

HEALTH WEALTH CAREER

# **GOLD ALS ANLAGEKLASSE FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN**

FEBRUAR 2019

MAKE TOMORROW, TODAY

## Inhalt

1. Zusammenfassung .....	3
2. Gold aus der Investmentperspektive .....	5
• Historische Bedeutung von Gold .....	5
• Gold als eigene Anlageklasse .....	6
• Die Rolle von Gold in der Eurokrise 2011 .....	7
• Entwicklung des Goldpreises seit 2011 .....	7
• Nachfrage nach Gold – aktuell und über die letzten 10 Jahre.....	8
• Aktuelles Marktumfeld und mögliche Szenarien .....	10
3. Direkte und indirekte Goldinvestments .....	12
4. Ergebnisse der quantitativen Analyse .....	15
5. Regulatorische Rahmenbedingungen für regulierte Investoren .....	21
• Behandlung von Goldanlagen unter deutschem VAG.....	21
• Behandlung von Goldanlagen unter Solvency II .....	22
6. Wichtiger Hinweis .....	23

# 1

## ZUSAMMENFASSUNG

Historisch betrachtet spielte Gold nicht nur eine wichtige Rolle in der Entwicklung von Nationen, sondern diente in den vergangenen 5000 Jahren auch als Zahlungsmittel. Mit der Abschaffung des Goldstandards zu Beginn der siebziger Jahre des 20. Jahrhunderts endete diese formale Zahlungsmittelfunktion, und Gold rückte mehr in den Fokus als Kapitalanlage. In Zeiten „regulärer“ Kapitalmarktbedingungen wird der Goldpreis primär durch Fundamentaldaten (Angebot und Nachfrage) bestimmt, während Gold in Krisenzeiten, wenn Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem herrschen, von Investoren oftmals als „sicherer Hafen“ oder „Kaufkraft-Versicherung“ wahrgenommen wird. Der starke Anstieg des Goldpreises während der Eurokrise unterstreicht diese Sichtweise.

Die Ergebnisse unserer quantitativen Analyse zeigen, dass eine Investition in Gold eine sinnvolle Diversifikation eines Portfolios aus Large-Cap-Aktien und Staatsanleihen der Eurozone darstellt, besonders in Krisenphasen des Kapitalmarktes. Der Conditional Value at Risk, welcher den mittleren prozentualen Verlust des Portfoliowertes innerhalb des unteren Endes einer Renditeverteilung darstellt, kann durch die Beimischung von Gold in Höhe von bis zu 5 Prozent des Portfoliowertes reduziert werden.

Investoren, die eine Beimischung von Gold in Betracht ziehen, stehen vielfältige Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung. Generell können zwei Investitionskategorien unterschieden werden: direkte Investitionen (z.B. physisches Gold, Goldkonto bei einer Bank, „allozierte“ Goldpositionen) und indirekte Investitionen (z.B. Derivate auf Gold, Goldaktien, Exchange Traded Products). Ein Investment in alloziertes physisches Gold ist für unregulierte Investoren sicherlich die bevorzugte Möglichkeit, Zugang zur Anlageklasse Gold zu erlangen. Für institutionelle Investoren, die aufgrund regulatorischer Vorschriften keine direkten Anlagen in Gold tätigen dürfen, halten wir Exchange Traded Products (ETPs) für eine effiziente Anlageform, um möglichst unmittelbar an der Entwicklung des Goldpreises zu partizipieren. Bei der Auswahl eines bestimmten ETPs aus der Vielzahl der Angebote sollte die im Verkaufsprospekt erläuterte Konstruktion sehr genau auf mögliche zusätzliche Risiken (z.B. Liefer-, Abwicklungs- oder Kreditrisiken) geprüft werden. Zudem sollten Investoren berücksichtigen, dass bestimmte ETPs einen systematischen Tracking Error zum physischen Goldpreis aufweisen können, entweder bedingt durch Gebühren, welche

direkt vom Nettoinventarwert (NAV) des Produkts abgezogen werden, oder durch die von Marktteilnehmern wahrgenommene Risikostruktur des Produkts im Vergleich zu einem direkten physischen Goldinvestment.

Institutionen, die dem deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) unterliegen, war es lange Zeit untersagt, in Rohstoffe zu investieren. Änderungen haben es jedoch auch dieser Investorengruppe ermöglicht, ihr Investmentspektrum um den Bereich Rohstoffe zu erweitern. Seit der Änderung der „Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen“ (Anlageverordnung) im Jahr 2010 ist eine Investition in Rohstoffrisiken, sowohl durch Fondsinvestments als auch durch Wertpapiere, deren Wertentwicklung an Rohstoffe gekoppelt ist, gestattet, solange die physische Lieferung des zugrunde liegenden Rohstoffes ausgeschlossen ist. Zusätzlich erfolgte mit einer weiteren Änderung der Anlageverordnung im Jahr 2015 die Einführung einer „sonstige AIF“-Quote, welche Rohstoff- und Hedgefondsanlagen gleichermaßen bis zu 7,5 Prozent des Sicherungsvermögens zulässt.

Negativ zu bewerten ist hingegen die Behandlung alternativer Anlageklassen unter dem Anfang 2016 in Kraft getretenen Solvency II. In einem vordefinierten Stress-Szenario für den Europäischen Wirtschaftsraum bzw. die OECD werden Rohstoffinvestments mit einer vergleichsweise hohen Kapitalanforderung von 49 Prozent belegt, um den Test zu bestehen. Diese Kapitalanforderung gilt sogar für den Fall, dass die Volatilität des Rohstoffinvestments geringer ist als diejenige globaler Aktien. Die hohe Kapitalanforderung konterkariert damit in Teilen den positiven Diversifikationseffekt von Rohstoffinvestments.

Zusammenfassend zeigen die Ergebnisse unserer Analyse, dass Gold eine sinnvolle „Versicherung“ gegen einen Verlust des Vertrauens in das globale Währungs- und Wirtschaftssystem darstellen sollte. Regulatorische Veränderungen in Bezug auf Rohstoffinvestments haben die Investitionsmöglichkeiten, sogar für streng regulierte Investoren, deutlich erweitert. Die Behandlung alternativer Anlageklassen unter Solvency II ist nachteilig für Rohstoffinvestments, sodass regulierte Investoren das Ausmaß geplanter Investments in alternative Anlageklassen einschließlich Gold neu überdenken müssen. Dies stellt besonders im aktuellen Niedrigzinsumfeld bei geringeren Renditeerwartungen für traditionelle Anlageklassen eine Herausforderung dar.

# 2

## GOLD AUS DER INVESTMENTPERSPEKTIVE

### HISTORISCHE BEDEUTUNG VON GOLD

Historisch betrachtet spielte Gold stets eine wichtige Rolle in der Entwicklung von Nationen und im Handel. Seit der Bronzezeit wurde das Edelmetall wegen seiner Schönheit verehrt und diente in den vergangenen 5000 Jahren auch als Zahlungsmittel. Zahlreiche Wörter und Redewendungen haben ihren Ursprung in der hohen Wertschätzung für Gold, beispielsweise „etwas in Gold aufwiegen“, „die Goldmedaille gewinnen“, „die goldene Regel“ und „die goldene Kreditkarte“.

Bevor die US-Notenbank im Jahre 1913 zur Finanzierung des ersten Weltkrieges gegründet wurde, war das britische Pfund die bedeutendste Weltwährung, welche eine Goldforderung darstellte. Während der hundert Jahre davor und der Mehrheit der vorhergehenden Jahrtausende basierte das Währungssystem auf Gold, weil Gold stets als werthaltig galt. Als Papiergeld erstmals eingeführt wurde, stellte es im weitesten Sinne die Verbriefung einer Goldforderung dar. Während langer Perioden des 20. Jahrhunderts bestand dieser „Goldstandard“ fort, und Gold konnte nicht frei gehandelt werden. In den USA unter Präsident Roosevelt wurde im Jahre 1933 der private Besitz von Gold verboten und Goldbestände wurden vom Staat konfisziert. Zu dieser Zeit betrug der Marktpreis für Gold 20 US-Dollars pro Feinunze. 1944 wurde der „offizielle“ Goldpreis dann auf 35 US-Dollars pro Feinunze angehoben. Zur gleichen Zeit, mit der Einführung des Bretton-Woods-Systems, begann die dominierende Position der USA auf dem Rohstoffmarkt. Es wurde festgelegt, dass sämtliche internationale Rohstoff-Transaktionen in US-Dollar stattzufinden hätten. In der Folge mussten andere Länder zuerst US-Dollars erwerben, bevor Rohstoff-Transaktionen getätigt werden konnten, während die USA in der Lage waren, hierfür zusätzliches Papiergeld zu drucken. Dies vergrößerte den Wohlstand in den USA erheblich. Das Geldangebot stieg ebenfalls beträchtlich, aber der Wert des US-Dollars blieb stabil, getrieben durch die globale Nachfrage nach Rohstoffen. Die eigentliche Fixierung des Goldpreises in US-Dollar endete im Jahre 1968, obwohl Zentralbanken mit der US-Notenbank Gold bis 1971 zu einem festen Kurs von 35 US-Dollars pro Feinunze handeln konnten. Bis zum Ende des Bretton-Woods-Systems wurden alle Papiergeld-Forderungen (US-Dollar-Noten) in Gold erfüllt. Im Jahre 1971 stoppten die USA die Erfüllung der eingegangenen Verpflichtung, eingereichte US-Dollars in Gold einzulösen. Es dauerte bis 1975, bevor US-Bürgern der private Goldbesitz wieder gestattet wurde. In diesem Jahr begann auch der Handel mit Gold-Terminkontrakten an der New York Commodities Exchange. Das Ende des Goldstandards bedeutete gleichzeitig den Beginn des „Fiat-Währungssystems“, bei welchem Papiergeld nicht durch Gold gedeckt ist, sondern

durch die gesetzliche Verpflichtung der Regierung, es als Zahlungsmittel zu akzeptieren. Seither werden Währungen ohne inhärenten materiellen Wert gedruckt. Das Geldangebot kann hierbei entweder durch das Drucken von Papiergeld („Geldinflation“) oder durch Kreditschöpfung („Kreditinflation“) erhöht werden.

### GOLD ALS EIGENE ANLAGEKLASSE

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

- *Gold behält eine wichtige Rolle als monetäre Anlage und damit als Finanzvermögen. Diese Theorie behauptet, dass Gold einen festen Platz in einem Investment-Portfolio verdient, da es in etwa seinen Realwert behalten wird und eine Versicherung gegen aufkommende Sorgen um einen möglichen Zusammenbruch des Fiat-Währungssystems darstellt.*
- *Gold sollte als Rohstoff ohne Rendite oder Einkommensstrom betrachtet werden. Folglich sollte der Preis für Gold durch das verfügbare Angebot und die Nachfrage aus der Industrie bestimmt werden.*

In der Praxis haben beide Sichtweisen ihre Daseinsberechtigung. In Phasen geringer Stabilitätsrisiken für das globale Währungs- und Wirtschaftssystem wird der Goldpreis von Fundamentaldaten (Angebot und Nachfrage) bestimmt, während Gold in Krisenzeiten von Investoren oftmals als „sicherer Hafen“ wahrgenommen wird. In diesem Sinne kann Gold von Investoren als eine Art „Kaufkraft-Versicherung“ betrachtet werden. Damit weist Gold sowohl Merkmale von Geldvermögen als auch typische Rohstoff-Charakteristika (Preisbildung durch Angebot und Nachfrage) auf. Sehr wahrscheinlich wird der Goldpreis auch zukünftig durch das Zusammenwirken beider Merkmalsklassen bestimmt werden: Die Angebots- und Nachfragesituation sorgt hierbei für ein Preisminimum, während aus der zugeschriebenen Eigenschaft als „Kaufkraft-Versicherung“ in Krisenzeiten ein Preisaufschlag resultiert. Dieser Aufschlag ist abhängig vom wahrgenommenen Risiko für das Währungs- und Wirtschaftssystem. Sollte das Fiat-Währungssystem nachhaltig fortbestehen, könnte die Erinnerung an den Goldstandard und die daraus entstandene Wahrnehmung von Gold als Geldvermögen in den Hintergrund geraten.

## DIE ROLLE VON GOLD IN DER EUROKRISE 2011

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

Die Ursachen für die Eurokrise waren vielfältig, aber grundsätzlich kann diese als Staatsschuldenkrise infolge einer Bankenkrise sowie schwachen Wirtschaftswachstums und schwacher Wettbewerbspositionen einiger der betroffenen Staaten charakterisiert werden. Mit der Verschärfung der Krise wurden einige Staaten der Eurozone unfähig, ihre Staatsschulden ohne fremde Hilfe zurückzuzahlen oder zu refinanzieren. Inmitten von Ängsten um mögliche Zahlungsausfälle und anschließender Austritte von Staaten aus der Eurozone oder gar eines Auseinanderbrechens der Eurozone selbst brachen die globalen Aktienmärkte ein und die Risikoprämien für Staatsanleihen der schwachen Peripheriestaaten stiegen dramatisch an. Vor dem Hintergrund dieser systemischen Krise schoss der Goldpreis von unter 1.000 US-Dollars auf 1.900 US-Dollars pro Feinunze in die Höhe. Im Anschluss an die Rettungsaktion durch die Europäische Kommission, die Europäische Zentralbank und den Internationalen Währungsfonds stabilisierte sich die Situation und die Refinanzierungsbedingungen verbesserten sich. Mit dem Aufkommen von Zeichen einer moderaten Erholung der globalen Konjunktur erholten sich auch die globalen Aktien- und Anleihenmärkte wieder. Auch wenn Griechenland im Jahr 2015 erneut kurz vor der Staatspleite stand, was einen erneut starken Anstieg des Spreads mit sich brachte, blieb der Goldpreis über diesen Zeitraum davon relativ unbeeindruckt. Die Ansteckungsgefahr und damit die mögliche Staatspleite weiterer Staaten wurden zu diesem Zeitpunkt bereits aufgrund der einsetzenden makroökonomischen Erholung als gering eingeschätzt.

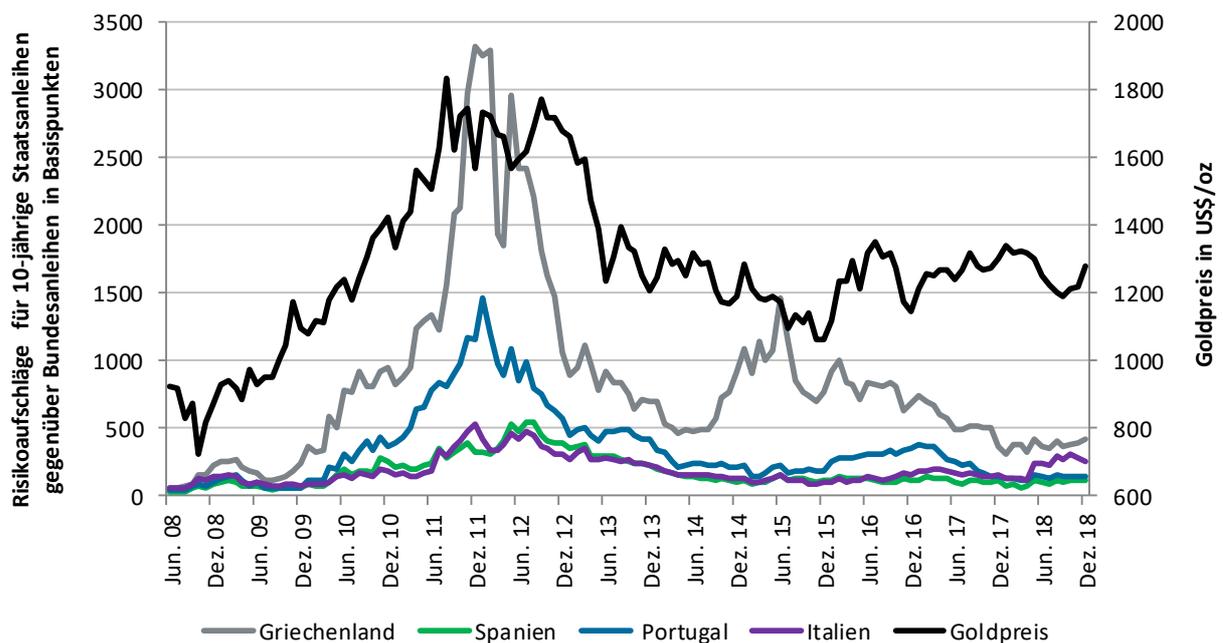
## ENTWICKLUNG DES GOLDPREISES SEIT 2011

Stark ausgeprägt war der Goldpreisanstieg in der ersten Jahreshälfte 2016. Der Preis für die Feinunze kletterte von rund 1.000 US-Dollar auf rund 1.350 US-Dollar, getrieben durch ein schwächeres Wirtschaftswachstum in China, Anzeichen einer weniger expansiven Geldpolitik in den USA sowie politische Unsicherheiten wegen des möglichen Austritts Großbritanniens aus der Europäischen Union („Brexit“). Eine Erholung der chinesischen Wirtschaft sowie Klarheit über die Wahlentscheidung zum „Brexit“ haben anschließend zu einem Abfall des Goldpreises auf rund 1.150 US-Dollar bis zum Jahresende 2016 geführt.

Im Jahr 2017 stieg der Goldpreis in US Dollar an, wobei der größte Jahresgewinn seit 2010 erzielt werden konnte. Die Jahresperformance übertraf die Rendite vieler klassischer Anlageklassen – ausgenommen von Aktien. Dieses Ergebnis kann auf die Schwäche des US Dollars sowie die hohen Bewertungen vieler anderer Anlageklassen und geopolitische Unsicherheiten, insbesondere rund um Nordkorea, zurückgeführt werden. Ein aufwertender Dollar, steigende Zinsen in den USA sowie die Steuerreform der US-Administration resultierten in steigenden US-

Aktienkursen bis zum 4. Quartal 2018. Im gleichen Zeitraum sank der Goldpreis nahezu bis auf das Niveau von Ende 2016. Eine Erholung trat ab Oktober 2018 ein, als geopolitische und makroökonomische Risiken anstiegen und Aktienkurse fielen.

Die nachfolgende Grafik zeigt die Entwicklung von Risikoaufschlägen für Staatsanleihen der Peripheriestaaten der Eurozone und des Goldpreises im Verlauf der Eurokrise und bis Ende 2018:



Quellen: Bloomberg, Mercer

## NACHFRAGE NACH GOLD – AKTUELL UND ÜBER DIE LETZTEN 10 JAHRE

Die Ergebnisse der veröffentlichten Studie „Gold Demand Trends – Full Year 2018“ des World Gold Council<sup>1</sup> zeigen, dass die Goldnachfrage im Jahr 2018 mit 4.345 Tonnen im Vergleich zum

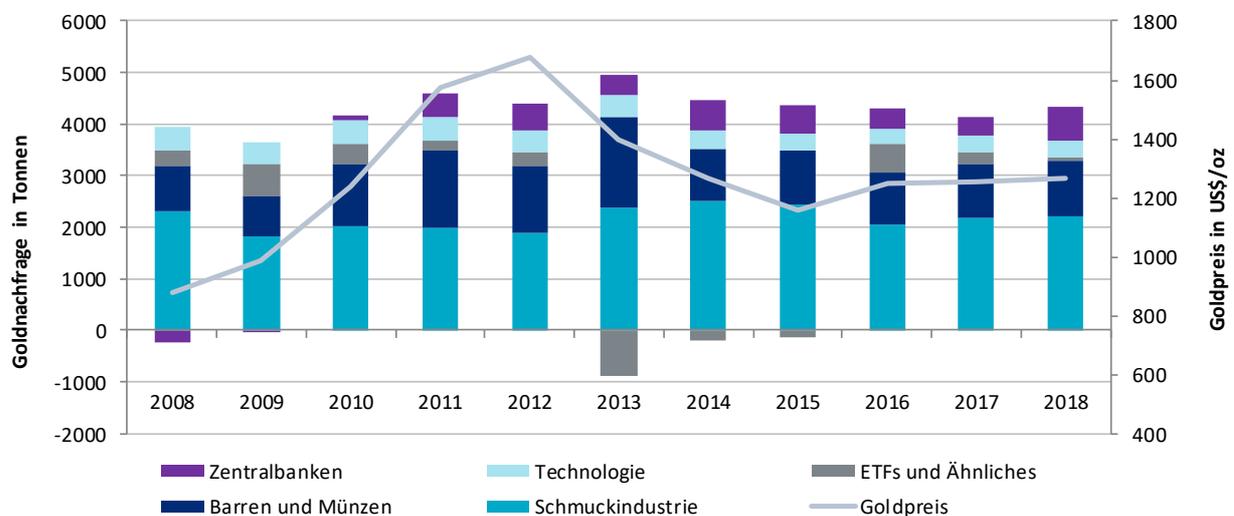
<sup>1</sup> Das World Gold Council ist eine Marktentwicklungsorganisation für die Goldindustrie mit dem Ziel, die Goldnachfrage zu stimulieren und zu erhalten.

Vorjahr leicht gestiegen ist und damit im Bereich des 5-Jahres Trends (4.348 Tonnen) liegt. Die Schmuckindustrie war 2018 mit 2.200 Tonnen der größte Nachfrager nach Gold, gefolgt von der Nachfrage nach Barren und Münzen mit 1.090 Tonnen und den Zentralbanken mit 652 Tonnen welche damit im Jahr 2018 die zweitgrößte in der Vergangenheit gemessene Menge nachfragten. In der Industrie stagnierte die Nachfrage weitgehend bei 335 Tonnen.

Interessanterweise fiel die Nachfrage durch ETFs und vergleichbare Produkte in den Jahren 2013 bis 2015 in den negativen Bereich, d. h. Rückflüsse überwogen gegenüber Investments. In 2015 betrug die Rückflüsse 128 Tonnen. Seit 2016 werden für ETFs und vergleichbare Produkte wieder Zuflüsse registriert. 2018 lagen diese bei insgesamt 69 Tonnen, während im Vorjahr noch eine Nachfrage in Höhe von 206 Tonnen verzeichnet werden konnte.

Während der Eurokrise stieg der Goldpreis in den Jahren 2010 und 2011 um 25,8% bzw. 27,3% an. Die Goldnachfrage erreichte mit 4.590 Tonnen ihren Höhepunkt der vergangenen 10 Jahre. Die Nachfrage nach Barren und Münzen sowie die Nachfrage durch ETFs und vergleichbare Produkte stiegen in 2010 um 13,3% und in 2011 um 6,9% an und trugen wesentlich zur Goldnachfrage bei.

Die nachfolgende Abbildung zeigt Nachfragetrends über die vergangenen 10 Jahre:



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

## AKTUELLES MARKTUMFELD UND MÖGLICHE SZENARIEN

Bei der Planung eines Investments ist der richtige Einstiegszeitpunkt entscheidend. Während erwartet werden kann, dass ein Goldinvestment langfristig eine gewisse Absicherung gegen Inflation bietet (solange Inflation als Abwertung von Fiat-Währungen betrachtet wird), können von Zeit zu Zeit aufkommende Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem eine Schlüsselrolle bei der Preisbildung einnehmen und den Goldpreis von seinem „natürlichen“ Niveau entfernen. Gerade diese von der Kapitalmarktsituation abhängige, wechselnde Wahrnehmung von Gold als „Kaufkraft-Versicherung“ oder als reiner Rohstoff macht es in der Praxis schwierig oder sogar unmöglich, einen „fairen“ Goldpreis zu ermitteln. Zudem ist ein Goldkauf zu einem nominal niedrigen Preisniveau gleichbedeutend mit dem Kauf einer Versicherung gegen monetäre Risiken, wenn diese minimal oder nicht-existent zu sein scheinen.

Bei einem aktuellen Niveau des Goldpreises in Höhe von über 1.200 US-Dollars pro Feinunze sehen wir drei Hauptszenarien:

- Szenario 1: Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem kehren zurück, verstärkt durch einen Rückfall in die Rezession, eine Stagflation oder einen starken Anstieg der Inflationsraten durch die seit nun zehn Jahren anhaltend expansive Geldpolitik vieler entwickelter Staaten. In diesem Szenario würde Gold zunehmend als ultimatives Geldvermögen betrachtet werden, mit der Folge stark steigender Preise.
- Szenario 2: Gewisse Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem bleiben mittelfristig bestehen und der Goldpreis verbleibt auf seinem aktuellen Niveau. Der Goldpreis kann kurzfristig steigen, wenn neue Investoren (z. B. Finanzinvestoren) Gold weiterhin als „Versicherung“ kaufen
- Szenario 3: Die Weltwirtschaft wächst weiter und die Wahrnehmung von Gold als Rohstoff verfestigt sich. In diesem Szenario erwarten wir einen Rückgang des Goldpreises von seinem aktuellen Niveau, um ausschließlich die Nachfrage aus der Industrie und dem Schmucksektor zu reflektieren. Es besteht das Risiko eines schnellen Goldpreisverfalls, wenn die Weltwirtschaft ihren Erholungspfad weiter fortsetzt. Investoren sollten sich dieses Risikos bewusst sein.

Während wir der Meinung sind, dass alle genannten Szenarien plausibel sind, ist es sehr schwierig, diesen Wahrscheinlichkeiten zuzuordnen. Gold hat in der Tat zwei Gesichter: eines als Rohstoff und ein anderes als „monetäres Gut“. In diesem Sinne ist Gold kein gewöhnliches Investment. Seit den siebziger Jahren des 20. Jahrhunderts geriet die Rolle als „monetäres Gut“ in den Hintergrund. Ganz in Vergessenheit geriet sie jedoch nicht. Trotzdem repräsentiert Gold in Investment-Portfolios, wenn überhaupt, nur einen geringen Anteil des Gesamtvolumens. Der

größte Portfolioanteil ist regelmäßig in Wertpapieren wie Aktien und Anleihen investiert. Bedingt durch bestehende Unsicherheiten über die Dauer der expansiven Geldpolitik in Europa sowie die Unsicherheit über mögliche Handelskriege der USA mit anderen Volkswirtschaften erlebt Gold aktuell eine Renaissance als Finanzinvestment.

# 3

## DIREKTE UND INDIREKTE GOLDINVESTMENTS

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

Bei den direkten Goldanlagen werden folgende Möglichkeiten besonders häufig von Investoren genutzt:

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

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

- Gold-Derivate: Bei einer Anlage in Gold über Derivate übernimmt der Anleger zusätzlich zu den Schwankungsrisiken des Goldpreises noch weitere Risiken, z. B. die Schwankungsrisiken von impliziter Volatilität (einer Maßzahl für den Marktpreis von Optionen), von der „Cost of Carry“ oder der Laufzeitenstruktur des jeweiligen Terminmarktes. Außerdem ist zu beachten, dass nur wenige Derivate ausschließlich Gold als Basiswert haben (z. B. an einer Börse gehandelte Gold-Futures). Gerade die weit verbreiteten Derivate auf Rohstoff-Indizes (z. B. der DJ UBS Commodity Index) oder Rohstoff-Baskets sind nur zu einem geringen Teil an Gold und zum überwiegenden Teil an andere Rohstoffe gekoppelt.

- Gold-Aktien (d. h. börsengehandelte Eigenkapitalbeteiligungen an Betreibergesellschaften von Goldminen): Gold-Aktien haben sich als Möglichkeit für Investoren etabliert, gehebelte Anlagen in Gold zu tätigen. Die Preise von Gold-Aktien haben sich regelmäßig (verstärkt um einen Hebelfaktor) parallel zum Marktpreis von Gold entwickelt. Der große Nachteil einer indirekten Anlage in Gold über Gold-Aktien besteht darin, dass der Investor auch dem individuellen Geschäftsrisiko der jeweiligen Gesellschaft sowie den Preisschwankungen des Aktienmarktes ausgesetzt ist, die sich in der Vergangenheit auch regelmäßig auf Gold-Aktien ausgewirkt haben.
- Exchange Traded Products (ETPs), insbesondere:
  - Exchange Traded Funds (ETFs): Gold-ETFs können nur in bestimmten Jurisdiktionen aufgelegt werden. In Europa beispielsweise dürfen regulierte Fonds nicht direkt in Gold oder andere Rohstoffe investieren. In den USA gibt es zwar Gold-ETFs, doch werden diese in der Regel als börsennotierte Trusts aufgelegt und sind nicht mit typischen regulierten Fondsvehikeln vergleichbar.
  - Exchange Traded Notes / Exchange Traded Commodities (ETNs / ETCs): Diese besonderen Formen von ETPs werden typischerweise als Inhaberschuldverschreibungen konstruiert, die mit hinterlegtem physischem Gold besichert sind. Die genaue Ausgestaltung dieser Besicherung variiert von Produkt zu Produkt. Insbesondere sind Unterschiede in den Details des Allokationsmechanismus und des Gläubigerschutzes bei Insolvenz des Emittenten festzustellen.

Soll Gold also für den Anleger in erster Linie eine Schutzfunktion gegen eine Krise des Finanzsystems darstellen, dann ist für diesen Zweck die direkte Anlage in alloziertes Gold das Nahe-liegende. Voraussetzung ist jedoch, dass der Anleger nicht durch aufsichtsrechtliche Verbote vom Direkterwerb von Gold abgehalten wird.

Für institutionelle Investoren, die aufgrund regulatorischer Vorschriften keine direkten Anlagen in Gold tätigen dürfen, halten wir ETPs für eine geeignete Anlageform, um möglichst unmittelbar an der Entwicklung des Goldpreises zu partizipieren. Bei der Auswahl eines bestimmten ETPs aus der Vielzahl der Angebote sollte die im Verkaufsprospekt erläuterte Konstruktion sehr genau auf mögliche zusätzliche Risiken (z. B. Liefer-, Abwicklungs- oder Kreditrisiken) geprüft werden. Dabei sollten insbesondere folgende Fragen beantwortet werden:

- „Ist der Marktpreis dieses ETP direkt an Gold gekoppelt (d. h. ist das ETP mit physischem Gold besichert) oder erfolgt die Kopplung an den Goldpreis lediglich über eine Formel?“

- *„Kann sich der Preis des ETP im Zeitablauf systematisch anders entwickeln als der Goldpreis, z. B. durch Gebühren, die dem inneren Wert des ETP regelmäßig belastet werden?“*

# 4

## ERGEBNISSE DER QUANTITATIVEN ANALYSE

Im quantitativen Teil unserer Analyse haben wir den potenziellen Nutzen einer Beimischung von Gold zu einem Portfolio aus Large-Cap-Aktien und Staatsanleihen der Eurozone unter verschiedenen Kapitalmarktszenarien untersucht. Diese Untersuchung erfolgte mithilfe eines so genannten Regime-Switching-Modells.

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

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

Unsere Anlageklassen-Benchmarks und Kapitalmarktannahmen lauten wie folgt:

### Anlageklassen-Benchmarks für das Regime-Switching-Modell

Anlageklasse	Benchmark	Währung	seit
Large-Cap-Aktien der Eurozone	MSCI EMU	EUR	Feb 1999
Staatsanleihen der Eurozone	Barclays Euro Government	EUR	Feb 1999
Gold	Gold (Kassapreis)	EUR	Feb 1999

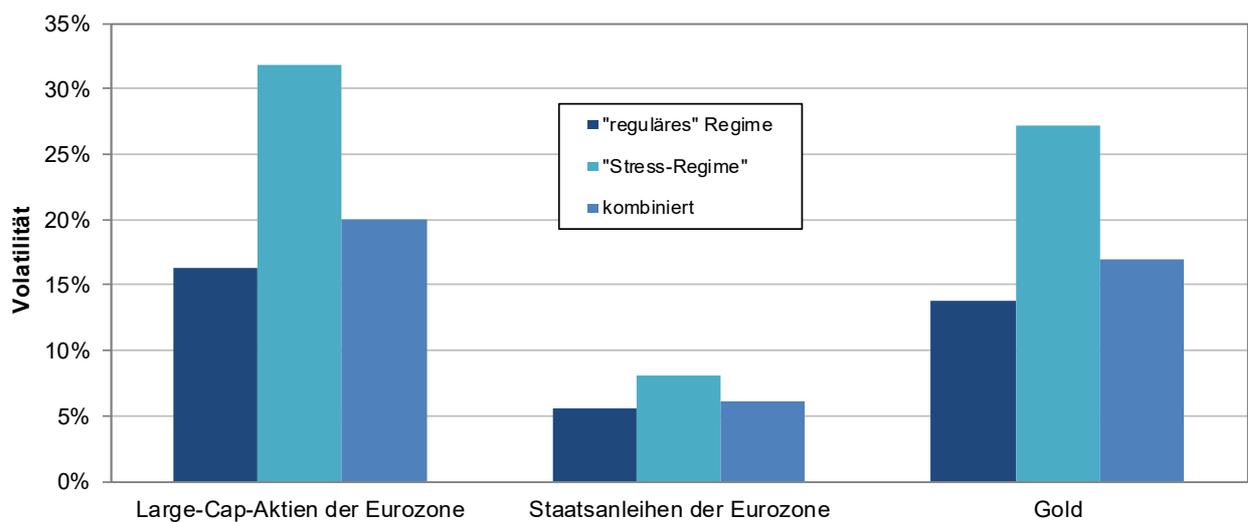
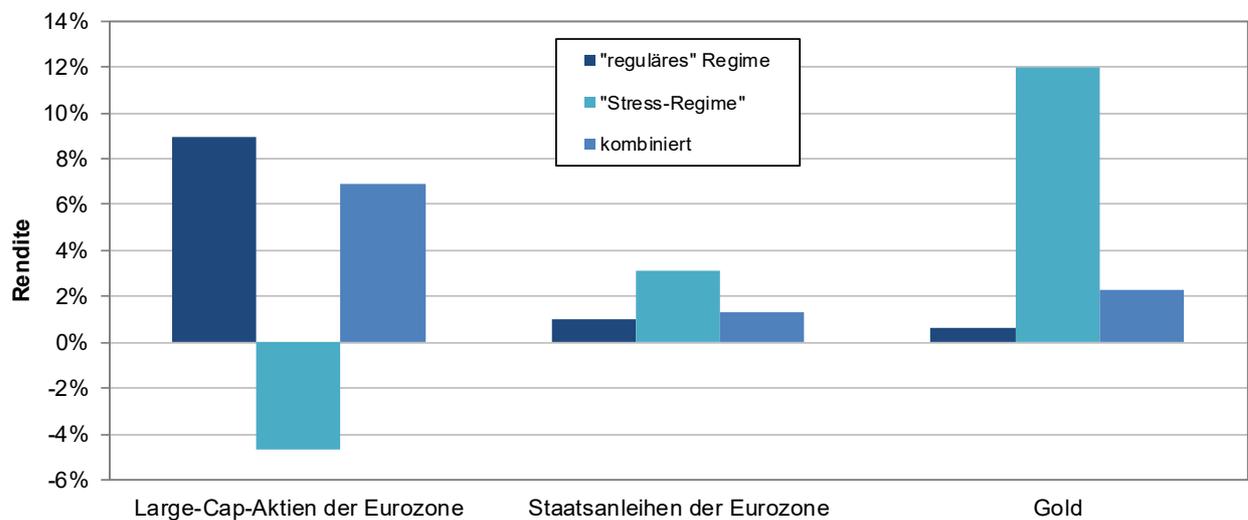
### Kapitalmarktannahmen

Anlageklasse	Rendite p.a.	Volatilität	Korrelationen		
Large-Cap-Aktien der Eurozone	6,9%	20,0%	1,00	-0,07	0,40
Staatsanleihen der Eurozone	1,3%	6,1%	-0,07	1,00	0,00
Gold	2,3%	17,0%	0,40	0,00	1,00

Hinweise: Die dargestellten Korrelationsannahmen sind zukunftsgerichtete Schätzungen. Die historischen Korrelationen für die vergangenen 15 Jahre (basierend auf monatlichen Renditen) lauten wie folgt: Large-Cap-Aktien der Eurozone/Staatsanleihen der Eurozone -0,11, Large-Cap-Aktien der Eurozone/Gold +0,22, Staatsanleihen der Eurozone/Gold -0,17.

Die angenommenen Wahrscheinlichkeiten der beiden Marktregime lauten 85 Prozent für einen „regulären“ Markt und 15 Prozent für ein „Stress-Regime“. Das bedeutet, dass sich der Kapitalmarkt in 85 Prozent aller Fälle in einem „regulären“ Zustand befindet, während ein „Stress-Regime“ in 15 Prozent aller Fälle auftritt.

Die Modellergebnisse für die beiden Kapitalmarktregime sind im Folgenden dargestellt:



#### Reguläres Regime (angenommene Wahrscheinlichkeit 85%)

Anlageklasse	Rendite p.a.	Volatilität	Korrelationen		
Large-Cap-Aktien der Eurozone	8,94%	16,25%	1,00	-0,02	0,58
Staatsanleihen der Eurozone	0,98%	5,63%	-0,02	1,00	-0,07
Gold	0,59%	13,78%	0,58	-0,07	1,00

### Stress-Regime (angenommene Wahrscheinlichkeit 15%)

Anlageklasse	Rendite p.a.	Volatilität	Korrelationen		
Large-Cap-Aktien der Eurozone	-4,66%	31,82%	1,00	-0,07	0,35
Staatsanleihen der Eurozone	3,09%	8,03%	-0,07	1,00	0,04
Gold	11,98%	27,22%	0,35	0,04	1,00

Die Modellergebnisse können folgendermaßen zusammengefasst werden:

- *Aktien weisen eine signifikant geringere Rendite und ein signifikant höheres Volatilitätsniveau im „Stress-Regime“ als im „regulären“ Regime auf.*
- *Staatsanleihen weisen eine höhere Rendite und ein höheres Volatilitätsniveau im „Stress-Regime“ als im „regulären“ Regime auf.*
- *Gold weist eine signifikant höhere Rendite und ein höheres Volatilitätsniveau im „Stress-Regime“ als im „regulären“ Regime auf.*
- *Die Korrelationen zwischen Staatsanleihen und Aktien und zwischen Aktien und Gold werden im „Stress-Regime“ geringer. Die Korrelation zwischen Staatsanleihen und Gold steigt an.*

Bei der Analyse des potenziellen Nutzens einer Beimischung von Gold zu einem Portfolio aus Large-Cap-Aktien und Staatsanleihen der Eurozone wird offensichtlich, dass Gold eine sinnvolle Ergänzung in Krisenzeiten darstellt. Unter diesen Kapitalmarktbedingungen erzielte Gold eine erwartete Rendite in Höhe von 11,98 Prozent p.a., welche signifikant höher ist als die erwartete Rendite von 0,59 Prozent p.a. unter „regulären“ Bedingungen. Hinzu kommt, dass die Korrelationskoeffizienten zwischen Gold und Aktien im „Stress-Regime“ sinken, was den angenommenen Diversifikationsnutzen von Gold in Krisenzeiten unterstreicht. Unter „regulären“ Marktbedingungen hingegen ist das Rendite/Risiko-Verhältnis von Gold im Vergleich zu Aktien und zu Staatsanleihen nicht sehr vorteilhaft.

In einem Portfolio-Optimierungsprozess, welcher auf den Ergebnissen des Regime-Switching-Modells basiert, werden zwei „Opportunity Sets“ verglichen:

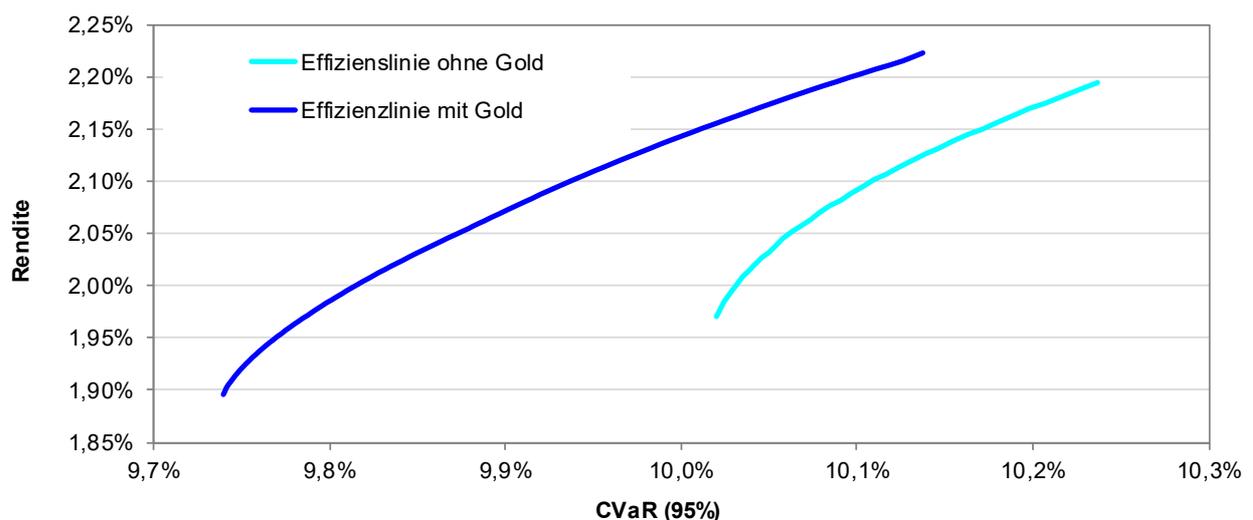
- *Das erste „Opportunity Set“ enthält Large-Cap-Aktien der Eurozone und Staatsanleihen der Eurozone. Die Gewichtung von Aktien wird auf maximal 20 Prozent des Portfolios begrenzt.*

- Das zweite „Opportunity Set“ enthält Large-Cap-Aktien der Eurozone, Staatsanleihen der Eurozone und Gold als dritte Anlageklasse. Die Gewichtung von Aktien bleibt auf maximal 20 Prozent des Portfolios begrenzt, während die Gewichtung von Gold auf maximal 5 Prozent des Portfolios begrenzt wird.

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

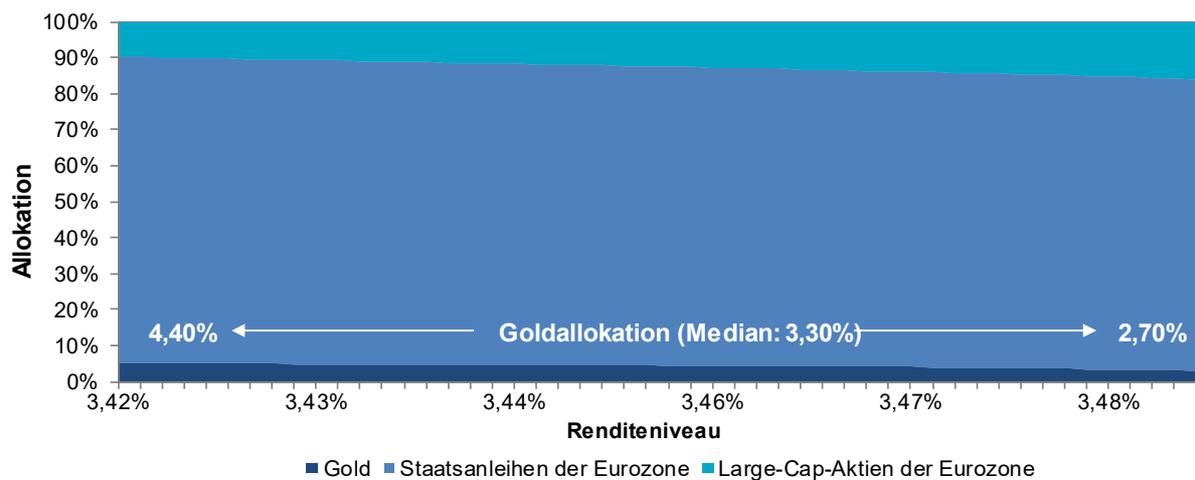
Die Ergebnisse zeigen einen moderaten Nutzen der Beimischung von Gold zu einem Portfolio aus Large-Cap-Aktien und Staatsanleihen der Eurozone. Die Effizienzlinie, welche das zweite „Opportunity Set“ (inkl. Gold) darstellt, dominiert die Effizienzlinie des ersten „Opportunity Sets“ (ohne Gold) über das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

Effizienzlinien der zwei verschiedenen „Opportunity Sets“ (Portfolio mit Gold/ohne Gold):



Die oben dargestellten Ergebnisse basieren auf Gold-Allokationen in Höhe von 2,7 bis 4,4 Prozent des Portfoliowertes. Diese Gewichte resultieren direkt aus dem robusten Portfolio-Optimierungsprozess und variieren mit dem gewünschten Verlustrisiko oder Renditeniveau. Die untenstehende Abbildung zeigt diese Beziehung hinsichtlich verschieden hoher Zielrenditen.

Portfolio-Allokationen für verschieden hohe Zielrenditen:



Eine konsolidierte Betrachtung der Ergebnisse der quantitativen Analyse zeigt, dass eine Investition in Gold eine sinnvolle Diversifikation eines Portfolios aus Large-Cap-Aktien und Staatsanleihen der Eurozone darstellt, besonders in Krisenzeiten. Der Conditional Value at Risk, welcher den durchschnittlichen prozentualen Verlust des Portfoliowertes innerhalb des unteren Endes der Renditeverteilung bezeichnet, kann reduziert werden, wenn eine Beimischung von Gold in Höhe von bis zu knapp 4,4 Prozent des Portfoliowertes zugelassen wird.

# 5

## REGULATORISCHE RAHMENBEDINGUNGEN FÜR REGULIERTE INVESTOREN

### BEHANDLUNG VON GOLDANLAGEN UNTER DEUTSCHEM VAG

Institutionelle Anleger, deren Kapitalanlage durch das deutsche Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) reguliert wird, konnten bis zum Jahr 2004 weder direkt noch indirekt in Rohstoffe investieren. Seit 2004 ist zumindest die indirekte Anlage in Rohstoffe über Derivate oder ETPs möglich, deren Wertentwicklung an breit diversifizierte Rohstoffindizes gekoppelt ist. Allerdings mussten derartige Anlagen nun auf die so genannte Hedgefondsquote angerechnet werden, die maximal 5 Prozent des Sicherungsvermögens betrug. Im Mai 2010 wurde dann die „Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen“ (AnIV) dahingehend geändert, dass nunmehr Rohstoffrisiken sowohl über Fonds als auch über an Rohstoffe gekoppelte Wertpapiere und ETPs eingegangen werden dürfen. Auszuschließen ist jedoch weiterhin die Möglichkeit einer physischen Lieferung der den Anlageprodukten zugrundeliegenden Rohstoffe an den Investor. Für Rohstoffanlagen wurde auch eine separate Rohstoffquote geschaffen, die derartige Anlagen auf maximal 5 Prozent des Sicherungsvermögens begrenzt.

Am 22. Juli 2013 wurde das neue Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in Deutschland als lokales Umsetzungsgesetz der europäischen „Alternative Investment Fund Managers Directive“ (AIFMD) wirksam. Es ersetzte das bis dahin gültige Investmentgesetz (InvG).

Da sich die Versicherungsregulierung an zahlreichen Stellen auf Begrifflichkeiten des InvG bezieht, war eine Neufassung der Anlageverordnung notwendig, welche im März 2015 in Kraft trat. Wesentliche Änderung in Hinblick auf Gold war eine neue Kategorie „sonstige AIF“, unter der nun Rohstoff- sowie Hedgefondsanlagen zusammengefasst und auf maximal 7,5% beschränkt sind.

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

## BEHANDLUNG VON GOLDANLAGEN UNTER SOLVENCY II

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

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

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

Dieses Vorgehen stellt eine gravierende Veränderung gegenüber Solvency I dar. Unter Solvency I wurden die einzelnen Anlageklassen nicht gesondert mit Kapitalanforderungen belegt, sondern nur das Gesamtportfolio gegen eine Anzahl vorgegebener Stress-Szenarios geprüft. Da die Berücksichtigung alternativer Anlageklassen bei der strategischen Asset Allocation zu einem unter Rendite/Risiko-Gesichtspunkten besseren Portfolio führt, entstanden dem Rohstoff-Investor keine Nachteile im Stresstest.

Durch die aufsichtsrechtlich erforderliche höhere Eigenkapitalunterlegung unter Solvency II ist bei der Investition in Rohstoffanlagen zu prüfen, ob ökonomische Diversifikationsvorteile durch Rohstoffinvestments nicht zumindest teilweise durch höhere aufsichtsrechtlich erforderliche Eigenkapitalkosten verringert werden.

Einerseits sind die Verbindlichkeiten der von Solvency II betroffenen Investoren häufig mit Garantieverzinsungen versehen, andererseits liefert ihnen das derzeitige Kapitalmarktumfeld aber mit der nun schon länger andauernden Niedrigzinsphase kaum die Möglichkeit, ohne signifikante Allokation zu Anlageklassen mit einer höheren Volatilität die Mindestrenditeziele zu erreichen. Leider werden Gold und andere alternative Anlageklassen, die einen gewissen Schutz gegen einen Vertrauensverlust in das Finanzsystem bieten sollten, unter den Umsetzungsregeln für Solvency II nicht sonderlich vorteilhaft behandelt.

## WICHTIGER HINWEIS

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

© 2019 Mercer LLC. Alle Rechte vorbehalten.

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

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

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

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

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

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



Mercer Deutschland GmbH  
Platz der Einheit 1  
60327Frankfurt  
+49 69 689 778 0

Mercer Deutschland GmbH, Sitz: Frankfurt am Main, Amtsgericht Frankfurt am Main HRB 76595  
Geschäftsführer: Achim Lüder  
Vorsitzender des Aufsichtsrates: Dr. August Joas

