerungen, die sich aus den üblichen finanzwirtschaftlichen Modellen ergaben, in Frage gestellt. Da Zinsen als Abzinsungsfaktor auch bei der Bewertung von Investitionen und Wertpapieranlagen eine zentrale Rolle spielen, hatte das extrem niedrige Zinsniveau auch Einfluss auf Anlageentscheidungen und die Prioritäten bei der Vermögensallokation und der Auswahl von Anlageinstrumenten. Die traditionellen Risiko-Rendite-Eigenschaften von Anlageklassen wie Geldmarktanlagen und festverzinslichen Wertpapieren hatten sich deutlich verändert, da sie keine laufende Verzinsung mehr bieten konnten. Es kam zu ausweichenden Reaktionen von Anlegern, die in den Portfolios einen größeren Schwerpunkt auf Sachwerte und Dividendenwerte legten.



Bitte scannen Sie diesen QR Code, um weitere Publikationen abzurufen ([www.postbank.de](http://www.postbank.de)).

Als die Inflationsraten aufgrund der Covid-Pandemie und der daraus resultierenden Lieferkettenunterbrechungen stiegen, beendeten die Zentralbanken ihre lockere Geldpolitik und begannen im Jahr 2021 mit der Anhebung der Leitzinsen. Angesichts der Zinserhöhungen und eines unsicheren Wirtschaftsausblicks kam es zu einer Verschiebung des traditionellen Reaktionsmusters von Aktien und Anleihen im Jahr 2022 – es stellte sich eine deutlich positive Korrelation ein und die Kurse in beiden Anlageklassen fielen stark. Insbesondere einige Segmente an den Anleihemärkten erlitten beispiellose Verluste. Dies erinnert uns daran, dass eine übermäßige Abhängigkeit von bestimmten spezifischen Finanzmarktmerkmalen (in diesem Fall eine niedrige/negative Korrelation von Anleihen mit Aktien) Risiken unterschätzen kann. Für die Zukunft gehen wir davon aus, dass die Renditen vergleichsweise höher bleiben dürften als in der Zeit nach der globalen Finanzkrise. Wichtig erscheint es auch zu beachten, dass Anleihen volatil bleiben und zeitweise positiv mit Aktien korrelieren könnten.

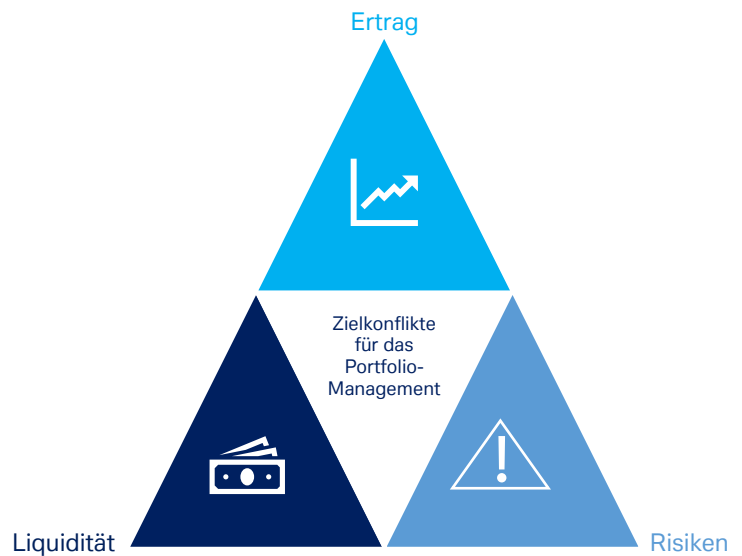
Seit den deutlichen Zinserhöhungen in den USA und Europa im Jahr 2022 sind die Renditen an den meisten Märkten wieder auf positive Niveaus zurückgekehrt. Sollten keine erheblichen externen Schocks eintreten, scheint ein Übergang zu einem Finanzmarktumfeld mit traditionelleren Reaktionsmustern möglich und die verschiedenen Anlageklassen könnten ihre traditionelle Rolle bei der Vermögensallokation wieder einnehmen. Aufgrund des anhaltenden wirtschaftlichen Strukturwandels ergeben sich jedoch auch neue Chancen und Risiken an den Finanzmärkten. Anleger sollten versuchen, die notwendigen Anpassungs- und Eindämmungsmaßnahmen zu antizipieren, die beispielsweise durch den Klimawandel erforderlich werden. Neue Technologien als Bausteine des Strukturwandels können in unterschiedlichen Entwicklungsphasen und Finanzierungsformen interessante Investitionsmöglichkeiten darstellen.

## 02 Bedeutung der strategischen Asset Allokation

Investitionen stehen meist in einem Zielkonflikt, der als sogenanntes Investitionsdreieck oder magisches Dreieck der Investitionen bezeichnet wird. Die Eckpfeiler dieses Dreiecks sind Liquidität, Risiken und Rendite. An den Finanzmärkten lässt sich eine höhere Rendite nur durch Anlageinstrumente mit höheren Risiken bzw. Kursschwankungen erzielen, wie zum Beispiel Aktien. In bestimmten Fällen besteht sogar die Gefahr eines Totalverlustes. Höhere Renditen können daher nur mit weniger Liquidität und/oder riskanteren Anlageinstrumenten erzielt werden. Diese Zielkonflikte müssen bei der systematischen und rationalen Planung eines Portfolios berücksichtigt werden.

Mit diesen Marktbedingungen muss sich der Anleger auseinandersetzen, wenn er bestimmte Anlageziele erreichen möchte. Häufig kann es auch sein, dass zusätzliche Bedingungen erfüllt werden sollen, wie etwa ein bestimmter Anlagehorizont, Liquiditätsanforderungen, Risikotoleranz, gewünschte Renditen oder andere Parameter.

Abbildung 1: Investitionsdreieck



Quelle: Deutsche Bank AG, Februar 2024.

Die strategische Vermögensallokation ist der erste und wichtigste Schritt einer systematischen und langfristigen Portfolioplanung. Es geht darum, die grundlegenden Risiko-Rendite-Eigenschaften eines Portfolios zu ermitteln, die den Zielen des Anlegers entsprechen. Ziel ist es, innerhalb des magischen Anledreiecks eine Kombination aus Liquidität, Sicherheit und Rendite zu ermitteln und einen Vermögensmix auszuwählen, der möglichst gut zu den Zielen und Restriktionen des Anlegers passt. Da sich die Finanzmärkte im Laufe der Zeit verändern und sich auch die Ziele des Anlegers ändern können, sollte die strategische Allokation im Laufe der Zeit angepasst werden. Daher sollte in regelmäßigen Abständen überprüft werden, ob die gewählte Allokation noch angemessen ist.

Risikobereitschaft, Renditeziele und andere Restriktionen sind in der Regel die relevanten Faktoren für die grundsätzliche Aufstellung der Vermögensallokation. Risikoscheue Anleger mit dem Ziel des Kapitalerhalts verfolgen eine konservativere Anlagestrategie mit einem hohen Anteil an Zahlungsmitteln oder Zahlungsmitteläquivalenten, Geldmarkt- oder (kurzfristigen) festverzinslichen Wertpapieren und einem geringeren Anteil an Large-Cap-Aktien. Manchmal können ein kurzer Anlagehorizont und das Ziel der Liquidation der Anlage eine solche Vermögensaufteilung veranlassen. Anleger, die eine Mischung aus Kapitalerhalt und höheren Renditen anstreben, verfolgen eine ausgewogene Strategie, die in der Regel aus einer ausgewogenen Gewichtung (Balance) von festverzinslichen Wertpapieren und Aktien oder möglicherweise einer leichten Übergewichtung von Aktienpositionen und einem kleinen Anteil an Barmitteln besteht. Abhängig von der Risikobereitschaft des Anlegers können Aktien kleinerer Unternehmen und höher verzinsliche Unternehmensanleihen enthalten sein. Anleger, die ihre Rendite maximieren wollen, verfolgen eine Wachstumsstrategie und sind bereit, mehr Risiko einzugehen. Die Gewichtung von Aktien ist höher als die von

festverzinslichen oder bargeldähnlichen Vermögenswerten und das Portfolio kann auch Rohstoffe oder alternative Anlagen enthalten. Diese Gewichtungsprioritäten von Anlageklassen ermöglichen eine Steuerung der Risiko-Ertragscharakteristika und im Allgemeinen können so die Schwankungen der Portfolioerträge in bestimmten Bandbreiten gehalten werden.

Die Einstufung „im Allgemeinen“ weist jedoch darauf hin, dass ungewöhnliche und extreme Marktbedingungen auftreten können, in denen die Vorteile der Diversifizierung außer Kraft gesetzt werden. Zu einer solchen Situation kam es beispielsweise im Jahr 2022, als ein schwaches Wirtschaftswachstum zu sinkenden Aktienkursen führte und gleichzeitig auch die Anleihekurse fielen – teilweise in einem noch nie dagewesenen Ausmaß. Dies geschah in einem Umfeld, in dem den Lehrbüchern zufolge mit sinkenden Inflationsraten und steigenden Anleihekursen gerechnet hätte werden müssen. Störungen in den Lieferketten führten jedoch zu steigenden Inflationsraten und die Zentralbanken reagierten auf den Anstieg der Inflationsraten mit einer Anhebung der Leitzinsen, was zu steigenden Renditen und entsprechenden Rückgängen bei den Anleihekursen führte. Das „übliche“ zyklische Muster, dass Zentralbanken auf eine Konjunkturabschwächung mit wachstumsfördernden Leitzinssenkungen reagieren, fand nicht statt und die Diversifikationseffekte wurden somit außer Kraft gesetzt.

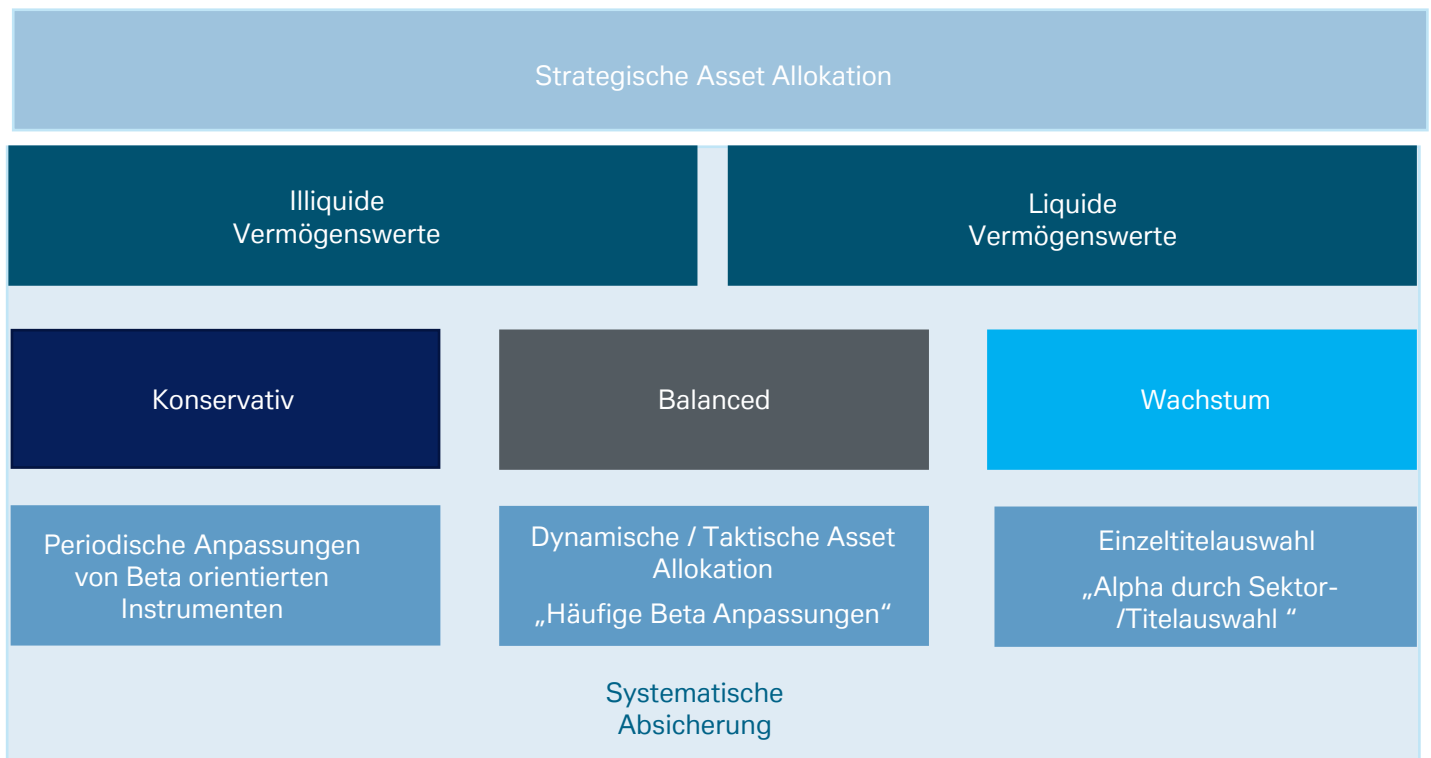
## 03 Überlegungen zu Liquidität / Risikoprofilen

Ein wichtiger Aspekt bei der Umsetzung der Asset Allokation ist die Liquidität. Die Marktliquidität gibt im Allgemeinen an, wie einfach Vermögenswerte gekauft und verkauft werden können. Dies kann sich auf die Anlageklasse, den Zeitpunkt der Änderung der Vermögensaufteilung, den beabsichtigten Betrag, z. B. Anzahl der Aktien und Anzahl potenzieller Handelspartner beziehen. Je mehr potentielle Handelspartner mit ausreichender Kauf- bzw. Verkaufsmacht zur Verfügung stehen, desto besser ist die Liquiditätssituation.

Private-Equity-Investitionen mit mehrjähriger Sperrfrist, Hedgefonds sowie Immobilien, Grundstücke, Gebäude oder Infrastruktur sind weniger liquide Anlageinstrumente, da ihre Umwandlung in Bargeld länger dauert und tendenziell weniger geeignete Handelspartner zur Verfügung stehen. Dies gilt auch für andere Anlageklassen wie Münzen, Briefmarken, Kunst und andere Sammlerstücke.

Bei weniger liquiden Vermögenswerten sind Aspekte wie die Risikobereitschaft und der Anlagehorizont des Anlegers von besonderer Bedeutung, da der Kauf und Verkauf solcher Vermögenswerte einige Zeit in Anspruch nehmen kann – der Verkauf eines Immobilienfonds beispielsweise muss in einigen Rechtsordnungen 12 Monate im Voraus angekündigt werden, und manchmal gibt es Mindestanforderungen für Haltefristen. Insbesondere in Situationen hoher

Abbildung 2: Überblick zur Vermögensallokation



Quelle: Deutsche Bank AG, Februar 2024.

Risikoaversion neigen die Preise solcher weniger liquiden Vermögenswerte oft dazu, stabiler zu sein als beispielsweise die Preise börsennotierter Aktien, bei denen Transaktionen einfacher abzuwickeln sind. Maßnahmen zur Neuausrichtung oder Optimierung des Portfolios sind aber angesichts solcher Liquiditätsgengpässe anspruchsvoller und daher weisen Anleger illiquiden Anlagen in ihrem Portfolio häufig bestimmte feste Positionen zu.

Allerdings gibt es verschiedene Möglichkeiten, in Immobilien zu investieren. Neben dem Direkterwerb von Immobilien (die Preisfindung erfolgt oft nicht transparent auf öffentlichen Märkten) kommen auch Investitionen in offene oder geschlossene Immobilienfonds (oftmals mit einer Mindesthaltedauer) sowie börsennotierte Immobilienunternehmen in Frage. Jedes Instrument dieser Anlagen hat jedoch ein eigenes Risiko-Rendite-Profil.

Bargeld und Zahlungsmitteläquivalente, oder auch sehr kurzfristige Anleihen sind die liquiden Vermögenswerte.

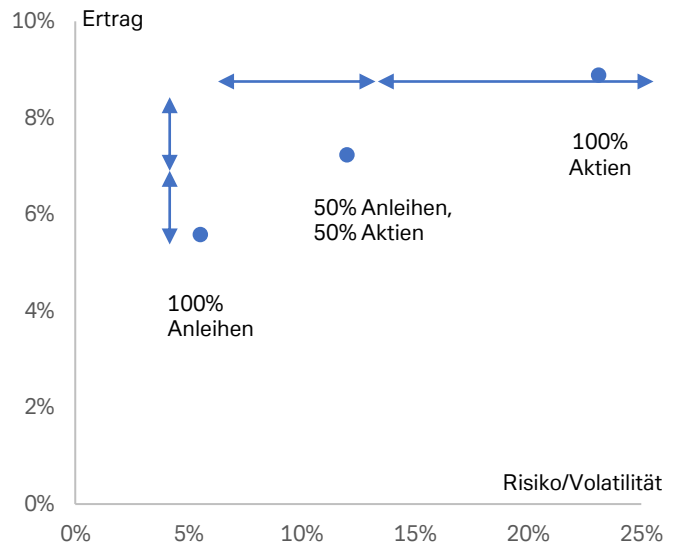
Auch börsennotierte Aktien und Anleihen gelten als liquide: Die an öffentlichen Börsen häufig notierten Kurse deuten darauf hin, dass diese Vermögenswerte problemlos in Bargeld umgewandelt werden können, man muss jedoch mit täglichen Kursschwankungen rechnen. Dennoch gibt es im Allgemeinen graduelle Unterschiede innerhalb dieser Anlageklassen: So gelten z.B. Wertpapiere aus Industrieländern als liquider als diejenigen von Schwellenländern, Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung sind liquider als Unternehmen mit geringer Marktkapitalisierung. Bei Anleihen kann zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen und deren jeweiliger Bonität unterschieden werden. Im Allgemeinen sind Staatsanleihen liquider als Unternehmensanleihen.

## 04 Bedeutung der Diversifikation

Das Anlageuniversum kann in verschiedene Anlageklassen unterteilt werden, die sich in den mit bestimmten Vermögenswerten verbundenen (Eigentums-)Rechten unterscheiden. Man unterscheidet beispielsweise zwischen Aktien, Anleihen, Währungen, Rohstoffen, Immobilien und alternativen Anlagen. Diese Anlageklassen werden üblicherweise auf globaler, regionaler oder Länderebene zu Indizes zusammengefasst, die als repräsentativer Maßstab (Benchmark) für die jeweiligen Preisentwicklungen gelten. Anhand dieser Indizes lassen sich dann typische Risiko-Rendite-Merkmale der Anlageklasse ermitteln.

Ein einfaches Risiko-Rendite-Diagramm eines Aktienportfolios, eines Anleihenportfolios und eines gemischten Anleihen-/Aktienportfolios spiegelt den Diversifikationseffekt wider. Während die Rendite des gemischten Portfolios das arithmetische Mittel der Aktien- und Anleiherenditen darstellt, ist dies für das Risiko des Portfolios in der Regel nicht der Fall. Die Volatilität des gemischten Portfolios entspricht üblicherweise nicht dem Durchschnitt der Volatilitäten von Aktien oder Anleihen, da deren Korrelation berücksichtigt werden muss. Nur in Fällen, in denen die Korrelation Null ist, entspricht die Volatilität des gemischten Portfolios aus 50 % Anleihen und 50 % Aktien der durchschnittlichen Volatilität.

Abbildung 3:



Quelle: Deutsche Bank AG, Februar 2024

Die Preise der Anlageklassen reagieren unterschiedlich auf realwirtschaftliche Faktoren. Aktien sind tendenziell stärker durch das Wirtschaftswachstum beeinflusst, während sich die Kurse von Staatsanleihen stärker an Veränderungen der Inflationsentwicklung orientieren. Unter dem Strich bedeutet dies, dass die Preisentwicklungen in den jeweiligen Anlageklassen keine exakte zeitliche Synchronisierung aufweisen, sondern eher ein Muster, bei dem die Preise einer Anlageklasse z.B. steigen, während die einer anderen Anlageklasse hinterherhinken oder sogar fallen können. Durch die Diversifizierung von Investitionen in verschiedene Anlageklassen lässt sich die Schwankungsbreite von Wertpapierportfolios in der Regel reduzieren, wenn sie unter Berücksichtigung bestimmter Korrelationsmuster im erwarteten wirtschaftlichen Umfeld kombiniert werden.

## 05 Wertentwicklung über die Zeit

Eine Schwierigkeit bei einem langfristigen Anlagehorizont besteht darin, dass Annahmen bzw. Prognosen getroffen werden müssen, die in die Zukunft reichen. Und wie wir alle wissen, ist die Zukunft ungewiss. Die Annahmen für langfristige Anlageklassenrenditen bei der strategischen Vermögensallokation werden im Allgemeinen aus historischen Daten abgeleitet. In einem separaten Prozess werden Unsicherheitselemente analysiert. ([Siehe CIO Special: Strategische Vermögensallokation – Robustheit inmitten von Unsicherheit](#)). Die Ergebnisse dieser Analysen und andere zusätzliche A-priori-Informationen über mögliche Faktoren, die die zukünftige Wertentwicklung von Anlageklassen beeinflussen (z. B. Änderungen in der Regulierung oder institutionelle Veränderungen), werden verwendet, um eine robuste strategische Vermögensallokation aufzubauen, die auf eine hohe Wahrscheinlichkeit ausgelegt ist, die erwarteten Renditen



innerhalb einer bestimmten Abweichung vom optimalen Ergebnis zu liefern. Allerdings kann die zukünftige Preisentwicklung der strategischen Vermögensallokation auch bei sorgfältigster Analyse der Unsicherheit vom erwarteten Renditepfad abweichen, da das Maß an Unsicherheit reduziert, aber nicht vollständig aufgelöst werden kann.

Die dynamische Entwicklung von Systemen wie Volkswirtschaften und Finanzmärkten verläuft in der Regel in Zyklen (z. B. Wachstumszyklen, Konjunkturzyklen, Zinszyklen). In den jeweiligen Zyklen zeigen einige zentrale Variablen meist einen Trend, der über einen vergleichsweise längeren Zeitraum stabil bleiben kann. Andererseits führen zyklische Entwicklungen auch dazu, dass nach einer gewissen Zeit einer stabilen Aufschwungphase die Dynamik des Aufschwungs nachlässt und nach einem Wendepunkt in eine Abschwungphase übergeht.

Da eine Vielzahl von Faktoren Einfluss auf die Vermögenspreise haben und die Variablen auch interagieren, ist die Identifizierung von Wendepunkten von entscheidender Bedeutung. Oft ist es allerdings erst im Nachhinein möglich. Dennoch lassen sich durch eine sorgfältige Analyse von Wirtschaftsdaten stabile Phasen identifizieren, länger anhaltende Trends bestimmter Variablen erkennen und Aussagen über deren Nachhaltigkeit treffen. Die wichtige Erkenntnis, dass sich die Welt zyklisch entwickelt, legt nahe, dass auf Phasen mit negativen Abweichungen von der erwarteten Entwicklung auch Phasen mit positiven Abweichungen folgen. Über längere Zeiträume betrachtet bedeutet dies, dass sich positive und negative Abweichungen teilweise gegenseitig aufheben und die Entwicklung zu längerfristigen Durchschnittswerten „zurückfindet“. Sofern keine größeren Strukturveränderungen eingetreten sind, die eine grundlegend andere Entwicklung erwarten ließen, bedeutet dies, dass die Analyse vergangener Entwicklungsmuster und deren Fortsetzung in die Zukunft anhand von Durchschnittswerten einen sinnvollen Ausgangspunkt für Prognosen darstellt.

Aufgrund der Vielzahl der Einflussfaktoren und der Komplexität der Zusammenhänge werden in der Praxis statistische Modelle unter Berücksichtigung der Ergebnisse der Unsicherheitsanalyse eingesetzt, die versuchen, möglichst belastbare Prognosen auf Basis der zu erwartenden Entwicklung und Wechselwirkungen der Einflussfaktoren für die Entwicklung der interessierenden Variablen zu ermitteln.

## 06 Konjunkturzyklus

Einer der wichtigen Treiber bei dynamischen Vermögensallokationsentscheidungen ist der Konjunkturzyklus und seine vier Phasen: Expansion, Höhepunkt, Kontraktion und Tiefpunkt. Zentralbanken und Regierungen versuchen mit ihren Instrumenten Einfluss auf den Verlauf des Konjunkturzyklus zu nehmen. Zentralbanken nutzen geldpolitische Instrumente wie Zinserhöhungen, um das Kreditangebot zu verringern und die Wirtschaft sowie die Inflation in einem expansiven Umfeld zu bremsen. Umgekehrt senken sie die Zinssätze, um das Kreditangebot zu erhöhen und die Ausgaben in einem kontraktiven Umfeld anzukurbeln. Andererseits können Regierungen die Staatsausgaben reduzieren oder die Steuern erhöhen, um die Wirtschaft während einer Expansion zu bremsen, und die Staatsausgaben in einem kontraktiven Umfeld erhöhen, um die Wirtschaft anzukurbeln.

Die Reaktion der Vermögenspreise auf Veränderungen im fundamentalen Konjunkturzyklus sowie Recherchen und Analyse solcher Daten können genutzt werden, um zu versuchen, im Laufe der Zeit höhere Portfoliorenditen zu erzielen. Vermögensverwalter und Anleger mit einem solchen Anlageansatz verfolgen eine dynamische Vermögensallokationsstrategie: Sie tendieren dazu, das Engagement in Aktien in Sektoren wie Technologie, Energie, Industrie und möglicherweise Rohstoffe zu erhöhen, sobald die Expansionsphase einsetzt, und reduzieren das Engagement in Anleihen mit langer Laufzeit. Sie bevorzugen Sektoren wie Titel aus dem Gesundheitswesen oder den Versorgungssektor in einem kontraktiven Umfeld und neigen dann dazu, ihr Engagement in Anleihen mit langer Laufzeit zu erhöhen. Die regionalen Präferenzen können sich je nach Phase des jeweiligen Zyklus ändern. Im Falle eines wirtschaftlichen Abschwungs werden tendenziell die Aktienbestände verringert, in defensive Aktien mit niedrigem Beta investiert und die Anleihenbestände erhöht.

## 07 Dynamische / Taktische Asset Allokation

Die dynamische oder taktische Vermögensallokation ist eine Portfoliomanagementstrategie, die darauf abzielt, kurzfristige Marktchancen zu nutzen, die sich aus zyklischen, regionalen, sektoralen oder anlageklassenspezifischen Entwicklungen ergeben. Ziel ist es, die Portfolioperformance durch Erhöhung oder Verringerung der Gewichtung der jeweiligen Positionen zu verbessern. Wenn die kurzfristigen Ziele erreicht sind, bewegt das Portfoliomanagement die Positionen wieder in Richtung der Gewichtungen der strategischen Vermögensallokation. Die dynamische Vermögensallokation kann als kurzfristige Abweichung von einer strategischen Vermögensallokation umgesetzt werden, kann aber auch völlig unabhängig erfolgen, wenn kein Bezug definiert wird.

Eine Neuausrichtung der strategischen Asset Allokation zielt hingegen darauf ab, die ursprüngliche Asset-Allokation basierend auf einer bestimmten Regel, wie z.B. einem definierten Zeithorizont oder dem Überschreiten definierter Schwellenwerte aufgrund von Marktbewegungen wiederherzustellen.

Die dynamische Vermögensallokation wird manchmal auch als Alpha-Strategie bezeichnet. Alpha ist ein Maß für die Outperformance der Vermögensallokation gegenüber einer Benchmark, die den Referenzmarkt und seinen Kursverlauf repräsentiert. Es kann als „Überschussrendite“ des aktiven Investierens interpretiert werden. Es ist positiv, wenn die dynamische Vermögensallokation besser abschneidet, null, wenn sie im Einklang mit der Benchmark abschneidet, und negativ, wenn sie schlechter abschneidet als die Benchmark. Alpha kann auch als ein Maß für unsystematisches Risiko interpretiert werden.

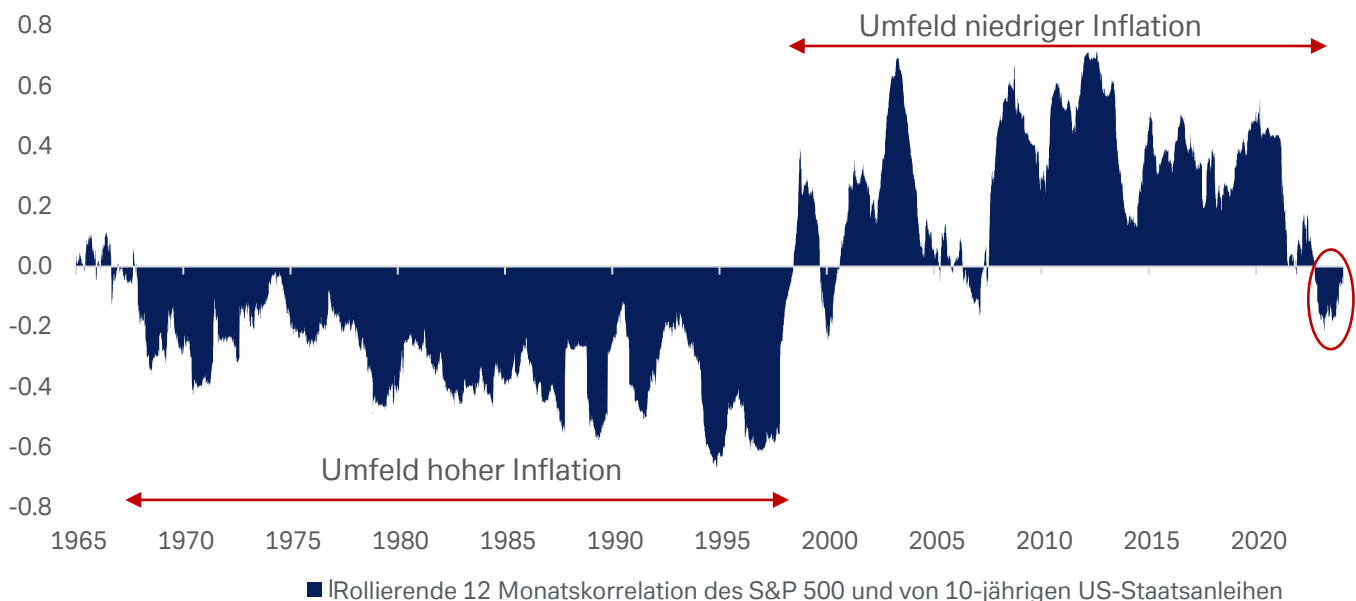
Eine strategische Vermögensallokation könnte in diesem Zusammenhang als Beta-Strategie bezeichnet werden. Beta kann als Maß für die Volatilität oder das systematische Risiko interpretiert werden. Systematisches Risiko ist das Risiko, dass der gesamte Markt rückläufig ist, und Diversifizierung nicht dazu beiträgt, einen Verlust des Portfoliowerts zu vermeiden. Das unsystematische Risiko hingegen, das mit einem einzelnen Vermögenswert oder einer Gruppe von Vermögenswerten aus einem Sektor oder einer Region verbunden ist, der bzw. die zu einem Verlust führen könnten, kann durch Diversifizierung vermieden werden. Ein Beta von eins zeigt an, dass sich der Vermögenswert im Einklang mit der gewählten Benchmark oder dem gewählten Markt bewegt. Ein Beta kleiner als eins bedeutet, dass der Vermögenswert weniger volatil ist als der Markt, größer als eins bedeutet, dass er volatil ist als der Markt. Ein höherer Beta-Wert deutet auf ein im Vergleich zur Benchmark erhöhtes Risiko für die Vermögensallokation, aber auch auf ein vergleichsweise erhöhtes Renditepotenzial hin.

Dynamische Vermögensallokationsentscheidungen können systematischer oder diskretionärer Natur sein und können durch Bewertungsunterschiede, Ineffizienzen oder Ungleichgewichte zwischen Vermögenswerten oder Anlageklassen bedingt sein und können häufig durch Finanzanalysen erkannt werden. Sie beziehen sich auf Märkte, Regionen, Sektoren, Anlageklassen und nicht auf die Auswahl einzelner Aktien und berücksichtigen daher Diversifikationseffekte. Systematische Allokationsänderungen werden in der Regel mit Unterstützung von quantitativen Modellen vorgenommen.

## 08 Einzeltitelauswahl & Investment-Themen

Unter Einzeltitelauswahl versteht man das Hinzufügen oder Entfernen von einzelnen Aktien oder Aktienkörben zur Vermögensallokation, um durch besonders erfolgsversprechende Anlageinstrumente eine Performanceverbesserung zu versuchen. Basierend auf der Analyse zahlreicher Faktoren wie Jahresabschlüsse, Bilanzen, Gewinn- und Verlustrechnungen, Rentabilität, Produktpipeline oder Qualität der Unternehmensführung, die die relevanten Treiber für die zukünftige Wertentwicklung sind, kann eine Überrendite gegenüber dem Markt oder Sektoren erzielt werden. Finanzanalysten bewerten die Daten der Unternehmen nach ihrer Bedeutung, vergleichen sie mit der Branche und benutzen zu deren Beurteilung Finanzmodelle. Ähnliche Ansätze können bei Strukturbrüchen, sich ändernden Regulierungen oder anderen Investitionsthemen mit langfristigen Auswirkungen auf das wirtschaftliche Umfeld und Auswirkungen auf das Betriebsumfeld von Unternehmen angewendet werden. Unter Berücksichtigung des spezifischen Geschäftsmodells, der Marktposition und

Abbildung 4: Korrelation von Aktien und Anleihen in unterschiedlichen Inflationsumgebungen



Quelle: Deutsche Bank AG, LSEG Datastream: 26. Januar 2024

der Marktbedingungen des jeweiligen Unternehmens werden das Preispotenzial und die Attraktivität mit dem entsprechenden Markt und/oder der Branche verglichen. Die Bewertung einer einzelnen Aktie oder eines Aktienkorbs kann aufgrund idiosynkratischer Faktoren, z. B. verursacht durch einen Rechtsstreit oder angetrieben durch eine zukunftsweisende neue Technologie, ein neues Produkt oder ein neues Geschäft deutlich von Vergleichsgrößen abweichen. Research in Kombination mit den neuesten Nachrichtenströmen sind wichtige Inputs, die dabei helfen, zu beurteilen, in welcher Phase des Zyklus sich Volkswirtschaften befinden, was in Bezug auf Zentralbankentscheidungen oder Fiskalpakete rund um den Globus zu erwarten ist. Zu berücksichtigen sind dabei auch die neuesten Branchentrends oder Regulierungsentscheidungen und deren Auswirkungen auf Finanzmärkte, Sektoren und Unternehmensprofile sowie auf die Betriebsmodelle von Unternehmen. Finanzanalysten und Ökonomen liefern Einblicke und Ansichten zu bevorstehenden Risiken und Chancen.

## 09 Systematische Absicherung (Risk Overlay)

Das Risikomanagement ist eine der Kerndisziplinen im Rahmen der Vermögensallokation. Ein Ansatz besteht darin, Änderungen an der Vermögensallokation vorzunehmen, Risiken einzugehen, die höhere Gewinne versprechen, solche zu vermeiden, die zu übergroßen Verlusten führen könnten, und sie regelmäßig an Veränderungen im Marktumfeld anzupassen. Eine andere Möglichkeit besteht darin, sich für eine Vermögensallokation zu entscheiden, diese für einen bestimmten Zeitraum beizubehalten und in einem separaten Schritt ein Risiko-Overlay anzuwenden. Durch die Implementierung eines Risiko-Overlays kann eine systematische Absicherung gegen Verluste erreicht werden, um die Portfoliorenditen innerhalb der angestrebten Risikobandbreiten zu halten.

In diesem Zusammenhang ist ein bestimmtes Budget des Portfolios für Investitionen in derivative Finanzinstrumente wie Optionen, Futures, Forwards usw. reserviert. Diese können zum Schutz vor Marktrisiken wie Wechselkursen, Zinsschwankungen, Preisvolatilität oder andere Marktrisiken einer Anlageklasse zugewiesen werden. Das Risiko-Overlay wird regelmäßig überprüft und an Veränderungen der Marktbedingungen und der Allokation angepasst.

Wenn der Abwärtsschutz vorhanden ist, kann der Anleger dann asymmetrische Strategien verfolgen (siehe [CIO-Special: Asymmetrisch investieren: Vom strategischen Umgang mit Unsicherheit](#)). Risikoüberlagerungen ermöglichen es Anlegern somit, das Portfolioengagement in volatileren Anlageklassen mit höherem Renditepotenzial zu erhöhen.

## 10 Schlussfolgerungen

Die Vermögensallokation für Privatkunden ist sowohl eine Kunst wie auch eine Wissenschaft. Der erste Schritt besteht darin, möglichst detaillierte Kenntnisse über die Anlageziele des Anlegers, das Risikoprofil, den Anlagehorizont, die Renditeziele, den Zeitpunkt und die Art von Rückzahlungen sowie andere Bedingungen zu erlangen. Der nächste Schritt besteht darin, eine strategische Vermögensallokation zu ermitteln, die eng an diesen Anlagezielen des Anlegers ausgerichtet ist. In einem weiteren Schritt kann die strategische Vermögensallokation durch den Einsatz von Instrumenten wie taktischer oder dynamischer Vermögensallokation, Aktienausswahl und Anlagethemen sowie bestimmten Instrumenten mit einem starken Fokus auf statistische Elemente wie systematische Allokationsänderungen oder Risiko-Overlay verfeinert werden. Der Mix dieser Instrumente sollte ständig überwacht und an veränderte Marktbedingungen sowie die Anlageziele des Anlegers angepasst werden.

## Glossar

---

**Alpha** ist ein Maß für die Outperformance der Vermögensallokation gegenüber einer Benchmark, die den Referenzmarkt repräsentiert.

**Asset Allokation** ist ein Anlageansatz zum Aufbau eines Portfolios und zur Aufteilung der Mittel in verschiedene Vermögenswerte/Anlageklassen.

**Beta** kann als Maß für die Volatilität interpretiert werden. Ein Beta von eins zeigt an, dass sich der Vermögenswert im Einklang mit der gewählten Benchmark oder dem gewählten Markt bewegt. Ein Beta von weniger als eins bedeutet, dass der Wert weniger volatil ist als der Markt, und größer als eins, dass er volatiler ist als der Markt.

**Korrelation** ist ein statistisches Maß für die Art und Weise, wie sich zwei Variablen im Verhältnis zueinander bewegen.

Unter **Diversifikation** versteht man die Streuung von Anlagen über Vermögensarten, Regionen usw. mit dem Ziel, das Risiko zu reduzieren.

**Systematische Absicherung** ist ein Portfolio-Management Ansatz, bei dem auf der Grundlage von langfristigen Erwartungen systematisch Absicherungsinstrumente eingesetzt werden.

Eine **strategische Vermögensallokation oder auch strategische Asset Allokation (SAA)** ist ein Anlageansatz, bei dem bevorzugte Allokationen für Anlageklassen mit einem mittel- bis langfristigen Anlagehorizont festgelegt werden.

**Systematisches Marktrisiko** ist das Risiko, das den gesamten Markt betrifft (nicht nur eine bestimmte Aktie, Branche oder Anlageklasse) und weitgehend unvorhersehbar ist.

Bei einem **taktischen Asset-Allokationsansatz** werden die Allokationen in kürzeren Zeitabständen geändert, um von bestimmten Marktbewegungen (Erwartungen) zu profitieren.

Unter **Volatilität** versteht man den Grad der Schwankung einer Anlageklasse oder einer Preisreihe im Zeitverlauf.



## Wichtige Hinweise

### Allgemeines

Dieses Dokument darf nicht in Kanada oder Japan verteilt werden. Dieses Dokument richtet sich ausschließlich an Privat- oder Geschäftskunden.

Dieses Dokument wird über die Deutsche Bank Aktiengesellschaft, ihre Zweigstellen (wie in den jeweiligen Rechtsgebieten zulässig), verbundene Unternehmen und leitende Angestellte und Mitarbeiter (gemeinsam „Deutsche Bank“), vorgelegt. Dieses Material dient ausschließlich zu Ihrer Information und stellt kein Angebot, keine Empfehlung oder Angebotseinholung zum Kauf oder Verkauf von Geldanlagen, Wertpapieren, Finanzinstrumenten oder anderen Produkten, zum Abschluss einer Transaktion oder zur Bereitstellung einer Investmentdienstleistung oder Anlageberatung oder Finanzanalyse bzw. Anlageempfehlung in einem beliebigen Rechtsgebiet dar, sondern dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die Informationen ersetzen nicht die auf die individuellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Beratung.

Der gesamte Inhalt dieser Mitteilung ist vollumfänglich zu prüfen.

Dieses Dokument wurde als allgemeiner Marktkommentar erstellt; Anlagebedürfnisse, Zielsetzungen oder finanzielle Umstände eines bestimmten Anlegers wurden nicht berücksichtigt. Geldanlagen unterliegen Marktrisiken, die sich aus dem jeweiligen Finanzinstrument ableiten lassen oder konkret mit dem Instrument oder dem entsprechenden Emittenten zusammenhängen. Falls solche Risiken eintreten, können Anlegern Verluste entstehen, einschließlich (ohne Beschränkung) des Gesamtverlusts des investierten Kapitals. Der Wert von Geldanlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. In diesem Dokument werden nicht alle Risiken (direkt oder indirekt) und sonstigen Überlegungen ausgeführt, die für einen Anleger bei der Geldanlageentscheidung wesentlich sein können.

Dieses Dokument und alle darin enthaltenen Informationen werden in der vorliegenden Form, soweit verfügbar bereitgestellt, und die Deutsche Bank gibt keine Zusicherung oder Gewährleistung, sei es ausdrücklicher, stillschweigender oder gesetzlicher Art, in Bezug auf in diesem Dokument enthaltene oder damit in Zusammenhang stehende Aussagen oder Informationen ab. Soweit nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig, machen wir keine Zusicherung hinsichtlich der Rentabilität eines Finanzinstruments oder einer wirtschaftlichen Maßnahme. Alle Ansichten, Marktpreise, Schätzungen, zukunftsgerichtete Aussagen, hypothetischen Aussagen oder sonstigen Meinungen, die zu den hierin enthaltenen finanziellen Schlussfolgerungen führen, stellen die subjektive Einschätzung der Deutschen Bank am Tag der Erstellung dieses Dokuments dar. Die Deutsche Bank übernimmt ohne Einschränkung keine Gewährleistung für die Richtigkeit, Angemessenheit, Vollständigkeit, Zuverlässigkeit, Rechtzeitigkeit oder Verfügbarkeit dieser Mitteilung oder der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und schließt ausdrücklich jede Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesem Dokument aus. Zukunftsgerichtete Aussagen umfassen wesentliche Elemente von subjektiven Einschätzungen und Analysen, und die Änderungen derselben und/oder die Berücksichtigung anderer oder weiterer Faktoren können sich erheblich auf die angegebenen Ergebnisse auswirken. Daher können tatsächliche Ergebnisse unter Umständen erheblich von den hierin prognostizierten Ergebnissen abweichen.

Soweit in diesem Dokument nicht anders angegeben, geben alle Meinungsäußerungen die aktuelle Einschätzung der Deutschen Bank wieder, die sich jederzeit ändern kann. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verpflichtung zur Aktualisierung der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder zur Inkennzeichnung der Anleger über verfügbare aktualisierte Informationen. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen können sich ohne Vorankündigung ändern und beruhen auf einer Reihe von Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich - obwohl sie aus heutiger Sicht der Bank auf angemessenen Informationen beruhen - möglicherweise nicht als gültig erweisen oder sich in Zukunft als zutreffend oder korrekt erweisen und von den Schlussfolgerungen anderer Abteilungen innerhalb der Deutschen Bank abweichen können. Obwohl die in diesem Dokument enthaltenen Informationen aus Quellen stammen, die die Deutsche Bank für vertrauenswürdig und zuverlässig hält, übernimmt die Deutsche Bank keine Gewähr für die Vollständigkeit, Fairness oder Richtigkeit der Informationen und sollte sich nicht auf diese verlassen. Die Deutsche Bank übernimmt keine Verantwortung für deren Inhalte, und deren Inhalte sind kein Bestandteil dieses Dokuments. Der Zugriff auf solche externen Quellen erfolgt auf Ihr eigenes Risiko.

Soweit nach den geltenden Gesetzen und Vorschriften zulässig, dient dieses Dokument nur zu Diskussionszwecken und begründet keine rechtlich bindenden Verpflichtungen für die Deutsche Bank, und die Deutsche Bank handelt nicht als Ihr Finanzberater oder in einer treuhänderischen Funktion, es sei denn, die Deutsche Bank hat ausdrücklich schriftlich etwas anderes vereinbart. Vor der Anlageentscheidung müssen Anleger mit oder ohne Unterstützung eines Finanzfachmanns, entscheiden, ob die von der Deutschen Bank beschriebenen oder bereitgestellten Geldanlagen oder Strategien unter Berücksichtigung der besonderen Anlagebedürfnisse des Anlegers, Zielsetzungen, finanziellen Umstände, die möglichen Risiken und Vorteile einer solchen Investitionsentscheidung geeignet sind. Potenzielle Anleger sollten sich bei der Entscheidung für eine Geldanlage nicht auf dieses Dokument, sondern vielmehr auf den Inhalt der endgültigen Angebotsunterlagen in Bezug auf die Geldanlage verlassen.

Als globaler Finanzdienstleister unterliegt die Deutsche Bank von Zeit zu Zeit tatsächlichen und potenziellen Interessenkonflikten. Die Deutsche Bank unternimmt grundsätzlich alle geeigneten Schritte, um effektive organisatorische und administrative Vorkehrungen zu treffen und beizubehalten, die der Erkennung und Beilegung solcher Konflikte dienen. Die Geschäftsführung der Deutschen Bank ist dafür verantwortlich sicherzustellen, dass die Systeme, Kontrollen und Verfahrensweisen der Deutschen Bank dazu geeignet sind, Interessenkonflikte zu erkennen und beizulegen.

Die Deutsche Bank gibt keine Steuer- oder Rechtsberatung, auch nicht in diesem Dokument, und der Inhalt dieses Dokuments ist nicht als Anlageberatung durch die Deutsche Bank zu verstehen. Anleger sollten sich von ihren eigenen Steuerberatern, Rechtsanwältinnen und Anlageberatern in Bezug auf die von der Deutschen Bank beschriebenen Geldanlagen und Strategien beraten lassen. Geldanlageinstrumente sind nicht durch eine Regierungsbehörde versichert, unterliegen keinen Einlagenschutzeinrichtungen und sind nichtgarantiert, auch nicht durch die Deutsche Bank, es sei denn, es werden für einen Einzelfall anderslautende Angaben gemacht.

Dieses Dokument darf ohne ausdrückliche schriftliche Genehmigung der Deutschen Bank nicht vervielfältigt oder in Umlauf gebracht werden. Die Deutsche Bank verbietet ausdrücklich die Verteilung und Weitergabe dieses Materials an Dritte. Die Deutsche Bank übernimmt keinerlei Haftung in Bezug auf die Nutzung oder Verteilung dieses Materials oder auf durch den Anleger (zukünftig) ausgeführte Handlungen oder getroffene Entscheidungen im Zusammenhang mit in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

Die Art der Verbreitung und Verteilung dieses Dokuments kann durch ein Gesetz oder eine Vorschrift in bestimmten Ländern, einschließlich, ohne Beschränkung, den USA, eingeschränkt werden. Dieses Dokument dient nicht der Verteilung an oder der Nutzung durch Personen oder Unternehmen mit Wohn- oder Standort in einem Ort, Bundesstaat, Land oder Rechtsgebiet, in dem die Verteilung, Veröffentlichung, Verfügbarkeit oder Nutzung gegen ein Gesetz oder eine Vorschrift verstoßen würde oder in dem die Deutsche Bank Registrierungs- oder Lizenzierungsanforderungen erfüllen müsste, die derzeit nicht erfüllt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sind aufgefordert, sich selbst über solche Einschränkungen zu informieren und diese einzuhalten. Ergebnisse der Vergangenheit sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse. Der Inhalt dieses Dokuments stellt keine Zusicherung, Gewährleistung oder Prognose in Bezug auf zukünftige Ergebnisse dar. Weitere Informationen stehen auf Anfrage des Anlegers zur Verfügung.

Die Deutsche Bank AG ist eine Aktiengesellschaft nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland mit Hauptsitz in Frankfurt am Main. Sie ist beim Amtsgericht Frankfurt am Main unter der Nummer HRB 30 000 eingetragen und zum Betrieb von Bankgeschäften und zur Erbringung von Finanzdienstleistungen zugelassen. Aufsichtsbehörden sind die Europäische Zentralbank ("EZB"), Sonnemannstraße 22, 60314 Frankfurt am Main,

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist Risiko ausgesetzt.

## Wichtige Hinweise

Deutschland ([www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht ("BaFin"), Grauehndorfer Straße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main ([www.bafin.de](http://www.bafin.de)), sowie die Deutsche Bundesbank ("Deutsche Bundesbank"), Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main ([www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de)).

### Für Einwohner der Vereinigten Arabischen Emirate

Dieses Dokument ist streng privat und vertraulich und wird an eine begrenzte Anzahl von Anlegern verteilt. Es darf nur an den ursprünglichen Empfänger weitergegeben werden und darf nicht vervielfältigt oder für andere Zwecke verwendet werden. Durch den Erhalt dieses Dokuments nimmt die Person oder Einrichtung, an die es ausgegeben wurde, zur Kenntnis und erklärt sich damit einverstanden, dass dieses Dokument nicht von der Zentralbank der VAE, der Wertpapier- und Rohstoffbehörde der VAE, dem Wirtschaftsministerium der VAE oder anderen Behörden in den VAE genehmigt worden ist. In den Vereinigten Arabischen Emiraten wurden und werden keine Finanzprodukte oder -dienstleistungen vermarktet, und in den Vereinigten Arabischen Emiraten kann und wird keine Zeichnung von Fonds, Wertpapieren, Produkten oder Finanzdienstleistungen erfolgen. Dies stellt kein öffentliches Angebot von Wertpapieren in den Vereinigten Arabischen Emiraten gemäß dem Handelsgesellschaftsgesetz, dem Bundesgesetz Nr. 2 von 2015 (in seiner jeweils gültigen Fassung) oder anderweitig dar. Dieses Dokument darf nur an "professionelle Anleger" gemäß der Definition im Rulebook on Financial Activities and Reconciliation Mechanism (in der jeweils gültigen Fassung) der UAE Securities and Commodities Authority verteilt werden.

### Für Einwohner von Kuwait

Dieses Dokument wurde Ihnen auf Ihren eigenen Wunsch hin zugesandt. Diese Präsentation ist nicht zur allgemeinen Verbreitung an die Öffentlichkeit in Kuwait bestimmt. Die Anteile wurden nicht von der kuwaitischen Kapitalmarktbehörde oder einer anderen zuständigen kuwaitischen Regierungsbehörde zum Angebot in Kuwait zugelassen. Das Angebot der Anteile in Kuwait auf der Grundlage einer Privatplatzierung oder eines öffentlichen Angebots ist daher gemäß dem Gesetzesdekret Nr. 31 von 1990 und den dazugehörigen Durchführungsbestimmungen (in der jeweils gültigen Fassung) sowie dem Gesetz Nr. 7 von 2010 und den dazugehörigen Verordnungen (in der jeweils gültigen Fassung) eingeschränkt. Es wird kein privates oder öffentliches Angebot der Anteile in Kuwait gemacht, und es wird kein Vertrag über den Verkauf der Anteile in Kuwait geschlossen. Es werden keine Marketing- oder Werbemaßnahmen oder Anreize unternommen, um die Anteile in Kuwait anzubieten oder zu vermarkten.

### Für Gebietsansässige des Königreichs Saudi-Arabien

Dieses Dokument darf im Königreich nur an Personen verteilt werden, die gemäß den von der Kapitalmarktaufsichtsbehörde herausgegebenen Investmentfondsvorschriften dazu berechtigt sind. Die Kapitalmarktaufsichtsbehörde übernimmt keine Verantwortung für den Inhalt dieses Dokuments, gibt keine Zusicherung hinsichtlich seiner Richtigkeit oder Vollständigkeit und lehnt ausdrücklich jegliche Haftung für Verluste ab, die sich aus Teilen dieses Dokuments ergeben oder im Vertrauen darauf entstanden sind. Potenzielle Zeichner von Wertpapieren sollten ihre eigene Due-Diligence-Prüfung in Bezug auf die Richtigkeit der Informationen über die Wertpapiere durchführen. Wenn Sie den Inhalt dieses Dokuments nicht verstehen, sollten Sie einen zugelassenen Finanzberater konsultieren.

### Für Einwohner von Katar

Dieses Dokument wurde nicht bei der Zentralbank von Katar, der Finanzmarktaufsicht von Katar, der Aufsichtsbehörde für den Finanzplatz Katar oder einer anderen relevanten katarischen Regierungsbehörde oder Wertpapierbörse eingereicht, geprüft oder genehmigt und unterliegt nicht den Gesetzen des Staates Katar. Dieses Dokument stellt kein öffentliches Angebot dar und ist nur an die Partei gerichtet, der es zugestellt wurde. Es wird keine Transaktion in Katar abgeschlossen, und Anfragen oder Anträge sollten außerhalb von Katar entgegengenommen und Zuteilungen vorgenommen werden.

### Für Gebietsansässige des Königreichs Bahrain

Dieses Dokument stellt kein Angebot zum Verkauf von oder zur Beteiligung an Wertpapieren, Derivaten oder Fonds dar, die in Bahrain im Sinne der Vorschriften der Bahrain Monetary Agency vertrieben werden. Alle Investitionsanträge und Zuteilungen sollten in jedem Fall von außerhalb Bahrains erfolgen. Dieses Dokument wurde nur für private Informationszwecke der beabsichtigten Investoren, die Institutionen sein werden, erstellt. Es erfolgt keine Aufforderung an die Öffentlichkeit im Königreich Bahrain, und dieses Dokument wird nicht veröffentlicht, an die Öffentlichkeit weitergegeben oder der Öffentlichkeit zugänglich gemacht. Die Zentralbank (CBB) hat dieses Dokument oder den Vertrieb dieser Wertpapiere, Derivate oder Fonds im Königreich Bahrain weder geprüft noch genehmigt.

### Für Personen mit Wohnsitz in Südafrika

Dieses Dokument stellt kein Angebot, keine Aufforderung oder Werbung in Südafrika dar und ist auch nicht Teil eines solchen. Dieses Dokument wurde nicht bei der südafrikanischen Zentralbank, der Financial Sector Conduct Authority oder einer anderen relevanten südafrikanischen Regierungsbehörde oder Wertpapierbörse eingereicht, geprüft oder genehmigt und unterliegt nicht den Gesetzen der Republik Südafrika.

### Für Einwohner von Belgien

Dieses Dokument wurde in Belgien von der Deutschen Bank AG über ihre Niederlassung Brüssel verteilt. Die Deutsche Bank AG ist eine nach dem Recht der Bundesrepublik Deutschland gegründete Aktiengesellschaft, die der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank (EZB) und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) unterliegt und zum Betrieb von Bankgeschäften und zur Erbringung von Finanzdienstleistungen berechtigt ist. Die Deutsche Bank AG, Niederlassung Brüssel, wird in Belgien auch von der Financial Services and Markets Authority ("FSMA", [www.fsma.be](http://www.fsma.be)) beaufsichtigt. Die Niederlassung hat ihren Sitz in der Marnixlaan 13-15, B-1000 Brüssel und ist unter der Nummer VAT BE 0418.371.094, RPM/RPR Brüssel, registriert. Weitere Informationen sind auf Anfrage erhältlich oder können unter [www.deutschebank.be](http://www.deutschebank.be) abgerufen werden.

### Für Einwohner des Vereinigten Königreichs

Bei diesem Dokument handelt es sich um eine Finanzwerbung im Sinne von Abschnitt 21 des Financial Services and Markets Act 2000, die von der DB UK Bank Limited genehmigt und an Sie weitergeleitet wurde. Die DB UK Bank Limited ist ein Mitglied der Deutsche Bank Gruppe und ist beim Company House in England & Wales unter der Firmennummer 315841 mit eingetragenem Sitz registriert: 21 Moorfields, London, United Kingdom, EC2Y 9DB. Die DB UK Bank Limited ist von der Prudential Regulation Authority zugelassen und wird von der Financial Conduct Authority und der Prudential Regulation Authority reguliert. Die Registrierungsnummer der DB UK Bank Limited für Finanzdienstleistungen lautet 140848.

Die Deutsche Bank Aktiengesellschaft ist in der Bundesrepublik Deutschland eingetragen und die Haftung ihrer Mitglieder ist beschränkt.

### Für Einwohner von Hongkong

Dieses Material ist bestimmt für: Professionelle Anleger in Hongkong. Darüber hinaus wird dieses Material nur dem Empfänger zur Verfügung gestellt, die Weitergabe dieses Materials ist strengstens untersagt. Dieses Dokument und sein Inhalt dienen ausschließlich der Information. Dieses Dokument und sein Inhalt dienen lediglich der Information. Nichts in diesem Dokument ist als Angebot einer Investition oder als Aufforderung oder Empfehlung zum Kauf oder Verkauf einer Investition gedacht und sollte nicht als Angebot, Aufforderung oder Empfehlung ausgelegt werden.

Der Inhalt dieses Dokuments wurde nicht von einer Aufsichtsbehörde in Hongkong geprüft. Wir raten Ihnen, in Bezug auf die hierin enthaltenen Anlagen (falls vorhanden) Vorsicht walten zu lassen. Wenn Sie Zweifel am Inhalt dieses Dokuments haben, sollten Sie unabhängigen professionellen Rat einholen.

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist Risiko ausgesetzt.

## Wichtige Hinweise

Dieses Dokument wurde weder von der Securities and Futures Commission in Hongkong ("SFC") genehmigt, noch wurde eine Kopie dieses Dokuments vom Registrar of Companies in Hongkong registriert, sofern nicht anders angegeben. Die hierin enthaltenen Anlagen können von der SFC genehmigt werden oder auch nicht. Die Anlagen dürfen in Hongkong nur (i) "professionellen Anlegern" gemäß der Definition in der Securities and Futures Ordinance (Cap. 571 der Gesetze von Hongkong) ("SFO") und den im Rahmen der SFO erlassenen Vorschriften oder (ii) unter anderen Umständen, die nicht dazu führen, dass das Dokument ein "Prospekt" im Sinne der Companies (Winding Up and Miscellaneous Provisions) Ordinance (Cap. 32 der Gesetze von Hongkong) (die "C(WUMP)O") ist oder die kein öffentliches Angebot im Sinne der C(WUMP)O darstellen. Niemand darf in Hongkong oder anderswo Werbung, Einladungen oder Dokumente in Bezug auf die Anlagen herausgeben oder für die Zwecke der Ausgabe besitzen, die an die Öffentlichkeit in Hongkong gerichtet sind oder deren Inhalt wahrscheinlich von der Öffentlichkeit in Hongkong eingesehen oder gelesen werden kann (es sei denn, dies ist nach den Wertpapiergesetzen von Hongkong erlaubt), außer in Bezug auf Anlagen, die nur an Personen außerhalb von Hongkong oder nur an "professionelle Anleger" gemäß der Definition in der SFO und den im Rahmen der SFO erlassenen Vorschriften veräußert werden oder werden sollen.

### Für Einwohner von Singapur

Dieses Material ist bestimmt für: Zugelassene Investoren / Institutionelle Investoren in Singapur. Darüber hinaus wird dieses Material nur dem Adressaten zur Verfügung gestellt. Die Weitergabe dieses Materials ist strengstens untersagt.

### Für Einwohner der Vereinigten Staaten von Amerika

In den USA werden Maklerdienste über Deutsche Bank Securities Inc. angeboten, einen Broker-Dealer und registrierten Anlageberater, der Wertpapiergeschäfte in den USA abwickelt. Deutsche Bank Securities Inc. ist Mitglied von FINRA, NYSE und SIPC. Bank- und Kreditvergabedienstleistungen werden über Deutsche Bank Trust Company Americas, FDIC-Mitglied, und andere Mitglieder der Deutsche Bank Group angeboten. In Bezug auf die USA siehe vorherige Aussagen in diesem Dokument. Die Deutsche Bank gibt keine Zusicherungen oder Gewährleistungen dazu ab, dass die hierin enthaltenen Informationen zur Nutzung in Ländern außerhalb der USA geeignet oder verfügbar sind oder dass die in diesem Dokument beschriebenen Dienstleistungen zum Verkauf oder zur Nutzung in allen Ländern oder durch alle Gegenparteien verfügbar oder geeignet sind. Wenn dies nicht registriert oder wie gemäß dem anwendbaren Gesetz zulässig lizenziert wurde, bieten weder die Deutsche Bank noch ihre verbundenen Unternehmen irgendwelche Dienstleistungen in den USA oder Dienstleistungen an, die dafür ausgelegt sind, US-Bürger anzuziehen (gemäß der Definition des Begriffs unter Vorschrift S des Wertpapiergesetzes der USA von 1933 („Securities Act“) in seiner jeweils gültigen Form).

Der USA-spezifische Haftungsausschluss unterliegt den Gesetzen des Bundesstaates Delaware und ist entsprechend auszulegen; die Kollisionsnormen, die die Anwendung des Gesetzes eines anderen Rechtsgebietes vorsehen würden, finden keine Anwendung.

### Für Personen mit Wohnsitz in Deutschland

Bei diesen Informationen handelt es sich um Werbung. Die Texte erfüllen nicht alle gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unparteilichkeit von Anlage- und Anlagestrategieempfehlungen oder Finanzanalysen. Es besteht kein Verbot für den Ersteller oder für das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen, vor oder nach der Veröffentlichung dieser Dokumente mit den jeweiligen Finanzinstrumenten zu handeln. Allgemeine Informationen zu Finanzinstrumenten enthalten die Broschüren "Basisinformationen zu Wertpapieren und anderen Kapitalanlagen", "Basisinformationen zu Finanzderivaten", "Basisinformationen zu Termingeschäften" und das Merkblatt "Risiken bei Termingeschäften", die der Kunde kostenlos bei der Bank anfordern kann. Die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung oder simulierte Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung.

### Für Einwohner von Indien

Die in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen werden der indischen Öffentlichkeit nicht zum Kauf oder zur Zeichnung angeboten. Dieses Dokument wurde nicht vom Securities and Exchange Board of India, von der Reserve Bank of India oder einer anderen indischen Regierungs-/Regulierungsbehörde genehmigt oder dort registriert. Dieses Dokument ist kein „Prospekt“ gemäß der Definition des Begriffs in den Bestimmungen des Companies Act, 2013 (18 aus 2013) und wird auch bei keiner indischen Regulierungsbehörde eingereicht. Gemäß dem Foreign Exchange Management Act, 1999 und den darunter erlassenen Vorschriften kann jeder Anleger mit Wohnsitz in Indien aufgefordert werden, die Sondergenehmigung der Reserve Bank of India einzuholen, bevor er Geld außerhalb Indiens anlegt, einschließlich der in diesem Dokument erwähnten Geldanlagen.

### Für Einwohner von Italien

Dieser Bericht wird in Italien von Deutsche Bank S.p.A. vorgelegt, einer nach italienischem Recht gegründeten und registrierten Bank, die der Aufsicht und Kontrolle der Bancad'Italia und der CONSOB unterliegt. Ihr Sitz befindet sich in Piazza del Calendario 3 - 20126 Mailand (Italien) und ist bei der Handelskammer von Mailand eingetragen, MwSt.- und Steuernummer 001340740156, Teil des Interbankenfonds zur Einlagensicherung, eingetragen im Bankregister und Leiter der Bankengruppe Deutsche Bank, eingetragen im Register der Bankengruppen gemäß Gesetzesdekret vom 1. September 1993 Nr. 385 und untersteht der Leitung und Koordinationstätigkeit der Deutschen Bank AG, Frankfurt am Main (Deutschland).

### Für Gebietsansässige in Luxemburg

Dieser Bericht wird in Luxemburg von der Deutschen Bank Luxembourg S.A. vertrieben, einer Bank, die nach dem Recht des Großherzogtums Luxemburg in Form einer Aktiengesellschaft (Société Anonyme) gegründet wurde und der Aufsicht und Kontrolle der Europäischen Zentralbank ("EZB") und der Commission de Surveillance du Secteur Financier ("CSSF") unterliegt. Ihr eingetragener Sitz befindet sich in 2, boulevard Konrad Adenauer, 1115 Luxemburg, Großherzogtum Luxemburg, und sie ist im luxemburgischen Handels- und Gesellschaftsregister ("RCS") unter der Nummer B 9.164 eingetragen.

### Für Einwohner von Spanien

Die Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal ist ein Kreditinstitut, das der Aufsicht der spanischen Zentralbank und der CNMV unterliegt und in deren jeweiligen amtlichen Registern unter dem Code 019 eingetragen ist. Die Deutsche Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal darf nur die Finanzdienstleistungen und Bankgeschäfte betreiben, die in den Anwendungsbereich ihrer bestehenden Lizenz fallen. Die Hauptniederlassung in Spanien befindet sich in Paseo de la Castellana Nummer 18, 28046 - Madrid. Eingetragen im Handelsregister von Madrid, Band 28100, Buch 0, Folio 1, Abschnitt 8, Blatt M506294, Eintragung 2. NIF: A08000614. Diese Informationen wurden von der Deutschen Bank, Sociedad Anónima Española Unipersonal zur Verfügung gestellt.

### Für Einwohner von Portugal

Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ein Kreditinstitut, das von der Bancode Portugal und von der portugiesischen Wertpapierkommission (CMVM) reguliert wird und in deren offiziellen Registern unter der Nummer 43 und 349 sowie im Handelsregister unter der Nummer 980459079 eingetragen ist. Die Deutsche Bank AG, Zweigstelle Portugal, ist ausschließlich berechtigt, diejenigen Finanzdienstleistungsaktivitäten auszuführen, die unter die bestehende Lizenz fallen. Der eingetragene Sitz ist in Rua Castilho, 20, 1250-069 Lissabon, Portugal.

In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als unzutreffend erweisen können. Die bisherige Wertentwicklung lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Wertentwicklung bezieht sich auf einen Nominalwert, der auf Kursgewinnen/-verlusten beruht und die Inflation nicht berücksichtigt. Die Inflation wirkt sich negativ auf die Kaufkraft dieses nominalen Geldwerts aus. Je nach aktuellem Inflationsniveau kann dies zu einem realen Wertverlust führen, selbst wenn die nominale Wertentwicklung der Anlage positiv ist. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Der Wert von Anlagen kann sowohl fallen als auch steigen, und Sie erhalten nicht zwangsläufig zu jedem Zeitpunkt den ursprünglich angelegten Betrag zurück. Ihr Kapital ist Risiko ausgesetzt.

## Wichtige Hinweise

---

### Für Einwohner von Österreich

Dieses Dokument wird von der Deutsche Bank AG Filiale Wien, eingetragen im Firmenbuch des Wiener Handelsgerichts unter der Nummer FN 140266z, vorgelegt. Die Deutsche Bank AG Filiale Wien zusätzlich von der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA), Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien beaufsichtigt. Dieses Dokument wurde den vorstehend genannten Aufsichtsbehörden weder vorgelegt noch von diesen genehmigt.

### Für Personen mit Wohnsitz in den Niederlanden

Dieses Dokument wird von der Deutschen Bank AG, Niederlassung Amsterdam, mit eingetragener Adresse De entree 195 (1101 HE) in Amsterdam, Niederlande, verteilt und ist im niederländischen Handelsregister unter der Nummer 33304583 sowie im Register im Sinne von Abschnitt 1:107 des niederländischen Finanzaufsichtsgesetzes (Wet op het financieel toezicht) eingetragen. Dieses Register kann über [www.dnb.nl](http://www.dnb.nl) eingesehen werden.

### Für Einwohner von Frankreich

Die Deutsche Bank AG ist ein zugelassenes Kreditinstitut und unterliegt der allgemeinen Aufsicht der Europäischen Zentralbank und der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin). Ihre verschiedenen Zweigstellen werden für bestimmte Tätigkeiten von den zuständigen Bankaufsichtsbehörden vor Ort beaufsichtigt, wie z. B. der Aufsichtsbehörde für Aufsicht und Auflösung (Autorité de Contrôle Prudentiel de Résolution, "ACPR") und der Finanzmarktaufsichtsbehörde (Autorité des Marchés Financiers, "AMF") in Frankreich.

Jegliche Vervielfältigung, Darstellung, Verbreitung oder Weitergabe des Inhalts dieses Dokuments, ganz oder teilweise, in jeglichem Medium oder durch jegliches Verfahren, sowie jeglicher Verkauf, Weiterverkauf, Weiterübertragung oder Bereitstellung für Dritte, in welcher Form auch immer, ist verboten. Dieses Dokument darf ohne unsere schriftliche Genehmigung nicht vervielfältigt oder verbreitet werden.

© 2024 Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.