



PERSPEKTIVEN

Spezial | Mai 2025

**Alternative Investments &
Strategische Asset Allocation
Schaffung eines robusten Rahmens
für Privatanleger**



Schaffung eines robusten Rahmens für Privatanleger



Christian Nolting
Globaler Chief Investment
Officer

Alternative Investments sind eine zunehmend wichtige Anlageklasse. In dieser Publikation untersuchen wir die Gründe dafür, greifen die verschiedenen Arten Alternativer Investments auf und versuchen, deren Wahrnehmung von der Realität zu entflechten – zum Beispiel im Hinblick auf Renditeerwartungen.

Die Welt der Alternativen Investments ist naturgemäß breit und vielfältig. In dieser Publikation konzentrieren wir uns auf die sogenannten private markets (Privatmarktanlagen) und die spezifische Frage, wie ein effektiver Prozess der Asset Allocation ihre Einbeziehung in ein Anlageportfolio optimal nutzen kann.

Anleger haben sich traditionell aus vielerlei Motiven heraus auf Alternative Investments verlassen – Einkommen, Kapitalwachstum, Inflationsschutz, Unterstützung gegen Marktstress oder einfach die Anlage in langfristige säkulare Themen. All dies sind nachvollziehbare Anlageziele. Gleichzeitig ist wichtig, sich im Klaren darüber zu sein, was realistisch möglich ist. Es ist auch wichtig, die verschiedenen Arten von Risiken zu verstehen, die mit Alternativen Investments verbunden sind.

Alternative Investments werden häufig nach ihren individuellen Vorzügen betrachtet. Aber für uns könnten deren Vorteile im Portfoliokontext am offensichtlichsten sein. Wie wir erklären, können Alternative Investments neue Wege zur besseren Diversifizierung von Portfolios bieten, sodass es schwierig sein kann, nur in öffentliche Märkte zu investieren.

Das Verständnis dafür, wie ein Investor erfolgreich Alternative Investments in ein Portfolio einbetten kann, das auf der Grundlage einer effektiven strategischen Asset Allocation (dem Schlüssel zum Anlageerfolg) verwaltet wird, muss jedoch weit über einen einfachen Versuch der Vermögens-Diversifikation hinausgehen. Es gibt viele andere Möglichkeiten, wie es verwendet werden kann, um die Risiko-/Renditeeigenschaften eines Portfolios zu ändern. Wir schließen den Bericht daher mit einer eher konzeptionellen Diskussion über die Notwendigkeit, ein Gleichgewicht zwischen Robustheit und Effizienz des Portfolios zu finden, in welchem Umfang die Einbeziehung von Alternativen Investments uns dabei helfen kann, und über die Schlüsselfragen im Zusammenhang mit dem Anlagehorizont und den Erwartungen.

Für Alternative Investments könnten es sehr spannende Jahre werden. Dieser Bereich hat sich im Allgemeinen erfolgreich an die Wahrscheinlichkeit angepasst, dass wir für längere Zeit höhere Zinssätze sehen könnten. Ein neuer politischer Wille zur Erhöhung der Infrastrukturinvestitionen wird auch interessante neue Möglichkeiten auf vielen privaten Märkten schaffen.

Doch um das Beste aus diesen Entwicklungen zu machen, müssen Alternative Investments effektiv in die Anlegerportfolios integriert werden. Wir hoffen, dass Sie die Ideen in diesem Bericht dazu interessant finden.



Inhalte

Authors:

Christian Nolting
Globaler Chief Investment
Officer

Dr. Dirk Steffen
Chief Investment Officer EMEA

Christoph Schueler
Senior Investmentstrategie

Ahmed Khalid
Senior Investmentstrategie

Dr. Olaf Scherf
Globaler Leiter Risk Return
Engineering

Rita Mayer-Sommer
Leiterin Engineering, Risk
Return Engineering

01 Zusammenfassung

02 Warum Alternative Investments?

03 Anlageklassenübersicht

04 Strategische Asset Allocation

05 Wichtigste Schlussfolgerungen

Bitte verwenden Sie den QR-Code um auf
eine Auswahl weiterer CIO-Berichte der
Deutsche Bank zuzugreifen
www.deutschewealth.com.





01

Zusammenfassung

Alternative Investments, die zwei Jahrzehnte robusten Wachstums hinter sich haben, sind heute ein Markt mit institutioneller Größe. Die höhere Reife alternativer Anlageklassen, ein verbesserter Regulierungsrahmen und die anhaltende Datenrevolution – alle mit erheblichen Verbesserungen in Sachen Transparenz – haben zu einer breiteren Anlegerbasis geführt, wobei Privatkunden ein besonderes Interesse zeigen.

Die dynamische Entwicklung von Alternativen Investments ist bemerkenswert und beinhaltet eine komplexe Reihe von Chancen und Herausforderungen. In jüngster Zeit hat der Begriff „Privatmarktanlagen“ begonnen, den Bereich Alternativer Investments zu dominieren, wobei Private Equity und private Kredite in der Finanzwelt im Mittelpunkt stehen. Aber viele der langjährigen „traditionellen Alternativen Investments“ wie Rohstoffe und Hedgefonds haben immer noch eine wichtige Rolle in den globalen Portfolios.

Wir sehen klare Vorteile in Investitionen in überwiegend illiquiden alternativen Vermögenswerten zusammen mit liquiden traditionellen Anlageklassen. Dafür gibt es eine Reihe von Gründen. Während wir davor warnen, uns bei der Beurteilung der zukünftigen Wertentwicklung auf die offensichtliche Überperformance bestimmter alternativer Segmente in der Vergangenheit zu verlassen, finden wir andere attraktive zukünftige Investitionsmöglichkeiten. Unser Hauptziel ist es, die Portfoliodiversifizierung zu erhöhen, indem Risikofaktoren (wie Sektoren und Stile) in liquide Portfolios eingebaut werden, von denen wir derzeit nicht glauben, dass sie ihr Diversifikationspotenzial voll ausschöpfen (was wohl der einzige „free lunch“ (risikoloser Gewinn) in der Welt der Kapitalmärkte ist). So zeichnen sich US-Aktien derzeit durch eine hohe Marktkonzentration rund um Mega-Caps und einen Branchenmix aus, der von IT- und Kommunikationsdienstleistungen dominiert wird. Gezielte Alternative Investments können diese Lücke schließen und dazu beitragen, das Portfolio in andere Sektoren zu diversifizieren und so die Portfolioeffizienz zu verbessern.

Darüber hinaus hat die Integration Alternativer Investments in die strategische (d.h. langfristige) Asset Allocation eines Portfolios den Vorteil, dass sie eine Möglichkeit bietet, das Ausmaß des Marktrisikos und der Rendite (Beta-Komponente) im Vergleich zu den aktiven Renditen (Alpha-Komponente) entsprechend dem langfristigen Ausblick für Aktien und Anleihen und den jeweiligen Beta-Komponenten alternativer Anlageklassen zu steuern.

In dieser Publikation stellen wir unseren Ansatz zur Integration Alternativer Investments in die strategische Asset Allocation für Privatkunden vor. Wir stützen uns auf die Analyse der Marktrisiken sowohl alternativer als auch traditioneller Anlageklassen und wenden dann das firmeneigene robuste Asset Allocation Framework der Deutsche Bank an, um Risikobewertungen und langfristige Renditeaussichten zu kombinieren.

02

Warum Alternative Investments?

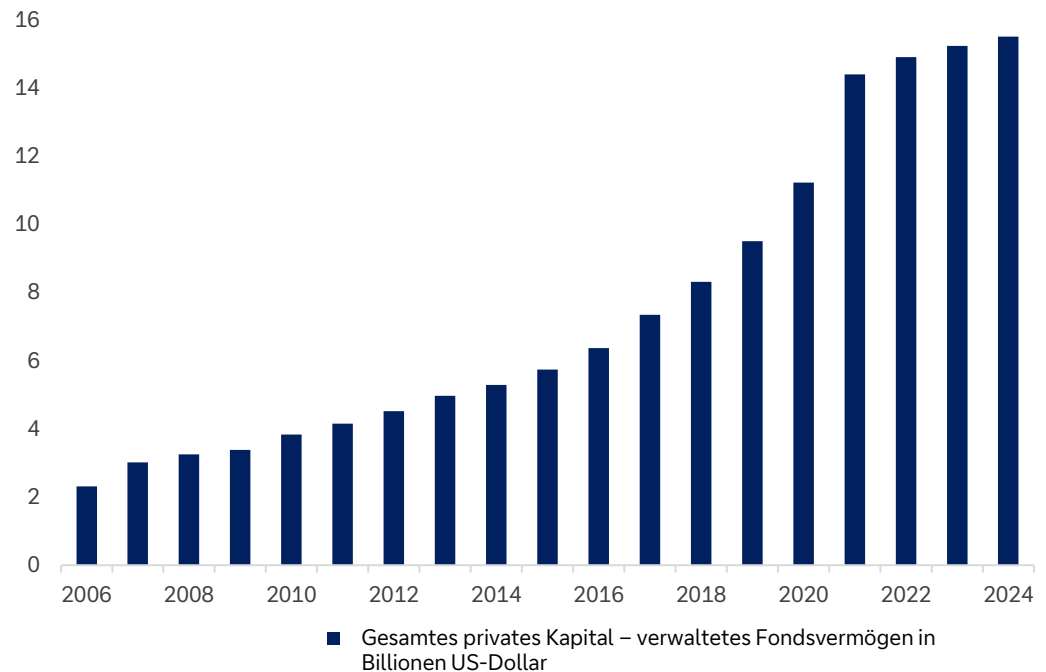
Entwicklung von Privatmarktanlagen

Die Branche der Privatmarktanlagen hat in den letzten Jahrzehnten ein bemerkenswertes Wachstum und einen bemerkenswerten Wandel durchlaufen, wodurch nicht nur ihre wichtige Rolle bei der Finanzierung der Realwirtschaft zementiert wurde, sondern auch Anlegern robuste risikobereinigte Renditen geboten wurden. Die verwalteten Vermögenswerte der privaten Märkte (AuM) haben sich seit dem Jahr 2000 jedes Jahrzehnt verdreifacht und sind im Jahr 2024 auf über 15 Billionen USD gestiegen (Abbildung 1).

Was die Marktkapitalisierung angeht, so stiegen die traditionellen Vermögenswerte einschließlich der globalen liquiden Anleihe- und Aktienmärkte im Fünfjahreszeitraum bis 2024 mit einer jährlichen Wachstumsrate von fast 5,5 %. Die Kapitalisierung breiter gefasster alternativer Vermögenswerte hat sich jedoch um einen jährlichen Zinssatz von etwa 10 % erhöht (Abbildung 2).

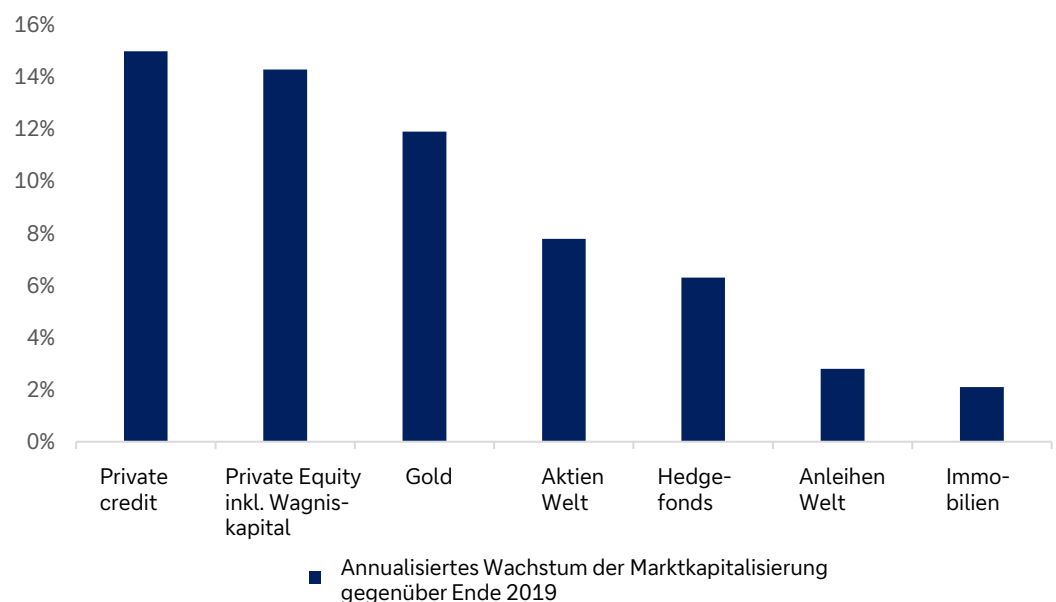


Abbildung 1: Privatmarktanlagen – robustes Wachstum der weltweiten verwalteten Vermögenswerte (AuM*)



Bezieht sich auf private Kapitalfonds, einschließlich Private Equity, Risikokapital, Immobilien, Sachwerte, private Schuldtitel, Sekundärmarkt- und Dachfonds. Das Jahr 2024 zeigt die erwarteten Zahlen.
Quelle: Pitchbook, Deutsche Bank AG. Daten zum 30. Juni 2024.

Abbildung 2: Alternative Investments – Heimat einiger der wachstumsstärksten Bereiche



Quelle: LSEG Datastream, LSEG Workspace, Bloomberg L.P., Barclays, Preqin, MSCI, HFR, J.P. Morgan, Deutsche Bank AG. Daten vom 2. Februar 2025.

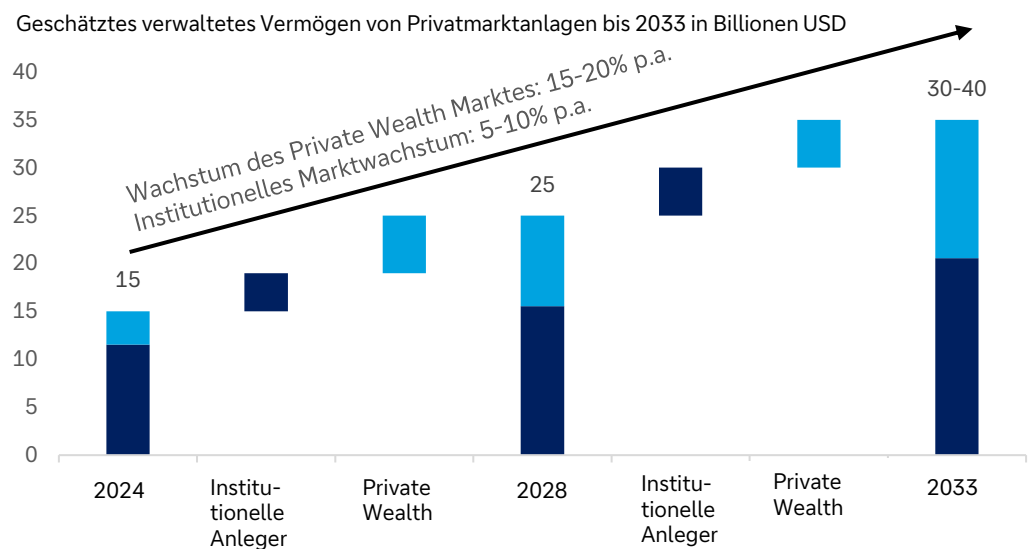
In Europa, dem Nahen Osten und Afrika sowie im Asien-Pazifik-Raum gelten diese Unterlagen als Marketing-Material, nicht aber in den USA. Es kann keine Zusicherung dahingehend abgegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht werden kann. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen 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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



Die Entwicklung dieser Anlageklasse hat bisher zwei Phasen durchlaufen. Erstens, die Einführung (2001-2008), als sich Privatmarktanlagen als Nischeninvestitionsgebiet herausbildeten und frühe Anwender anzogen. Zweitens die Institutionalisierung (2009-2023), bei der das institutionelle Kapital rasch expandierte und die Anlageklasse immer ausgefeilter wurde.

Ab 2024 befinden wir uns nun an der Schwelle zur nächsten Phase, die als Demokratisierung und Konsolidierung bezeichnet werden kann (Abbildung 3).

Abbildung 3: Demokratisierung – Institutionelle Anleger bilden den Kern, Private Wealth sorgt für Wachstum



Quelle: Partners Group, Deutsche Bank AG. Daten zum 31. Dezember 2024.

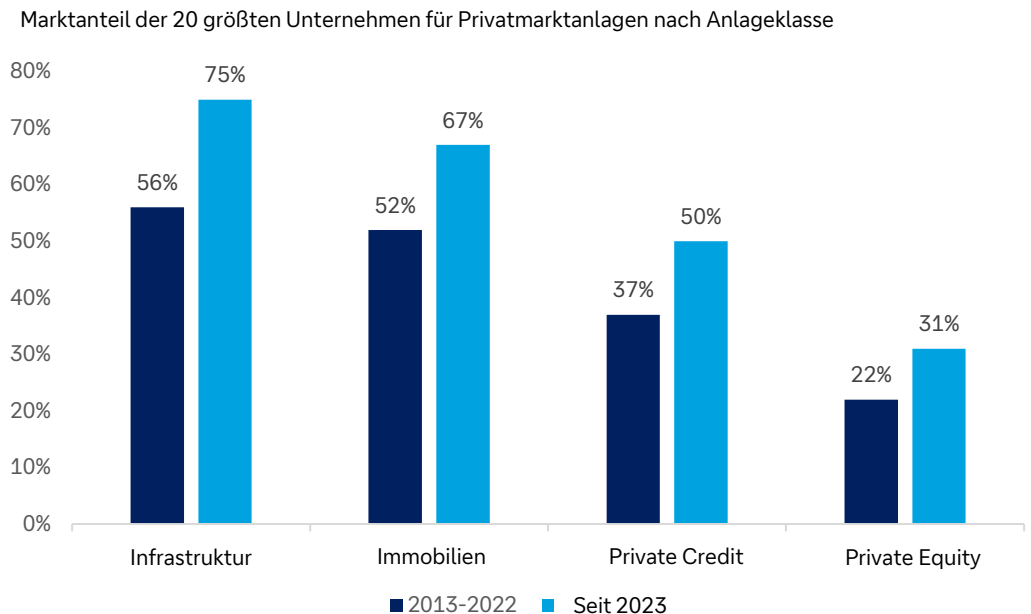
Unter Demokratisierung verstehen wir, dass die Expansion nun größtenteils durch „nicht traditionelle“ Programme (z.B. „Evergreen“ und maßgeschneiderte Strukturen) und Investorengruppen angetrieben werden soll, die in der Vergangenheit nur in begrenztem Maße an Privatmarktanlagen beteiligt waren. Der verbesserte Zugang zur Anlageklasse aufgrund niedrigerer Mindestanlageanforderungen und unterstützender regulatorischer Rahmenbedingungen wie dem ELTIF 2.0 (European Long-Term Investment Fund) hat neben den ohnehin wichtigen institutionellen Anlegern auch die Aufmerksamkeit sehr vermögender Anleger auf sich gezogen.

Da die privaten Märkte in den Mainstream des Investmentmanagements eintreten, erlebt auch die Wettbewerbslandschaft eine Konsolidierung, wie die zunehmende Konzentration von Fundraising unter Top-Managern und die zahlreichen Fusionen zwischen Managern, die in den letzten Jahren angekündigt wurden, zeigen (Abbildung 4).

Die fundamentalen Triebkräfte, welche Privatmarktanlagen vorantreiben, sind nach wie vor robust. Die anhaltende Suche nach Erträgen und der wachsende Bedarf an langfristigem Kapital zur Finanzierung von Innovationen und langfristigen Infrastrukturprojekten lenken das Kapital weiterhin in die Anlageklasse. Diese Faktoren in Kombination mit der nachgewiesenen Anpassungsfähigkeit der Branche unterstützen unsere optimistischen Aussichten für diese Anlageklasse.



Abbildung 4: Voranschreitende Konsolidierung – Spitzenreiter dominieren



Quelle: Partners Group, Deutsche Bank AG. Daten vom 9. Dezember 2024.

Was genau ist ein alternativer Vermögenswert?

Ein Ansatz besteht darin, alternative Vermögenswerte als solche zu definieren, die nicht öffentlich gehandelt werden: Dies ist teilweise richtig, aber zu beachten ist dabei der Charakter einiger öffentlich gehandelter alternativer Vermögenswerte wie Rohstoffe und Hedgefonds. Ein anderer Ansatz besteht darin, alternative Vermögenswerte als illiquide zu definieren. Doch wie Fraser-Sampson (2010) ausführte, geht diese Definition davon aus, dass alle börsennotierten Anleihen und Aktien zu einem bestimmten Zeitpunkt liquide sind, d.h. selbst in Zeiten extremer Marktspannungen: Dies trifft jedoch nicht immer zu – wie die jüngsten Ereignisse gezeigt haben.

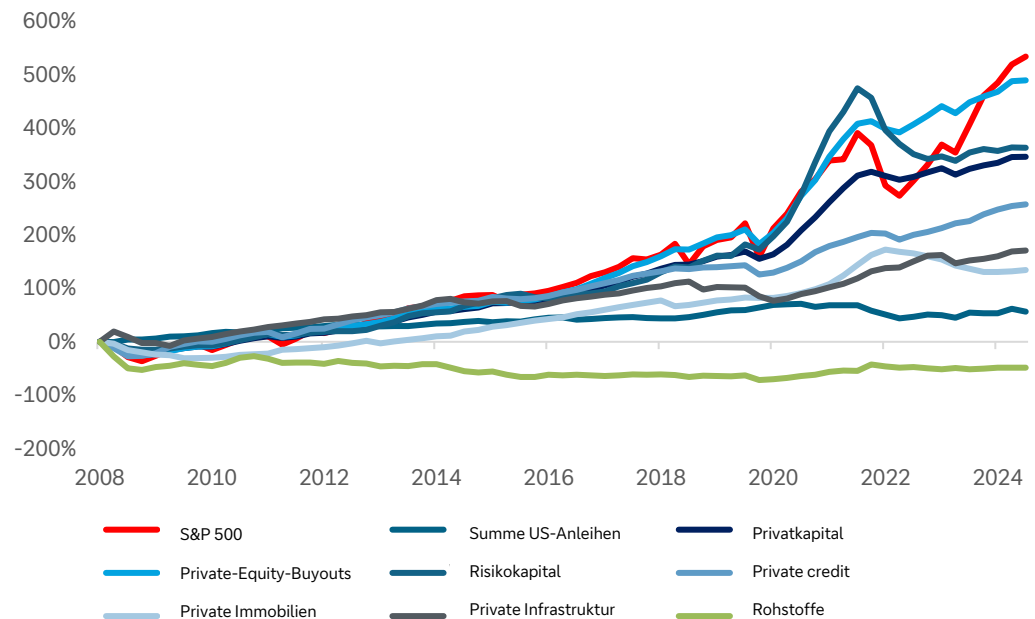
Für uns fallen Vermögenswerte, die über den traditionellen Bereich der börsengehandelten Aktien, Anleihen, Derivate, REITS und Barmittel hinausgehen, in die Kategorie der alternativen Vermögenswerte. Im Großen und Ganzen konzentrieren wir uns daher auf Alternative Investments wie Private Equity, Risikokapital, private Kredite, Immobilien, Infrastruktur, Rohstoffe und Hedgefonds. Nach dieser Definition können Privatmarktanlagen als Untersegment Alternativer Investments eingestuft werden.

Die Ansätze zur Performancemessung variieren bei alternativen Vermögenswerten und umfassen mehrere Indizes, die über eine eigene Preisbildungsmethodik verfügen. Einige könnten den Eindruck erwecken, dass alternative Vermögenswerte ihre traditionellen Gegenstücke übertroffen haben; andere könnten das Gegenteil nahelegen (Abbildung 5). Infolgedessen würden wir uns nicht nur auf die Hypothese von Outperformance verlassen, um Alternative Investments zu rechtfertigen.

Ein möglicher Grund für Investitionen in Alternative Investments ist, dass selbst nach dem jüngsten Ausverkauf an den Märkten die Bewertungen für öffentliche Aktien und öffentliche Anleihen nicht gerade günstig sind und die Wahrscheinlichkeit, dass sie in absehbarer Zukunft weiterhin überlegene Renditen liefern, gesunken ist. Für uns geht es bei Alternativen Investments also vor allem darum, die Diversifikation von Risikofaktoren zu erhöhen und gleichzeitig ein relativ hohes Renditepotenzial zu erhalten. Kurz gesagt: Alternative Investments eröffnen ein größeres Anlageuniversum.



Abbildung 5: S&P 500 – Überdurchschnittliche Performance in der Vergangenheit ist keine Garantie für zukünftige Ergebnisse



*basierend auf Bloomberg-Privatmarktindizes mit Quartalsdaten bis zum 4. Quartal 2024. Privatkapital ist eine Mischung aus verschiedenen Strategien.

Quelle: Bloomberg L.P., Deutsche Bank AG. Daten vom 29. April 2025.

Anlagehorizonte und Liquidität

Viele Alternative Investments erfordern einen langen Anlagehorizont, der je nach Anlagestrategie variiert – in einigen Fällen von einigen Jahren bis zu mehr als einem Jahrzehnt. Dies kann dazu führen, dass Anleger mit langen Sperrfristen konfrontiert sein können, während derer sie nicht oder nur teilweise auf ihre Anlagen zugreifen können.

Anleger in Alternativen Investments können mit einem „J-Kurven“-Effekt konfrontiert werden, bei dem die Renditen zunächst sinken, bevor sie wieder besser werden. Anleger in einem geschlossenen Fonds Alternativer Investments können beispielsweise negative Renditen erzielen, wenn der Fonds in zugrunde liegende Vermögenswerte investiert. Im Laufe der Zeit beginnen die Investitionen dann an Wert zuzulegen und die Renditen werden positiv.

Die Anleger sollten in der Lage sein, diese langen Anlagehorizonte zu tolerieren, während derer ihre Liquidität blockiert ist. Diese Einschränkung kann durch eine zusätzliche Renditeprämie ausgeglichen werden. Franzoni et al. (2012) schätzten diese „Illiquiditäts“-Prämie auf rund 3 %, wobei sie ein Faktormodell für Private-Equity-Renditen verwendeten. Andere Schätzungen gehen davon aus, dass dieser Wert je nach Investitionsstrategie zwischen 2 % und 5 % liegt. Die Existenz einer solchen Prämie unterliegt jedoch einer akademischen Debatte, die wir später erneut aufgreifen werden, wenn wir später über die Renditeglättung diskutieren.

Bemühungen, dieses Illiquiditätsproblem zu umgehen, zum Beispiel mit sog. „Evergreen“-Strukturen, können keine vollständige Lösung bieten. Offene „Evergreen“-Fonds sind in Wirklichkeit eher halblquide als vollständig liquide, mit Obergrenzen für den maximalen Anteil der Fondsaktiva (in der Regel 5 %), die in einem bestimmten Zeitraum insgesamt zurückgezahlt werden können. Die Notwendigkeit, die Liquidität aufrechtzuerhalten, um potenzielle Rücknahmen zu erfüllen, kann auch die Fähigkeit eines „Evergreen“-Fonds einschränken, sein Kapital vollständig in illiquide alternative Vermögenswerte zu investieren.



Was sind die Vorteile Alternativer Investments?

Der potenzielle Nutzen variiert je nach Art der zugrunde liegenden Investition. Einige alternative Anlageklassen können Einkommensströme liefern. Private Kredite können eine regelmäßige Einnahmequelle darstellen. Sie weisen im Allgemeinen höhere Renditeabstände über den Referenzwerten im Vergleich zu ihren börsennotierten Pendanten auf, was auf direkte Finanzierungen und maßgeschneiderte Kapitalrückstellungen sowie möglicherweise auf einen gewissen Ausgleich für Illiquidität zurückzuführen ist. Immobilien können eine stetige Mietrendite bieten, während Infrastrukturinvestitionen auch regelmäßige und weitgehend vorhersehbare Cashflows bieten können, die in den Verträgen vereinbart wurden.

Eigenkapitalbezogene Alternative Investments wie Private Equity und Wagniskapital können Zugang zu spannenden Wachstumschancen bieten. Im Großen und Ganzen besteht das Ziel dieser Investitionen darin, einen Shareholder Value zu schaffen, anstatt einen kontinuierlichen Einkommensstrom zu erzielen. In gewissem Maße können Hedgefonds (je nach zugrunde liegender Strategie) auch zur Wertschöpfung beitragen, indem sie Möglichkeiten nutzen, die außerhalb von Ansätzen liegen, bei denen es sich nur um langfristige öffentliche Märkte handelt.

Sachwerte wie private Infrastruktur und Immobilien können die Auswirkungen der Inflation abmildern, die wahrscheinlich ein wichtiges Thema bleiben wird. Eine beträchtliche Anzahl von Infrastrukturverträgen beispielsweise hat eine Inflationsanpassung an die Einnahmequellen. Angesichts seiner variablen Zinsstruktur können auch private Kredite die inflationären Auswirkungen mildern. Das breite Rohstoffsegment kann eine wirksame Absicherung gegen Inflation bei negativen Rohstoffangebotschocks oder wenn die Inflation von starkem Wachstum begleitet wird, sein.

Gold genießt bereits seit langem den Ruf, in Zeiten von Marktstress ein „sicherer Hafen“ zu sein. Einige Hedgefonds-Strategien können auch hier nützlich sein: Nehmen wir zum Beispiel Aktien-Long-Short-Strategien, die in Zeiten von Marktstress potenziell, aber nicht notwendigerweise, besser abschneiden können, da sie ihr Nettorisiko zu diesen Zeiten auf ein sogar negatives Niveau senken können.

Alternative Vermögenswerte können auch einen direkten Einblick in die säkularen Trends bieten, die die aktuellen Debatten dominieren, wie Elektrifizierung, Digitalisierung, Sicherheit und Gesundheitswesen. In vielen Fällen bieten öffentliche Märkte nur begrenzte Möglichkeiten, wenn es um neue oder unerprobte Technologien und Innovationen geht. Privatmarktanlagen können den Spielraum eines Anlegers in dieser Hinsicht erheblich erweitern.

Die Diversifikationsdiskussion

Oft werden Alternative Investments vorgeschlagen, um den Investitionsgrad innerhalb eines Portfolios zu diversifizieren. Es gibt viele Beiträge in der Literatur, die diese Behauptung unterstützen, wie die von Jackwerth und Slavutskaya (2016) und Nguyen et al (2020). Gleichzeitig äußern Studien wie Platanakis et al. (2019) sowie Welch und Stubben (2018) Zweifel an den Diversifikationsvorteilen. Die Ergebnisse dieser Studien werden durch die Wahl und Anzahl der in ihnen berücksichtigten alternativen Anlageklassen sowie durch Faktoren wie die Wahl der diesen Anlageklassen zugewiesenen Gewichtungen unklar.

Einige verweisen auf die unvollkommenen Korrelationen dieser Anlageklassen mit traditionellen Vermögenswerten als Grund, im Kontext der Markowitz-Optimierung Diversifikationsvorteile zu erwarten. Selbst in diesem Fall weisen einige alternative Anlageklassen nur eine begrenzte Korrelation mit traditionellen Anlagen auf, während andere nach wie vor eine bedeutsame Korrelation aufweisen.

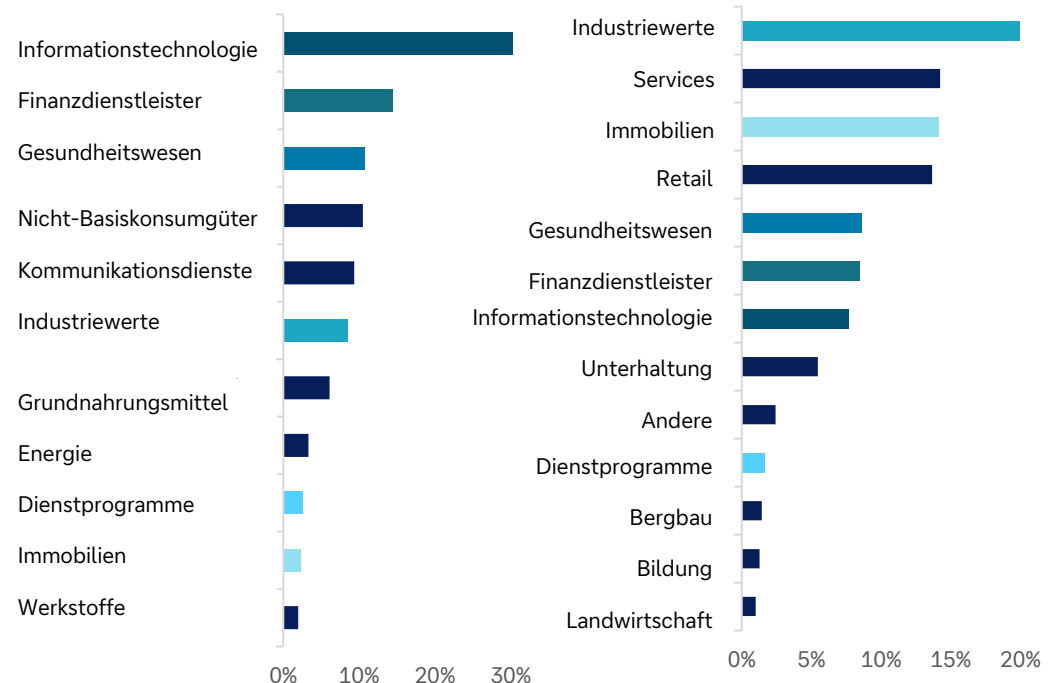
Aus unserer Sicht ist der wahre Wert von Alternativen Investments der Zugang, den dieses Segment zu einem breiteren Anlageuniversum bietet, in dem Benchmarks nicht das Faktorrisiko diktieren. Nehmen wir zum Beispiel den S&P 500, der von einigen Sektoren dominiert wird und nicht die Sektoraufteilung der realen US-Wirtschaft widerspiegelt (Abbildung 6). In diesem Fall (und anderswo) bietet ein breit angelegter Referenzwert einen Zugang zu verschiedenen Unternehmen in verschiedenen Sektoren. Dieser stellt jedoch nur teilweise eine Diversifikation dar, da er bestimmte Faktoren wie hoch kapitalisierte Unternehmen, Wachstumswerte usw. übergewichtet und auch erhebliche Konzentrationsrisiken bergen kann. Alternative Investments bieten uns potenziell ein deutlich breiteres Universum an realen Anlagealternativen und mildern so die Verzerrungen auf Faktorebene von traditionellen Anlageklassen. Daher bietet ein Portfolio mit einer Mischung aus traditionellen und Alternativen Investments die Beta-Chance eines umfassenden Risikofaktor-Universums.



Abbildung 6: Mischung aus öffentlichen und privaten Märkten – Diversifikation weg von Blue-Chips

US-Aktien – Fokus auf Technologie, Finanzen und Gesundheitswesen

US-Wirtschaft – Fokus auf Industrie, Immobilien, Einzelhandel



Quelle: LSEG Datastream, Bureau of Economic Analysis, Deutsche Bank AG. Daten vom 27. März 2025.

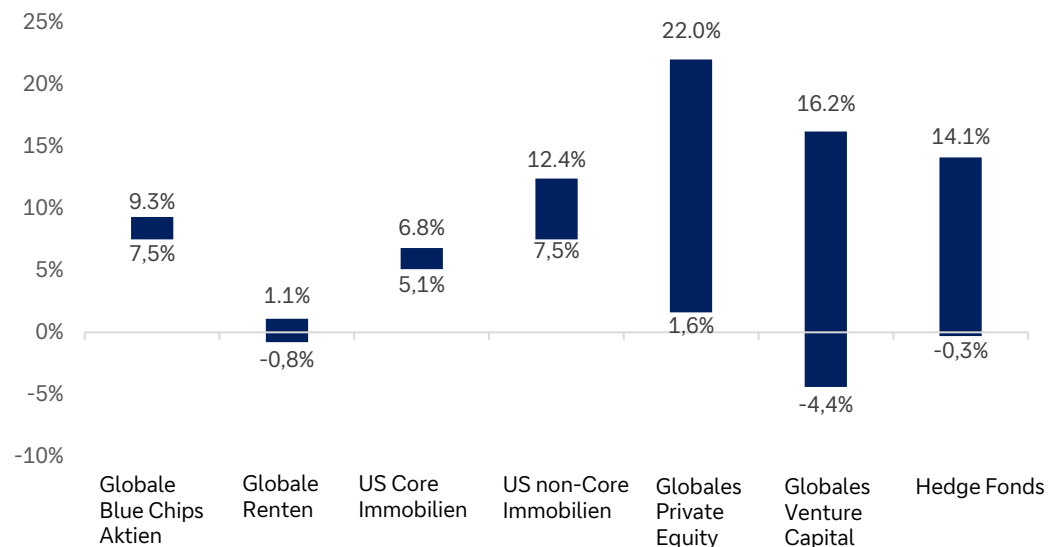
Wie bereits erwähnt, investieren einige Anleger in Alternative Investments in der Überzeugung, dass sie dadurch über eine Benchmark hinaus Überrenditen erzielen können. Aber wir sehen Alternative Investments nicht als garantierten Weg, um solches Alpha zu generieren. Eine bessere Performance als der Markt ist keine intrinsische Fähigkeit von Alternativen Investments: Vielmehr ist sie ein Ergebnis der Performance von Vermögensverwaltern, das manchmal schwer vorherzusagen ist. Zu den Auswahlkriterien für Privatmarktanlagen gehört die Wahl zwischen passivem und aktivem Management. Auf öffentlichen Märkten bezieht sich passives Investieren in der Regel auf Buy-and-Hold-Strategien, die mit Marktindizes verknüpft sind, während aktives Investieren die Aktienauswahl und Versuche beinhaltet, den Markt zu übertreffen. Auf privaten Märkten ist die Unterscheidung zwischen aktiven und passiven Ansätzen komplexer. Passive Anleger auf privaten Märkten haben oft ein Vermögensallokationsdenken und kaufen in Unternehmen oder Sektoren ein, basierend auf ihren Allokationszielen. Auf der anderen Seite gehen wirklich aktive Investoren auf privaten Märkten über die Auswahl von Investitionstransaktionen hinaus: Sie setzen umfangreiche interne und externe Ressourcen ein, um Managementteams zu unterstützen, die auf eine stärkere Outperformance des öffentlichen Marktes abzielen.

Wie Soni (2020) zeigt, ist die Renditestreuung bei alternativen Vermögenswerten zwischen Managern viel größer als bei den traditionellen Anlageklassen. Während der Performanceunterschied zwischen Managern am oberen Ende der Performance-Charts und Managern am unteren Ende mittel- bis langfristig bei traditionellen Aktien- und Anleihemärkten um 1-2 Prozentpunkte jährlich schwankt, steigt dieser Spread für verschiedene Alternative Investments bedeutend an und steigt in einigen Fällen auf bis zu 20 Prozentpunkte. Um es noch einmal zu sagen: Jedes generierte Alpha ist kein gegebenes Ergebnis für ein Alternatives Investment. Vielmehr ist es ein Produkt der Fähigkeiten eines Managers.



Abbildung 7: Alternative Investments – Argumente für die Auswahl von Managern

Streuung Manager öffentlicher und privater Märkte basierend auf Renditen von Q4 2014 bis Q4 2024 (25. bis 75. Perzentil)



Quelle: J.P. Morgan, Deutsche Bank AG. Daten vom 28. Februar 2025.

Bei der Auswahl von Managern sollten Anleger ihre eigenen Anlageziele und ihre Risikotoleranz berücksichtigen sowie die Branchenkenntnisse, die operativen Fähigkeiten und die Interessenausrichtung eines Managers bewerten. Aktive Manager sollten ein tiefes Verständnis für ihre Zielsektoren und eine nachgewiesene Fähigkeit zur Förderung operativer Verbesserungen nachweisen. Eine ausschließliche Fokussierung auf vergangene Leistungen sollte vermieden werden, da vergangene Leistungen keine Garantie für zukünftige Renditen darstellen.

Einbettung von Alternativen Investments in diskretionäre langfristige Markteinschätzung

Alternative Investments sollten nicht als taktische Position innerhalb von Portfolios betrachtet werden, sondern eher als Option für Portfolios mit einer strategischen Sicht, die langfristige Markteinschätzung in Allokationsentscheidungen einbettet.

In unserem Fall berücksichtigt unser diskretionäres Portfoliomanagement die langfristige Markteinschätzung, die zukünftige Renditeannahmen quantifiziert. Die Grundidee besteht darin, diese langfristigen Einschätzungen in einen robusten Prozess der Asset-Allocation einzubetten, wobei ein Kern traditioneller Anlagen durch Alternative Investments als Satelliten ergänzt wird, um so das verfügbare Beta zu maximieren. Wenn Anleger ihre langfristigen Renditeerwartungen erhöhen wollen, können sie ihre Alpha-Chance erhöhen, indem sie ihren Umfang an Alternativen Investments erhöhen.

Implikationen von #higherforlonger

Wir (und viele andere) gehen davon aus, dass sich das Umfeld mit höheren Zinsen auf absehbare Zukunft fortsetzen wird. Dies, ceteris paribus, stellt alternative Anlageklassen wie Private Equity, Risikokapital, Immobilien und Infrastruktur vor Herausforderungen. Hohe Zinssätze stellen ein Bewertungsrisiko dar, wirken sich aber auch auf Manager aus, die erhebliche Beträge an Fremdkapital einsetzen, um einen Mehrwert zu schaffen. Die Branche hatte jedoch einige Jahre Zeit, sich an dieses Umfeld höherer Zinsen für längere Zeit anzupassen. Einige Bewertungseffekte sind bereits eingetreten und eröffnen Anlagemöglichkeiten, beispielsweise in bestimmten Immobiliensegmenten. Hohe Zinssätze haben auch den politischen Drang, wieder in die Infrastruktur zu investieren, nicht aufgehalten, und zwar mit Deutschland als prominentes



Beispiel, das große Chancen in diesem Bereich schafft. Bei aktienbezogenen Investitionen sind konservative Manager unserer Meinung nach am besten positioniert: Sie verlassen sich weniger auf Fremdkapital und mehr darauf, operative Verbesserungen zu erzielen, die Ertragsqualität zu verbessern und das Wachstumspotenzial zu steigern.

Anlagerisiken von Alternativen Investments

Dazu gehören Liquiditätsrisiken (manchmal auch als Illiquiditätsrisiko bezeichnet). Dies ist definiert als das Risiko, dass Anleger ihre Anlagen nicht einfach oder schnell verkaufen können, um Liquidität zu erhalten. Wie bereits erwähnt, haben die meisten alternativen Anlageklassen eine gewisse Sperrfrist. Selbst bei Evergreen Strukturen können Anleger nur eine Teilliquidität erreichen. Und selbst wenn es den Anlegern in bestimmten Fällen erlaubt ist, ihre Anteile an andere Anleger zu verkaufen, besteht immer noch das Risiko, dass sie keine Käufer finden, die bereit sind, die für die Käufer verlangten Bewertungen zu erfüllen. Daraus folgt, dass Anleger Verluste erleiden können, wenn sie die Positionen im Falle eines plötzlichen Liquiditätsbedarfs abwickeln.

Ein zusätzliches Problem ist das Preisrisiko oder die Renditeglättung. Im Gegensatz zu herkömmlichen Vermögenswerten, deren Preise regelmäßig festgelegt werden, werden einige der alternativen Anlageklassen nur periodisch zu Marktpreisen bewertet. Darüber hinaus werden Bewertungen manchmal auf der Grundlage von Beurteilungen oder von sich selbst erstellt. Wie von Imanen et al. (2020) festgestellt, führt dies tendenziell zu geglätteten Renditen, die die wahre Volatilität und das Beta unterrepräsentieren. Diese Autoren weisen zusammen mit Welch und Stubben (2018), Stafford (2015) und Phalippou (2020) auf die Möglichkeit einer versteckten Präferenz für diese geglätteten Renditen durch einige institutionelle Anleger hin, da sie die Illusion einer geringeren Volatilität bieten. Daher bleibt die Untersuchung zum Vorliegen einer Liquiditätsprämie ergebnislos.

Alternative Investments, insbesondere auf privaten Märkten, leiden unter einem Mangel an Offenlegung und öffentlich zugänglichen Informationen. Transparenz/Datenrisiko ist auch ein Anliegen der Regulierungsbehörden. Ein Beispiel für diese Undurchsichtigkeit ist die Bepreisung von Vermögenswerten. Selbst wenn transaktionsbasierte Performancedaten verfügbar sind, kann der Mangel an Informationen über die Aggregationsmethode Anleger daran hindern, valide Schlussfolgerungen zu ziehen. Dieses Problem wird durch die sogenannte Überlebenden-Verzerrung (Survivorship Bias) noch verschärft, bei der gescheiterte Vermögenswerte oder Fonds aus den gemeldeten Daten herausfallen können, wodurch ihre Gesamtleistung überbewertet wird. Leistungsschwache Manager können sich auch einfach dafür entscheiden, die Performance nicht zu melden. Anleger sind durch mangelnde Einsicht in die Berichterstattung eingeschränkt, was bedeutet, dass es für sie schwierig sein kann, die Risiken vollständig zu verstehen und fundierte Anlageentscheidungen zu treffen.

Zu den weiteren Risiken zählt das Manager-Risiko – wie bereits erwähnt, haben Manager Alternativer Investments eine deutlich höhere Renditedivergenz als öffentliche Märkte. Da mehr Kapital in private Märkte fließt, besteht in bestimmten Sektoren oder Transaktionsarten das Potenzial für Überfüllungsrisiken, die die Vermögenspreise in die Höhe treiben und möglicherweise die Renditen verringern.

03

Anlageklassenübersicht

In diesem Abschnitt geben wir einen kurzen Überblick über die einzelnen Alternativen Investments, auf die wir uns konzentrieren.

Private Equity

Die größte Anlageklasse innerhalb von Privatmarktanlagen sind Investitionen in Unternehmen in Privatbesitz, wobei Manager in der Regel Mehrheitsbeteiligungen übernehmen und direkt mit dem Management zusammenarbeiten, um Unternehmen über 3-5 Jahre zu transformieren. Die Wertschöpfung im Private Equity Bereich resultiert aus der strategischen Neupositionierung, der Verbesserung des Managements und operativen Verbesserungen auf Unternehmensebene, die sowohl durch das Ertragswachstum als auch durch die Ausweitung der Bewertungs-multiplikatoren beim Exit Renditen generieren können. Das Private-Equity-Spektrum umfasst mehrere Segmente, von denen Buyouts das größte sind. Diese Anlageklasse birgt zwar aufgrund von Problemen im Zusammenhang mit Eigenkapitalbesitz und Fremdkapital ein höheres Risiko, kann aber öffentliche Aktien übertreffen und bietet während eines Abschwungs eine geringere Volatilität und eine geringe Korrelation mit den öffentlichen Märkten.



Risikokapital, Wagniskapital (Venture capital)

Dies stellt eine besondere Art von Private Equity (zumeist über Fonds) dar, das jungen oder kleinen Unternehmen Zugang zu Finanzmitteln verschafft, bevor sie Einnahmen erzielen – vielleicht sogar bevor sie ihren Betrieb aufnehmen. Dabei handelt es sich in der Regel um Unternehmen mit hohem Wachstumspotenzial, häufig im Technologiesektor oder in aufstrebenden Branchen. Da der Schwerpunkt auf Investitionen in der Frühphase liegt, besteht ein inhärentes Risiko, dass das Betriebsmodell oder das Produkt scheitert, womit ein Anleger auch mit einem langen Anlage-horizont rechnen sollte. Anleger erzielen eine Rendite, wenn das Unternehmen Gegenstand eines Börsengangs (IPO), einer Fusion oder einer Übernahme ist und die Fonds verlässt. In der Regel investieren die Fonds in ein breites Spektrum von Projekten, in der Erwartung, dass mindestens eines so stark wachsen wird, dass dies zu einem hohen Ertrag für die Fonds führen wird.

Private Infrastruktur

Die private Infrastruktur ist eine Investition in Sachanlagen, die für Wirtschaft und Gesellschaft wichtige Dienstleistungen erbringen. Dazu gehören unter anderem Verkehrsnetze, Energieerzeugung und -übertragung, Kommunikationssysteme, Wasserversorger und soziale Infrastrukturen wie Krankenhäuser und Schulen. Diese Vermögenswerte werden in der Regel im Rahmen langfristiger Verträge oder regulatorischer Rahmenbedingungen betrieben und erzeugen stabile, vorhersehbare Cashflows. Darüber hinaus bestehen bei Infrastrukturinvestitionen hohe Marktzutrittsbarrieren und häufig auch Inflationsschutzmechanismen. In Portfolios sorgt die private Infrastruktur für Diversifikation, geringe Volatilität und stabile Cashflows durch langfristige Verträge, die mit grundlegenden Dienstleistungen verbunden sind.

Private Kredite

Private Kredite sind eine Form der Kreditvergabe, bei der spezialisierte Vermögensverwalter Unternehmen ohne Vermittlung traditioneller Banken direkt Kredite gewähren. Diese Darlehen dienen in erster Linie der Finanzierung von Unternehmenswachstum und Akquisitionen. Anleger in Privaten Krediten können auf Instrumente im gesamten Risiko-Rendite-Spektrum zugreifen, indem sie sich in verschiedenen Teilen der Kapitalstruktur eines Kreditnehmers engagieren. Innerhalb eines diversifizierten Anlageportfolios können Private Kredite als Renditehebel dienen und im Vergleich zu traditionellen fest verzinslichen Anlagen ein attraktives Einkommenspotenzial bieten. Die variable Zinsstruktur vieler privater Kreditinstrumente bietet eine Absicherung gegen Inflation und steigende Zinsen.

Private Immobilien

Private Immobilien umfassen Investitionen in Gewerbeimmobilien, die Einkommen generieren, wie z.B. Lagerhäuser, Mehrfamilienhäuser, Büros, Hotels und Einzelhandelsflächen. Zu den wichtigsten Merkmalen zählen die zuverlässige Ertragsgenerierung durch mehrjährige Leasingverträge, eine geringere Volatilität als öffentliche REITs oder Aktien und wettbewerbsfähige Renditen. Anlagestrategien decken ein breites Risiko-Rendite-Spektrum ab, einschließlich konservativer Kernanlagen (hochwertige Immobilien mit minimaler Hebelwirkung) und wertschöpfender Ansätze (Immobilien, die Verbesserungen mit höherer Hebelwirkung erfordern). Innerhalb eines Portfolios können private Immobilien durch ihre nur mäßige Korrelation mit Aktien und Anleihen Diversifikation bieten und durch anpassbare Mieteinnahmen als Inflationssicherung dienen.

Hedge Fonds

Hedge Fonds verfolgen eine breite Palette komplexer Anlagestrategien auf öffentlichen Märkten und in Bezug auf illiquide Vermögenswerte. Aktien-Long-Short-Strategien haben in der Regel ein Netto-Long-Aktienrisiko, während marktneutrale Strategien in der Regel ein ausgeglichenes Long-Short-Risiko haben. Ereignisgesteuerte Strategien konzentrieren sich auf ein einmaliges Ereignis, das voraussichtlich erhebliche Auswirkungen auf ein Unternehmen oder eine Anlageklasse haben wird. Relative-Value-Strategien untersuchen Marktdaten, um Unstimmigkeiten und Fehler in Bezug auf die Preisgestaltung einzelner Wertpapiere zu identifizieren. Globale Makrostrategien zielen darauf ab, vorherzusagen, wie sich Daten aus Wirtschaft, Politik, Kriegsführung, Wetter usw. auf die globalen Märkte auswirken könnten. Wenn eine Strategie primär auf quantitativer Analyse basiert, wie das Finden und Verstehen von Mustern in großen Datensätzen unter Verwendung statistischer und mathematischer Modelle, kann sie als quantitative Strategie bezeichnet werden. Eine Multistrategie kann auf einer Kombination der oben genannten Strategien beruhen.



Rohstoffe

Rohstoffinvestitionen beinhalten in der Regel den Kauf von physischen Vermögenswerten wie Edelmetallen oder Industriemetallen, Massengüter, Öl oder landwirtschaftlichen Produkten, obwohl dies Lagerbedarf impliziert. Eine andere Möglichkeit ist, über Derivate wie Futures oder Derivat-basierte Strukturen wie ETCs und Zertifikate in Rohstoffe zu investieren.

04

Strategische Asset Allocation

Traditionelle Grundlagen der SAA

Seit rund sechs Jahrzehnten bildet die „Effizienzlinie“ den historischen Ausgangspunkt der Assetallokation – die Auswahl an Portfolios, die bei gegebenem Risikoniveau jeweils die höchsten Renditeerwartungen bieten. Aber da Renditeerwartungen in der Realität so schwierig zu formulieren sind, wurde dieses Vorgehen mit der Idee eines globalen Marktportfolios in Verbindung gebracht, welches entsprechend der Gesamtkapitalisierung der einzelnen Anlageklassen gewichtet wird. Per Konstruktion ist dieser Startpunkt rückwärtsgerichtet, da er die vereinfachende Annahme von stabilen historischen Renditen der Anlageklassen trifft; deshalb wird er durch die vorwärtsblickenden Annahmen des individuellen Investors ergänzt.

Aber trotz der Langlebigkeit und der scheinbaren Einfachheit dieser Konzepte ist es nicht so einfach, das globale Marktportfolio zu definieren. In Wirklichkeit muss man erst einmal entscheiden, in welchen Anlageklassen man Allokationen vornehmen möchte und welche man aufgrund mangelnder Verfügbarkeit oder Liquidität ausschließt (eine erste Form der Vereinfachung). Auch ändert sich die relative Kapitalisierung der Anlageklassen im Laufe der Zeit, da ihre Bedeutung zu- bzw. abnimmt. Für die Anleger gelten auch individuelle Anlagebeschränkungen und -präferenzen, die eine Anlage in dieses globale Marktportfolio suboptimal machen oder gar verhindern.

Unter Berücksichtigung dieser Vorbehalte kann das Konzept einer „Effizienzlinie“ dennoch als Ausgangspunkt für die Suche nach einer angemessenen strategischen Vermögensverteilung verwendet werden, die unsere Ziele und Grenzen widerspiegelt. Die wichtigste Herausforderung, die es zu bewältigen gilt, bleibt jedoch: Wie gehen wir mit der Unsicherheit unserer Annahmen um? Wie bauen wir ein Portfolio auf, das uns eine gute Positionierung im Zielkonflikt zwischen den beiden grundlegenden Zielen eines jeden Investors bietet: Robustheit auf der einen und Effizienz auf der anderen Seite?

Was wir hier unter Robustheit verstehen, ist: Wir wollen widerstandsfähig gegen Widrigkeiten sein. Sollten sich unsere Annahmen auf unwillkommene Weise als falsch erweisen, wollen wir in der Lage sein, „den Kurs beizubehalten“ und nicht gezwungen sein, signifikante Markt-Timing-Maßnahmen für unser Portfolio ergreifen zu müssen. Und was wir unter Effizienz verstehen, ist: Wir wollen so stark wie möglich an günstigen Marktbedingungen teilhaben, die unsere Annahmen bestätigen. Bei jeder Investitionsentscheidung versuchen wir, unsere Entscheidungen ausgewogen zu gestalten. Wie vertrauensvoll wollen wir auf die Richtigkeit unserer Annahmen setzen, mit dem Ziel, die Renditeerwartungen zu maximieren, falls unsere Prognosen korrekt sind? Und andererseits, wieviel Skepsis bauen wir in die Übersetzung der Annahmen in Allokationen ein, um im Falle unwillkommener Überraschungen ausreichend resilient aufgestellt zu sein? Sowohl Zuversicht als auch Skepsis haben ihre Vor- und Nachteile, die jeweils komplementärer Natur sind – interessanterweise verhalten sie sich in diesem Zielkonflikt jedoch nicht symmetrisch. In der Tat ist es möglich, Portfolien zu strukturieren, welche einen signifikant höheren Grad an Robustheit und zugleich nur eine leicht reduzierte Effizienz aufweisen, als die effizienteste Allokation, welche die Annahmen zum Kapitalmarkt als vollends zuverlässig betrachtet. Robustes Investieren nach unserem Verständnis strebt nicht einfach nach maximaler Robustheit, sondern nach größtmöglicher Klarheit zur Balance zwischen Robustheit und Effizienz, um eine konsistente Unterstützung eines informierten Entscheidungsprozesses zu unterstützen. So ermöglichen wir einen nur um Weniges reduzierten Nutzen im Vergleich zur effizientesten Allokation, falls die Märkte sich gemäß unseren Erwartungen verhalten, und eine markant verstärkte Resilienz, falls sie es nicht tun.

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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



Annahmen und Unsicherheiten

Um einen robusten Investmentansatz zu verfolgen, müssen wir daher unsere Annahmen für die Kapitalmärkte durch eine eingehendere Bewertung der Art und des Ausmaßes ihrer Unsicherheit ergänzen. Wir können das nicht vermeiden, wenn wir nicht auf Modellierungsansätze zurückgreifen wollen, die angesichts realer Herausforderungen übermäßig vereinfachen. In unserem Entscheidungsfindungsprozess für die strategische Asset Allocation berücksichtigen wir explizit und quantitativ den Grad der Zuverlässigkeit all unserer Annahmen – dies ist unser Schlüssel-instrument, um Allokationen aufzubauen, die unter allen Umständen eine solide relative Marktpartizipation bieten, während wir starke Wetten auf schwache Annahmen vermeiden.

Einbindung von Alternativen Investments in der Strategischen Asset Allocation

Wie oben dargelegt, ist das scheinbar einfachste, grundlegendste Anlageziel – der Aufbau eines gut diversifizierten Portfolios – alles andere als trivial. Da die meisten alternativen/privaten Marktinvestitionen nicht nur Liquiditätsrisiken, sondern auch Marktrisiken beinhalten, können sie den potenziellen Grad der Diversifizierung verbessern und zur Robustheit des Gesamtportfolios beitragen. Sie stellen jedoch auch die grundlegende Herausforderung einer Portfolioallokation dar, die mit den quantitativen Analyseinstrumenten, die für liquide Portfoliokomponenten verwendet werden, a priori schwer zu bewerten ist. Sowohl für den Aufbau einer robusten Portfolioallokation als auch für die Quantifizierung des Portfolioverlustrisikos ist jedoch eine quantitative Portfolioanalyse unerlässlich.

Um diese Herausforderung zu meistern, müssen bestimmte vereinfachende Annahmen getroffen werden, wenn Alternative Investments/private Märkte in die Strategische Asset Allocation einbezogen werden. Erstens berücksichtigen wir bei der Bewertung von Risiken und Chancen dieser Anlageklasse im Portfoliokontext nur deren Marktrisikobeitrag. Andere wesentliche Risiken der Anlageklasse Alternative Investments/private Märkte – insbesondere ihre Liquiditätsrisiken – werden aufgrund fehlender Daten nicht abgedeckt, da die Auswirkungen solcher Risiken in hohem Maße von den spezifischen Umständen abhängen, unter denen sie sich zeigen. Wir gehen davon aus, dass das Marktrisiko Alternativer Investments/privater Märkte ähnlich ist wie bei öffentlichen Marktinvestitionen derselben Anlageklasse. Daher treffen wir eine fundierte Entscheidung darüber, wie solche Portfoliokomponenten über liquide Proxy-Positionen widerspiegelt werden können, bei denen davon ausgegangen wird, dass sie ein ähnliches systematisches Marktrisiko aufweisen.

Die Betrachtung der Korrelationen zwischen den einzelnen Vermögenswerten in der Portfolio-konstruktion erbringt dem Investor grossen Mehrwert. Korrelationen funktionieren jedoch nur bei liquiden Märkten auf der Ebene des Marktrisikos. Das Liquiditätsrisiko spiegelt die begrenzte Wahrscheinlichkeit wider, einen Vermögenswert kurzfristig zu einem vergleichbaren Marktpreis zu verkaufen.

Des Weiteren wird beim Thema Anlagehorizont eine wichtige vereinfachende Annahme getroffen. Die wichtigsten Merkmale einer Strategischen Asset Allocation – erwartete Rendite, Verlust-risiko, Volatilität – werden in der Regel in Form von annualisierten Zahlen formuliert. Bei der Einbeziehung liquider Näherungswerte, die das Portfolioverhalten Alternativer Investments/privater Märkte widerspiegeln, gehen wir davon aus, dass der Anleger über einen langfristigen Zeithorizont (in der Regel etwa zehn Jahre) verfügt, in dem die Vermögenswerte nicht liquidiert werden müssen. Wenn Alternative Investments/Anlagen in private Märkte vor ihrer geplanten Rückzahlung verkauft werden müssten, ist es schwierig abzuschätzen, in welchem Umfang Transaktionen möglich sind und zu welchem Preis. Dies ist selbst bei günstigen Marktbedingungen der Fall, bei ungünstigen jedoch noch klar verstärkt.

Kurzfristig dominiert das Liquiditätsrisiko, längerfristig ist das Marktrisiko relevanter

Die Anleger am öffentlichen Markt wissen, wie schwierig es ist, unter allen Umständen investiert zu bleiben, sich den Fallstricken einer Vertrauenskrise inmitten stark volatiler Märkte zu widersetzen und kontinuierlich dem Mantra zu folgen: Es geht nicht darum, den geeigneten Zeitpunkt für Markttiming zu finden, sondern darum, über die Zeit im Markt investiert zu bleiben. Hier haben Alternative Investments/private Märkte tatsächlich einen strukturellen Vorteil: Die Kosten für die kurzfristige Veräußerung ihrer Beteiligungen können unerschwinglich sein, oder die Investoren könnten überhaupt nicht in der Lage sein, innerhalb des vorgesehenen Zeithorizonts zu verkaufen. Und so ist es offensichtlich sinnvoller – und daher einfacher – dass sie in diesen Positionen investiert bleiben, egal was passiert.



Andererseits kann ein erheblicher Marktabschwung unerwünschte Desinvestitionen eines Teils der liquiden Aktiva auslösen. Wenn Anleger in Alternativen Investments/privaten Märkten einen Teil ihrer Vermögenswerte zu einem bestimmten Zeitpunkt verkaufen müssen, werden sie insgesamt von den Auswirkungen der Illiquidität negativ beeinflusst. In einem solchen Szenario muss davon ausgegangen werden, dass ein potenzieller, im Gesamtportfolio-Kontext modellierter Diversifikationsvorteil auf nahe Null reduziert und durch das Liquiditätsrisiko übertroffen wird.

Das Marktrisiko könnte längerfristig dominieren. Auf längere Sicht können wir mit mehr Transaktionen privater Marktinvestitionen rechnen. Die Liquidität steigt auf ein Niveau, bei dem wir diese Investitionen als liquide betrachten können. Wird eine Transaktion nicht vom Verkäufer oder Käufer erzwungen, sondern steht sie im Einklang mit dem breiteren Wechselspiel von „Angebot und Nachfrage“, bleibt sie vom Marktrisiko beeinflusst. Auf dieser Ebene funktioniert die Diversifikation und sollte sich in der Asset Allocation widerspiegeln.

Umgang mit seltenen Preis- und Beurteilungswerten

Eine der größten Herausforderungen für Alternative Investments/private Märkte ist ihr inhärenter Mangel an Transparenz bei der Preisgestaltung früherer Transaktionen. Das Problem hat zwei Ursachen: Da der Handel mit Vermögenswerten auf dem privaten Markt nicht auf öffentlichen Handelsplattformen, sondern zwischen direkten Gegenparteien stattfindet, sind die veröffentlichten Werte früherer Transaktionen naturgemäß weniger zuverlässig. Eine andere Angelegenheit hat jedoch noch größere Auswirkungen auf die Transparenz: Das Handelsvolumen mit privaten Vermögenswerten trocknet bei ungünstigen Märkten aufgrund der (oben dargelegten) steigenden Liquiditätskosten natürlich aus. Wenn wir uns daher nur auf die veröffentlichten Daten früherer Transaktionen stützen, erhalten wir ein verzerrtes Bild des Bewertungsverhaltens solcher Vermögenswerte. Es ist gängige Überzeugung, dass Alternative Investments/private Märkte im Kontext schwerer Abschwünge widerstandsfähiger sind als öffentlich gehandelte Vermögenswerte – dies könnte ein Irrglaube sein, welcher der Tatsache geschuldet ist, dass sie unter schwierigen Umständen sehr selten gehandelt werden. Dies führt zu einem Mangel an Preisinformationen in Marktkrisen.

Um das Bewertungsverhalten von Privatmarktanlagen im Portfoliokontext möglichst realistisch anzunähern, greifen wir daher wie oben beschrieben auf Proxies liquider öffentlicher Märkte zurück. Diese notwendige vereinfachende Annahme ist von besonderer Bedeutung für die Abschätzung von Portfoliorisiken in extremen Märkten, die für Anleger von entscheidender Bedeutung sind, um zu beurteilen, ob sie ihre strategischen Portfolioallokationen während eines extremen Abschwungs realistisch halten können oder ob sie sich in der sehr unwillkommenen Situation befinden könnten, in der Verluste, die ihre Risikotoleranz überschreiten, sie dazu bringen könnten, riskante Vermögenswerte inmitten von Marktturbulenzen zu verkaufen.

Robustheit im Fokus

Robustes Investieren ist ein grundlegendes Ziel für jeden Anleger – egal, ob wir uns auf liquide oder illiquide Vermögenswerte konzentrieren. Wir wollen unseren Überzeugungen folgen, aber wir wollen auch „im Spiel“ bleiben, wenn sich unsere Erwartungen als falsch erweisen. Wenn diese Ziele so weit verbreitet sind, was macht robustes Investieren so schwierig? Grundsätzlich sind sich die meisten Anleger vollkommen bewusst, dass sie bei Anlageentscheidungen mit Unsicherheit konfrontiert sind. Aber sehr oft wird dieses Verständnis durch einen übermäßigen Verlass auf frühere Wertentwicklungen verwischt. Psychologisch gesehen ist es ziemlich schwierig, sich nicht zu sehr von unseren eigenen Überzeugungen überzeugen zu lassen.

Aus diesem Grund verfolgen wir einen quantitativ unterstützten, robusten Investitionsprozess. Dies steht im Gegensatz zu vielen Mitbewerbern, die eher zu allgemeineren Ansätzen neigen, welche die Herausforderung der Unsicherheit mit Heuristiken und qualitativen Bewertungen angehen, während ihnen die analytische Transparenz fehlt, die durch eine explizite, quantitative Differenzierung zwischen der Zuverlässigkeit verschiedener Prognosen gegeben ist. Durch den Einbezug von Unsicherheitsannahmen in unserem Investmentprozess können wir fundiertere und konsistentere Beurteilungen der wichtigsten Zielkonflikte der Anleger vornehmen:



Die Balance zwischen dem Streben nach Anlageeffizienz (Erreichen der maximalen erwarteten Rendite für ein gegebenes, akzeptables geschätztes Risiko – vorausgesetzt, unsere Annahmen zum Kapitalmarkt sind genau richtig) und dem Wunsch nach Robustheit (Erreichen minimaler negativer Auswirkungen auf die zukünftigen Renditen von Portfolios, die – a priori – ein ähnliches geschätztes Risiko aufweisen, falls – a posteriori – sich unsere Annahmen am Kapitalmarkt als falsch erweisen).

In Bezug auf Alternative Investments/private Märkte wird der Aspekt der Unsicherheit noch relevanter: Zum einen, weil die Knappheit historischer Performance- und Korrelationsdaten jede zukunftsgerichtete Annahme noch unzuverlässiger macht. Zum anderen, weil wir unsere Annahmen auf die erweiterten Zeithorizonte anwenden müssen, die typischerweise für das Eigentum an solchen Vermögenswerten erforderlich sind. Je weiter wir versuchen, durch eine vernebelte Brille zu schauen, desto schwieriger wird es, die Richtung des Weges zu erkennen. Wenn wir also den Grad der Unsicherheit über unsere Annahmen für Alternative Investments/private Märkte berücksichtigen, ist es entscheidend, mit der grundlegenden menschlichen Neigung umzugehen, zu sehr auf unsere eigenen Überzeugungen zu setzen – die, sich erstaunlicherweise oft verstärken, je weniger wir tatsächlich wissen. Der Prozess gewinnt daher noch mehr an Bedeutung.

Robuste Portfoliokonstruktion

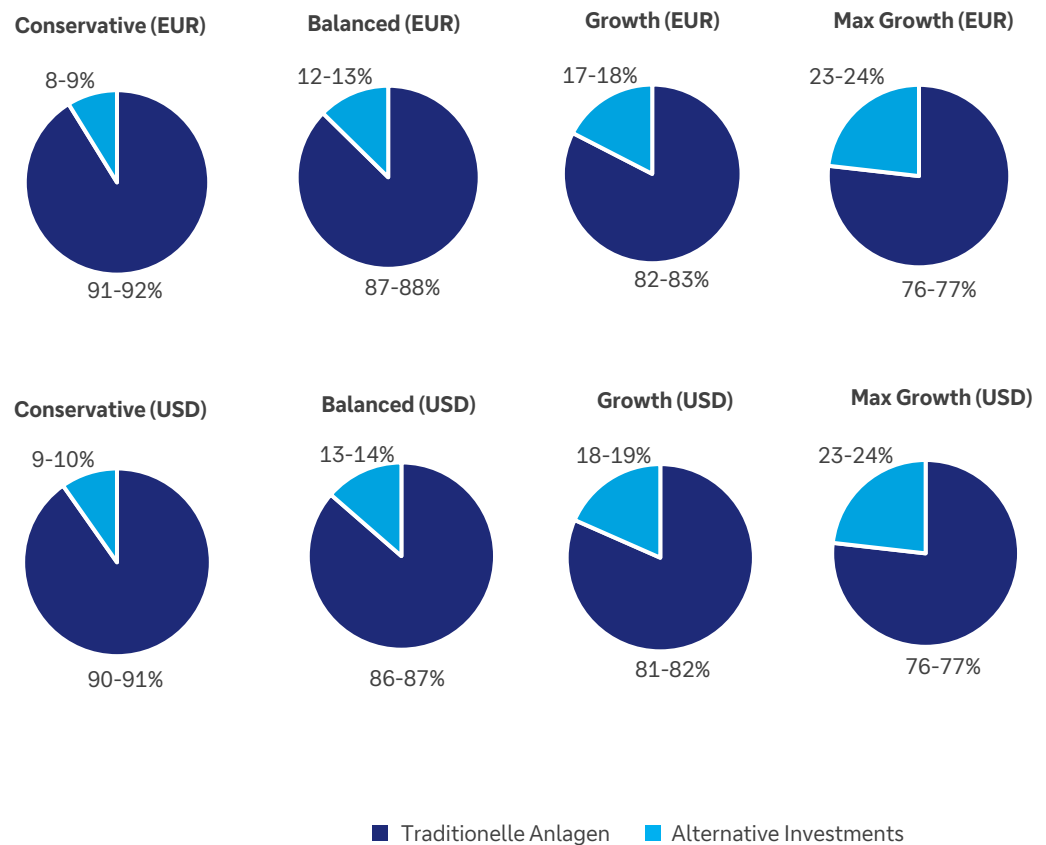
Der Aufbau eines Portfolios erfordert, dass wir uns mit der Unsicherheit unserer Annahmen auseinandersetzen und in gewissem Maße Robustheit gegen Effizienz eintauschen. Wie bei jeder Investitionsentscheidung müssen wir unsere Entscheidungen ausgleichen und unsere Kapitalmarkt-Annahmen durch eine Bewertung ihrer Unsicherheit ergänzen. Der Aufbau eines gut diversifizierten Portfolios ist komplex, aber Alternative Investments/private Märkte können den potenziellen Diversifizierungsgrad verbessern und zur Robustheit des Portfolios beitragen. Wir verfolgen einen quantitativ gestützten robusten Investitionsprozess, der Unsicherheitsannahmen einschließt, um fundierte und konsistente Beurteilungen der wichtigsten Kompromisse zwischen Anlegern vorzunehmen. Die Frage der Unsicherheit ist sowohl für traditionelle als auch für alternative Anlageklassen sehr wichtig, kann aber mit starken Prozessen und Leitlinien bewältigt werden.

Spezifische Nutzung Alternativer Investments innerhalb einer Strategischen Asset Allocation

Alternative Investments spielen bei der Strategischen Asset Allocation der Deutschen Bank eine herausragende Rolle (siehe Abbildung 8). Die Gewichtungen Alternativer Investments liegen zwischen 8% und 24% für verschiedene Risikoprofile als Ergebnis der quantitativen Orientierung unseres proprietären Ansatzes für eine robuste Asset Allocation (wie in diesem Kapitel beschrieben) zusammen mit umfassenden strategischen Einblicken in den Bereich Alternativer Investments auf der Grundlage akademischer Forschung und Marktexpertise. Insgesamt sind wir der Ansicht, dass Alternative Investments eine signifikante Allokation durch Anleger verdienen, die die Komplexität der jeweiligen Unter-Anlageklassen verstehen und bereit sind, Illiquidität zu tolerieren.



Abbildung 8: Alternative Investments innerhalb einer Strategischen Asset Allocation nach Risikoprofil



Quelle: Deutsche Bank AG. Data as of May 14, 2025.

05

Wichtigste Schlussfolgerungen

Die dynamische Entwicklung von Alternativen Investments ist bemerkenswert und beinhaltet eine Reihe von überzeugenden Chancen und Herausforderungen. Wie bereits dargelegt, sehen wir klare Vorteile in der Investition in alternative Vermögenswerte zusammen mit liquiden traditionellen Anlageklassen. Unser Hauptziel ist es, die Portfoliodiversifikation durch den Aufbau zusätzlicher Risikofaktoren und Renditequellen in liquide Portfolios zu erhöhen. Darüber hinaus hat die Integration Alternativer Investments in die Strategische Asset Allocation den Vorteil, dass der Grad des passiven Marktrisikos und der Rendite im Vergleich zu den aktiven Renditen entsprechend den langfristigen Aussichten für die wichtigsten Anlageklassen gesteuert wird. Unser robuster Strategischer Asset Allocation-Ansatz, der auf streng vorausschauenden Renditemerkmalen und einer Marktrisikoanalyse basiert, bildet eine solide Grundlage für unsere Überzeugung von Alternativen Investments.

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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



Bibliografie

- Franzoni, F., Nowak, E. and Phalippou, L., 2012. Private equity performance and liquidity risk. *The Journal of Finance*, 67(6), pp.2341-2373.
- Fraser-Sampson, G., 2010. *Alternative assets: investments for a post-crisis world*. John Wiley & Sons.
- Ilmanen, A., Chandra, S. and McQuinn, N., 2020. Demystifying illiquid assets: Expected returns for private equity. *The Journal of Alternative Investments*, 22(3), pp.8-22.
- Jackwerth, J.C. and Slavutskaya, A., 2016. The total benefit of alternative assets to pension fund portfolios. *Journal of Financial Markets*, 31, pp.25-42.
- Nguyen, D.K., Topaloglou, N. and Walther, T., 2020. Asset Classes and Portfolio Diversification: Evidence from a Stochastic Spanning Approach. Available at SSRN 3721907.
- Partners Group, 2025. Capital Markets Day.
- Phalippou, L., 2020. An inconvenient fact: Private equity returns & the billionaire factory. *University of Oxford, Said Business School, Working Paper*.
- Platanakis, E., Sakkas, A. and Sutcliffe, C., 2019. Harmful diversification: Evidence from alternative investments. *The British Accounting Review*, 51(1), pp.1-23.
- Soni, A., 2020. Performance dispersion risk assessment in alternatives and active strategies. *The Journal of Alternative Investments*, 22(4), pp.107-119.
- Stafford, E. (2015). Replicating Private Equity with Value Investing, Homemade Leverage, and Hold-to-Maturity Accounting. Available at SSRN 2720479.
- Welch, K. and Stubben, S., 2018. Private equity's diversification illusion: Evidence from fair value accounting. Available at SSRN 2379170.

Glossar

Alpha beschreibt die zusätzliche Rendite einer Investition im Vergleich zum entsprechenden breiten Marktindex.

Diversifikation bezieht sich auf die Streuung von Anlagen über verschiedene Arten von Vermögenswerten, geografische Gebiete usw. mit dem Ziel, das Risiko zu verringern oder die risikobereinigten Renditen zu erhöhen.

Die **effiziente Grenze** wird durch die Gruppe von Portfolios bestimmt, die für ein bestimmtes Risikoniveau die höchste erwartete Rendite oder für ein bestimmtes erwartetes Renditeniveau die niedrigste Risikostufe bieten.

Aktien-Long-/Short-Strategien nehmen Long-Positionen in Wertpapieren ein, von denen erwartet wird, dass deren Preis steigt und Short-Positionen in Wertpapieren, von denen erwartet wird, dass sich ihr Preis abschwächt.

Exchange Traded Commodities (ETC) sind derivative Instrumente, die keinen direkten Handel auf den zugrunde liegenden physischen Rohstoff- oder Terminmärkten erfordern.

Evergreen Fonds sind offene Fonds ohne festes Enddatum. Im Gegensatz zu herkömmlichen Fonds Alternativer Investments, die Kapital für mehrere Jahre binden, ermöglichen Strukturen in sog. Evergreen Fonds regelmäßige Investitionen/ Rücknahmen von Kapital und haben in der Regel eine niedrigere Mindestinvestitionsanforderung. Sie sind angesichts der Deckelung der Rücknahmen semi-liquider Natur.

Hedge Fonds sind Alternative Anlageinstrumente, die gepoolte Fonds verwenden, die eine Reihe verschiedener Strategien verwenden können, um für ihre Anleger eine aktive Rendite zu erzielen.

Die **Illiquiditätsprämie** ist die Überrendite einer illiquiden Anlage zum Ausgleich der Illiquidität.

Private Equity bezieht sich auf Fonds und Einzelpersonen, die direkt in private, nicht börsennotierte Unternehmen investieren.

Private Infrastruktur stellt Vermögenswerte und Dienstleistungen bereit, die von einer Volkswirtschaft benötigt werden (z. B. Energie, Verkehr, Wasser, Soziales, Digitales), und zwar über privates Kapital und nicht über regierungsnahe Organisationen.

Ein **Real Estate Investment Trust (REIT)** ist ein Unternehmen, das Ertrag-bringende Immobilien besitzt und in den meisten Fällen betreibt. REITs handeln wie eine Aktie an den großen Börsen und investieren direkt in Immobilien, entweder durch Immobilien oder Hypotheken.

Der **S&P 500 Index** umfasst 500 führende US-Unternehmen, die etwa 80 % der verfügbaren US-Marktkapitalisierung abdecken.

Ein **Spread** ist die Differenz der börsennotierten Rendite zweier Anlagen, die am häufigsten beim Vergleich von Anleiherenditen verwendet wird.

Ein Prozess der **Strategischen Asset Allocation (SAA)** beinhaltet die Festlegung bevorzugter Allokationen für Anlageklassen auf einem mittel- bis langfristigen Zeithorizont.

USD ist der Währungscode für den US-Dollar.

Bei der **Bewertung** wird versucht, die Attraktivität eines Vermögenswertes zu quantifizieren, indem beispielsweise der Aktienkurs eines Unternehmens im Verhältnis zu seinen Gewinnen betrachtet wird.

Venture Capital (VC) ist eine Art der Private-Equity-Finanzierung, die in der Regel an kleine aufstrebende Unternehmen in der Frühphase geht.

Volatilität ist der Grad der Variation einer Handelskursreihe im Zeitverlauf.



Historische Wertentwicklung

Wertentwicklung	21.5.2020 - 21.5.2021	21.5.2021 - 21.5.2022	21.5.2022 - 21.5.2023	21.5.2023 - 21.5.2024	21.5.2024 - 21.5.2025
S&P 500	40,9%	-6,1%	7,4%	26,9%	9,8%
Bloomberg Private Capital Index	30,5%	25,6%	-0,3%	3,2%	3,8%
Bloomberg Buyout Private Equity Index	42,4%	27,4%	1,9%	6,9%	5,4%
Bloomberg Venture Capital Index	60,1%	27,7%	-20,6%	4,2%	0,5%
Bloomberg Debt Private Equity Index	18,7%	13,2%	0,6%	10,8%	5,5%
Bloomberg Real Estate Private Equity Index	9,0%	32,4%	-1,0%	-11,2%	1,5%
Bloomberg Real Assets Private Equity Index	4,9%	19,2%	12,6%	-2,2%	6,1%
Bloomberg U.S. Aggregate Index	-0,5%	-8,2%	-2,4%	2,2%	3,8%
Bloomberg Commodity Index	44,4%	43,9%	-19,6%	11,7%	0,5%

Quelle: Deutsche Bank AG, Bloomberg Finance L.P., LSEG Datastream; Daten vom 21. Mai 2025.

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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



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, zukunftsgerichteten 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 der Anleger 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, Zielsetzungen, finanziellen Umstände sowie der möglichen Risiken und Vorteile einer solchen Investitionsentscheidung – für sie 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, Rechtsanwälten 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 nicht garantiert, 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) der 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, Deutschland (www.ecb.europa.eu) und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht („BaFin“), Grauhofstraße 108, 53117 Bonn und Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main (www.bafin.de), sowie die Deutsche Bundesbank („Deutsche Bundesbank“), Wilhelm-Epstein-Straße 14, 60431 Frankfurt am Main (www.bundesbank.de).

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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



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 Kapitalmarktbeförderung 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 Bahains 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 Deutsche 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) 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 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 AG 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. 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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.



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 ausgehändigt werden 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 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 Banca d'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

Deutsche 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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.

**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 wird 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 Deutsche 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 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.

© 2025 Deutsche Bank AG. Alle Rechte vorbehalten.

Publikationstag: 23.05.2025

ST/CD

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. Diese Publikation wurde im Mai 2025 erstellt.