

# TELOS Spezialfondsmarktstudie 2019

Aktuelle Entwicklungen auf dem Spezialfondsmarkt aus der  
Sicht von Investoren

**AberdeenStandard**  
Investments

alpha | beta | asset management

**ampega.**  
Talanx Investment Group

// **DWS**

**Helaba** Invest

**METZLER**  
Asset Management

**LB&BW** Asset Management

**Vontobel**

**WARBURG**  
INVEST

**TELOS**



## ZUSAMMEN WERTE SCHAFFEN

Unsere Asset-Management-Gesellschaften in Hamburg und Hannover bieten umfassende, maßgeschneiderte Lösungen und persönliche Betreuung aus einer Hand.

Quantitative Ansätze sowie neue Investmentstrategien zu liquiden Alternativen beweisen unsere Innovationskraft. Mit hoher Kompetenz betreuen wir auch nachhaltige Investments erfolgreich.

Wir verfügen zudem als mittelständisch und unabhängig geprägtes Haus traditionell über ein tiefgehendes Verständnis unserer Anleger, wie zahlreiche Auszeichnungen für hohe Kundenzufriedenheit bestätigen.

Mehr Informationen finden Sie unter

[warburg-fonds.com](http://warburg-fonds.com)

[warburg-invest-ag.de](http://warburg-invest-ag.de)

## Inhalt

Aberdeen Standard Investments: Der finnische Wohnungsmarkt.....	3
alpha beta asset management gmbh: Asset Allokation, Risikomanagement und alternatives „Income“ .....	13
Ampega: Von den Montes pietatis zu den terrAssisi-Fonds.....	23
DWS: Diversifikation allein reicht nicht – Asset Liability Management (ALM) kann bei der nachhaltigen Erfüllung von Investmentzielen helfen.....	28
Helaba Invest: Multi Asset Management – Passgenaue Lösungen für die individuellen Anforderungen unserer Investoren.....	35
LBBW Asset Management: Problemstellung im aktuellen Kapitalmarktumfeld und passende Lösungsbausteine.....	39
Metzler Asset Management: Ein wertgesichertes Dividendenportfolio.....	48
Vontobel AM: Schwellenländeranleihen – gute Renditen für langfristige Anleger .....	54
Warburg Invest: Mit innovativen „Liquid Alternatives“ unkorrelierte Erträge erzielen.....	64
1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie .....	70
2. Allgemeine Angaben zum Spezialfondsmarkt.....	73
2.1 Verteilung.....	73
2.2 Anteilseignerstruktur.....	75
2.3 Demographie der Teilnehmer .....	76
3. Verteilung des Anlagevermögens der Investoren .....	78
3.1 Höhe des Anlagevermögens in Spezialfonds .....	80
3.2 Höhe der Direktbestände .....	82
3.3 Höhe des Anlagevolumens in Publikumsfonds .....	83
4. Spezialfondsmandate in 2018/2019 .....	85
4.1 Aufteilung der Spezialfonds nach Assetklassen.....	85
4.2 Anteil der aktiv/passiv gemanagten Mandate .....	95
4.3 Anzahl beauftragter Asset Manager.....	99
4.4 Einsatz von Consultants.....	102
5. Trends für künftige Investments .....	107
5.1 Planung der Auflage neuer Mandate in 2019/2020.....	107
5.2 Präferierte Anlagepolitik .....	110
5.3 Präferierte Assetklassen.....	112
5.4 Aufstockungspotentiale und Präferenz bei der Wahl des Anbieters .....	116
6. Asset Manager Selektion .....	119
6.1 Neuvergabe von Spezialfonds (Spezial-AIF) - Mandaten .....	119
6.2 Bedeutung der Kriterien und aktuelle Zufriedenheit.....	120
7. Bedeutung von bestimmten Themen und Produkten.....	138
8. Fazit.....	149

### Aberdeen Standard Investments

In Deutschland sind wir durch die Aberdeen Standard Investments Deutschland AG vertreten, die eine Lizenz als Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG) besitzt und Mitglied im Bundesverband Investment und Asset Management e.V. (BVI) ist.

Mit rund 100 Mitarbeitern betreuen wir per Dezember 2018 am Standort Frankfurt Kundenvermögen in Höhe von ca. 30 Milliarden Euro und gehören zu den größten ausländischen Asset Managern in Deutschland. Als Teil der Standard Life Aberdeen-Gruppe sind wir mit einer breiten Produktpalette für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Banken, Altersversorger und Stiftungen sowie für Vertriebspartner im Privatkundenbereich vertreten. Ihnen bieten wir eine große Bandbreite an Fondslösungen mit Aktien und Anleihen aus Industrie- und Schwellenländern sowie Immobilien und integrierte Lösungsansätze wie Multi Asset, Alternatives und Quantitative Investments.

Im Bereich Immobilien verfügen wir über ein eigenes Fondsmanagement, Research sowie Asset- und Transaktionsmanagement. Der Fokus liegt hier auf offenen Immobilien-Spezialfonds und geschlossenen Investment-KGs nach deutschem Kapitalanlagegesetz, die wir für institutionelle Kunden auflegen und verwalten. Inzwischen managen wir in Deutschland allein in Immobilieninvestments annähernd 5 Milliarden Euro – vorwiegend im Bereich Neubau-Wohnimmobilien, wo wir zu den führenden Investoren gehören.

Im Immobilienbereich liegt eine besondere, aus Deutschland gesteuerte Kompetenz in Investitionen in europäische Wohnimmobilien. Wir verfolgen dabei das Ziel, durch langfristige Investitionen in qualitativ hochwertige Wohnanlagen in Westeuropa Erträge und Kapitalwachstum für institutionelle Anleger zu erwirtschaften. Mithilfe von Investitionen in einen defensiven und weniger volatilen Sektor streben wir eine sehr stabile, sichere und wachsende Ertragsrendite für unsere Anleger an. Beispielsweise haben wir für den Aberdeen Standard Pan European Residential Fund ein Portfolio aus hochwertigen und vermieteten Wohnimmobilien in Finnland erworben. Der nachfolgende Beitrag gibt einen Überblick über den dortigen Immobilienmarkt und stellt einige seiner Chancen und Risiken dar.

### Der finnische Wohnungsmarkt – ein Überblick

Q4 2018

#### *Zusammenfassung*

- Trotz einer stark fragmentierten Eigentümerstruktur noch vor 10 Jahren hat die institutionelle Investitionstätigkeit in finnische Wohnimmobilien in den letzten Jahren deutlich zugenommen. Das jährliche Investitionsvolumen des Sektors betrug im Fünfjahreszeitraum 2013 bis 2017 1,3 Mrd. EUR.
- Der finnische Wohnungsmarkt war in der Vergangenheit von Eigenheimen geprägt, aber das schwache wirtschaftliche Umfeld nach der globalen Finanzkrise 2008 zwang mehr Menschen, ihr Haus zu mieten als zu kaufen. Mit der Erholung der Wirtschaft verbessert sich die Kreditvergabe und die Zahl der Haushalte, die ihre Häuser wieder kaufen, steigt.
- Die finnischen Bevölkerungsprognosen sehen insgesamt nicht sehr stark aus. Aber vor allem im Raum Helsinki und einigen anderen Städten wird ein Bevölkerungswachstum erwartet, was mittel- und langfristig zu einer starken Wohnungsnachfrage führen dürfte.

- Die finnische Bevölkerung wird älter und die durchschnittliche Größe eines finnischen Haushalts nimmt ständig ab. Daher steigt die Nachfrage nach kleineren Wohnungen im Vergleich zu größeren Einheiten.
- Die operative Effizienz ist entscheidend für die Maximierung von Einkommen und Performance. Sie hat einen weitaus größeren Einfluss auf die Rendite als das potenzielle Wachstum der Marktmieten, obwohl sich die Investoren typischerweise auf letztere konzentrieren.
- Die größte Herausforderung bei Investitionen in finnische Wohnimmobilien ist die Objektverfügbarkeit. Einen Marktzugang kann eine Portfoliotransaktion bieten, die allerdings lokale Ressourcen für die Integration bedingt. Wir glauben außerdem, dass der Kauf von Assets direkt von Entwicklern während der Projektphase der beste Weg ist, um qualitativ hochwertige Immobilien zu erwerben. Diese werden unseren Anforderungen an Qualität, Größe und Infrastruktur eher gerecht. Für risikobereitere Anleger können Konversionsvorhaben attraktive Risiko- und Ertragsmerkmale bieten.

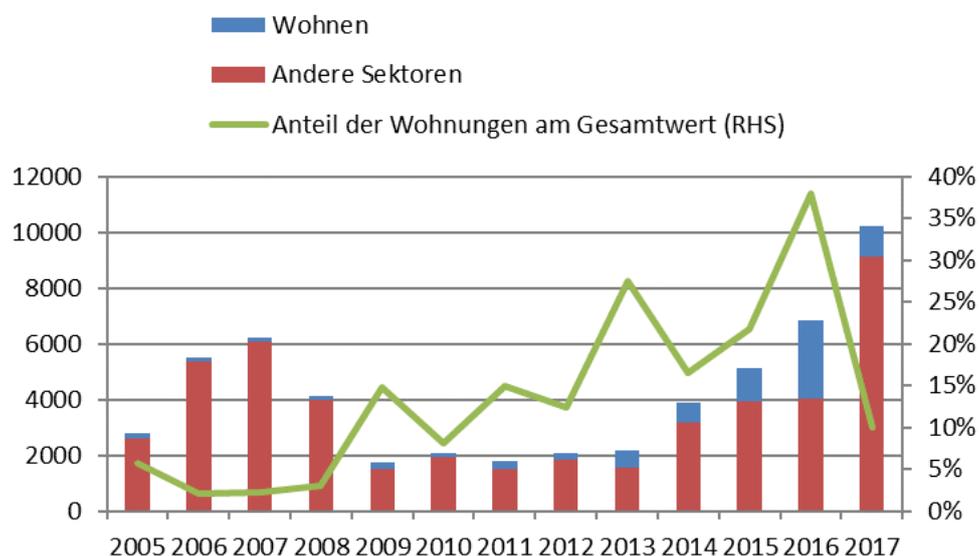
### Einführung

Bis vor kurzem wurde der finnische Wohnimmobiliensektor von professionellen Investoren im Allgemeinen kaum beachtet. Der Anteil von Wohnungen an den gesamten Transaktionen von 2005 bis 2012 betrug nur etwa 6% (Abbildung 1). Aber da die Zinsen und die Inflation auf ein Rekordniveau gesunken sind, haben viele Investoren vermehrt Wohnimmobilien als ein risikoarmes Investment für stabile Einkommensrenditen entdeckt.

Bis vor zwei Jahren wurde die relative Attraktivität des Wohnungssektors durch die schwache finnische Wirtschaft und die Unsicherheit über die Entwicklung der Gewerbeimmobilienbranche verstärkt. Dadurch stieg der Wohnanteil am Gesamtinvestitionsvolumen für den Zeitraum 2013 bis 2017 auf insgesamt 22%.

Nachfolgend beschreiben wir die Risiko- und Renditeeigenschaften des finnischen Wohnungssektors. Darüber hinaus werden Markttrends und Chancen innerhalb der Branche aufgezeigt.

**Abbildung 1: Gesamtinvestitionsvolumen Immobilien und Wohnanteil**



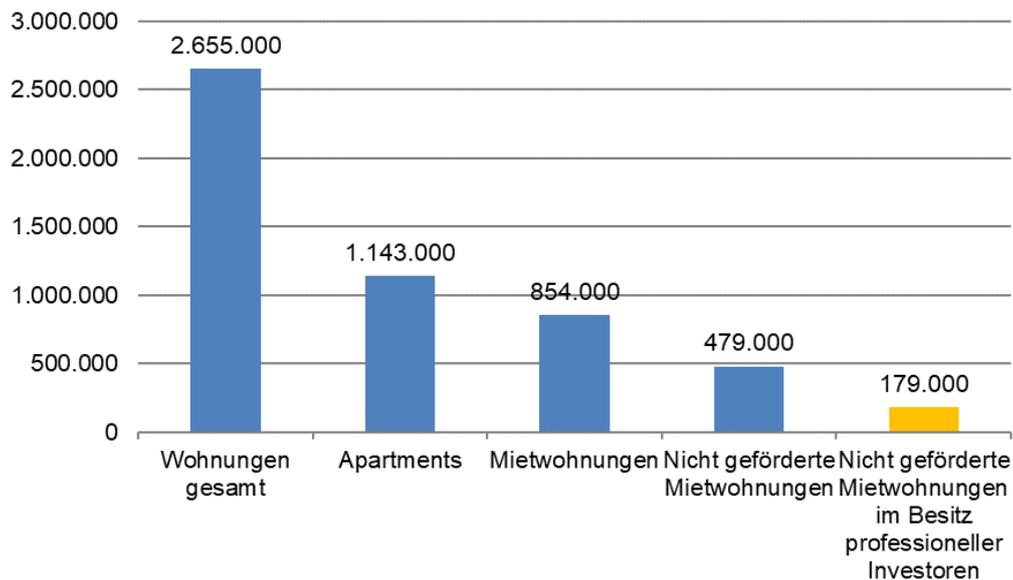
Quelle: KTI, Februar 2018

## Eigentümerstruktur

In Finnland gibt es rund 2,65 Millionen Wohneinheiten, davon 1,15 Millionen Apartments. Wohneigentum ist weit verbreitet, etwa 65% der finnischen Haushalte leben in Eigenheimen. In Helsinki ist das Wohnen zur Miete mit einem Anteil von rund 50% stärker verbreitet.

Ein wesentliches Hindernis für Investitionen in den finnischen Wohnungssektor ist die Objektverfügbarkeit. Fast die Hälfte der 854.000 Mietwohnungen in Finnland wird in irgendeiner Form gefördert und befindet sich in der Regel im Besitz von kommunalen Unternehmen oder privaten, gemeinnützigen Organisationen. Von den restlichen 480.000 nicht geförderten Mietwohnungen befinden sich rund zwei Drittel im Besitz von Kleinanlegern – typischerweise Privatpersonen. Damit verbleiben 179.000 Wohnungen im Besitz professioneller Investoren (Abbildung 2).

**Abbildung 2: Wohnungsmarkt in Finnland**



Quelle: KTI, Februar 2018

Aufgrund der begrenzten Verfügbarkeit von großen, qualitativ hochwertigen Wohnimmobilien entfiel in den letzten Jahren mehr als die Hälfte der Wohntransaktionen auf neu entwickelte oder im Bau befindliche Objekte. Während finnische Wohnungsfonds nach wie vor die Hauptabnehmer dieser neuen Gebäude sind, haben ausländische Investoren in jüngster Zeit ihre Investitionen in den finnischen Wohnungssektor erhöht.

Der Aberdeen Standard Pan European Residential Fund beispielsweise sicherte sich in Q3 2018 ein attraktives Bestandsportfolio aus 824 modernen Wohnungen in der Metropolregion Helsinki. Die bis 2015 gebauten Wohnungen entsprechen einem hohen Standard und sind mit zwei Zimmern und durchschnittlich 55 m<sup>2</sup> Mietfläche genau auf die Demografie der Zwei-Personen-Haushalte in Finnland und der Metropolregion Helsinki zugeschnitten.

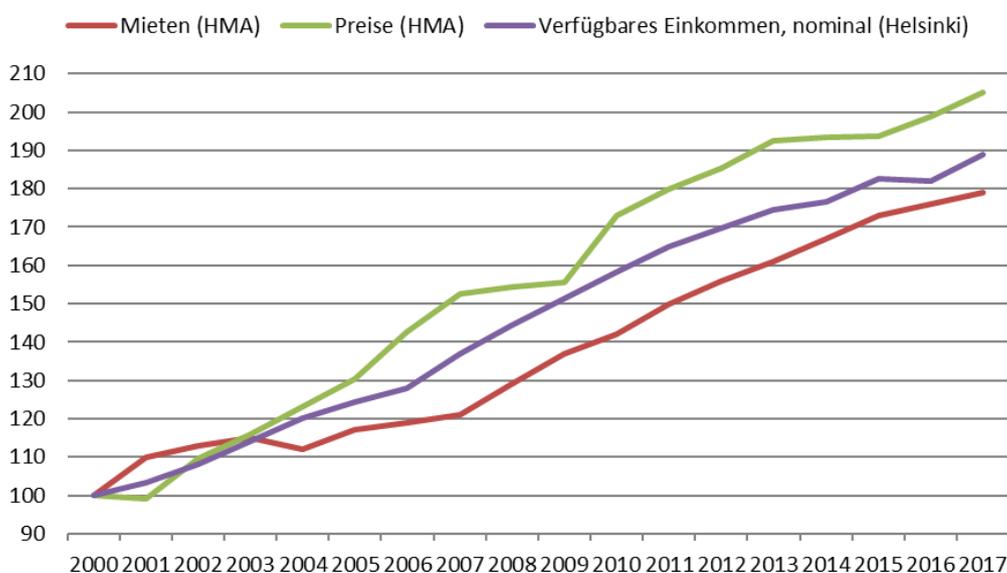
## Mietmarkt

Die Wohnungsmieten in Finnland wurden in den 1990er Jahren schrittweise liberalisiert und es gibt heute keine Einschränkungen bei Mietpreisen und -bedingungen. Trotz der Deregulierung des privaten Mietmarktes werden die Mieten immer noch durch den großen sozialen Wohnungsbau verzerrt, der typischerweise deutlich niedrigere Niveaus bietet als der freie Markt. Darüber hinaus unterliegen auch die marktwirtschaftlichen Mietwohnungen der Förderung. Abhängig von Einkommen, Familiensituation und Miete stehen öffentliche Zuschüsse zur Verfügung, um die Miete zu bezahlen. Die kumulierten Kosten dafür belaufen sich auf rund 2 Milliarden Euro und die politische Opposition gegen diese Regelung behauptet, dass sie nur Investoren subventioniert, indem sie die Marktmieten künstlich hochhält. Es besteht die Gefahr, dass die Marktmieten sinken, wenn diese Subventionen ganz oder teilweise abgeschafft werden.

Während die Hauspreise von 2000 bis 2007 um 50% gestiegen sind, stiegen die Mieten nur um 21%. Das schwache wirtschaftliche Umfeld in Finnland nach der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 führte jedoch zu einer steigenden Zahl von Mietern. Darüber hinaus wurden die Banken vorsichtiger mit ihren Kreditvergaben, was einige Menschen daran hinderte, ihre eigenen Wohnungen zu kaufen. In den Jahren 2017 und 2018 hat die Bereitschaft der Banken zugenommen, wieder verstärkt Kredite an Hauskäufer zu vergeben.

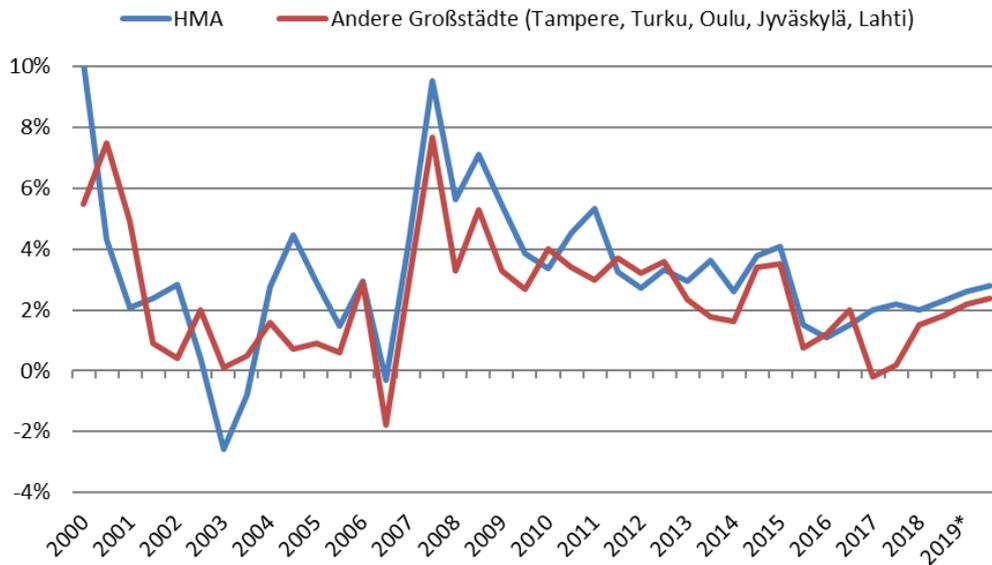
Da die Mieten in Finnland schneller gestiegen sind als die Einkommen, gibt es Anzeichen dafür, dass einige Mieten zu stark steigen. So dauert es beispielsweise länger, Immobilien zu vermieten, es gibt weniger Wartelisten für Wohnungen und der Leerstand steigt. Die Situation im Großraum Helsinki (HMA) ist positiver, da sowohl das Bevölkerungswachstum als auch der Anstieg des verfügbaren Einkommens überdurchschnittlich waren (Abbildung 3). Dies führte zu einem guten Marktmietwachstum von ca. 3% pro Jahr für den HMA seit dem Jahr 2000, während die höhere Bautätigkeit das Mietwachstum in den letzten drei Jahren auf ca. 2% pro Jahr verlangsamt hat. Eine im zweiten Quartal 2018 von KTI, dem finnischen Partner von IPD/MSCI, durchgeführte Umfrage zeigt, dass die Markterwartung für das Mietwachstum für 2019 und 2020 in einer Bandbreite von 2-2,5% pro Jahr liegt (Abbildung 4).

**Abbildung 3: Wohnungspreise, Mieten und verfügbares Einkommen in der Metropolregion Helsinki (HMA) (indexiert, 2000=100)**



Quelle: KTI, Statistik Finnland und Oxford Economics, Februar 2018

**Abbildung 4: Mietwachstum bei Neuvermietung, jährliche Veränderungen und Prognose**



\* Prognose aus KTI-Umfrage, Quelle: KTI, Juni 2018

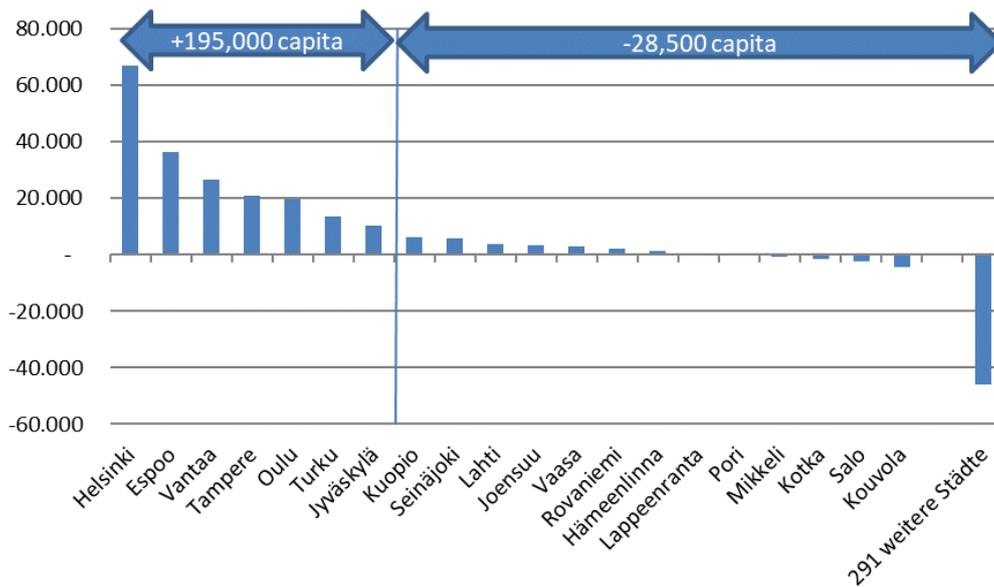
Standardmietverträge haben in der Regel eine unbefristete Laufzeit und eine bestimmte Kündigungsfrist für den Mieter – im Allgemeinen einen Monat. Die Vermieter haben in der Regel eine Kündigungsfrist von drei Monaten und können den Vertrag nur unter bestimmten Bedingungen kündigen. Die Mieten sind in der Regel an den Lebenshaltungsindex gekoppelt, aber es ist auch möglich, eine abweichende jährliche Mieterhöhung festzulegen.

### *Angebot und Nachfrage*

Eine der größten Herausforderungen für Finnland besteht darin, dass die Geburtenrate zu niedrig ist und die Bevölkerung recht schnell altert. Der Anteil der über 65-Jährigen in Finnland war Ende 2017 nach Italien, Deutschland, Griechenland und Portugal der fünfthöchste in Europa. Dank der Einwanderung wächst die finnische Bevölkerung immer noch, aber in einem sehr bescheidenen Tempo.

Allerdings sind demografische Daten auf Stadtebene für Immobilieninvestoren von größerer Bedeutung und das Bevölkerungswachstum in den Großstädten ist deutlich positiver. Während die finnische Bevölkerung von 2010 bis 2017 jährlich um 0,4% zunahm, stieg die Bevölkerung in den Großstädten (Region Helsinki, Tampere, Oulu, Turku, Jyväskylä) um 1,3% pro Jahr. Dies ist in Abbildung 5 dargestellt, wo die sieben größten Gemeinden von 2010 bis 2017 um 195.000 Menschen zunahm, während die Bevölkerung im übrigen Finnland zurückging. Dies hat starke Auswirkungen auf die Wohnungsnachfrage und wir empfehlen Investitionen in Großstädten mit steigender Nachfrage

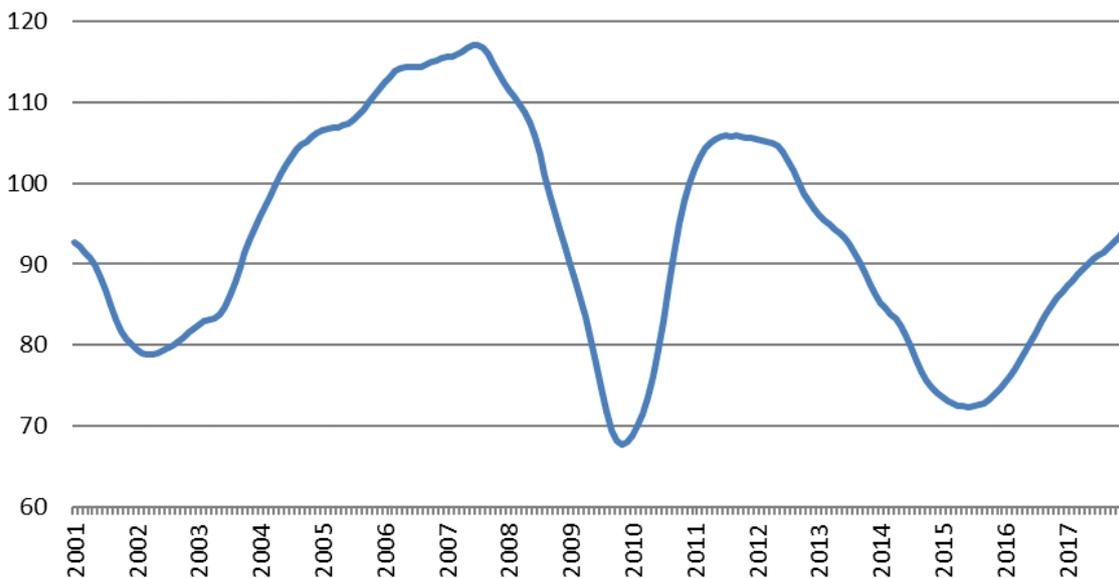
**Abbildung 5: Bevölkerungswachstum in den finnischen Gemeinden 2010-2017**



Quelle: Statistik Finnland, Juli 2018

Die Urbanisierung und die starke Investitionsnachfrage haben den Wohnungsbau beflügelt. Der Wohnungsbau nimmt in allen Großstädten zu, sowohl bei gemieteten als auch bei selbst genutzten Gebäuden. Das Bauvolumen für Finnland insgesamt liegt jedoch deutlich unter den historischen Spitzenwerten (Abbildung 6).

**Abbildung 6: Wohnungsbau in Finnland, Index 2000=100 (12-Monatsdurchschnitt)**



Quelle: Statistik Finnland, Februar 2018

Die Belebung der Entwicklungstätigkeit hat sich im HMA ausgeprägter entwickelt, wo sich die Wohnungswirtschaft in Richtung großer Bauprojekte gewandelt hat. Der Wohnungsbau, gemessen an der Anzahl der Wohnungen, erreichte 2017 den höchsten Stand seit mehr als 20 Jahren - und die hohe Bautätigkeit kann kurzfristig Auswirkungen auf den Vermietungsmarkt haben. Wir gehen davon aus, dass Objekte in schlechterem Zustand und an weniger zentralen Standorten am stärksten durch die zunehmende Konkurrenz durch neue Immobilien gefährdet sind - mit potenziell höheren Leerstandsdaten und einem gewissen Druck auf die Mieten.

### *Ausblick und Strategie*

Der finnische Wohnungssektor hat überdurchschnittliche risikobereinigte Renditen erzielt. Wir gehen jedoch nicht davon aus, dass sich alle Wohnimmobilien auch in Zukunft überdurchschnittlich stark entwickeln werden. Die finnische Wirtschaft wächst derzeit stetig, aber die Fundamentaldaten sind fragil und die Wirtschaft braucht Strukturreformen. Die demografische Entwicklung ist auf nationaler Ebene schwach und die Nachfrage nach Wohnimmobilien dürfte vornehmlich in einigen wenigen der bevölkerungsreichsten Städte steigen. Da die Mieten für Finnland insgesamt stärker gestiegen sind als das verfügbare Einkommen der Haushalte, werden die Erschwinglichkeit und das Potenzial für weiteres Mietwachstum je nach geografischem Gebiet und Immobilientyp stark variieren.

### *Wo gibt es Chancen?*

Während das Bevölkerungswachstum in Finnland auf nationaler Ebene schwach sein dürfte, gibt es einige wenige Städte, die von langfristigen Urbanisierungstrends profitieren sollten. Es wird erwartet, dass sie ein ordentliches Bevölkerungswachstum aufweisen werden, was zur Aufrechterhaltung einer starken Mieternachfrage führt. Wir glauben, dass es sich bei diesen Wachstumsregionen um die Metropolregion Helsinki (HMA, einschließlich Espoo und Vantaa), Tampere, Oulu, Turku und Jyväskylä handelt.

Da die Urbanisierung in Finnland relativ spät einsetzte und in den 1950er und 1960er Jahren bedeutende Entwicklungen in den Vororten stattfanden, ist das Pendeln mit dem Auto populärer als in anderen europäischen Städten, in denen die Zentren dichter besiedelt sind. Jetzt verlagert sich der Trend hin zu einem dichteren Bauen in städtischen Gebieten und einer geringeren Abhängigkeit der Menschen vom Auto. Daher gehen wir davon aus, dass die Nachfrage nach Wohnungen in der Nähe von Knotenpunkten des öffentlichen Verkehrs im Vergleich zu schwächeren Standorten stärker sein wird. Dies wird sich auch in der Mietentwicklung widerspiegeln. Die neue U-Bahn-Linie in HMA und andere geplante Infrastrukturerweiterungen können neue und attraktive Gebiete für Wohnanlagen schaffen.

## Was ist zu erwarten?

Wie in unserem Whitepaper "Maximising income is the key to delivering strong residential returns" beschrieben, ist die operative Effizienz entscheidend für die Maximierung von Einkommen und Performance. Sie ist weitaus wichtiger als das Mietwachstum, obwohl sich die Investoren typischerweise auf letzteres konzentrieren. Unsere Studie zeigt Faktoren auf, die den Verlust von Brutto-Netto-Mieten beeinflussen. Einige der Ergebnisse sind:

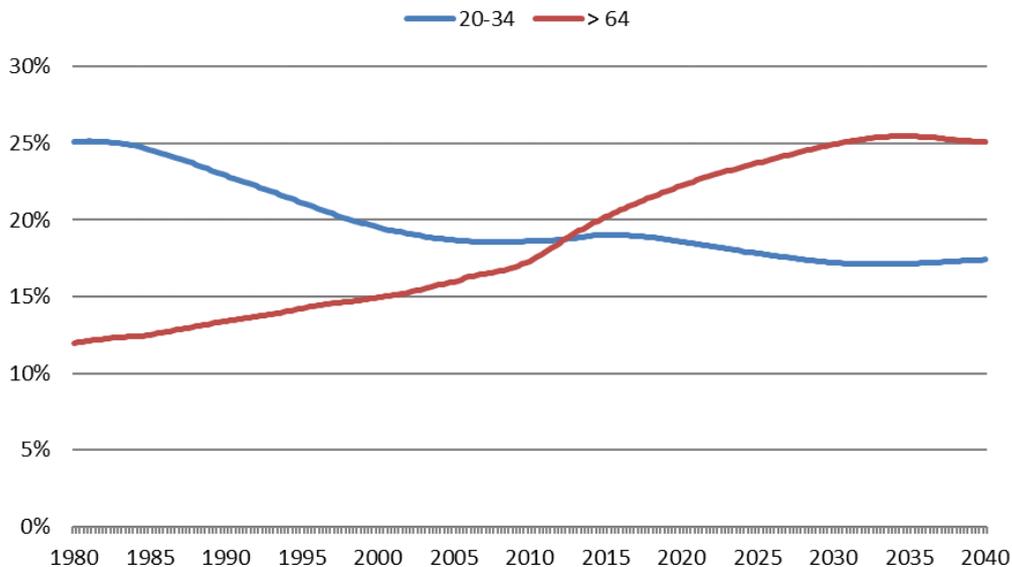
- Der erfolgsversprechendste Weg zu einem höheren Nettoeinkommen besteht darin, die Mieter so lange wie möglich im Objekt zu halten. Dies minimiert Leerstände, Vermietungskosten, Neuvermietungskosten, Kosten für Sanierungen zwischen den Mietern und zusätzliche Verwaltung.
- Größere, speziell als Mietobjekte konzipierte und gut durchdachte Wohnanlagen sind äußerst effizient zu betreiben und zu verwalten, mit minimalen Brutto-zu-Netto-Verlusten.
- Ein hochwertiges, "built-to-rent"-Design minimiert die Kosten für Reparaturen und Wartung. Und ein qualitativ hochwertiger Bestand bedarf auch geringerer Instandhaltungskosten, da die Mieter dazu neigen solche Objekte besser zu pflegen. Die niedrigeren Mieten pro Quadratmeter bei schlechteren, älteren Beständen bedeuten, dass die relativen Kosten für Reparaturen und Renovierungen im Vergleich zum Mieteinkommen deutlich höher sind.

Die Studie zeigt, dass es wichtig ist, die Zufriedenheit der Mieter hoch zu halten, und dass Investoren nach Standorten und Immobilien mit einer geringen Fluktuation der Mieter suchen sollten. Wir bevorzugen hochwertige und als Mietwohnungen konzipierte Immobilien. Obwohl sie teurer sein können als Bestandsobjekte, gleicht die zusätzliche Effizienz den Mehrpreis in den meisten Fällen mehr als aus.

Die Altersgruppe der 20- bis 35-Jährigen ist eine wichtige Mietergruppe für größere Wohnungen. Dies ist das typische Alter, in dem Menschen eine Familie gründen, aber sie sind möglicherweise nicht in der Lage, sich eine eigene Eigentumswohnung zu leisten, oder sie sind nicht bereit, sich in diesem Lebensabschnitt mit einer solchen Investition zu binden. Die mit dem Kauf einher gehenden Kosten, zuzüglich einer Grunderwerbsteuer von 2% für Wohnungen, können die Menschen motivieren zu mieten statt zu kaufen. Der Anteil dieser Altersgruppe an der Bevölkerung ist zwar seit den 1970er Jahren rückläufig, allerdings steigt der Anteil der über 65-Jährigen rasant an (Abbildung 7). Da ältere Menschen in der Regel weniger Platz benötigen und zentralere Lagen bevorzugen, gehen wir davon aus, dass die Nachfrage nach kleineren Wohnungen in Großstädten weiter steigen wird.

Generell ist das Mieten kleinerer Wohnungen die typische Art, mit dem in HMA vorherrschenden Mietwachstum umzugehen und damit ein weiterer Faktor, der die Nachfrage antreibt, im Gegensatz zu größeren Wohnungen, wo das Nachfragewachstum deutlich schwächer war.

**Abbildung 7: Finnische Bevölkerung nach Altersgruppen (Anteil in %)**



Quelle: Oxford Economics, August 2018

#### *Wie sollte man investieren?*

Wie bereits erwähnt, ist das Angebot an nicht geförderten Wohnungen im Besitz professioneller Investoren sehr begrenzt. Werden ältere, ineffiziente Immobilien ausgeschlossen, wird das Anlageuniversum noch kleiner. Professionelle Investoren bzw. Projektleiter haben daher neue oder in Entwicklung befindliche Immobilien gekauft, meist direkt vom Bauherrn.

Ein weiterer möglicher Einstiegsweg ist der Kauf von älteren Gewerbeimmobilien und deren Umwandlung in Wohnimmobilien. Da die Leerstandsdaten in Teilen des finnischen Büromarktes hoch sind, haben ältere Bürobestände oft einen niedrigen Kapitalwert pro Quadratmeter. Der Kauf und die Umwandlung dieser Objekte in Gebieten mit einer starken Wohnungsnachfrage können für Investoren sehr profitabel sein.

#### **Autoren:**

Lars Flåøyen

Head of Investment Research, Europe

Aberdeen Standard Investments

Stephan Schanz

Senior Real Estate Analyst, Europe

Aberdeen Standard Investments Deutschland AG

## Wichtige Hinweise

Nur für professionelle Investoren - nicht für Privatanleger oder Berater geeignet. Erstellt in der Europäischen Union von Aberdeen Standard Investments Ireland Limited, zugelassen und beaufsichtigt durch die Central Bank of Ireland. Eingetragen in Irland unter der Nr. 621721. Eingetragener Unternehmenssitz: 2-4 Merrion Row, Dublin D02 WP23. Die hier enthaltenen Angaben dienen nur zu Informationszwecken und sind nicht als Angebot, Anlageempfehlung oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots für eine der hierin genannten Anlagen zu verstehen. Aberdeen Asset Managers Limited ("Aberdeen") garantiert nicht die Richtigkeit, Angemessenheit oder Vollständigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Materialien und lehnt ausdrücklich die Haftung für Fehler oder Auslassungen in diesen Informationen und Materialien ab. Das Research und die Analysen, die für die Erstellung dieses Dokuments herangezogen wurden, hat Aberdeen zur eigenen Verwendung beschafft und unter Umständen für eigene Zwecke eingesetzt. Die hierbei erzielten Ergebnisse wurden zufallsbedingt hier bereitgestellt und für die Richtigkeit der Informationen wird keine Gewähr übernommen. Einige der Informationen in diesem Dokument können Prognosen oder andere zukunftsgerichtete Aussagen enthalten, die künftige Ereignisse oder die künftige finanzielle Entwicklung von Ländern, Märkten oder Unternehmen betreffen. Bei diesen Aussagen handelt es sich lediglich um Vorhersagen und die tatsächlichen Ereignisse oder Ergebnisse können erheblich von diesen Vorhersagen abweichen. Die Leser sollten die Relevanz, Richtigkeit und Angemessenheit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen selbst einschätzen und die für eine solche Einschätzung von ihnen für notwendig und angemessen erachteten, unabhängigen Nachforschungen anstellen. Jegliche in diesem Dokument enthaltene Meinung und Einschätzung ist allgemeiner Natur und Leser sollten diese nicht als Beratung betrachten und sich darauf verlassen. Weder Aberdeen noch Mitarbeiter von Aberdeen, seiner verbundenen Unternehmen oder Vertreter haben die Anlageziele, finanzielle Situation oder den speziellen Bedarf des Lesers, einer bestimmten Person oder einer Personengruppe in Betracht gezogen oder in Erfahrung gebracht. Entsprechend wird keinerlei Gewährleistung oder Haftung für Verluste übernommen, die dem Leser, einer bestimmten Person oder Personengruppe direkt oder indirekt infolge der in diesem Dokument enthaltenen Informationen, Meinungen oder Einschätzungen entstehen. Aberdeen behält sich das Recht vor, die in diesem Dokument enthaltenen Informationen jederzeit und ohne vorherige Ankündigung zu ändern und zu berichtigen. Immobilien sind eine relativ illiquide Anlageklasse, deren Bewertung von persönlichen Einschätzungen abhängt. Es gibt keinen anerkannten Markt für Immobilien und die Realisierung des Wertes einer Immobilie kann Verzögerungen unterliegen. In der Vergangenheit erzielte Performance bietet keine Gewähr für die zukünftige Entwicklung. Der Wert von Anlagen sowie die mit ihnen erzielten Erträge können sowohl sinken als auch steigen und unter Umständen erhalten Anleger ihren Anlagebetrag nicht in voller Höhe zurück. Die steuerliche Behandlung hängt von den persönlichen Umständen jedes einzelnen Anlegers ab und kann sich in der Zukunft ändern. Vor jeder Anlageentscheidung sollte professionelle Beratung eingeholt werden. Unter der Marke Aberdeen Standard Investments ist das Anlagegeschäft von Aberdeen Asset Management und Standard Life Investments zusammengefasst.

DE-250419-88216-1

Wir sind ein institutioneller Asset Manager mit Spezialisierung auf Asset Allokation, Risikomanagement und innovative Assetklassenlösungen (z.B. im Bereich Fixed Income) in einem globalen Anlageuniversum mit aktivem Managementstil.

Mit mehr als über 25 Jahren nationaler und internationaler Kapitalmarkterfahrung sind wir überzeugt, dass systematische, prognosefreie Anlageentscheidungen die Grundlage für langfristige Wertzuwächse schaffen – unabhängig von Modetrends und emotionalen Einflüssen.

Diesem Investmentansatz entsprechend kooperieren wir im Bereich der Produktentwicklung mit der Quasol GmbH und dem BLU Family Office Ltd. Quasol ist ein auf quantitative/finanzmathematische Fragestellungen spezialisiertes Unternehmen und bietet maßgeschneiderte Lösungen im Bereich Risikomanagement, Asset Allokation und Portfoliooptimierung. BLU Family Office wurde 2010 gegründet, um die Investments und finanziellen Angelegenheiten zweier Familien zu verwalten. Seitdem hat BLU Family Office die Aktivitäten erheblich ausgeweitet und unterstützt mittlerweile auch andere Investoren erfolgreiche Investments zu tätigen.

## **I. *Income*: Eine alternative Lösung für Investoren im Anleihen-Bereich**

„*Income*“ definieren wir als stetigen und prognostizierbaren Cash Flow, ohne dabei ein (großes) Kapitalrisiko einzugehen. In Zeiten historisch niedriger Zinsen in der entwickelten Welt suchen Anleger nach Ertragsalternativen, z.B. durch höhere Durationsrisiken im Rentenmarkt oder durch Anlagen in dividendenstarken Aktien. Wir allerdings betrachten Anleihen mit hoher Duration oder Dividendenstrategien nicht als *Income*-Strategien, da sie einem signifikanten Marktpreisrisiko unterliegen.

## **Unsere Lösung: Einkommen aus diversifizierten Kreditstrategien**

Aufgrund begrenzter Anlagemöglichkeiten im aktuellen Niedrigzinsumfeld, welches nach unserer Einschätzung noch länger anhalten wird, investieren wir in Schuldtitelstrategien privater Kreditmärkte als alternative Ertragsquelle. Fonds, die in Kreditstrategien investieren, erleben aktuell einen großen Zulauf. Kreditforderungen werden dabei entweder durch dingliche Vermögensgegenstände oder Cash Flows besichert. Wir diversifizieren über unterschiedliche Arten von Sicherheiten, Kreditqualitäten und Herkunftsregionen und berücksichtigen z.B. Handels- oder Betriebsmittelfinanzierungen, Verbraucher- oder Geschäftskredite. Ein besonderes Augenmerk legen wir auch auf die ESG-Orientierung der Zielfonds. Um unser Risiko zu begrenzen, investieren wir ausschließlich in solche Strategien, die Liquidität innerhalb von weniger als einem Jahr bereitstellen. Ein herausragendes Merkmal unserer Strategie ist jedoch das begrenzte Zinsrisiko: Die Restlaufzeiten der zugrundeliegenden Kredite laufen regelmäßig (zu ca. 95%) kürzer als ein Jahr, so dass das Zinsänderungsrisiko minimal ist. Aktuell liegt die durchschnittliche Laufzeit der mehr als 2.000 Einzeldarlehen bei nur 197 Tagen. Allokiert werden schließlich die Strategien solcher externer Manager, die unsere stringenten Anlagekriterien erfüllen und erfolgreich eine umfangreiche Due Diligence durchlaufen haben.

## **Attraktive Sharpe-Ratio**

Durch die Besonderheiten dieser Assetklasse ist es möglich, attraktive und nachhaltige Renditen in Form von Kredit- und Liquiditätsprämien zu erwirtschaften. Seit Auflage der Strategie als AIF im Herbst 2016 erwirtschaftet die Strategie ca. 5-6% p.a. nach Kosten und erfüllt damit alle Erwartungen – und dies mit bemerkenswerter Stabilität: Die annualisierte Volatilität liegt aktuell um 0,5% und ist somit kaum „fühlbar“. Drawdowns sind bisher nicht aufgetreten. Ein weiterer Vorteil der Strategie liegt in der nicht vorhandenen Korrelation zu den Aktienmärkten. Dies stützt uns in der Annahme, dass die Ertragserwartungen ohne proportionale Risikozunahme erwirtschaftet werden können und damit Investments in solchen privaten Kreditstrategien nicht per se risikobehafteter sind als konventionelle Rentenmärkte.

## **Warum ist es möglich, Überschussrenditen in privaten Kreditmärkten zu erzielen?**

An erster Stelle ist hierbei der Prozess der Disintermediation im Kreditmarkt seit der Finanzmarktkrise von 2008 zu nennen, in dessen Folge Banken ihre Kreditvergabeaktivitäten eingeschränkt oder einzelne Geschäftsbereiche komplett aufgegeben haben. Es existiert eine Lücke zwischen der tatsächlichen Kreditnachfrage und dem verfügbaren Kreditvolumen, das Banken bereit sind, herauszulegen. Des Weiteren bleibt vielen Kleinunternehmen oder Privatpersonen der öffentliche, verbriefte Kreditmarkt aufgrund ihrer geringen Größe vorenthalten, insbesondere außerhalb der entwickelten Länder. Um diesem Schuldnerkreis überhaupt Fremdkapital zur Verfügung stellen zu können, vor allem in technisch schwächer entwickelten Ländern der Emerging Markets, ist eine umfangreiche Infrastruktur seitens der Kreditgeber erforderlich. Diese Infrastruktur bzw. die damit verbundenen Dienstleistungen erklären einen Teil der Überschussrenditen.

## **Die fünf Stufen unseres Investmentprozesses**

In den fünfstufigen Investmentprozess fließt das Know-how von BLU Family Office, alpha beta asset management und Absolute Return Partners ein. BLU Family Office ist Initiator der Strategie und bringt zusätzlich das nachhaltige Denken eines Family Offices ein. Der Research-Spezialist Absolute Return Partners analysiert die Strategien der externen Manager sowie die Investmentvehikel im Rahmen seiner bewährten Due Diligence-Praxis im alternativen Bereich. alpha beta asset management unterstützt mit langjähriger Erfahrung als etablierter Asset Manager mit Fixed-Income-Expertise.

Ziel des Investmentprozesses ist es, die unterschiedlichen Risikoprämien zu isolieren, um die Diversifikation über alle Arten von Risiko sicherzustellen. Die Aufgabe der Portfoliokonstruktion ist es, Risikokonzentrationen zu vermeiden. Im ersten Schritt unseres Investmentprozesses filtern wir solche Zielfonds heraus, die unsere Mindestkriterien hinsichtlich Track Record, Assets under Management, Geschäftsmodell/Strategie und Mindestliquidität für kurzlaufende, besicherte Kreditstrategien erfüllen. Im zweiten Schritt erfolgt eine tiefergehende Due Diligence, die sich vor allem mit den Details jeder einzelnen Strategie beschäftigt, vom Investmentprozess bis zu den handelnden Personen und vom Governance-Prozess bis hin zur Gebührenstruktur. Detailinformationen zur Struktur der Kredite, Ausfall- oder Recovery-Raten werden ebenfalls berücksichtigt.

Im dritten Schritt des Investmentprozesses erfolgt eine Risikokategorisierung aller relevanten Faktoren, um ein tiefgehendes Verständnis der Risikotreiber zu erhalten. Zur Sicherstellung einer ausreichenden Diversifikation werden schließlich alle Faktoren klassifiziert. Alle vorhandenen Informationen werden dabei aggregiert und dokumentiert. Im vierten Schritt findet die Due Diligence ihren Abschluss, dies erfolgt i.d.R. durch einen Besuch beim Manager vor Ort. Am Ende des Investmentprozesses werden alle Informationen im Rahmen des Investmentkomitees zusammengeführt.

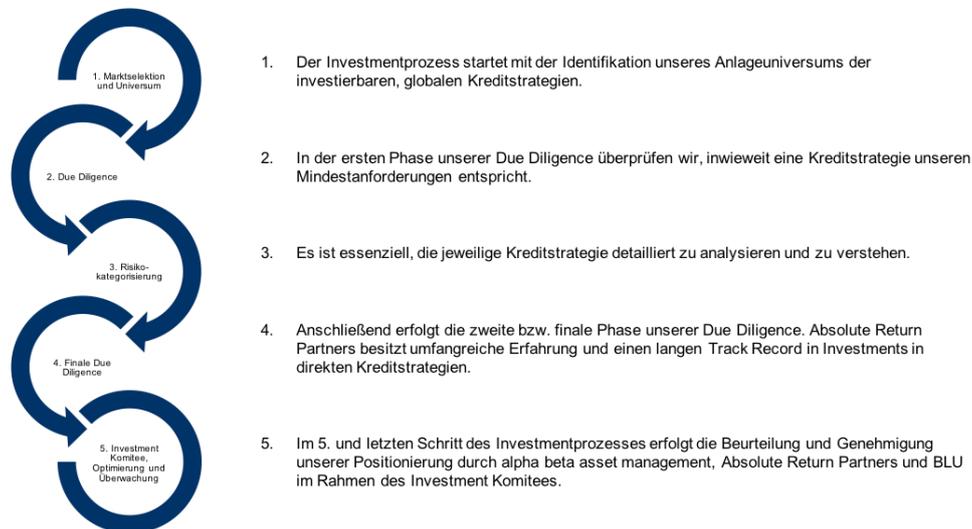


Abbildung1: Überblick Investmentprozess Income Strategie (Quelle: alpha beta asset management)

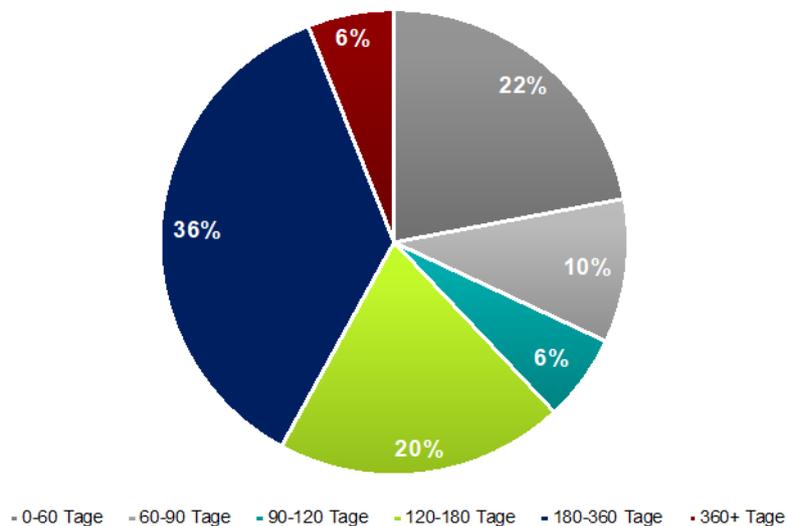


Abbildung 2: Verteilung Kreditlaufzeiten Income Strategie per 28. Februar 2019 (Quelle: Blu FO)

### Umsetzung und Erwerbbarkeit

Die Income-Strategie ist seit Ende Oktober 2016 sowohl als AIF als auch als darauf basierende Inhaberschuldverschreibung nach Luxemburger Verbriefungsrecht (Börsennotierung in Düsseldorf) erwerbbar. Für weitere Informationen stehen wir Ihnen unter den aufgeführten Kontaktdaten gerne zur Verfügung.

## II. Multi-Asset Global 5: Global, defensiv, liquide – erfolgreich!

Die **Multi-Asset-Global 5 Strategie** ist eine globale, diversifizierte Fondslösung, die Investoren eine aktive Asset Allokation vorrangig zwischen Aktien und Renten in den globalen Kapitalmärkten bietet. Unsere Investmentphilosophie beruht auf zwei Säulen: Sie beinhaltet fundamentale, makroökonomische und regelgebundene, quantitative Prozesse. Hier diversifizieren wir bewusst auch über Analysekonzepte, da wir von der Kombination objektiver, emotionsfreier Analyse einerseits, mit der Erfahrung des Teams und ökonomischer Kausalität andererseits, überzeugt sind. Die einzelnen Assetklassen und ihre Ausprägungen werden kosteneffizient und diversifiziert im Wesentlichen über Exchange-Traded-Funds (ETF) abgebildet. Die Ertragserwartung des Fonds über einen Investmentzyklus liegt bei ca. 3-5% p.a., bei einer durchschnittlichen Volatilitätserwartung von aktuell ca. 3% p.a. Der Investmentprozess ist so konzipiert, dass die „Absolute-Return-Sicht“ im Vordergrund steht, d.h. verlustbringende Positionen werden durch das systemimmanente Risikomanagement reduziert bzw. eliminiert. Aufgrund seines Risikoprofils lässt sich der Multi-Asset Global 5 als defensiver Multi-Asset-Fonds klassifizieren. Die Aktienquote ist bei maximal 35% begrenzt.

Der Multi-Asset Global 5 basiert auf der Idee, ein Portfolio aus solchen, diversifizierten Assets zu konstruieren, die in verschiedenen ökonomischen Szenarien „performen“ und durch niedrige oder gar negative Korrelationen als Ganzes stabile Erträge liefern. Dadurch sollen insbesondere in Krisenzeiten negative Ergebnisse vermieden werden. Die Stärken der Strategie liegen im Erkennen und Nutzen von Markttrends, in Einzelmärkten und Assetklassen.

Unser vierstufiger Investmentprozess (Fundamentale Bestimmung des Anlageuniversums, regelgebundene Portfoliokonstruktion, ETF-Implementierung und rigoroses Risikomanagement) setzt diese Philosophie im Portfolio Management in die Praxis um.

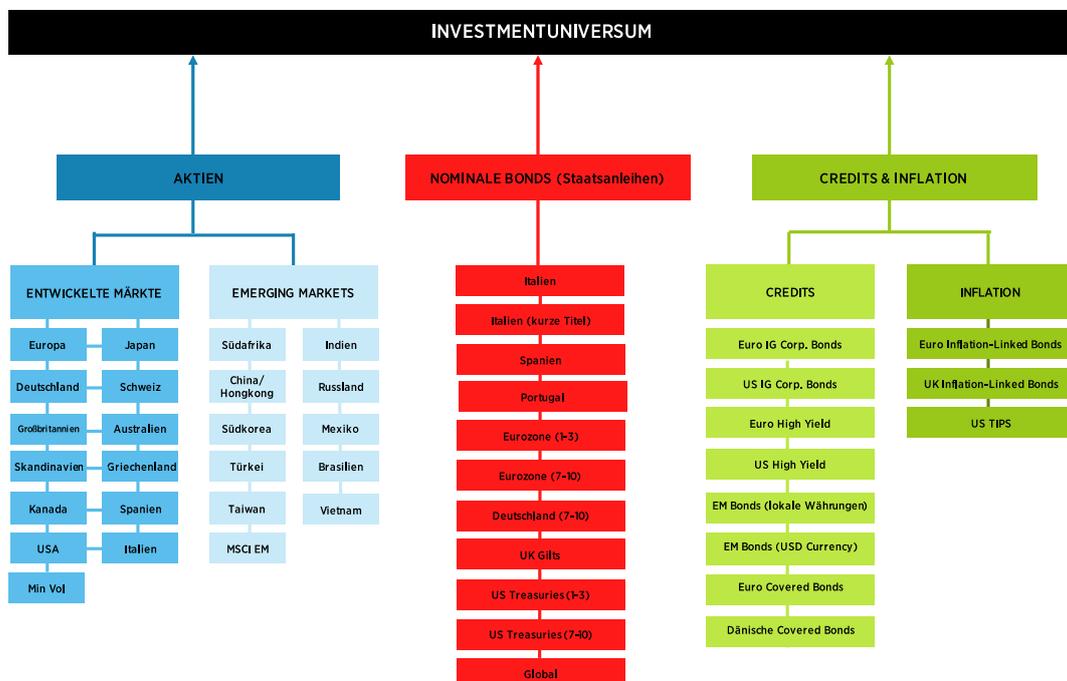


Abbildung 3: Aktuelles Investmentuniversum Multi-Asset Global 5 als Beispiel (Quelle: alpha beta asset management)

## **Was unterscheidet diese Strategie vom Wettbewerb?**

Wir fokussieren auf Asset Allokation und Risikomanagement, also auf die für den Investor relevantesten Fragen hinsichtlich des Risikos. Unsere Investoren erhalten eine risikoorientierte, defensive Strategie, denn wegen unserer Performance sollte niemand „schlaflose Nächte“ haben müssen. Die Strategie setzen wir mittels eines regelgebundenen Investmentprozesses mit einem globalen Anlageuniversum um. Wir investieren auch in exotische Aktienmärkte, aktuell halten wir auf der Aktienseite z.B. Vietnam, Indien und Australien. Der Absolute-Return-Charakter unserer Strategie kommt nicht nur durch die Risikobudgetierung zum Ausdruck, sondern z.B. auch dadurch, dass wir alle Anlageideen unseres Prozesses im Aktienbereich grundsätzlich gleichgewichtet umsetzen.

## **Welche Vorteile bietet dieses Fondskonzept im Vergleich zu klassischen Buy-and-Hold-Produkten?**

Der Multi-Asset Global 5 bietet ein klar strukturiertes, transparentes Konzept mit aktivem Managementansatz. Das heißt, wir nutzen die Bandbreite der Aktienallokation zwischen 0% und maximal 35% in Sondersituationen durchaus aus. Ursprünglich für unsere institutionelle Kundschaft entwickelt, bieten wir die Strategie in zwei Anteilscheinklassen mit im Wettbewerbsvergleich sehr günstigen Konditionen an. Zudem verfügt alpha beta asset management als Spezialist für Asset Allokation über langjähriges Know-how im ETF-Markt. Wir legen einen sehr hohen Fokus auf die Liquidität unserer Strategie und setzen diese durch die Auswahl des jeweils effizientesten Anlageinstruments um. Häufig ist dieses Anlageinstrument ein ETF, welches wir anhand unserer Datenbank im Vergleich mit ca. 1.200 ETF screenen, beurteilen und auswählen. Eine Besonderheit unseres Ansatzes ist die Kombination von inflationsgeschützten Anleihen mit dem Corporate-Bond-Sektor im gleichen Cluster. Im Bereich der Unternehmensanleihen nutzen wir die komplette Klaviatur, von Investment Grade bis High Yield, von der Eurozone über die USA bis hin zu Emerging Market Debt im aktiven Managementansatz.

## **Wie setzen wir diese Ziele in unserem Fonds um?**

Die Ziele in unserem Fonds setzen wir durch einen regelgebundenen Investmentprozess mit striktem Risikomanagement, einschließlich stop-loss- und take-profit-Regeln, um. Vierzehntägig erfolgt die turnusmäßige Reallokation, bei täglicher Überwachung durch das Risikomanagementsystem. Weiterhin kombinieren wir in unserer Investmentphilosophie eine fundamentale Länderanalyse zur Bestimmung des Anlageuniversums mit regelgebundenen Prozessen in Portfoliokonstruktion, Asset Allokation und Risikomanagement. Durch den ersten Schritt, die fundamentale Länderüberwachung, identifizieren wir Nischenmärkte wie z.B. Vietnam. Ist ein effizientes Anlagevehikel für einen Markt, in diesem Fall der ETF, vorhanden, entscheiden letztendlich die Indikatoren der regelgebundenen Asset Allokation über ein Investment.

Das Portfolio Management Team von alpha beta asset management hat bereits vor mehr als zehn Jahren globale Multi-Asset-Fonds mit regelgebundenen Prozessen verwaltet. Mit dieser Expertise haben wir den Investmentprozess für den Multi-Asset Global 5 – der in wenigen Wochen einen sechsjährigen, erfolgreichen Track-Record vorweisen kann – entwickelt. Die Strategie „Multi-Asset Global 5“ ist sowohl als Publikumsfonds als auch als Spezialfonds erwerbbar. Gerne passen wir den regelgebundenen Prozess im Spezialfonds an ein kundenspezifisches Anlegerrisikoprofil an.

## Multi-Asset Global 5 SRI – Die nachhaltige Variante des Fonds

In 2018 hat alpha beta asset management eine nachhaltige Variante der Multi-Asset Global 5 Strategie entwickelt. Dazu hat die Gesellschaft ihr ESG-Selbstverständnis definiert sowie eigene Grundsätze für nachhaltiges Investieren aufgestellt. Überzeugt, dass nachhaltige Strategien die Portfolioeffizienz verbessern, allokiert alpha beta asset management in dieser Strategie ein sehr ähnliches Ertrags-/Risikoprofil wie bei der Ursprungsstrategie „Multi-Asset Global 5“, setzt die Strategie allerdings ausschliesslich mit solchen ETF um, die den Nachhaltigkeitsanforderungen der Gesellschaft entsprechen und zuvor eine umfangreiche Due Diligence durchlaufen haben. Analysen zeigen, dass die Korrelation zwischen der ursprünglichen Strategie und der nachhaltigen Variante bei ca. 0,9 liegen.

### III. *alpha beta Aktien Global Plus: Airbag für Aktienportfolios*

- 1 Innovative Entwicklung eines globalen Aktienportfolios**  
Smart Beta-Ideen und nachhaltige Perspektive
- 2 Wissenschaftlich entwickelte Strategien im Risiko-Overlay**  
Doppeltes Risikomanagement: Strukturbrüche von Volatilitäten und risikoadjustierte Renditen
- 3 Signifikante Reduzierung der Aktienmarkt-Volatilität im Risikomanagement**  
Verbessertes Chancen-/Risikoprofil durch aktives Management der Aktienquote

Abbildung 4: Kurzüberblick alpha beta Aktien Global Plus Strategie (Quelle: alpha beta asset management)

Die Strategie **alpha beta Aktien Global Plus** zielt auf aktienähnliche Erträge bei deutlich reduziertem Risiko gegenüber klassischen Aktienfonds. Dies geschieht mit Hilfe eines zweidimensionalen Risiko-Overlays, das auf ein globales Aktienportfolio angewendet wird. In Zeiten höherer Volatilität eignet sich die Strategie insbesondere für solche Investoren, die ihre Aktienengagements mit einem „Airbag“ bzw. einem Risikomanagement versehen wollen und damit das Risiko und den Drawdown gegenüber einer reinen Aktienanlage reduzieren wollen („de-risking“).

Die alpha beta Aktien Global Plus Strategie investiert vorrangig mittels kostengünstiger Exchange Traded Funds (ETF) in ein globales, breit diversifiziertes Aktienuniversum. Das zweidimensionale Risikomanagement im Sinne eines aktiven Managements steuert die effektive Aktienquote zwischen 0% und 100% und senkt den Investitionsgrad (z.B. durch Futures) in Marktschwächephase. Ziel ist ein mittlerer bis hoher, einstelliger Ertrag p.a. über einen Investmentzyklus, allerdings mit deutlich vermindertem Risiko gegenüber einer reinen Aktienanlage. Die Volatilitätserwartung pro Jahr liegt bei ca. 6-10%.

### **Die *alpha beta Aktien Global Plus* Strategie zielt auf:**

- ein überlegenes Ertrags-/Risikoprofil im Vergleich zu traditionellen Aktienprodukten
- Investoren, die ein risikoadjustiertes Aktienprodukt als Bestandteil ihrer Asset Allokation suchen
- „Long-only“-Investoren mit begrenztem Risikobudget
- einen transparenten, regelbasierten Investmentprozess
- Investoren, die mehr Rendite suchen, als aktuell in Renten- und Multi-Asset-Produkten verfügbar
- Investoren, die das Risiko ihrer Aktienanlagen reduzieren wollen
- eine „smarte“, nachhaltige Aktienallokation mit innovativem Risiko-Overlay

### **„Smarteres“, mehrdimensionales Basisportfolio mittels Exchange Traded Funds**

Der Strategie liegt ein proprietärer, globaler Aktienindex zugrunde, welcher einem jährlichen Rebalancing unterliegt. Grundsätzlich qualifiziert sich jedes Land für diesen Index, das mindestens 0,25% Anteil am globalen Bruttoinlandsprodukt (BIP) hält. Für die verbleibenden Länder wird der Anteil am globalen BIP als Ausgangspunkt für die Allokation verwendet. Dieser wird durch Indikatoren aus den Bereichen „Risiko“, „Wirtschaft“ und „Ethik“ modifiziert, d.h. das Ländergewicht wird aufgrund unserer ESG-Kriterien für nachhaltig wirtschaftende Länder erhöht bzw. für weniger nachhaltige Länder reduziert. Am Ende dieser Berechnungen steht die theoretische Allokation für die einzelnen Länder. Im nächsten Schritt werden die Allokationen gemäß Branchen und Unternehmensgröße bestimmt. Hierzu werden alle in Bloomberg verfügbaren Unternehmen mit einer Mindestmarktkapitalisierung von 10 Mio. USD berücksichtigt und in die drei Bereiche „small“, „mid“ und „large“ kategorisiert. Die resultierenden Prozentzahlen stellen schließlich die Gewichte je Branche und „size“-Faktor dar. Abschließend wird mittels einer quadratischen Optimierung in MATLAB der Index – unter Berücksichtigung von Restriktionen wie z.B. Transaktionskosten – in das ETF-Zieluniversum überführt. Die maximale ETF-Anzahl im Zielfportfolio beträgt ca. 15-20 ETF.

## alpha beta Aktien Global Plus: Global, breit diversifiziert, ETF-basiert

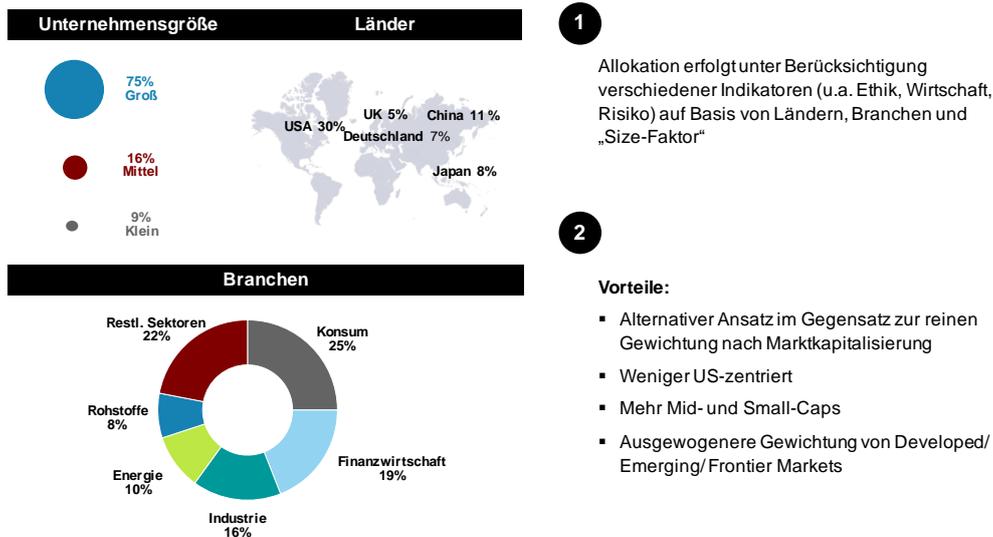


Abbildung 5: Überblick Basisallokation des alpha beta Aktien Global Plus (Quelle: alpha beta asset management); siehe auch Dr. Daniel Ziggel (Quasol GmbH)/Christian Armbruester (BLU Family Office Ltd.): „Constructing a Passive Global Stock Market Portfolio from a Multigenerational Family Office Perspective“, The Journal of Wealth Management, July 2016, Volume 19, Issue 2, pp 89-99 (<https://doi.org/10.3905/jwm.2016.19.2.089>)

### Zweidimensionales Risikomanagement mit Identifikation von Strukturbrüchen

Nachdem das Anlageuniversum wie oben beschrieben ermittelt ist, erfolgt das Risikomanagement auf Einzelassetklassen- bzw. ETF-Ebene als Overlay. Liegen keine Signale des Overlays vor, ist die jeweilige Assetklasse bzw. der entsprechende ETF zu 100% investiert. Durch die beiden separaten Elemente des Risikomanagements kann, je nach Signal, der Investitionsgrad halbiert (ein Signal positiv, eines negativ) oder komplett eliminiert werden (beide Signale negativ). Ziel des Risikomanagements ist das Management der Aktienquote zur Steuerung von Volatilität und Drawdown, letztendlich also aktienähnliche Erträge bei deutlicher Reduzierung des Risikos gegenüber „buy-and-hold“-Aktienportfolios.

Innerhalb der beiden Risikomanagementansätze kommen der „Sharpe-Ratio“-Ansatz von alpha beta asset management und der Strukturbruch-Ansatz von Quasol zum Einsatz. Der „Sharpe-Ratio“-Ansatz wird seit mehr als fünf Jahren erfolgreich in den Multi-Asset-Investment Strategien von alpha beta asset management eingesetzt. Hierbei wird, grob vereinfacht, über mehrere Perioden für jede einzelne Assetklasse eine Sharpe-Ratio (risikoadjustierte Rendite) berechnet, aggregiert und findet als Signal Verwendung. Grundlage ist das wissenschaftliche Konzept der „Forecast Combinations“<sup>1</sup>.

<sup>1</sup> Berens, T., Weiß, G.N.F., Ziggel, D. (2017): Estimation Window Strategies for Value-at-Risk and Expected Shortfall Forecasting, The Journal of Risk, forthcoming.

Ergänzt wird dieser Ansatz durch ein neues Konzept, das von Dr. Daniel Ziggel (Quasol GmbH) entwickelt wurde. Ziel dieses Ansatzes ist die Identifikation von Strukturbrüchen in der Varianz von Assetklassen. Ein statistischer Test prüft jede einzelne Assetklasse fortlaufend auf einen Strukturbruch in der Varianz. Tritt ein Strukturbruch auf, wird ein „change point“ geschätzt. Vereinfacht ausgedrückt bleibt die Strategie investiert, wenn die Performance seit dem letzten „change point“ positiv ist. Ansonsten wird in Kasse oder geldmarktnahe Anlagen investiert. So lassen sich Verluste in unruhigen Marktphasen eindämmen.

## Langfristige Simulation des Risiko-Overlays auf Basis des MSCI World Index

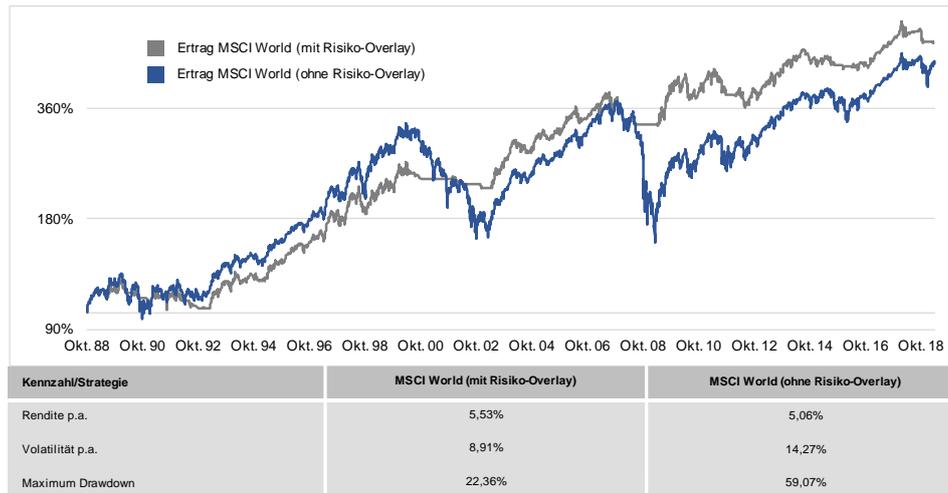


Abbildung 6: Zeiträume: Mai 2012-Oktober 2016: Backtest ohne Berücksichtigung von Kosten; November 2016 bis März 2019: Trading-Simulation ohne Berücksichtigung von Kosten, Währungen: EUR (Quelle: alpha beta asset management)

## Kontakt



### Markus van de Weyer

Geschäftsführer alpha beta asset management gmbh  
T 069 2731 58471 | markus.vandeweyer@abam.email  
Freiherr-vom-Stein-Str. 24-26 | 60323 Frankfurt a.M.  
www.abam-gmbh.com



### Carsten Vennemann, CFA

Geschäftsführer alpha beta asset management gmbh  
T 069 2731 58472 | carsten.vennemann@abam.email  
Freiherr-vom-Stein-Str. 24-26 | 60323 Frankfurt a.M.  
www.abam-gmbh.com

## Rechtliche Informationen

Diese Marketingmitteilung wurde von der alpha beta asset management gmbh ausschließlich für diesen spezifischen Informationszweck erstellt. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Die vollständigen Angaben des Fonds sind dem Verkaufsprospekt sowie der Satzung oder dem Verwaltungsreglement oder den Vertragsbedingungen, ergänzt durch den jeweiligen letzten geprüften Jahresbericht und den jeweiligen Halbjahresbericht, falls ein solcher jüngerer Datums als der letzte Jahresbericht vorliegt, zu entnehmen. Diese Unterlagen stellen die allein verbindliche Grundlage eines Kaufs dar. Die genannten Unterlagen sowie die Wesentlichen Anlegerinformationen erhalten Sie kostenlos in deutscher Sprache bei der jeweiligen Verwaltungsgesellschaft/ Kapitalanlagegesellschaft oder Depotbank sowie bei der alpha beta asset management gmbh (<http://abam-gmbh.com/investmentstrategien/alpha-beta-aktien-global-plus/#>) oder von den jeweiligen Vertretern in den Ländern, für die eine Vertriebszulassung vorliegt. Die alpha beta asset management gmbh erachtet die Quellen, auf deren Informationen diese Publikation beruht, als aktuell und vertrauenswürdig. Trotz größtmöglicher Sorgfalt kann die alpha beta asset management gmbh weder ausdrücklich noch stillschweigend Gewähr oder Haftung für die Richtigkeit, Glaubwürdigkeit oder Vollständigkeit jeglicher Informationen übernehmen. Dies gilt nicht, soweit sich die alpha beta asset management gmbh vorsätzlich oder grob fahrlässig verhalten hat oder eine Verletzung des Lebens, Körpers oder Gesundheit vorliegt. Keine in dieser Publikation getätigte Aussage ist als Garantie oder Zusicherung zu verstehen. In dieser Publikation wurden Ausblicke und zukunftsorientierte Aussagen getroffen, die mit Risiken und Unsicherheiten verbunden sind. Alle Prognosen, Ansichten und Einschätzungen spiegeln die Beurteilung der alpha beta asset management gmbh zum Zeitpunkt der Veröffentlichung dieser Publikation wider. Die hier zur Verfügung gestellten Prognosen und Szenarien basieren auf unserer Einschätzung zum gegenwärtigen Zeitpunkt und auf einer Vielzahl von Annahmen. Veränderungen innerhalb dieser Annahmen können zu anderen Ergebnissen führen. Daher ist dieser Publikation nicht dazu gedacht, zukünftige Ereignisse vorherzusagen. Frühere Wertentwicklung ist keine Garantie oder Indikation für zukünftige. Jegliche in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen und Einschätzungen können ohne entsprechende Ankündigung der alpha beta asset management gmbh geändert werden. Die alpha beta asset management gmbh behält sich das Recht vor, Einschätzungen, Angaben zu Produkten, Kursen, Preisen und sonstigen Konditionen jederzeit und ohne gesonderte Bekanntmachung zu ändern, bzw. die in dieser Publikation enthaltenen Informationen, Meinungen sowie Einschätzungen nicht zu aktualisieren oder zu berichtigen. Die alpha beta asset management gmbh übernimmt insbesondere keine Haftung für direkte oder mittelbare Schäden, die auf Verwendung dieser Publikation oder ihres Inhalts beruhen. Die zur Verfügung gestellten Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten dar, noch eine Empfehlung zu deren Erwerb. Die Informationen sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht, noch ersetzen sie eine Rechts- und/oder Steuerberatung sowie eine Anlageberatung oder Anlageempfehlung. Es handelt sich um eine Marketingkommunikation. Die Angemessenheit der in dieser Publikation genannten Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Analysen gegebenenfalls unter Hinzuziehung eines qualifizierten Beraters analysieren. Eine Überprüfung oder Billigung dieser Publikation oder der hierin beschriebenen Produkte oder Dienstleistungen durch die zuständige Aufsichtsbehörde ist nicht erfolgt. Soweit die alpha beta asset management gmbh nicht vorher die schriftliche Zustimmung erteilt hat, ist es untersagt, die vorliegende Publikation oder ihren Inhalt ganz oder teilweise zu veröffentlichen, zu vervielfältigen, auf andere Weise Dritten zugänglich zu machen, zusammenzufassen oder sich darauf zu beziehen. Die Verbreitung, Weitergabe oder Verwendung dieser Publikation kann in bestimmten Ländern durch gesetzliche oder regulatorische Bestimmungen beschränkt sein. Personen, die in den Besitz dieser Publikation kommen, sind verpflichtet sich selbst über mögliche Restriktionen zu informieren und diese zu beachten. Insbesondere dürfen die Anteile des Fonds weder innerhalb der USA noch an oder für Rechnung von US-Staatsbürgern oder in den USA ansässige US-Personen zum Kauf angeboten oder an diese verkauft werden. Diese Publikation und die darin enthaltenen Informationen dürfen nicht in den USA oder in anderen Ländern, in denen keine Vertriebszulassung besteht, verbreitet werden. Weitere Informationen zu den angesprochenen Strategien sind auf Wunsch bei der alpha beta asset management gmbh erhältlich.

## Ampega: Von den Montes pietatis zu den terrAssisi-Fonds

### *Franziskanische Initiativen für einen gerechteren Umgang mit Geld gestern und heute*



Stefan Höhne, CIIA, CCrA

Stiftungsberater (FSU)

Direktor Nachhaltige Kapitalanlage Institutionelle Kunden

stefan.hoehne@ampega.com

## Einleitung

Betrachtet man die 800 jährige Geschichte des Franziskanerordens, so stellt man fest, dass die Nachfolger des Franz von Assisi schon früh die Bedeutung eines verantwortungsvollen Umgangs mit Geld erkannt haben. Auch haben sie die Gefahren erkannt, die ein zügelloses Finanzsystem mit sich bringt, und auch die ersten öffentlichen Kreditvergabeanstalten bzw. das kommunale Sparkassenwesen lassen sich direkt auf franziskanische Initiativen zurückführen.

Die wohl bedeutendste und weitest reichende Initiative sind die sog. „Montes Pietatis“, die „Berge der Barmherzigkeit“. Diese öffentlichen Pfandleihhäuser vergaben Kredite gegen einen kostendeckenden Zinssatz und stellten damit einen karitativ motivierten Gegenpol zu der im 15. Jahrhundert in Italien herrschenden gewinnorientierten Kreditvergabepaxis mit exorbitant hohen Zinsen dar. Der bemerkenswerte Unterschied zum herkömmlichen Prinzip des Geldverleihens war nicht der erstrebte Profit des Geldverleihers, sondern der Nutzen des Kreditnehmers. „Die Montes Pietatis sind Wohltätigkeitsinstitute (Leihanstalten), die hilfsbedürftigen Personen gegen Pfand das Nötige vorstrecken, um sie vor Ausbeutung durch Wucherer zu schützen.“<sup>1</sup>

## Die Anfänge der Montes Pietatis und ihre Entwicklung

Die Gründung der ersten Montes Pietatis lässt sich als eine Antwort auf die durch Zinswucher geprägte Geldverleihpraxis des späten Mittelalters verstehen. Im 12. und 13. Jahrhundert war es aufgrund des christlichen Zinsverbotes nur wenigen Volksgruppen (hauptsächlich Juden und Lombarden) überhaupt gestattet, Geld gegen Zinsnahme zu verleihen.

Im Zuge des gesellschaftlichen Wandels hin zu einer arbeitsteiligen Gesellschaft wuchs der Bedarf an Finanzmitteln rasch an. Zwar profitierten einige Kreditnehmer von diesem Zugang zu Finanzmitteln, doch trieben die Wucherzinsen viele Kreditnehmer in den Ruin, zum Verlust ihres gesamten Hab und Guts und nicht selten auch ins Gefängnis. Das menschliche Elend, das durch die Wucherzinsen entstand, war immens; die üblichen Zinssätze lagen seinerzeit bei ca. 43 % und

---

<sup>1</sup>Holzapfel, H. (1903), S. 16

konnten teilweise bis zu 80 % betragen.<sup>2</sup> Diese Zinsvergabepraxis kann auch als „wilder Frühkapitalismus der italienischen Renaissance“ bezeichnet werden.<sup>3</sup>

Die Franziskaner, die schon immer an der Seite der notleidenden Menschen lebten und wirkten, begannen den Zinswucher in ihren Predigten zu thematisieren. Als einer der ersten Prediger, die den Wucherer anprangerten und nach Alternativen suchten, ging der hl. Antonius von Padua in die Geschichtsbücher ein.



**Bild: Hl. Antonius von Padua**

Auch im England des 14. Jahrhunderts erkannte der damalige Bischof von London, Michel de Nothburg, die Problematik des Zinswuchers und initiierte ein den Montes Pietatis ähnliches Modell. Im Jahre 1361 hinterließ er seinem Domkapitel einen Geldbetrag zur Gründung einer Leihanstalt, die gegen Pfand kleine Kredite an Bedürftige vergab. Da jedoch keine Zinsen für die Darlehen verlangt wurden, zehrten die Betriebskosten schon bald das Kapital auf und die Initiative war nicht länger lebensfähig.<sup>4</sup>

Konkret wurde die Idee der Montes Pietatis zwei Jahrhunderte nach den ersten Predigten des Antonius von Padua, als der Franziskaner Michael de Carcano aus Mailand als Fastenprediger für die Stadt Perugia bestimmt wurde. In Folge seines Wirkens wurde im Jahre 1462 der erste urkundlich bekannte Mons Pietatis in Perugia gegründet. Gegen Pfand und gegen Zahlung eines Zinses zwischen 4 und 12 % konnten die Hilfesuchenden Kredite erhalten.<sup>5</sup>

---

<sup>2</sup>Vgl.: Benigni, U. (1911)

<sup>3</sup>Sommer, M. (2009), S. 7

<sup>4</sup>Vgl.: Holzapfel, H. (1903), S. 30

<sup>5</sup>Vgl.: Ebd., S. 45

Im Unterschied zu der oben beschriebenen Initiative des Erzbischofs von London kann bei der Gründung des ersten Mons Pietatis davon ausgegangen werden, dass die Entgeltlichkeit der Kreditvergabe von den Gründern explizit gewollt war.<sup>6</sup> Nur durch kostendeckende Zinsen konnte eine dauerhafte Existenz eines Mons Pietatis sichergestellt werden.

Dieses Modell erwies sich als erfolgreich, so dass in den Folgejahren in weiteren Städten Montes Pietatis gegründet wurden. Im Jahre 1468 folgte auch Franziskus' Heimatstadt Assisi der Idee; weitere Gründungen erfolgten später u.a. auch in Florenz (1473), Mailand (1483) und Genua (1485).

Doch waren die Montes Pietatis in ihrer Zeit nicht unumstritten. In der Zinsnahme sahen Kritiker einen Verstoß gegen das seit dem Konzil von Nicaea im Sommer 325 bestehende Zinsverbot für Kleriker, das Karl der Große zu Beginn des 9. Jahrhunderts auch auf Laien ausgedehnt hatte. Das fünfte Laterankonzil (1512-1517) approbierte die Geschäftspraxis der Montes Pietatis und erlaubte die Kreditvergabe als Hilfe für arme Bevölkerungsgruppen unter Zinsnahme zur Deckung der Kosten der Organisation.<sup>7</sup>

Die Idee der Montes verbreitete sich bald über die Grenzen Italiens hinweg, so dass zu Beginn des 16. Jahrhunderts fast im ganzen westlichen Europa Montes Pietatis existierten. Einige dieser Montes Pietatis haben bis heute überlebt und wurden später in Genossenschaftsbanken oder Institute ähnlich den kommunalen Sparkassen umgewandelt.<sup>8</sup>

## **Gesellschaftliche Auswirkungen**

Doch nicht nur das Beispiel der Bank „Monte dei Paschi“ zeigt, dass die Idee der Montes Pietatis ihre Auswirkungen bis in die heutige Zeit herein hat. Besonders hervorzuheben sind aber der soziale Einfluss und die heilsamen Folgen, die mit der Gründung dieser Organisationen einhergingen.

In erster Linie vermittelten die Montes Pietatis eine weitere Auffassung des Zinsverbotes.<sup>9</sup> Ohne an dieser Stelle auf die Frage einzugehen, „inwiefern das kirchliche Zinsverbot im natürlichen und positiven göttlichen Rechte begründet ist,“<sup>10</sup> lässt sich zweifelsfrei festhalten, dass die Gründung der ersten Montes Pietatis zu einer Aufweichung des Zinsverbotes in der Praxis führten.

Des Weiteren ist den Montes Pietatis auch eine große Bedeutung für die Entwicklung der Finanzsysteme zuzuschreiben. Vor allem durch die Herabsenkung des durchschnittlichen Zinssatzes für Kredite waren die Kreditnehmer nicht mehr gezwungen, gegen Wucherzins Kredite aufzunehmen, sondern konnten deutlich günstiger an Gelder, z.B. zur Finanzierung ihrer handwerklichen Tätigkeiten kommen, als vorher. Überall dort, wo Montes Pietatis existierten, fiel der durchschnittliche Zinssatz bis zum Ende des 15. Jahrhunderts massiv ab, während er in den Regionen, wo keine Montes existierten, weiterhin sehr hoch blieb. Die volkswirtschaftliche und gesellschaftspolitische Bedeutung des Zugangs zu Kapital kann in einer arbeitsteiligen Gesellschaft gar nicht hoch genug bewertet werden.

„Das Hauptverdienst des Montes Pietatis aber liegt darin, dass er durch Kreditgewährung unter günstigen Bedingungen unsäglich viele Not lindern half.“<sup>11</sup>

---

<sup>6</sup>Vgl.: Ebd.

<sup>7</sup>Vgl.: Concilium Lateranum V (1512)

<sup>8</sup>Vgl.: Sommer, M. (2009), S. 7

<sup>9</sup>Vgl.: Holzapfel, H. (1903), S. 132

<sup>10</sup>Holzapfel, H. (1903), S. 133

<sup>11</sup>Holzapfel, H. (1903) S. 134

## Heutige Initiativen der Franziskaner

Auch in der heutigen Zeit – 800 Jahre nach Franziskus und knapp 600 Jahre nach der Gründung der ersten Montes Pietatis – beschäftigen sich die Franziskaner mit der Thematik eines gerechteren Umgangs mit Geld.

In den vergangenen Jahrzehnten unterstützte die deutsche Franziskanerprovinz, allen voran die ehemalige Thüringische Ordensprovinz, die Arbeiten der Projektgruppe „Ethisch-ökologisches Rating“ an der Universität Frankfurt, die es sich zum Ziel gemacht hatte, eine möglichst umfassende Krieriologie zur ethischen Bewertung von Unternehmen zu entwickeln. Auch unterstützten sie die spätere Umsetzung dieser Krieriologie in ein umfassendes Bewertungsverfahren (Rating) durch die Münchener Rating-Agentur oekom research AG, die sich heute zu einer der weltweit führenden Agenturen in diesem Bereich entwickelt hat.

Bei den Initiativen, die die Missionszentrale der Franziskaner im vergangenen Jahrzehnt ins Leben rief, steht weniger der Zugang zu Kapital, sprich die Kreditvergabe, sondern die verantwortungsvolle Anlage des Kapitals im Mittelpunkt.

Um allen Interessierten die Möglichkeit zu geben, ihr Geld nach ethischen Kriterien anzulegen, initiierte die Missionszentrale der Franziskaner im Jahre 2003 gemeinsam mit der VR Bank Untertaunus (Volks- und Raiffeisenbank) die „Bank für Orden und Mission“. Diese Bank legt alle Kundengelder nach strengen ethischen Kriterien an, die durch einen unabhängigen Beirat kontrolliert und gegebenenfalls angepasst werden. Die Kunden brauchen bei Ihren Anlagen (z.B. Sparbücher, Festgelder oder Konten) nicht auf marktübliche Zinsen verzichten. Darüber hinaus fließt der bankübliche Gewinn der Bank für Orden und Mission an die Missionszentrale der Franziskaner zur Förderung Ihrer weltweiten Hilfsprojekte.

Eine weitere Initiative wurde im Jahre 2009 gestartet, als die Missionszentrale der Franziskaner mehrere Investmentfonds ins Leben riefen, die ebenfalls strenge ethische Nachhaltigkeitsgrundsätze bei ihrer Anlagestrategie berücksichtigen. Knapp zehn Jahre später haben sich die Fonds am Markt etabliert und können auf eine äußerst positive Entwicklung zurückblicken. Die Fonds sind sogenannte Publikumsfonds, d.h. jeder kann diese Fonds kaufen, egal bei welcher Bank er Kunde ist.

**Das terrAssisi Aktienfondskonzept, welches eine globale Aktienstrategie gemeinsam mit der Ratingagentur ISS-oekom abbildet, feiert im Mai 2019 seinen 10. Geburtstag. Die erfolgreiche Investmentstrategie wird auch in Spezialfonds umgesetzt und verfügt zusätzlich auch über eine institutionelle Anteilsklasse für Stiftungen.**

## Schlussbemerkung

Sucht man nach den Gemeinsamkeiten der unterschiedlichen in den oberen Absätzen beschriebenen Innovationen im Finanzwesen, fällt auf, dass die Montes Pietatis, die Volks- und Raiffeisenbanken und auch die Mikrofinanzinstitutionen allesamt dadurch motiviert waren und sind, das Wohl der Menschen in den Vordergrund zu stellen. Mehr noch, der Zugang zu Kapital kann die Lebenssituationen der in Not geratenen Personen deutlich verbessern.

Betrachtet man hingegen die heutige Situation auf den Finanzmärkten, d.h. die Abkopplung der Realwirtschaft von der Finanzwirtschaft oder das absolute Streben nach Gewinnmaximierung, so muss man feststellen, dass von karitativ motivierten Ursprüngen nicht mehr viel übriggeblieben ist.

Schlimmer noch, Gier und Zügellosigkeit haben die Welt in den vergangenen Jahren in eine Finanz- und Wirtschaftskrise geführt, deren Folgen bis heute nicht gänzlich abgeklungen sind.

Eine Rückbesinnung auf die historischen Zusammenhänge und Prinzipien könnte dazu beitragen, das Bewusstsein dahingehend zu verändern, dass ein verantwortungsbewusster Umgang mit Kapital Not lindern (z.B. durch die Schaffung des Zugangs zu Krediten) und außerdem dazu beitragen kann, die Güter dieser Welt, sprich die gesamte Schöpfung, in ihrer Vielfalt zu bewahren.

## **Literatur**

Armendáriz B./ Morduch, J. (2007): The economics of Microfinance, 1. Auflage, The MIT Press, Cambridge/USA, London/England.

Baldrige, W., Starnes, M. (2008): Is Small beautiful? The Microfinance Movement Challenge, in: New Voices in Public Policy, Arlington/USA.

Benigni, U. (1911). Montes Pietatis. In The Catholic Encyclopedia. New York: Robert Appleton Company. Retrieved January 12, 2011 from New Advent:  
<http://www.newadvent.org/cathen/10534d.htm> (Abruf 07.01.2011)

BMZ (2005): Mikrofinanzierung: Entwicklungspolitische Zielsetzung und Subventionsbedarf, Bonn.

Concilium Lateranum V (1512), Documenta Omnia.

Holzapfel, H. (1903): Die Anfänge der Montes Pietatis, 1462-1515, München.

Sommer, M. (2009): Ein etwas anderer Geldkreislauf, in: Katholische Sozialwissenschaftliche Zentralstelle (Hrsg.): Kirche und Gesellschaft Nr. 356, Mönchengladbach.

Zerche, J./ Schmale, I./ Blome-Drees, J. (1998): Einführung in die Genossenschaftslehre – Genossenschaftstheorie und Genossenschaftsmanagement, München/ Wien.

## **DWS: Diversifikation allein reicht nicht – Asset Liability Management (ALM) kann bei der nachhaltigen Erfüllung von Investmentzielen helfen**



Die Bewertung der langfristigen Zahlungsverpflichtungen stellt für Versorgungseinrichtungen, Versicherungen und die betriebliche Altersvorsorge im andauernden Niedrigzinsumfeld eine zentrale Aufgabe dar, die Teil des Geschäftsmodells ist. Der „richtige“ Rechnungszins zur Diskontierung der Verpflichtungen ist zu bestimmen, so dass dieser sowohl den regulatorischen Vorgaben folgt, als auch geeignet ist, Investmentstrategien zu optimieren und effiziente Risikosteuerung zu betreiben. In diesem Sinne wird die Bewertung der Verpflichtungen über den Rechnungszins indirekt aus den Ertragserwartungen und deren Volatilität abgeleitet. Gegebenenfalls ist es hierzu notwendig, sogar verschiedene Rechnungszinsen zu verwenden, um einen kompletten Blick auf die Verbindung von Kapitalanlage (Assets) und Verpflichtungen (Liabilities) zu werfen.

Dies zeigt sich – auch bei Berücksichtigung unterschiedlicher Geschäftsmodelle – an der Vielzahl der unterschiedlichen Festsetzungen des Rechnungszinses nach verschiedenen Referenzmethoden: So bewerten z.B. Versicherungen ihre Verpflichtungen in der HGB-Bilanz mit einem anderen Rechnungszins als unter der Europäischen Richtlinie zum Versicherungsaufsichtsrecht Solvency II, wobei Unternehmen für die Verpflichtungen aus der betrieblichen Altersvorsorge auch unterschiedliche Rechnungszinssätze unter HGB und den internationale Rechnungslegungsvorschriften IFRS (International Financial Reporting Standards) verwenden. Die unterschiedlichen Methoden, mit denen die Rechnungszinsen errechnet werden, beeinflussen erheblich deren Höhe und führen zu Zielkonflikten in der Steuerung. Die Sicherstellung der Erfüllbarkeit der Versorgungsansprüche wird damit zur Herausforderung.

Damit gewinnt die strategische Analyse von Versorgungsverpflichtungen, die wechselseitige Abstimmung der Assets auf die Liabilities sowie das Management bestehender Risiken zunehmend an Bedeutung.

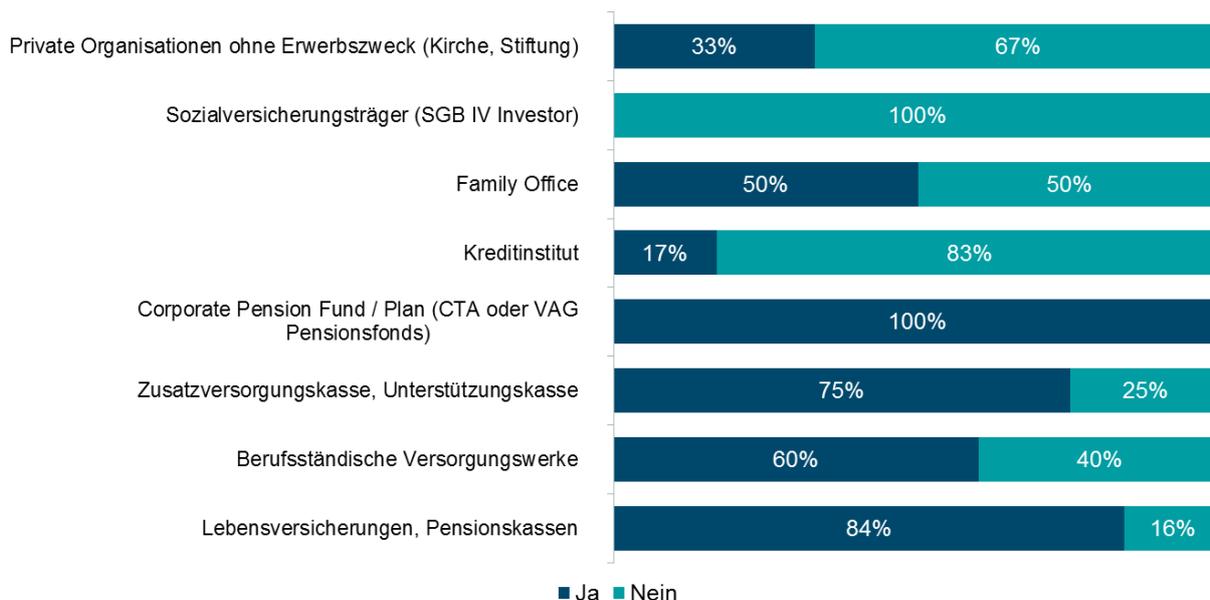
Kernelement eines erfolgreichen Risikomanagements ist die Modellierung und Quantifizierung von Risiken auf der Aktiv- wie Passivseite mittels Asset-Liability-Analysen. Detailkenntnisse zu den Charakteristika der Verbindlichkeiten und deren Zusammenspiel mit den Kapitalanlagen gehört zu den zentralen Aufgaben eines institutionellen Anlegers.

Im Rahmen der Telos ALM-Umfrage 2018 wurden 50 institutionelle Investoren befragt, wobei Versicherungen und Pensionskassen die größte Gruppe bildeten. Wesentliche Punkte der Telos ALM-Umfrage 2018 zeigen:

- Mit der Nutzung von ALM-Studien werden primär langfristige ökonomische Ziele verfolgt, da die langfristige Zielrendite kalkuliert und die zukünftigen Versorgungsansprüche sichergestellt werden.
- ALM-Studien finden insbesondere eine hohe Verbreitung bei Versicherungen und Zusatzversorgungskassen sowie betrieblicher Altersvorsorge, so dass 60% der Teilnehmer bereits ALM-Studien nutzen.
- ALM-Studien wird eine hohe bzw. überragende Bedeutung von 90% der Nutzer attestiert.
- Im Vordergrund stehen dabei eine höhere Transparenz hinsichtlich der Anlage- und Verpflichtungsseite sowie eine bessere Risikosteuerung. Daher führen nur 50% der Teilnehmer aufsichtsrechtliche Zwänge als Grund für die Nutzung an.
- Knapp zwei Drittel der Teilnehmer geht davon aus, dass ALM-Studien an Bedeutung gewinnen werden – kein Teilnehmer erwartet einen Rückgang.

- Dass auch zukünftig auf ALM-Studien verzichtet werden soll, gaben 80% der Nicht-Nutzer an.
- 40% der Nichtnutzer sehen keinen Mehrwert in ALM-Studien, sodass die fehlende aufsichtsrechtliche Notwendigkeit mit 67% der meistgenannte Grund für eine Nichtnutzung ist.
- Hohe Kosten haben aus Sicht der Nichtnutzer nur eine geringe Relevanz.

## Welche Institutionen nutzen ALM-Studien?



In der ersten und zweiten Säule der Altersvorsorge finden sich folgende kapitalgedeckte Versorgungseinrichtungen: Pensionskassen in der betrieblichen Altersversorgung, Zusatzversorgungskassen für Angestellte im öffentlichen Dienst als Sondersysteme der zweiten Säule und berufsständische Versorgungswerke als öffentlich-rechtliche Pflichtsysteme in der ersten Säule. Diese Versorgungseinrichtungen verfolgen als gemeinsames Ziel die dauerhafte Sicherstellung der Erfüllbarkeit der von den Versicherten erworbenen Versorgungsansprüche. Weiterhin sollen Überschüsse erzielt werden, um den Wert der Renten und Anwartschaften durch Anpassungen zu erhalten. Bei Stiftungen ist das Ziel der Erhalt des Stiftungsvermögens unter Berücksichtigung der Auszahlungen für den Stiftungszweck.

Die Versorgungseinrichtungen bilden Rückstellungen für die erworbenen Versorgungsansprüche auf der Passivseite der Bilanz. Diese Rückstellungen bestehen aus den erwarteten Rentenzahlungen und werden mit dem sogenannten Rechnungszins auf den Bilanztermin abgezinst. Kapitalgedeckte Versorgungseinrichtungen müssen auf Dauer eine Nettoverzinsung ihrer Kapitalanlagen über dem Rechnungszins erzielen. Zum einen, um die jährliche Zuführung zu den versicherungstechnischen Rückstellungen, zum anderen um die Anpassungen der Leistungen finanzieren zu können.

Zinspapiere bilden die weitaus größte Anlageklasse von Versorgungseinrichtungen. Infolge des starken Rückgangs des Marktzinseszinses für festverzinsliche Papiere ist die Rendite des festverzinslichen Wertpapierbestands kontinuierlich gesunken. Einerseits laufen festverzinsliche Papiere mit hohem Zinscoupon aus, andererseits sind bei der Neu- und Wiederanlage nur niedrigverzinsliche Titel erwerbbar. Der Rechnungszins ist deshalb nicht mehr ausreichend vorsichtig. Viele

Versorgungseinrichtungen können Leistungen nicht mehr anpassen, bei einigen Gesellschaften ist die dauerhafte Erfüllbarkeit der Versorgungsverpflichtungen gefährdet.

Als Reaktion auf den anhaltend niedrigen Zins haben Versorgungseinrichtungen den Rechnungszins für neue Anwartschaften aus zukünftigen Beiträgen reduziert. Neue Anwartschaften fallen geringer aus als alte. Der hohe Rechnungszins für den Altbestand bleibt jedoch unverändert. Der durchschnittliche Rechnungszins aus Altbestand und neuen Anwartschaften sinkt daher nur langsam. Um eine substantielle Verringerung des Rechnungszinses für Altbestand und neue Anwartschaften zu erreichen, müssen die Versorgungseinrichtungen hohe Finanzierungsmittel aufbringen.

Eine weitere Maßnahme zur Stärkung der Passivseite bildet der Aufbau von Zinsreserven. Bei abnehmenden Zinsüberschüssen ist dies nur begrenzt möglich. Bei Pensionskassen sind auch Zuschüsse des Arbeitgebers denkbar. Berufsständische Versorgungswerke können sich Finanzierungsmittel durch Umlagen der zukünftigen Beitragszahler beschaffen. Ziel dieser Maßnahmen ist, den durchschnittlichen Rechnungszins in absehbarer Zeit unter die erzielbare Nettoverzinsung zu senken.

Die Kapitalanlage der Versorgungseinrichtungen kann sich auf Dauer nicht dem niedrigen Marktzins entziehen. Der Trend der Nettoverzinsungen über die letzten Jahre weist nach unten. Wie ist die Kapitalanlage der Versorgungseinrichtungen zu gestalten, um auf Dauer eine Rendite über dem durchschnittlichen Rechnungszins zu erwirtschaften?

Im Niedrigzinsumfeld meiden die Versorgungseinrichtungen den Kauf von festverzinslichen Wertpapieren so weit wie möglich. Die Bestände festverzinslicher Wertpapiere schmelzen durch den Auslauf alter Titel mit hohem Zinscoupon ab. Schon seit mehreren Jahren weichen die Versorgungseinrichtungen bei Neu- und Wiederanlagen auf andere Anlageklassen aus. Naheliegend ist eine Erhöhung der Immobilienquote. Die Investition in A- und gute B-Lagen verspricht eine laufende Verzinsung in Höhe des Nettomietetrags bei begrenztem Risiko. Das Immobilienangebot auf dem deutschen Markt ist allerdings beschränkt. Die hohe Nachfrage – auch durch finanzkräftige ausländische Investoren – treibt die Preise nach oben, die Renditen für Käufer sind stark gesunken. Eine substantielle Erhöhung der Immobilienquote ist daher nur über Beteiligungen an internationalen Immobilienfonds möglich. Hierbei kann auf einen hohen Anteil amerikanischer Immobilien nicht verzichtet werden, da die USA den größten Immobilienmarkt repräsentieren. Spezialthemen (z. B. Logistikimmobilien) können einbezogen werden.

Bei Investitionen in Anlageklassen mit höherem Risiko müssen Versorgungseinrichtungen die Anlageverordnung der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) beachten. Die Anlageverordnung schreibt eine risikobewusste Kapitalanlage vor und begrenzt Risikoanlagen wie Aktien auf 35 % der Kapitalanlagen mit einer Öffnungsklausel für weitere 5%. Zusätzlich gibt es Höchstquoten für einzelne Anlageklassen. Innerhalb der Risikoanlagen dürfen Hochzinsanleihen und bestimmte Unternehmensdarlehen jeweils höchstens 5% der Kapitalanlagen betragen, Alternative Investments maximal 7,5% und Beteiligungen inkl. nachrangiger Darlehen und Genussscheinen nicht mehr als 15%. Strukturierte Produkte wie forderungsbesicherte Wertpapiere (englisch Asset Backed Securities, ABS) und verbrieftete Unternehmenskredite (englisch Collateralized Loan Obligations, CLOs) sind auf 7,5% begrenzt, Immobilien auf 25% - die letztgenannten Anlagen fallen nicht unter die Risikoquote von 35%.

Um die Anlage in niedrigverzinsliche Wertpapiere zu vermeiden, ist nach den Erfahrungen der letzten Jahre die Diversifikation auf folgende Anlageklassen chancenreich: Europäische, US-amerikanische und asiatische Aktien sowie Aktien aus Schwellenländern (Large Caps), internationale Small und Mid Caps, Real Estate Investment Trusts (REITs, börsennotierte Immobilien-AGs), Wandelanleihen, Unternehmensanleihen mit hohem US-Anteil,

Schwellenländeranleihen, Hochzinsanleihen sowie Alternative Investments - hier vor allem Anlagen in Private Equity. Die in der Finanzkrise problematischen CLO sind wieder attraktiver bei Beschränkung auf Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating. Diese Anlagen werden nicht auf die Risikoquote von 35% angerechnet. Entscheidend ist jedoch, dass für den Fondsmanager ein Selbstbehalt vorgeschrieben ist, er also mit seinem eigenen Vermögen haftet.

Für Versorgungseinrichtungen mit kleinen Kapitalanlageteams sind Investitionen in die beschriebenen Anlageklassen nur über Investmentfonds möglich. Einige Anlageklassen können ggf. durch Indexfonds abgebildet werden. Ein Masterfonds, unter dem verschiedene Segmente verwaltet werden, bietet einige Vorteile: Abschreibungen können ggf. durch Verrechnungen der Gewinne eines Fonds mit Verlusten eines anderen Fonds vermieden werden. Ausschüttungen aus dem Masterfonds können gezielt vorgenommen werden.

Für „VAG-nahe“ Anleger im Bereich der Altersvorsorge ergeben sich klare Gemeinsamkeiten und Unterschiede wie die folgende Tabelle zeigt.

<b>Gemeinsamkeiten</b>	<b>Unterschiede</b>
<p><b>Verpflichtungen</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Abzinsung mit einem Rechnungszins (anpassbar, aber fest)</li> <li>• Vorsichtige Rechnungsgrundlagen</li> </ul>	<p><b>Kapitaldeckungsgrad</b></p> <p><i>Volle Bedeckung</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Anwartschaftsdeckungsverfahren</li> </ul> <p><i>Teilbedeckung</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Offenes Deckungsplanverfahren</li> <li>• Zeitabschnittsdeckungsverfahren mit kürzeren und sehr langen Zeitabschnitten</li> </ul>
<p><b>Kapitalanlage</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Bindung an die Anlageverordnung / Kapitalanlagerundschreiben</li> <li>• Insbesondere: Quoten bezüglich Mischung und Streuung</li> <li>• Maximale Risikoquote 35 %, Quoten für einzelne Risikoanlagen</li> <li>• Zielsetzung: „Nettoverzinsung“ höher als der Rechnungszins (da Versorgung dynamisch)</li> </ul>	<p><b>Individuelle Historie</b></p> <p><i>Altersstruktur des Versorgungswerkes</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Volumen der Verpflichtungen / Kapitalanlagen</li> <li>• Struktur Anwärter / Pensionäre / Rentner</li> </ul> <p><i>Steuerung der Kapitalanlage</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Historische Aktien- und Immobilienquote, Zinsduration und Emittenten</li> <li>• Stand der Bewertungsreserven</li> </ul> <p><i>Versorgungs- und Leistungsspektrum</i></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Unterschiede im Wachstum durch Zugang von Aktiven / Beitragshöhe</li> <li>• Unterschiedliche Leistungszusagen / Leistungsziele: Art und Höhe der Alters-, Invaliditäts- und Hinterbliebenenrenten</li> <li>• Höhe des Rechnungszinses</li> </ul>

Gemeinsamkeiten	Unterschiede
<p><b>Rechnungslegung</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Auf Basis der Vorschriften des HGB</li> <li>• Vorsichtsprinzip / „Reservierungsprinzip“</li> <li>• Anlage- / Umlaufvermögen</li> <li>• Ertrag auf Buchwertbasis</li> <li>• Möglichkeit zum Aufbau von Buchwertreserven</li> <li>• Glättung der GuV durch „stille Lasten“ /Auflösung von Buchwertreserven</li> </ul>	

Diversifikation allein liefert noch keine optimale Kapitalanlagestrategie, die die erwartete Rendite maximiert und die Risiken minimiert. Eine höhere Risikobereitschaft ist erforderlich, um die Kapitalanlagestrategie im Niedrigzinsumfeld über die Diversifikation ertragsstärker auszugestalten. Die Volatilität darf jedoch nicht zu hoch sein, um massive Abschreibungen in einzelnen Jahren zu vermeiden.

Mit dem Asset Liability Management kann die optimale Aufteilung des Vermögens einer Versorgungseinrichtung auf die einzelnen Anlageklassen unter Berücksichtigung der Verpflichtungen bestimmt werden. Die im ALM berechnete strategische Asset Allocation (SAA) maximiert den erwarteten Ertrag (Nettoverzinsung) des Anlageportfolios und stellt sicher, dass ein definiertes Risikobudget, das der zulässigen Verlustobergrenze entspricht, mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Die SAA bestimmt rund 90 % des Kapitalanlageergebnisses. Die verbleibenden 10% werden durch die operative Ausgestaltung der SAA bestimmt, z. B. Managerselektion und Taktik. Die Festlegung der SAA stellt die wichtigste Entscheidung im Kapitalanlagemanagement dar.

Ziel des ALM ist die Identifikation der SAA. Dabei wird die Entwicklung der Passivseite simultan berücksichtigt. Ein ökonomischer Szenariogenerator simuliert einige tausend Szenarien eines Kapitalmarktmodells. Wesentliche Annahmen betreffen die Entwicklung des Marktzinses, die erwarteten Renditen, Volatilitäten und Korrelationen der einzelnen Anlageklassen. Stille Reserven, Gewinnrücklagen und Überschussreserven bestimmen das Risikobudget. Um die Handlungsfähigkeit sicherzustellen, ist eine ausreichende Liquidität im Krisenfall bei der SAA zu berücksichtigen.

Die Ergebnisse des ALM belegen die positive Auswirkung der Diversifikation. Allerdings gibt es nur wenige Anlageklassen, die die Risikoquote von 35% nicht belasten. Diversifikation ist nur vorteilhaft, wenn sich das Risiko/Ertrags-Profil nicht erheblich verschlechtert. Optimal für Versorgungseinrichtungen sind defensive, moderate Portfolios, die aggressive Portfolios im Risiko/Ertrags-Profil dominieren.

Das ALM wird durch regelmäßige, unterjährliche Risikoberichte des Kapitalanlagecontrollings ergänzt. Ein Kennzahlensystem für Kapitalanlagen und das Zusammenspiel von Aktiv- und Passivseite der Bilanz ist notwendig. Die Risikoberichte umfassen die Analyse der aktuellen Reservesituation, der Risikotragfähigkeit und der Unterdeckungswahrscheinlichkeiten. Ampelsysteme weisen frühzeitig auf kritische Kennzahlen hin.

Aktuell treten eine Reihe konjunktureller und politischer Risiken auf wie Protektionismus, Brexit und weltweite Wachstumsabschwächung. Mit zunehmenden Risiken auf den Kapitalmärkten stellt ALM ein wichtiges Werkzeug zur langfristigen Steuerung dar.

ALM-Studien gewinnen insbesondere aufgrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes an Bedeutung, da in risikoreichere Assetklassen mit erhöhter Volatilität investiert werden muss. Ein einfaches Beispiel verdeutlicht dies: wir nehmen an, dass ein HGB-Ertrag von 4,00% erreicht werden soll, die Risikokapitalquote mit 35% vollständig ausgeschöpft wird, sowie durch die restliche 65% „Nicht-Risikokapitalquote“ einen HGB-Ertrag von 2,50% geliefert wird. Die erforderliche Rendite für die Risikokapitalquote beträgt in diesem Fall 6,79%. Eine solche Rendite ist aktuell nur mit volatileren Assetklassen zu erreichen und erfordert deshalb die Erzielung außerordentlicher Erträge – dieses wiederum verringert das „Risikokapital“ durch Buchwertreserven.

Das Werkzeug der ALM-Studie ergänzt die Methode der SAA: die SAA stellt eine ein-periodische Betrachtung dar und typischerweise ist die Modellierung der Assetklassen auf wenige statistische Kenngrößen (Erwartungswerte, Volatilitäten, Korrelationen, etc.) reduziert. Zudem beschränkt sich die SAA im Vergleich zu einer ALM-Studie auf eine reine Marktwertsicht, während die ALM-Studie neben der Marktwert- auch die Buchwertsicht liefert, da sie mehrperiodische Zahlungsströme der Aktiv- und Passivseite berücksichtigt.

Damit ist die ALM-Studie besonders geeignet, um ein Risiko zu betrachten, welches man als originäres ALM-Risiko bezeichnen könnte, nämlich die Anforderung, Kapitalanlagen zu einem ungünstigen Zeitpunkt verkaufen zu müssen – entweder wenn der erwartete Return nicht erreicht wurde und/oder der Marktwert unterhalb des Buchwertes liegt.

Diese Anforderung kann aus regulatorischen oder internen Risikogründen sowie Liquiditätsproblemen erwachsen. Diese Gesichtspunkte sollte ein institutioneller Anleger zwingend bei der Entscheidung für oder gegen eine ALM-Studie berücksichtigen.

Zusammenfassend sind ALM-Studien ein Kernelement eines erfolgreichen Risikomanagements für institutionelle Anleger. Die Modellierung und Quantifizierung von Risiken auf der Aktiv- wie Passivseite mittels ALM-Studien hilft – vor allem vor dem Hintergrund wirtschaftlicher, politischer und regulatorischer Herausforderungen – zukünftige Risiken sowohl der Kapitalanlage als auch der Verpflichtungen besser einschätzen zu können. Damit erfüllt der institutionelle Anleger seine Aufgabe, die Charakteristika der Verbindlichkeiten und deren Zusammenspiel mit der Kapitalanlage zu kennen, und wird seiner treuhänderischen Verpflichtung gerecht.



**Dr. Holger Hebben, CFA**  
Direktor, Pension Management  
DWS International GmbH



**Reinhard Dehlinger**  
ehem. Vorstandsmitglied der Bayerischen  
Versorgungskammer

*Diese Werbemitteilung ist ausschließlich für professionelle Kunden bestimmt.*

## Wichtige Hinweise

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die je-weils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechen-den Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS International GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, simuliert oder tatsächlich realisiert, sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form sind nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS International GmbH 2019. Stand: 18. April 2019

Das andauernde Zinstal sowie das spätzyklische Konjunkturmilieu stellen Anleger vor immer größere Herausforderungen bei ihrer Kapitalanlage. Im Zentrum der Überlegungen vieler Anleger steht dabei die Frage, wie in dieser Marktsituation ein Portfolio konstruiert werden muss, um selbst moderate Ertragserwartungen bei überschaubaren Risiken erfüllen zu können.

Während der Trend zu einer breiteren und internationaleren Diversifikation der Assetklassen bereits seit längerer Zeit eine Antwort auf diese Fragestellung liefert, ist jüngst vor allem die Einbindung von alternativen Anlageformen im Multi Asset Kontext zur gängigen Praxis geworden. Der Investitionsfokus unter diesen alternativen Anlageformen liegt dabei schwerpunktmäßig auf Immobilien- und Infrastrukturinvestments. Aber auch sogenannte „Liquid Alternatives“, wie z.B. Long/Short-Ansätze oder Konzepte, die auf alternative Risikoprämien als Ertragsquellen abstellen, bilden eine sinnvolle Ergänzung zeitgemäßer Portfolios.

Hieraus erwachsen neue Fragestellungen in Bezug auf die strategische Asset Allokation, da für illiquide oder alternative Investments klassische Optimierungsmethoden oftmals an ihre Grenzen stoßen: Andersartige Renditeverteilungen, ein Mangel an ausreichend langen Datenhistorien vor allem in geeigneter Frequenz oder die große Heterogenität und mithin mangelnde Vergleichbarkeit einzelner Zielinvestments erschweren eine sinnvolle Integration dieser Assetklassen in traditionelle Optimierungsansätze.

Eine sorgfältige Due Diligence, insbesondere bei illiquiden Assets, sowie ein umfangreiches zusätzliches qualitatives Assessment sind somit unerlässlich. Der Multi Asset Manager sollte daher auf den Austausch mit erfahrenen Spezialisten aus den eingesetzten alternativen Anlageformen zurückgreifen können.

Nicht zuletzt vor dem Hintergrund wachsender aufsichtsrechtlicher Herausforderungen wird für Anleger zudem eine umfassende und passgenaue Betreuung immer wichtiger. Denn Investoren sind nicht nur auf ein professionelles Asset- und Risikomanagement Know-how angewiesen, sondern nutzen in zunehmendem Maße auch weiterführende Beratungs- und Treuhandangebote. Ein professioneller Multi Asset Manager muss damit heutzutage nicht nur sein „Kerngeschäft“ verstehen, sondern seinen Kunden als Sparringspartner für die gesamten Kapitalanlagen beratend zur Seite stehen - angefangen von bilanziellen und steuerlichen Fragestellungen bis hin zum gesamten Anlageprozess.

Das Kernstück in der Umsetzung eines Multi Asset Ansatzes bildet nach wie vor ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess. In der Regel greift der Multi Asset Manager im Rahmen der Implementierung dabei auf Spezialisten in den einzelnen Anlageformen zurück.

Hierbei sind zwei Aspekte wichtig: Zum einen muss der Multi Asset Manager stets den Gesamtüberblick über die Portfolioausrichtung behalten. Zum anderen fordert ein steigender Kostendruck eine effiziente und professionelle Umsetzung.

Zunächst stellt sich die Frage, welche Assetklassen eines Portfolios über ein sinnvolles Volumen für eine physische Investition verfügen bzw. in welche effizienter über Publikumsfonds oder ETFs investiert werden kann. Durch diese Vorgehensweise wird automatisch das Managerrisiko reduziert. Der Multi Asset Manager behält dabei die Gesamtverantwortung für die Performance und entscheidet somit, welche Strategien zum Einsatz kommen.

Darüber hinaus ist zu beachten, welches Risikobudget zur Verfügung steht. Ist der Einsatz eines Overlay-Managements notwendig, um die Renditeziele risikokontrolliert zu erreichen oder sollen nur maximale Draw Downs kontrolliert werden? Welche taktischen Komponenten sind im Gesamtkontext sinnvoll zu ergänzen, um unter der Beachtung eines Risikobudgets kurzfristige Marktopportunitäten zu nutzen? Wie sieht die Planung der Kapitalabrufe der illiquiden Investments aus? Welche Anforderungen bestehen an die Cash Flows?

Zusätzlich sind je nach Anlegergruppe verschiedene Aspekte zu berücksichtigen. Wie diese im Detail aussehen können, wird im Folgenden an zwei Praxisbeispielen verdeutlicht.

### **Fallstudie 1: bAV Anleger mit klassischer Defined Benefit Zusage**

Der erste Anleger ist ein klassischer Defined Benefit Anleger der betrieblichen Altersvorsorge (bAV) mit Garantieverzinsung. Der Startpunkt für das Multi Asset Management beginnt mit der ALM-Studie. Diese wird entweder direkt begleitet oder durch einen externen Consultant erstellt.

Nach Vorliegen der ALM-Studie beginnt die Hauptaufgabe der Umsetzung: der Transfer der theoretischen Asset Allokation aus der ALM-Studie in die Praxis. Bevor die Investition der strategischen Allokation vorgenommen werden kann, muss überlegt werden, in welcher Form die Mittel investiert werden.

Länder- und Währungsrestriktionen stehen hier typischerweise weniger im Vordergrund. Ebenfalls sind lange Durationen bei bAV Anlegern aufgrund der langen Duration der Passiva zu erwarten. Hier ist im Einzelfall zu klären, ob diese Ausrichtung tatsächlich zur aktuellen Zinssituation passt.

Oft sitzen Arbeitgeber- und Arbeitnehmervertreter bei der Ausrichtung der Anlagestrategie kooperativ an einem Tisch. Beide Seiten wollen eine möglichst gute Erreichung der Garantieverzinsung ohne allzu große Belastungen des Arbeitgebers durch eventuelle Nachschusspflichten. Ebenso sollte die Anlagestrategie im Unternehmen vermittelbar sein.

Typisch sind in diesem Zusammenhang die folgenden Fragestellungen: Welches ist der bilanzielle Rahmen? Welche freiwilligen oder regulatorischen Rahmenbedingungen, wie beispielsweise die Pensionsfonds-Aufsichtsverordnung (PFAV), müssen erfüllt sein? Welche Daten können durch den Asset Manager für eine Mitarbeiterinformationsplattform automatisiert bereitgestellt werden?

Der Trend in der Betreuung von bAV Anlegern geht dabei über das dargestellte Asset Management hinaus. Vielmehr werden zunehmend Fiduciary Management Angebote nachgefragt. Neben dem Asset und dem Risikomanagement bedeutet dies auch, dass der Asset Manager mit Partnern der Bilanzstrukturierung Zusammenarbeit, die beispielsweise Ausfinanzierungen über Gruppen CTAs zur Verfügung stellen.

### **Fallstudie 2: Depot-A Management bei Sparkassen**

Eine Sparkasse verfolgt grundsätzlich ähnliche Ziele mit einem Multi Asset-Fonds wie ein bAV Anleger. Darüber hinaus sind jedoch Anforderungen aus der Regulatorik, dem Meldewesen, den erforderlichen Cash Flows und dem Management der Schnittstellen zur KVG und der Verwahrstelle zu beachten. Dem Risikomanagement kommt hier eine besondere Bedeutung zu, da eine Sparkasse je nach Risikoklasse unterschiedlich viel Eigenkapital unterlegen muss (Risikotragfähigkeit).

In der Regel werden zwei Lösungsansätze zur Ermittlung der aus Sicht des Anlegers optimalen Fondsstruktur unterschieden:

- (1) Die Fondsstruktur als Ergebnis einer „klassischen“ Portfoliooptimierung
- (2) Die Fondsstruktur als Ergebnis eines optimierten gesamten Depot A.

Letzteres ist der Fall, der hier näher zu betrachten ist. Aus Sicht der Gesamtbanksteuerung ist ein Spezialfonds Teil des gesamten Depot A, für welches im Rahmen einer Asset Allokation Studie eine optimale Struktur ermittelt wird. Das Optimum hängt dabei von den individuellen Anforderungen der Sparkasse ab. Im Idealfall wird eine Struktur gefunden, die bei gleichen Ertragserwartungen weniger Risikokapital für die Sparkasse bindet.

Im nächsten Schritt werden Teile der optimierten Asset Allokation bestmöglich in einen oder mehrere Spezialfonds überführt, ohne die Asset Allokation des Depot A zu verändern.

Ziel für jede Fondsstruktur ist eine aus Risiko- und Ertragsgesichtspunkten sinnvolle Mischungen von Assetklassen. Dies ist zwingend erforderlich, da jeder Spezialfonds in der Bilanz eine juristische Einheit mit Abschreibungsrisiko darstellt.

Gerade für Sparkassen ist der ordentliche Nettoertrag eine entscheidende Steuerungsgröße. Somit sollte die finale Fondsstruktur nicht nur einen entsprechenden durchschnittlichen Kupon haben, sondern ebenfalls eine durchschnittliche Performanceerwartung aufweisen, die sicherstellt, dass die Ausschüttung auch durch die Wertentwicklung verdient wird. Auf diese Weise können entsprechende Abschreibungen vermieden werden. Zusätzlich wird regelmäßig geprüft, ob vorhandene Direktbestände der Sparkasse in die Fondsstrukturen überführt werden können (Sacheinbringung). Dies ermöglicht dem Anleger die Verschiebung von handelsrechtlichen stillen Reserven in Fonds. Die unterschiedliche steuer- und handelsrechtliche Behandlung ist dabei zwingend zu beachten.

In einem letzten Schritt wird in Zusammenarbeit mit der Sparkasse ein konkretes Limitsystem erarbeitet und in Anlagerichtlinien überführt. Dabei werden auf Basis des verfügbaren Risikokapitals in der Regel Höchstgrenzen für Länder, Emittenten, Konzerne, Ratingklassen etc. definiert.

## **Fazit**

Ein stringenter und nachvollziehbarer Investmentprozess bildet nach wie vor das Herzstück des Multi Asset Managements. Dieser wird von den Anlegern jedoch als Standard vorausgesetzt und weniger in Frage gestellt. Entscheidend für die Anlegerkommunikation sind vielmehr auf den jeweiligen Kunden bzw. die Kundengruppe zugeschnittene Lösungen. Dafür sind im Fondsmanagement Spezialisten unabdingbar, die nicht nur die einzelnen Assetklassen, sondern auch die Bedürfnisse der unterschiedlichen Anlegergruppen verstehen.

Die Helaba Invest managt seit 2001 Multi Asset Mandate und verwaltet inzwischen ein Volumen in Höhe von ca. 11 Mrd. Euro. Dabei verstehen wir uns als Anbieter passgenauer Lösungen für die individuellen Anforderungen unserer Investoren und verbinden als Full-Service-KVG unsere Expertise im Management liquider und illiquider Assetklassen mit unserer Kompetenz in der Administration: professionell – persönlich – passgenau!

## Kontakt

### Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft  
mbH

Junghofstr. 24

60311 Frankfurt

Tel: 069 / 29970-0

Fax: 069 / 29970-630

[www.helaba-invest.de](http://www.helaba-invest.de)



Thomas Nitschke, CFA  
Gruppenleiter Multi Asset & bAV  
Tel: 069 / 29970-115  
Email: [thomas.nitschke@helaba-invest.de](mailto:thomas.nitschke@helaba-invest.de)



Stephan Schümann  
Senior Fondsmanager  
Asset Management Multi Asset & bAV  
Tel: 069 / 29970-259  
Email: [stephan.schuemann@helaba-invest.de](mailto:stephan.schuemann@helaba-invest.de)



Sönke Timm  
Senior Fondsmanager  
Asset Management Multi Asset & bAV  
Tel: 069 / 29970-616  
Email: [soenke.timm@helaba-invest.de](mailto:soenke.timm@helaba-invest.de)

# LBBW Asset Management: Problemstellung im aktuellen Kapitalmarktumfeld und passende Lösungsbausteine

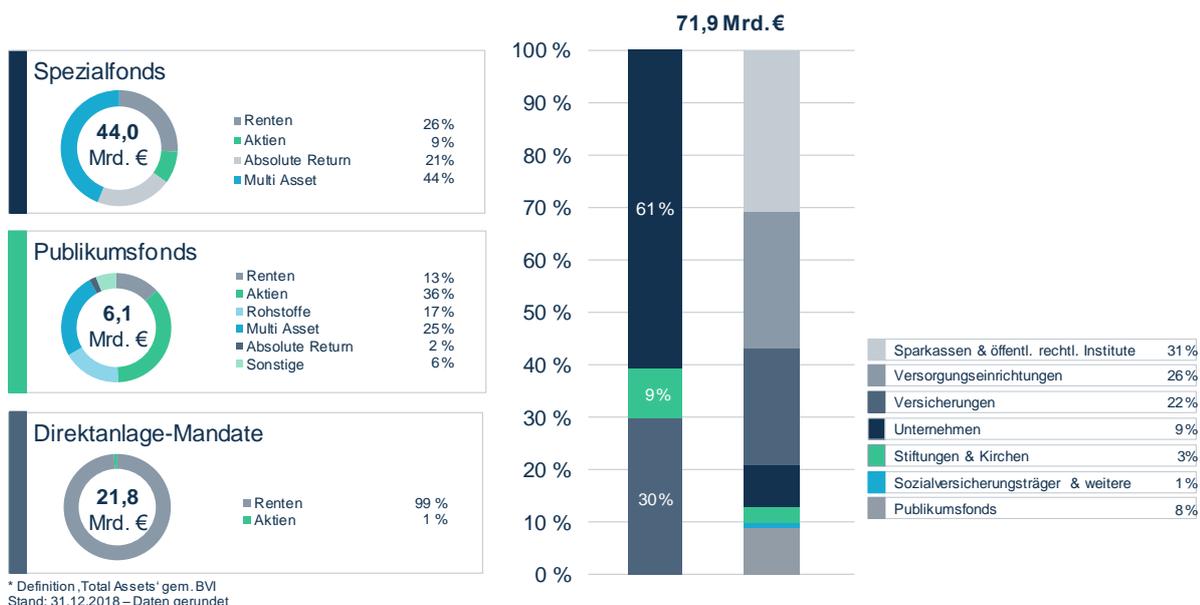
## Unternehmensüberblick LBBW AM

Die LBBW Asset Management (LBBW AM) ist eine 100%ige Tochtergesellschaft der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) und agiert als Centre of Competence für das Asset Management innerhalb des LBBW-Konzerns. Die wichtigsten Geschäftsfelder sind das Management von Spezialfonds für institutionelle Investoren, Direktanlage-Mandate für Versicherungen und Versorgungseinrichtungen sowie Publikumsfonds für institutionelle und private Anleger. Die Gesellschaft verwaltete per 31.12.2018 insgesamt ein Volumen von 71,9 Mrd. EUR, davon 6,1 Mrd. EUR in 53 Publikumsfonds und 44,0 Mrd. EUR in 170 Spezialfonds sowie 21,8 Mrd. EUR im Direktanlagemanagement für Versicherungen. Unsere Kernkompetenzen liegen in den Bereichen europäische Aktien mit vorzugsweise value-orientierten Investmentansätzen, europäische Zinsprodukte, Absolute Return Strategien, Wertsicherungskonzepte, Rohstoffmanagement sowie insbesondere in Nachhaltigkeitslösungen.

Langjährige Erfahrungen im Fondsgeschäft :  
Gründung der ersten Asset Management Gesellschaft in 1988

Umfassendes Leistungsprofil für unsere Kunden :  
Full-Service KVG mit dem Fokus auf Asset Management  
und Administrationsleistungen

### Total Assets\*



AuM per 31.12.2018

Mit unserer langjährigen Erfahrung und Expertise sind wir professioneller Partner bei Spezialfondslösungen für Versorgungseinrichtungen, Versicherungen, Sparkassen und Banken, öffentlich-rechtliche Institutionen, Vermögensverwalter, Stiftungen, kirchliche Einrichtungen und Family Offices. Darüber hinaus ist die LBBW AM einer der führenden versicherungsunabhängigen Manager von Direktbestandsanlagen.

## **Problemstellung im aktuellen Kapitalmarktumfeld**

Die aktuelle Realität auf den Kapitalmärkten führt zu zwei Schlussfolgerungen: Einerseits ist die sich ständig ändernde Korrelation zwischen den Anlageklassen im Zeitablauf als Risikofaktor zu betrachten. Bietet die klassische Diversifikation nicht mehr den üblichen Schutz, ist ein intelligentes Risikomanagement erforderlich. Andererseits sind Strategien gefragt, die es ermöglichen, angesichts des herausfordernden Zinsumfelds zusätzliche Erträge zu generieren - unabhängig von den Bewegungen an den Aktien- und Rentenmärkten. Als mögliche Lösung dieser Probleme bietet sich eine Overlay-Strategie unkorrelierter bzw. gering korrelierter Zusatzertragsquellen an. Wie so ein Konzept im Detail aussehen kann, wie seine Module konstruiert sind und welche Ertragsquellen damit vereinnahmt werden können, sollen die folgenden Ausführungen zeigen.

## **Mark tunabhängige Strategien zur Erzielung stabiler und nachhaltiger Erträge**

### *Anlageuniversum und grundsätzliches Konzept*

Als Anlageuniversum dient der LBBW AM das liquide Investment Grade-Universum (Universum mit guter Schuldnerqualität) von Unternehmensadressen sowie die iTraxx-/CDX-/ und Sovereign-Indexfamilien sowie Credit-Default-Swaps auf Einzeltitel, d.h. Derivate (Finanzinstrument, deren Wert - nicht notwendig 1:1 - von der Entwicklung eines oder mehrerer Basiswerte abhängt, z.B. eines Wertpapiers, Indexes oder Zinssatzes), mit denen das Ausfallrisiko einer Unternehmensanleihe gehandelt wird.

### *Ertragsquellen in einem Relative-Value-Konzept*

Es werden Relative-Value-Strategien (mark tunabhängige Strategien) eingesetzt, die stabile und nachhaltige Erträge (Spread und Zeitwert) generieren sollen. Dies soll vor allem durch die ausbalancierte Kombination von Sicherungsgeber- und Sicherungsnehmer-Positionen realisiert werden (Immunisierung gegenüber systematischen Spreadrisiken). Die Basisstrategie wird durch ein quantitatives Optimierungsmodell generiert, unterstützt durch taktische Absicherungsmaßnahmen auf täglicher Basis. Dieses Konzept ermöglicht die Erschließung von unkorrelierten Erträgen zu klassischen Assetklassen wie Renten und Aktien.

## Merkmale des Ansatzes der LBBW AM

Das Konzept der LBBW AM zeichnet sich durch folgende Punkte aus:

- Generierung von unkorrelierten Erträgen zu klassischen Asset-Klassen wie Renten oder Aktien.
- Absolute Return-Ansatz, d.h. kein „long only“ Investment und kein direktionales Investment, sondern Relative Value Strategien (deltaneutral).
- Starke Orientierung des Managements an einem Trendmodell, kombiniert mit diskretionärer Managemententscheidung. Gewichtung: ca. 80% modellorientiert und ca. 20% diskretionär.
- Der Fonds hat nahezu kein Zinsrisiko (Zinsduration max. 0,5), da alle Wertpapiere mit Laufzeit > 6 Monate als Asset-Swap-Paket gekauft werden.

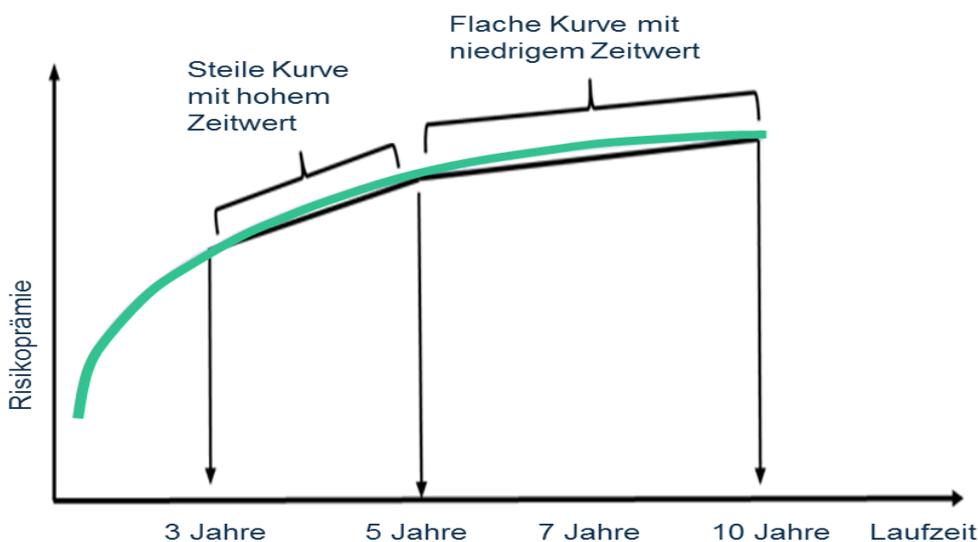
## Die Idee der Laufzeitenstrategie auf Kreditrisiken

Anleger sollten immer wissen, welche Konzepte ihre Manager in ihren Portfolios umsetzen. Im Falle von Absolute Return Konzepten kann dies manchmal zwar etwas komplex sein, ändert aber trotzdem nichts an der grundsätzlichen Regel. Im Folgenden wollen wir Ihnen Elemente der Strategie detailliert darstellen, damit der Eindruck einer Blackbox von vornherein vermieden wird.

### Die Idee

#### Eigenschaften der Strategie

- Analyse von Zeitwert und Kupon für jede Laufzeit
- In Laufzeiten mit höherem Zeitwert wird Absicherung verkauft und in Laufzeiten mit niedrigerem Zeitwert wird Absicherung gekauft

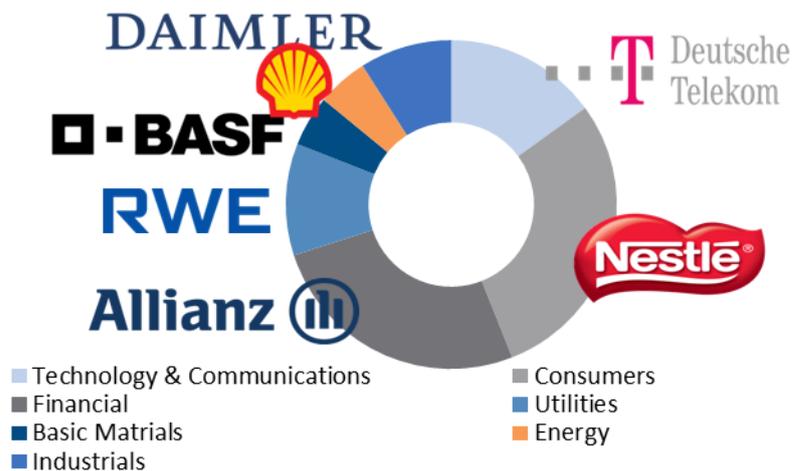


## Ziele der Strategie

- Realisierung von Zeitwert
- Neutralisierung des Marktbetas durch eine deltaneutrale Kurvenpositionierung (die Gewichte der Nominale erfolgt auf Basis der unterschiedlichen Kreditduration)

## Anlageuniversum: iTraxx® Europe Main Index

- Der iTraxx® Europe ist ein Index, der aus Single-CDS europäischer Großunternehmen zusammengesetzt ist.
- Der Index besteht bei Auflegung (alle 6 Monate) ausschließlich aus europäischen Investment Grade Adressen – Mindestrating von Baa3 (Moody's) bzw. BBB- (S&P).
- Die 125 Adressen im Index sind gleich gewichtet (0,8 % pro Adresse).
- Der iTraxx Main Index ist in vier verschiedenen Laufzeiten handelbar.
- Somit ist die Investition in Kurvenpositionen möglich (Beispiel: Verkaufe 5 Jahre, kaufe 10 Jahre).
- Durch die Absicherung entsteht die geringe Korrelation zu den klassischen Assetklassen.



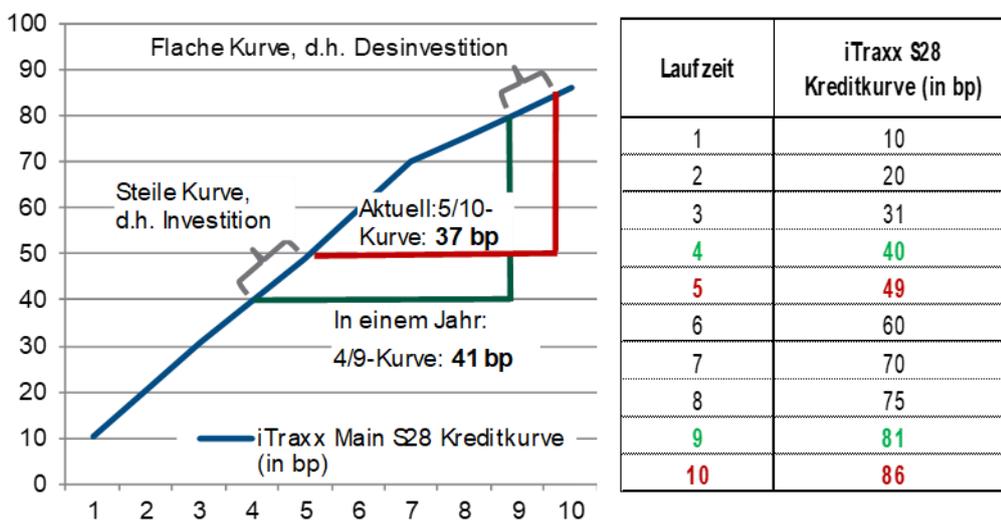
## Kurvenpositionierung und Bewertungsmodell

Die große Frage ist natürlich, wie ein systematischer und risikokontrollierter Ansatz aussehen könnte, die Ertragspotenziale der Anlagestrategie für den Anleger zu erschließen. Dies soll das folgende Beispiel verdeutlichen.

### Kurvenpositionierung

- Die 5/10 Kurve von aktuell 37 Basispunkte steigt in einem Jahr auf Basis der aktuellen Kreditkurve auf 41 Basispunkte an.
- Die erwartete Versteilerung in der 5/10-Kurve ergibt einen positiven Roll-down p.a.

### Illustratives Beispiel



- Konzentration auf die Kreditrisikokurve, da die Volatilität auf dieser deutlich geringer ist als bspw. auf der Bund- oder Swapkurve.
- In ca. 98% der Fälle liegen die täglichen Veränderungen der Kreditrisikokurve im Bereich von -2 und +2 Basispunkten (ca. 82% bei Bund-/Swapkurve).
- In ca. 63% der Fälle zeigte die Kreditrisikokurve keine Veränderung gegenüber dem Vortag (ca. 24% bei Bund-/Swapkurve).

## Bewertungsmodell

Unser Bewertungsmodell zeigt, dass der erwartete Return mit längerer Laufzeit ansteigt, allerdings mit verminderter Geschwindigkeit. Eine Investition in die längere Laufzeit scheint auf den ersten Blick attraktiver zu sein, aber diese Sichtweise vernachlässigt das Risiko.

iTraxx Main	3 Jahre	5 Jahre	7 Jahre	10 Jahre
CDS-Spread (in bps)	26	49	69	86
Rolldown p.a.	18	46	56	47
Zeitwert p.a.	44	95	125	133

Folgende Dinge lassen sich bei der Analyse der Werte feststellen:

- Positiver Zeitwert in der 5/10-Kurve (Versteilerungsposition) und negativer Zeitwert in der 3/5-Kurve (Versteilerungsposition).
- Kurvenposition wird delta-neutral mit einer Versteilerungsposition in den Laufzeiten 5 Jahre vs. 10 Jahre und einer Verflachungsposition in den Laufzeiten 3 Jahre vs. 5 Jahre implementiert.

iTraxx Main	iTraxx Main	iTraxx Main	iTraxx Main	iTraxx Main
	5 Jahre	Kurve 3J vs. 5J	Kurve 5J vs. 7J	Kurve 5J vs. 10J
Zeitwert p.a.	95	-41	11	50
Volatilität p.a.	2.78%	0.96%	1.54%	1.35%
Zeitwert/Volatilität	0.34	-0.42	0.07	0.37

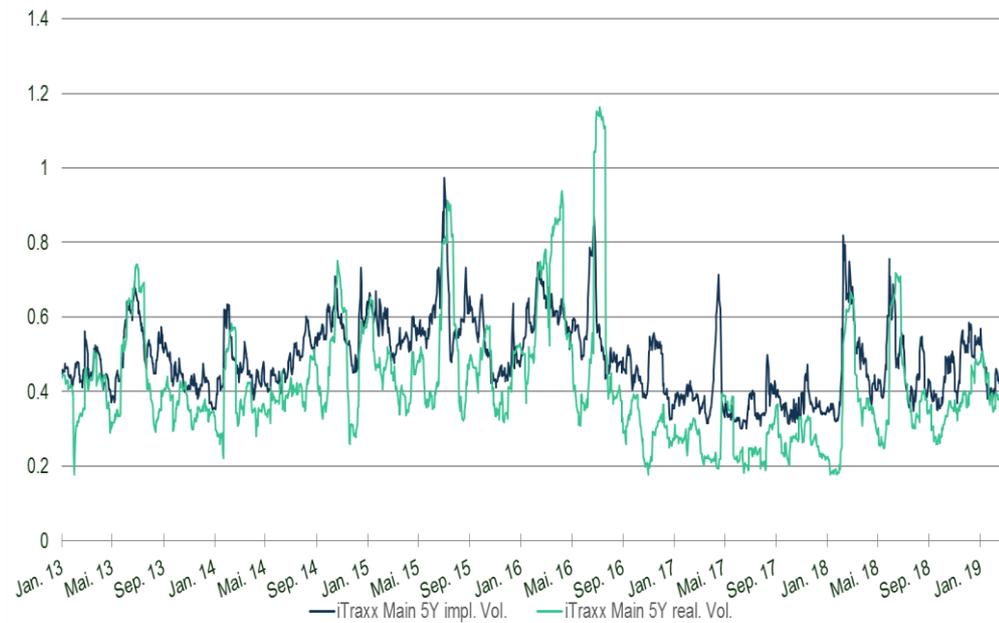
## Volatilitätsstrategie auf Credits und Risiko-Verhalten

Ein weiterer Baustein ist unsere Volatilitätsstrategie auf Credits bzw. Risiko-Verhalten.

### Die Idee der Volatilitätsstrategie auf Credits

Es zeigt sich, dass über weite Strecken die erwartete Volatilität (Schwankungsbreite) über der tatsächlich eingetretenen Volatilität (nach 4 Wochen) handelt.

## Verlauf implizite vs. realisierte Volatilität



## Ziele der Strategie

Ziel ist die Realisierung der Volatilitätsprämie durch den Verkauf der höheren impliziten Volatilität mit Hilfe von kurzlaufenden at-the-money Straddles (Verkauf einer Kombination von Optionen (Payer- und Receiver-Spread-Optionen)). Dies wird verbunden mit einer täglichen Risikoüberwachung der Positionen (Delta-Hedging).

## Risiko-Verhalten

Eine derartige Strategie wirft natürlich Fragen nach dem Risikoverhalten auf, die die folgende Tabelle beantworten soll:

Risiken	Einfluss
Zinsanstieg	Kein Einfluss
Aktienchwäche	Kein Einfluss
Credit-Spread-Ausweitung	Kein Einfluss
Kurvenversteilerung /-verflachung	Starker Einfluss
Anstieg von Ausfallrisiken	Geringer Einfluss
Volatilitätsanstieg (realisiert)	Kein Einfluss

Die Übersicht zeigt, dass eine Entkoppelung von Bewegungen der Hauptassetklassen mit Hilfe der Strategie möglich ist.

## **Einsatzmöglichkeiten des Absolute-Return-Konzepts**

Die dargestellten Relative-Value-Ansätze können entweder mittels eines Overlays in Spezialfonds als Zusatzertragsquellen implementiert werden oder mittels unseres Publikumsfonds LBBW Pro-Fund Credit I erworben werden.

Besonders bewährt haben sich die Overlay-Strategien zur Erhöhung des Ertragspotenzials von Wertsicherungsmandaten mit engen Risikobudgets, wie sie zum Beispiel bei Anlagen von strategischer Liquidität bei Industriekonzernen zum Einsatz kommen. Dabei wird ein sehr defensives Basisportfolio mit einer regelgebundenen Wertuntergrenzensteuerung mit den Overlay-Strategien verbunden. Durch Ihre Unkorreliertheit führt dies zu einer deutlichen Verbesserung der Sharpe Ratio.

Ein solches Portfolio ist also bereits ex ante so konstruiert, dass es eben nicht zu dem ständigen Konflikt zwischen dem Risikoverhalten der Ertragsquellen mit dem Regelwerk der Wertuntergrenzensteuerung kommt. Denn dies führt unweigerlich zu hohen Kasse-Positionen und Transaktionskosten sowie fehlenden Erträgen.

Das regelgebundene Risikomanagement sorgt dafür, die Wertuntergrenzen einzuhalten und Wertverluste auf Portfolioebene in kritischen Marktphasen zu vermeiden bzw. gering zu halten. Die im in diesem Konzept enthaltenen Öffnungsfenster erlauben es dem Portfoliomanager, jederzeit externe Schocks, institutionelle Veränderung etc. umgehend bei der Portfoliosteuerung zu berücksichtigen.

Dieses Gesamtkonzept hat sich bei zahlreichen unserer Kunden als ausgesprochen leistungsfähig erwiesen und wird von vielen namhaften Industrieunternehmen unterschiedlicher Größe für die Anlage strategischer Liquidität genutzt. Zurzeit verwalten wir mit diesem Konzept über EUR 5 Mrd.

## Kontakt

### LBBW Asset Management

Investmentgesellschaft mbH

Fritz-Elsas-Straße 31

70174 Stuttgart

Tel.: +49 (0)711 22910-3031

Website: [www.lbbw-am.de](http://www.lbbw-am.de)

Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft:



Jürgen Zirn  
Geschäftsführer  
Tel.: +49 (0)711 22910-3030  
Fax: +49 (0)711 22910-9098  
E-Mail: [juergen.zirn@lbbw-am.de](mailto:juergen.zirn@lbbw-am.de)



Panagiotis Patzartzis  
Leiter Institutional Clients  
Tel.: +49 (0)711 22910-3211  
Fax: +49 (0)711 22910-9298  
E-Mail: [panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de](mailto:panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de)



Dr. Helmuth Conrad  
Leiter Consultant Relationship  
Tel.: +49 (0)711 22910-3204  
Fax: +49 (0)711 22910-9098  
E-Mail: [helmuth.conrad@lbbw-am.de](mailto:helmuth.conrad@lbbw-am.de)

### **Maßgeschneiderte Lösungen für Ihren Bedarf**

Aufgrund ihrer starken Volatilität kommen Aktien bei der Eigenanlage vieler Investoren nur bedingt infrage. Renten werden immer unattraktiver, weil ihr Ertragspotenzial signifikant gesunken ist und das Risiko für Kursrückgänge steigt. Ein dividendenstarkes Aktienportfolio in Kombination mit einer Wertsicherung ist deshalb sinnvoll, um regelmäßige Ausschüttungen zu erreichen, ohne die Risikotragfähigkeit zu überschreiten. Metzler Asset Management setzt dieses Konzept bereits erfolgreich als Spezialfonds für verschiedene Kundengruppen um.

### **Anlageziel: Regelmäßige Ausschüttungen trotz geringen Risikobudgets**

Früher ließen sich vor allem am Rentenmarkt regelmäßige Erträge erzielen. Bei anhaltend niedrigen Zinsen müssen institutionelle Investoren nun höhere Risiken eingehen, um ihr Ertragsziel zu erreichen – also stärker in Aktien investieren. Allerdings engen knappe Risikobudgets für das Aktienportfolio den Spielraum ohnehin schon ein. Hinzu kommt, dass bei der Eigenanlage nicht nur die langfristigen Ertragserwartungen wichtig sind; die Stichtagsabhängigkeit aufgrund von bilanziellen Vorgaben rückt auch den Pfadverlauf in den Fokus. Es geht nicht allein um die Reduktion der Volatilität, sondern um die Reduktion von temporären Verlusten.

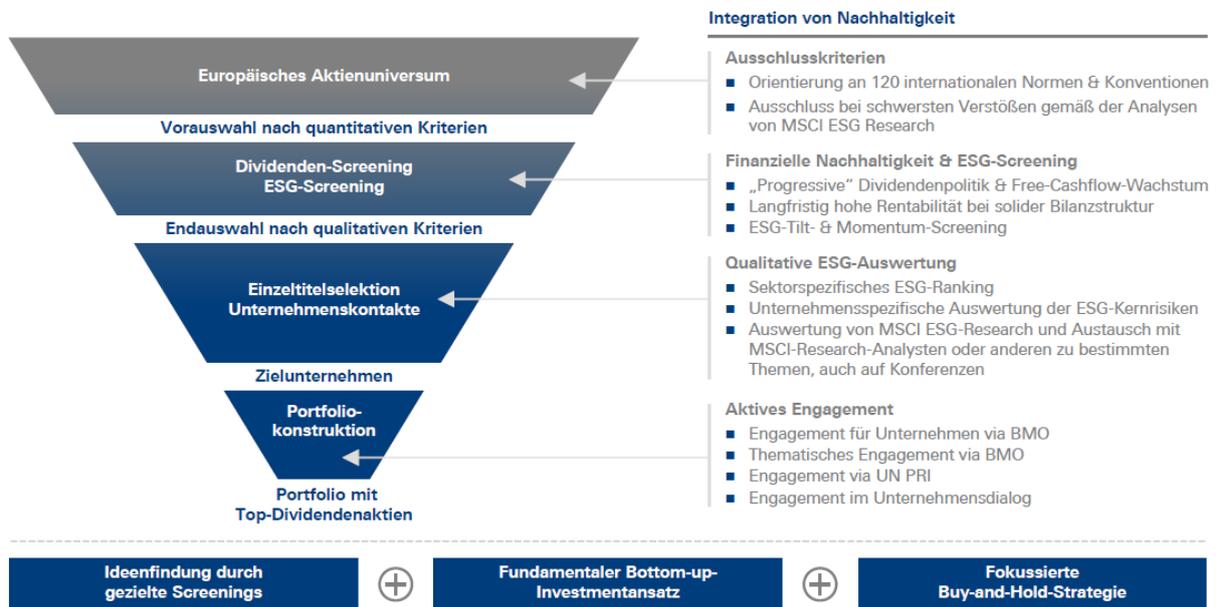
Ziel ist also ein Aktienportfolio, das wenig Risikobudget benötigt, regelmäßige Ausschüttungen bringt, große Drawdowns vermeidet und trotzdem an Aktienkurssteigerungen maximal partizipiert. Leisten kann dies ein Portfolio mit Dividentiteln, kombiniert mit einer effektiven Wertsicherung.

### **Investmentansatz: Dividentitel als Basisinvestment**

Der Investmentansatz der dividendenorientierten Strategie von Metzler Asset Management setzt auf Aktien aus Europa. Europa ist für Dividentitel die strukturell attraktivste Region weltweit. Ergänzend zu finanzwirtschaftlichen Indikatoren werden bei der Auswahl der Titel Kennzahlen aus den Bereichen Umwelt, Soziales und Unternehmensführung systematisch integriert (s. Abb. 1).

Abbildung 1:

## Investmentprozess im Überblick – ein stringentes und mehrstufiges Auswahlverfahren Kombination von quantitativen und qualitativen Aspekten



Hinweis: Operationalisierung auf Basis von Analysen von MSCI ESG Research und ISS-oekom

Ziel ist es, die Einzeltitelselektion dadurch zu verbessern, dass zusätzliche Alphaquellen frühzeitig erkannt und substanzielle Verlustrisiken vermieden werden. Mit der Integration von Nachhaltigkeitskomponenten lassen sich zudem Anlagerisiken aus der Geschäftstätigkeit eines Unternehmens reduzieren. Denn Unternehmen, die großen Wert auf Arbeitsplatzsicherheit, Einhaltung von Menschenrechten und Schadstoffreduktion legen, laufen weniger Gefahr, Reputationsschäden zu erleiden – mit den entsprechenden negativen Konsequenzen für die Wertentwicklung des jeweiligen Aktieninvestments.

Die fundamentale Analyse steht im Mittelpunkt des Investmentprozesses – hier liegt der Fokus auf der Einzeltitelselektion (bottom-up). Überlegungen zu Ländern und Sektoren spielen eine untergeordnete Rolle. Die Investmentstrategie ist auf Unternehmen herausragender Qualität mit überdurchschnittlicher Dividendenrendite und hohem Dividendenwachstum fokussiert.

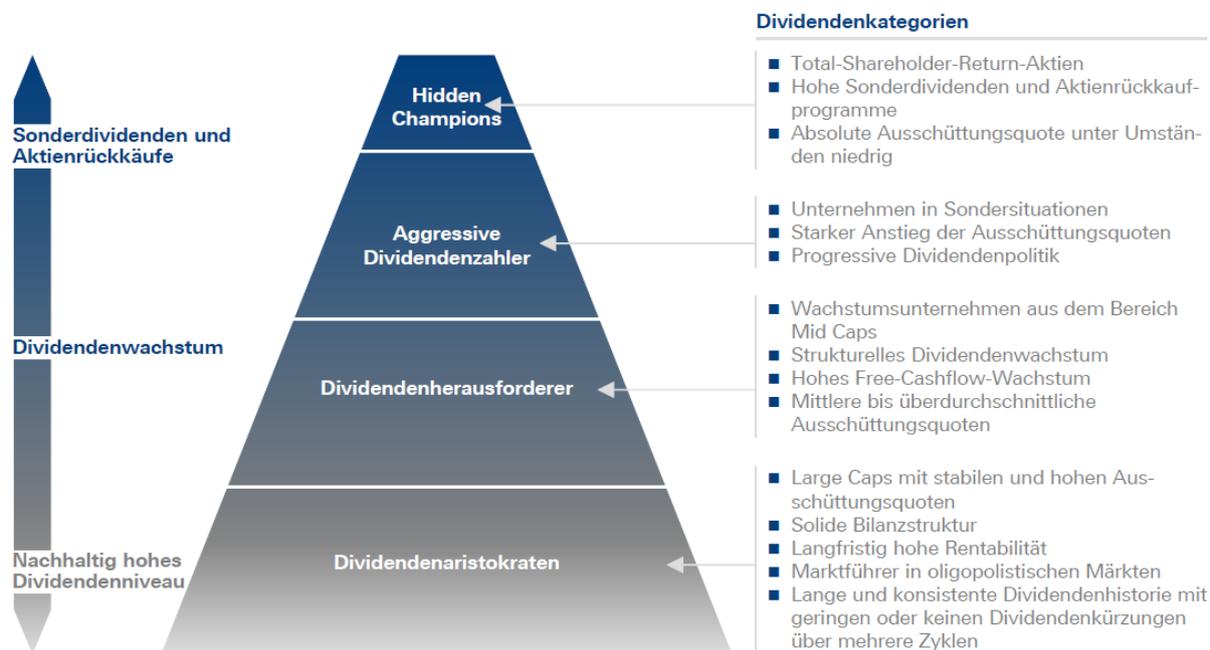
## Breite Diversifikation plus ESG-Integration

Investiert wird in europäische Unternehmen jeder Marktkapitalisierung (All-Cap-Investmentansatz). Die Basis des Portfolios bilden attraktive Large Caps mit einer „progressiven“ Dividendenpolitik mit stetig steigenden Dividenden. Zusätzlich investieren wir in herausragende Nebenwerte mit Potenzial für deutliches Dividendenwachstum (Mid und Small Caps). Bevorzugt werden Unternehmen mit hoher Transparenz von Geschäftsstruktur und -entwicklung, die zuverlässige Rentabilität bei gleichzeitig solider Bilanz sowie nachhaltig steigender oder stabiler Dividende bieten. Die Integration von Nachhaltigkeitskomponenten erfolgt über den gesamten Investmentprozess.

Die Bandbreite an Dividendenzahlungen reicht von nachhaltig hohen Ausschüttungen und damit kalkulierbaren Erträgen bis hin zu Sonderdividenden und Aktienrückkäufen. Um alle damit verbundenen Investmentchancen voll auszuschöpfen und das Risiko-Rendite-Profil zu optimieren, diversifizieren wir das Fondsvermögen breit über alle Dividendenkategorien und profitieren damit von unterschiedlichen Dividendenquellen (s. Abb. 2). Ziel der breiten Dividendendiversifikation ist, jederzeit optimal in den unterschiedlichen Dividendenkategorien investiert zu sein, weshalb das Verhältnis von defensiven zu zyklischen Aktien im Portfolio schwankt.

Abbildung 2:

### Dividendendiversifikation – jederzeit optimale Berücksichtigung verschiedener Dividendenkategorien im Portfolio



Ziel unserer ESG-Integration ist zum einen, substanzielle Verlust- und Reputationsrisiken zu vermeiden, und zum anderen, die Performance durch die zusätzliche Identifikation von Alphaquellen über ein performance-orientiertes Nachhaltigkeitsrating langfristig zu steigern. Wir berücksichtigen hierbei quantitative und qualitative Aspekte (s. Abb. 3).

Dividendenstrategien können auf Kundenwunsch auch ohne ESG-Integration umgesetzt werden.

Abbildung 3:

## ESG-Auswertung



Quelle: Metzler, Operationalisierung auf Basis von Analysen von MSCI ESG Research und ISS-oekom

## Wertsicherung im Dividendenportfolio

Die Kombination eines aktiv gemanagten Dividendenportfolios mit einer aktiven Risikosteuerung bietet eine effiziente Reduktion des Value-at-Risk und der Volatilität des Investments. Mit einer dynamischen Asset-Allokation und integriertem Risikomanagement können Anleger an steigenden Aktienkursen partizipieren; gleichzeitig sind ihre Verluste begrenzt, und Drawdowns werden deutlich reduziert. Unsere Strategien zeichnen sich durch minimierte Sicherungskosten aus und erzielen eine deutlich stabilere, das heißt schwankungsärmere Wertentwicklung als ein reines Aktieninvestment.

Mit einer Wertsicherungsstrategie lässt sich die Verteilung der Renditen asymmetrisch gestalten – zum Beispiel so, dass die Risikoeigenschaften des Dividendenportfolios wie der Value-at-Risk entsprechend den Anforderungen des Anlegers deutlich verbessert werden, während die Ertragserwartung nur relativ gering beschnitten wird. Mithin können Erträge in Form von Dividenden erwirtschaftet und gleichzeitig die Aktienkursrisiken deutlich verringert werden. Die Risikotragfähigkeit wird somit weniger belastet als bei einem reinen Dividendenportfolio.

Für eine effektive Wertsicherung sind einige wichtige Punkte zu beachten:

- Weicht ein Aktienportfolio vom Underlying handelbarer Hedge-Instrumente ab, muss die Abweichung in das verfügbare Risikobudget einbezogen werden. Eine solche Abweichung gegenüber der hedgebaren Benchmark (Alpha) tritt üblicherweise bei aktiv gemanagten Aktienfonds auf. Da das vereinnahmte Alpha auch negativ sein kann, ergibt sich eine zusätzliche Risikoquelle.
- Wertsicherungsstrategien sind typischerweise von einer gewissen Pfadabhängigkeit geprägt. Dabei gilt es, Wertsicherungskosten effizient zu minimieren und gleichzeitig die Gefahr eines Cash-Locks zu vermeiden.
- Werden zur Sicherung Put-Optionen eingesetzt, können diese durch den Verkauf von Call-Optionen refinanziert werden, um die Strategiekosten zu minimieren.

Wertsicherungsstrategien lassen sich über Futures oder Put-Optionen implementieren. Entscheidend ist, ob eine feste Wertuntergrenze<sup>1</sup> oder eine rollierende Beschränkung des Value-at-Risk erreicht werden soll. Eine statische Skalierung des Aktieninvestments ist nicht zielführend, da Risiken stark schwanken können und somit Reallokationen nötig sind. Beide Varianten haben Vor- und Nachteile; über das passende Vorgehen muss in jedem Einzelfall entschieden werden.

## Die wichtigsten Fakten

### *Merkmale der Strategie*

- ✓ Kombination von aktiv gemanagtem Dividendenportfolio und aktiver Risikosteuerung
- ✓ Investitionen in europäische Aktien jeder Marktkapitalisierung
- ✓ Breite Diversifikation über alle Dividendenkategorien
- ✓ Systematische Integration von Nachhaltigkeitskomponenten

### *Die wichtigsten Argumente im Überblick*

- ✓ Regelmäßige Ausschüttungen
- ✓ Wenig benötigtes Risikobudget
- ✓ Effiziente Reduktion des Value-at-Risk und der Volatilität des Investments
- ✓ Vermeidung großer Drawdowns
- ✓ Maximale Partizipation an Aktienkurssteigerungen
- ✓ Minimale Sicherungskosten

---

<sup>1</sup> Es kann weder garantiert noch zugesichert oder gewährleistet werden, dass die Wertuntergrenze gehalten oder die Zielrendite erreicht wird.

## Kontakt



### **Oliver Schmidt**

stellvertretender Leiter des Teams Equities, als Portfoliomanager verantwortlich für die Investmentstrategie European Dividend



### **Kai Lepper, CIIA und CEFA**

Portfoliomanager im Team Absolute Return & Wertsicherung

Email: [asset\\_management@metzler.com](mailto:asset_management@metzler.com)

Tel. 069- 2104 1111

Metzler Asset Management GmbH

Untermainanlage 1

60329 Frankfurt am Main

Website: [www.metzler.com](http://www.metzler.com)

## **Rechtlicher Hinweis**

Diese Information richtet sich nicht an Privatanleger. Die Metzler Asset Management GmbH übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen.

Beitrag für TELOS / 06-Mai-2019  
Vontobel Asset Management

## **Vontobel Fund - Emerging Markets Debt Vontobel Fund - Emerging Markets Corporate Bond**

Zugelassen für institutionelle Anleger in: AT, DE

Schwellenländeranleihen sind 2019 gut gestartet und haben im ersten Quartal eine beachtliche Performance nach einem schwierigen Jahr 2018 erzielt. Damit haben Sie ein Performance-Charakteristikum bestätigt, was auch schon in der Vergangenheit öfter zu beobachten war – Schwellenländeranleihen haben langfristige Anleger mit guten Renditen belohnt.

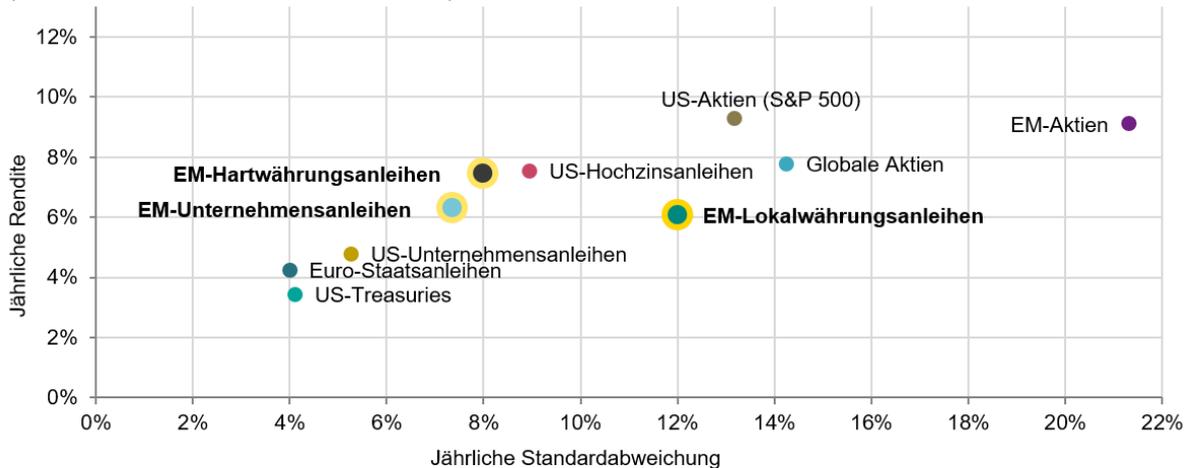
In diesem Artikel erfahren Sie, warum Schwellenländeranleihen (Staats- und Unternehmensanleihen) ein Kernbestandteil im Rentenportfolio sein sollten, weshalb sich ein aktiver Ansatz hier besonders lohnt und welchen Mehrwert die Lösungen von Vontobel Asset Management dabei bieten können.

### **Kein Weg vorbei an Schwellenländeranleihen**

Die Schwellenländer steuern inzwischen den Großteil zum weltweiten Wirtschaftswachstum bei. Gemessen an der Kaufkraftparität (KKP) generieren sie heute mehr als die Hälfte des weltweiten Bruttoinlandsprodukts (BIP). Gleichwohl werden die Schwellenländer als Anlageklasse von vielen Anlegern immer noch stiefmütterlich behandelt. Das überrascht, wenn man bedenkt, dass sie im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld so hohe Renditen wie kaum eine andere festverzinsliche Anlageklasse bieten. Und auch ihre Ratings sind überwiegend solide.

Für langfristig orientierte Anleger erweisen sich Schwellenländeranleihen schon seit Langem als lohnendes Investment, wie in Grafik 1 dargestellt.

**Grafik 1. Schwellenländeranleihen (EM) zählen zu den Anlagen, die langfristig die besten risikobereinigten Renditen erzielt haben**  
(basierend auf den Renditen 09.2003–09.2018)



Quelle: Vontobel Asset Management, ML, JPMorgan, Stand: 28.09.2018 Datastream, Stand: 28.09.2018.  
Die vergangene Performance stellt keinen Indikator für die aktuelle oder zukünftige Performance dar.

Nur für institutionelle Anleger / nicht zur öffentlichen Anzeige oder Verbreitung bestimmt

Nach unserer Einschätzung werden sich Schwellenländeranleihen bei den gegenwärtigen Bewertungen weiter gut entwickeln – auch im Szenario einer sich eintrübenden Weltwirtschaft. Die Renditen der Vergleichsindizes für Schwellenländeranleihen weisen derzeit eine modifizierte Duration von 7 mit einer Rendite von rund 6 Prozent auf. Selbst wenn die Renditen um 80 Bp. auf nahezu 7 Prozent steigen, würde dies immer noch eine positive Rendite für Anleger in Schwellenmarktanleihen darstellen. Dies ist dem ohnehin hohen Carry der Anlageklasse geschuldet. Vereinfacht ausgedrückt wird die Rendite von 6 Prozent durch einen kräftigen Zinsanstieg um 80 Bp. nicht aufgezehrt (modifizierte Duration von 7 x 80 Bp. = 5.6 % Verlust).

In dieser vereinfachten Betrachtung bleibt die Konvexität der Anlageklasse – das heißt wesentlich mehr Aufwärtspotenzial bei einem positiven Szenario – hier noch unberücksichtigt. Daher dürften Sie Ihre Renditeziele verpassen, wenn Sie die Schwellen-länder links liegen lassen. Ein Verzicht auf Schwellenmarktanleihen ist schlicht und einfach nicht zu rechtfertigen.

### Was spricht für Unternehmensanleihen aus Schwellenländern?

Neben EM-Staatsanleihen sind besonders Unternehmensanleihen aus Schwellenländern nach wie vor ein Bereich, der Anle-gern eine überdurchschnittliche Rendite bei überschaubarem Risiko bietet. Die Verbesserung der Kreditqualität, die typischer-weise mit einem hohen Wachstum einhergeht, führt zu einem Kapitalzuwachs, während Coupons eine Einkommensquelle dar-stellen, die in einer Niedrigzinswelt derzeit Mangelware sind. In einer Zeit, in der steigende Zinsen für viele Anleger eine grosse Sorge darstellen, bietet die niedrigere Zinssensitivität von EM-Unternehmensanleihen einen zusätzlichen Vorteil.

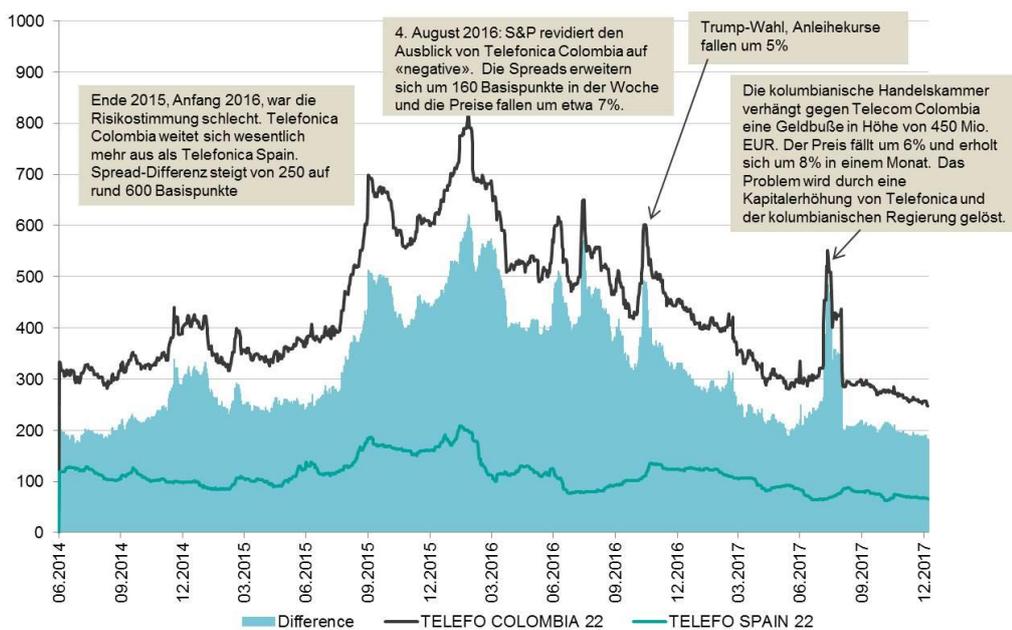
Trotz der Attraktivität der Anlageklasse bleiben viele Anleger fern. Mit einer Grösse von über zwei Billionen US-Dollar bietet das Universum der Unternehmensanleihen aus Schwellenländern eine breite Diversifikation über Länder und Branchen hinweg. Wenn es jedoch um Investitionen geht, sind subjektive Wahrnehmungen Teil der Realität. Für viele Investoren sind Schwellen-länder riskanter als entwickelte Märkte. Ein Grund dafür ist die unterschiedliche Wahrnehmung der Unternehmensführung in Industrie- und Schwellenländern.

Die wahrgenommene Unternehmensführung ist in den Schwellenländern schwächer als in den entwickelten Märkten. Für den Anleger bedeutet dies, dass in der Anlageklasse eine strukturelle Prämie angeboten wird.

Grafik 2 zeigt, wie dies in der Realität funktioniert. Sie zeigt den Spread (Prämie einer Anleihe zum risikofreien Zins, normalerweise eine Staatsanleihe gleicher Laufzeit) von zwei Anleihen mit ähnlicher Laufzeit: Telefonica Colombia und Telefonica Spain. Telefonica Colombia befindet sich zu ca. 70% im Besitz von Telefonica Spain und zu 30% im Besitz der kolumbianischen Regierung. Diese Anleihen verhalten sich je nach Marktereignissen und der Wahrnehmung, die sie antreiben, sehr unterschiedlich. Vor allem zwei Dinge fallen auf:

1. Die Spreads der Schwellenländeranleihe sind höher (die Differenz liegt im Durchschnitt bei rund 3%).
2. Die Spreads von Telefonica Colombia sind volatiliter und werden von Ereignissen und (Über-)Reaktionen auf diese Ereignisse getrieben.

**Grafik 2: Höhere Spreads für Telefonica Colombia im Vergleich zu Telefonica Spain**



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

Quelle: The World Bank, Vontobel Asset Management

Wie aus unserem obigen Beispiel hervorgeht, ist die Schwellenländeranleihe volatiler (Wahrnehmung der Unternehmensführung), zeigt jedoch auch eine bessere Entwicklung in Bezug auf die Spreads. Letztendlich kommt es auf die Frage an, ob Sie in den Schwellenländern ausreichend entlohnt werden. Dies hängt von Ihrer persönlichen Risikobereitschaft und der Fähigkeit Ihres Managers ab, gute von schlechten Risiken zu unterscheiden. Investoren, die erfolgreich zwischen beiden unterscheiden können, haben die Aussicht auf ansehnliche Renditen. Durch einen aktiven Bottom-Up-Ansatz können Investoren den Wert von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern richtig einschätzen und so die Portfoliorenditen und damit ihre Erträge deutlich steigern.

### **Weshalb sich bei Schwellenländeranleihen ein aktiver Ansatz besonders lohnt**

Auch abgesehen von solchen Beispielen sind wir fest davon überzeugt, dass Schwellenländer generell eher ineffizient sind und – basierend auf unseren Erfahrungen – aktiven Rentenmanagern ermöglichen, überdurchschnittliche risikoadjustierte Renditen zu erzielen. Aktive Investoren haben die Freiheit, überzeugende Portfolios aufzubauen, die sich nicht einfach nur nach dem Index richten. Häufig lassen sich die besten Chancen außerhalb der Benchmark finden, gerade in Zeiten volatiler Märkte.

Investoren aus Schwellenländern rennen oft schon bei ersten Anzeichen von Unsicherheit zu den Ausgängen. Diese ereignis-gesteuerten, risikoreichen Momente sind oft von kurzer Dauer, und wenn die Preise versuchen, sich an die neue Realität anzupassen, besteht die Tendenz zu Überreaktionen. Zu diesem Zeitpunkt werden kompetente, aktive Manager zu Ihrem Verbündeten und nutzen die sich bietenden Chancen. Als konträre Manager suchen wir «Geschichten», die andere Manager vermeiden, und wir nutzen die Situationen, die diese manchmal sogar selbst mit ihrem Verhalten provozieren. Ein gemeinsamer Auslöser für ereignisgesteuerte Volatilität ist das politische Risiko – ein konstanter Faktor in den Schwellenländern – aber zumindest in den Schwellenländern werden die Anleger für die Übernahme dieses Risikos entschädigt.

Neben ereignisgesteuerten Situationen gibt es auch systematische Fehleinschätzungen in Schwellenländern, die wiederkehrende, risikoarme und renditestarke Gelegenheiten für aktive Investoren generieren können. Ein Beispiel sind Anleihen desselben Emittenten mit ähnlicher Laufzeit, die jedoch in verschiedenen Währungen ausgegeben werden, die auch nach Absicherung des Währungsrisikos erhebliche Spreadunterschiede aufweisen können. Diese Unterschiede sind oft das Ergebnis von Mandats-, Währungs-, Verhaltens- und rechtlichen Einschränkungen für Investoren. Diese Art von Situationen können auch auftreten, wenn nur eine der beiden Anleihen in einen Index aufgenommen wird, was dazu führt, dass benchmarknahe Manager den Preis der Anleihe im Index nach oben treiben und die andere ignorieren.

Indem sie Qualitätsanleihen außerhalb der Benchmark finden und einen kühlen Kopf bewahren, werden Investoren in der Lage sein, Anleihen zu einem günstigen Preis zu erwerben. Denken Sie also daran: Wenn es um Anleihen aus Schwellenländern geht, ist der Index nicht Ihr bester Freund, sondern aktive Investitionen sind Ihre Verbündeten.

## Warum Vontobel für EM-Anleihen in Hartwährung?

Auf Basis dieser Überlegungen sind wir davon überzeugt, dass sich ein aktiver Contrarian-Ansatz in Schwellenländern sowohl bei Staatsanleihen als auch bei Unternehmensanleihen auszahlen kann.

Mit dem **Vontobel Fund - Emerging Markets Debt** und dem **Vontobel Fund - Emerging Markets Corporate Bond** bieten wir dabei Lösungen an, die jeweils Überschusserträge im obersten Dezil gegenüber ihren Referenzindizes anstreben.

Dies versuchen wir dadurch zu erreichen, dass wir die Renditedifferenz zwischen Portfolio und Referenzindex für ein bestimmtes Risikoniveau optimieren, weitgehend im Einklang mit dem durchschnittlichen Rating des Vergleichsindex, wie sie in Grafik 3 auch in den wesentlichen Kennzahlen erkennen können.

**Grafik 3: Wichtige Kennzahlen in USD, Stand: 29. März 2019**

	Emerging Markets Debt	Referenzindex	Emerging Markets Corporate Bond	Referenzindex
Rückzahlungsrendite (% nach Absicherung)	8.1	5.9	11.2	5.2
Modifizierte Duration (Jahre)	6.3	6.9	3.8	4.4
Spread Duration (%)	6.6	6.8	3.9	4.3
Spread (OAS in %)	5.5	3.7	8.1	2.9
Anzahl der Positionen	202	736	131	1404
Durchschnittliches Rating	BB	BB+	BB-	BBB-
Aktiver Anteil (Land, Emittent, ISIN)	42%/61%/91%/		42%/88%/93%/	

Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

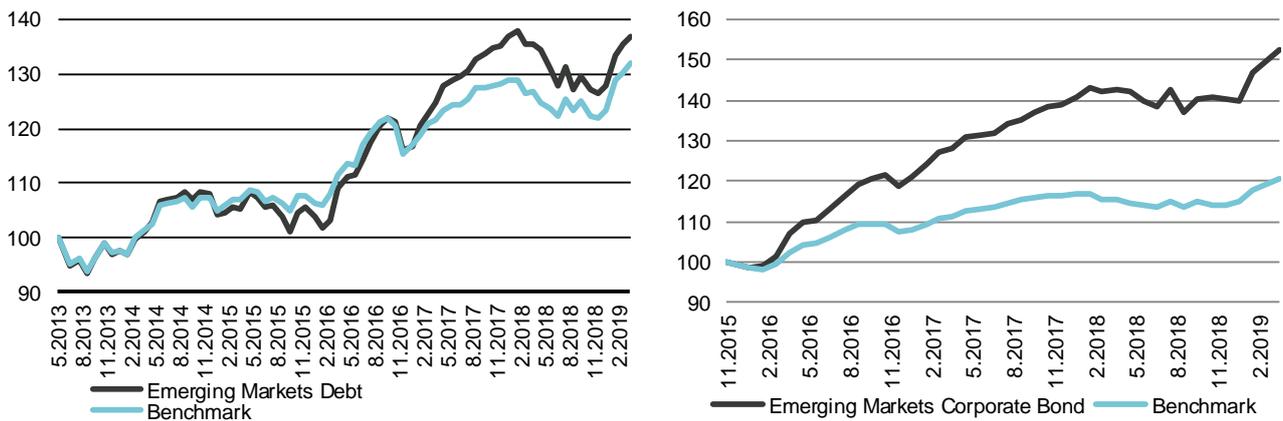
Quelle: Vontobel Asset Management

Unser Team aus erfahrenen Portfoliomanagern erzielt seit Jahren bessere risikobereinigte Renditen als die Vergleichsgruppe und der Referenzindex (siehe Grafik 4) mithilfe eines disziplinierten, reproduzierbaren Anlageprozesses, der sich bei der Titelauswahl nicht an vorherrschenden Trends orientiert.

Unterstützt wird das Team bei diesem Prozess durch unsere innovativen, selbst entwickelten Risikosysteme und -modelle. Unser Ansatz setzt auf Fundamentalanalyse mit einem hauseigenen Bewertungsmodell um die Emittenten- und Titelauswahl zu optimieren und so für ein bestimmtes Kreditrisiko höhere Erträge zu erzielen. Unser antizyklischer und wertorientierter Anlagestil hilft uns irrationales, herdenähnliches Anlegerverhalten auszunützen.

Als weiterer Vorteil können wir dank eingehender Kenntnis der Emittenten und ihrer Entscheidungsträger von Grund auf Ideen entwickeln, die nicht vom breiten Markt und den globalen Zinssätzen abhängen.

#### Grafik 4: Indexierte Nettorendite seit Auflegung



Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein Hinweis auf die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung.

Quelle: Vontobel Asset Management

Und damit haben auch Sie hoffentlich Gründe genug, sich ein Investment in Schwellenländeranleihen genauer anzuschauen. Wir freuen uns auf die Gelegenheit, Ihnen unsere Ansätze persönlich näher vorstellen zu können.

#### Kontakt:



René Weinhold  
Head of Asset Management Deutschland  
Tel. +49 (0)69 69 5996 32 64  
E-Mail: [rene.weinhold@vontobel.com](mailto:rene.weinhold@vontobel.com)

## **Chancen**

- Breite Diversifikation über zahlreiche Wertpapiere
- Potenzielle Mehrerträge durch Einzelwertanalyse und aktives Management
- Gewinne auf das investierte Kapital sind möglich
- Der Einsatz von Derivaten zu Absicherungszwecken kann die Wertentwicklung des Teilfonds und die Erträge steigern
- Anleihenanlagen bieten Zinserträge und Chancen auf Kapitalgewinne bei einem Rückgang der Markttrenditen
- Anlagen in Fremdwährung können zu Währungsgewinnen führen
- Mögliche Gewinne durch Partizipation am Wachstumspotenzial der Schwellenländer

## **Risiken**

- Begrenzte Partizipation am Kurspotenzial einzelner Wertpapiere
- Der Erfolg der Einzelwertanalyse und des aktiven Managements kann nicht garantiert werden
- Es kann nicht garantiert werden, dass der Anleger das investierte Kapital zurückerhält
- Derivate bergen Risiken hinsichtlich Liquidität, Leverage und Kreditschwankungen, Illiquidität und Volatilität
- Die Zinssätze können schwanken, Anleihen erleiden bei steigenden Zinssätzen Kursrückgänge
- Anlagen in Fremdwährung unterliegen Wechselkursschwankungen
- Anlagen in den Schwellenländern können beeinflusst werden durch politische Entwicklungen, Währungsschwankungen, Illiquidität und Volatilität

## Vontobel Fund - Emerging Markets Debt

### Performance (in %)

Nettorenditen			Rollierende 12-Monatsrenditen			
	Fonds	Index	Startdatum	Enddatum	Fonds	Index
USD						
MTD	1.1	1.4	01.04.2018	29.03.2019	1.0	4.2
YTD	7.2	7.0	01.04.2017	29.03.2018	8.7	4.3
2018	-6.5	-4.3	01.04.2016	31.03.2017	14.7	8.9
3 Jahre p.a.	8.0	5.8	01.04.2015	31.03.2016	3.3	4.2
5 Jahre p.a.	6.3	5.4	01.04.2014	31.03.2015	4.3	5.6
10 Jahre p.a.	n/a	n/a	Index: J.P. Morgan EMBI Global Diversified			
Seit Lancie- rung p.a.	5.0	4.3				
Lancierung		15.05.2013	Anteilsklasse: I ISIN: LU0926439729			

Stand: 29.03.2019

## Vontobel Fund - Emerging Markets Corporate Bond

### Performance (in %)

Nettorenditen			Rollierende 12-Monatsrenditen			
	Fonds	Index	Startdatum	Enddatum	Fonds	Index
USD						
MTD	2.1	1.3	01.04.2018	29.03.2019	7.0	4.6
YTD	9.1	5.2	01.04.2017	29.03.2018	11.4	3.7
2018	-0.6	-1.6	01.04.2016	31.03.2017	19.8	8.7
3 Jahre p.a.	12.6	5.6	01.04.2015	29.03.2016	n/a	n/a
5 Jahre p.a.	n/a	n/a	01.04.2014	29.03.2015	n/a	n/a
10 Jahre p.a.	n/a	n/a	Index: JPM CEMBI Broad Diversified			
Seit Lancie- rung p.a.	13.8	5.7				
Lancierung		13.11.2015	Anteilsklasse: I ISIN: LU1305089796			

Stand: 29.03.2019

Die vergangene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die aktuelle oder zukünftige Wertentwicklung. Die Performancedaten berücksichtigen eine Provisionen und Kosten, die bei der Ausgabe und Rücknahme von Anteilen des Fonds erhoben werden, falls zutreffend. Die Rendite des Fonds kann aufgrund von Wechselkursänderungen zwischen Währungen sowohl fallen als auch steigen.

## Disclaimer

Dieses Marketingdokument wurde für institutionelle Kunden in AT, DE produziert.

Dieses Dokument dient ausschliesslich zu Informationszwecken und stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot dar, Aktien des Fonds/Anteile des Fonds oder sonstige Anlageinstrumente zu zeichnen oder Transaktionen oder Rechtshandlungen jeglicher Art vorzunehmen. Zeichnungen von Anteilen am Fonds sollten stets allein auf der Basis des Verkaufsprospekts (der «Verkaufsprospekt») des Fonds, des Key Investor Information Document («KIID»), dessen Satzung und dem aktuellsten Jah-res- und Halbjahresbericht des Fonds und nach Konsultation eines unabhängigen Anlage-, Rechts- und Steuerberaters sowie eines Rechnungslegungsspezialisten erfolgen. Dieses Dokument richtet sich nur an «geeignete Gegenparteien» oder «professionelle Kunden», wie in der Richtlinie 2014/65/EG (Richtlinie über Märkte für Finanzinstrumente, «MiFID») beziehungsweise in entsprechenden Vorschriften anderer Rechtsordnungen festgelegt.

Im Besonderen weisen wir Sie auf folgende Risiken hin: Bei Investitionen in Wertpapiere aus Schwellenländern können die Kurse erheblich schwanken und unter Umständen sind – abgesehen von sozialen, politischen und wirtschaftlichen Unsicherheiten – operative und aufsichtsrechtliche Rahmenbedingungen anzutreffen, die von den in Industrieländern vorherrschenden Standards abweichen. Währungen von Schwellenländern können höheren Kursschwankungen unterliegen. Anlagen in höher verzinsliche und risikoreichere Anleihen weisen nach allgemeiner Auffassung einen spekulativeren Charakter auf. Diese Anleihen weisen ein höheres Bonitätsrisiko, höhere Kursschwankungen und ein höheres Risiko des Verlusts des eingesetzten Kapitals und der laufenden Erträge auf als Anleihen mit höherer Bonität. Investitionen in Derivate sind oft den Risiken, die im Zusammenhang mit dem Emittenten und den zugrunde liegenden Märkten bzw. den Basisinstrumenten stehen, ausgesetzt. Sie bergen tendenziell höhere Risiken als Direktanlagen. Anlageuniversum kann Anleihen aus den Ländern enthalten, deren Kapitalmärkte (noch) nicht den Anforderungen geregelter Kapitalmärkte, die regelmässig geöffnet, anerkannt und der Öffentlichkeit zugänglich sind, entsprechen. Anlagen in Geldmarktinstrumente sind mit Risiken eines Geldmarkts, wie Zinsänderungsrisiko, Risiko einer Inflation und ökonomischer Instabilität verbunden.

Die historische Performance stellt keinen Indikator für die laufende oder zukünftige Performance dar.

Die Performancedaten lassen die bei der Ausgabe und Rücknahme der Anteile erhobenen Kommissionen und Kosten unberücksichtigt. Die Rendite des Fonds kann infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Der Wert des im Fonds angelegten Kapitals kann steigen oder fallen. Für die vollständige oder teilweise Rückzahlung des angelegten Kapitals gibt es keine Garantie.

Alle oben genannten Unterlagen sind kostenlos bei den autorisierten Vertriebsstellen, am Sitz des Fonds in 11-13 Boulevard de la Foire, L-1528 Luxemburg erhältlich, sowie an den nachfolgend genannten Stellen, Zahlstelle in Österreich bei der Erste Bank der oesterreichischen Sparkassen AG, Graben 21, A- 1010 Wien, Zahlstelle in Deutschland: B. Metzler seel. Sohn & Co. KGaA, Untermainanlage 1, 60311 Frankfurt/ Main. Weitere Informationen zu dem Fonds finden Sie im aktuellen Verkaufsprospekt, in den Jahres- und Halbjahresberichten sowie in den Wesentlichen Anlegerinformationen («KIID»). Sie können diese Dokumente auch auf unserer Website unter [vontobel.com/am](http://vontobel.com/am) herunterladen.

Dieses Dokument ist nicht das Ergebnis einer Finanzanalyse, weswegen die «Richtlinien zur Sicherstellung der Unabhängigkeit der Finanzanalyse» der Schweizerischen Bankiervereinigung auf dieses Dokument nicht anwendbar ist. Vontobel Asset Management AG, ihre Konzerngesellschaften und/oder ihre Verwaltungsräte, ihr Management und ihre Angestellten halten oder hielten unter Umständen Effekten von beurteilten Unternehmen, handeln oder handelten diese Effekten der betreffenden Unternehmen oder waren als Market Maker tätig. Zudem können die vorgehend erwähnten juristischen und natürlichen Personen für Kunden diese Effekten gehandelt haben, Corporate Finance Services oder andere Dienstleistungen erbracht haben.

Obwohl Vontobel Asset Management AG («Vontobel») der Meinung ist, dass die hierin enthaltenen Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann Vontobel keinerlei Gewährleistung für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der in die-sem Dokument enthaltenen Informationen übernehmen. Ausser soweit im Rahmen der anwendbaren Urheberrechtsgesetze vorgesehen, darf die hier wiedergegebene Information ohne die ausdrückliche Zustimmung von Vontobel weder in Teilen noch in ihrer Gesamtheit wiederverwendet, angepasst, einer Drittpartei zur Verfügung gestellt, verlinkt, veröffentlicht aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel entbindet sich soweit gemäss dem geltenden Recht möglich von jeglicher Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen uns infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns gelten gemacht werden könnten, beschränken sich nach unserem Ermessen und soweit gesetzlich zulässig auf die erneute Bereitstellung dieser Informationen beziehungsweise eines Teils davon beziehungsweise auf die Zahlung eines dem Aufwand für die Beschaffung dieser Informationen oder eines Teils davon entsprechenden Geldbetrages. Weder dieses Dokument noch Kopien davon dürfen in Ländern zur Verfügung gestellt oder Personen in solchen Ländern zugänglich gemacht werden, wo dies aufgrund der geltenden Gesetze verboten ist. Personen, welche dieses Dokument zur Verfügung gestellt erhalten, sind verpflichtet, sich über solche Einschränkungen kundig zu machen und die lokalen Gesetze zu befolgen. Insbesondere darf dieses Dokument weder US Personen zur Verfügung gestellt, über-reicht oder in den USA verbreitet werden.

Vontobel Asset Management AG

Gotthardstrasse 43, 8022 Zürich

Switzerland

T +41 58 283 71 11, [info@vontobel.com](mailto:info@vontobel.com)

[vontobel.com/am](http://vontobel.com/am)

## Warburg Invest: Mit innovativen „Liquid Alternatives“ unkorrelierte Erträge erzielen



Die Warburg Invest Kapitalverwaltungsgesellschaften, die Warburg Invest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH in Hamburg und die Warburg Invest AG – vormals NORD/LB Asset Management AG - in Hannover, bündeln das Management liquider Assets der Warburg Gruppe und betreuen ein Vermögen von mehr als 37 Milliarden Euro (Assets under Management and Administration). Mit der Bündelung beider Gesellschaften unter dem Dach einer Holding ist einer der größten Asset Manager in Norddeutschland entstanden.

Für die Investoren ergibt sich aus dem Zusammenschluss ein noch größeres Angebot an individuellen Lösungen und eine Vielzahl neuer Investmentstrategien. Hierzu zählen beispielsweise Strategien wie „Liquid Alternatives“ oder quantitative Ansätze, die auf modernen Verfahren des maschinellen Lernens sowie dem Einsatz neuronaler Netze beruhen und auf eine optimierte Risiko-, Investitionsgrad- und Allokationssteuerung ausgerichtet sind.

Beide Gesellschaften verfügen zudem über eine langjährige, hohe Kompetenz im Bereich nachhaltiger Investments und können sich zu den Pionieren in diesem Bereich zählen. Die Erarbeitung und Umsetzung kundenindividueller Nachhaltigkeitsanforderungen bei internationalen Aktien- und Renteninvestments auf Basis von externen, marktführenden ESG-Researchinformationen stehen hierbei im Vordergrund. Mehrere, von anerkannten Ratingagenturen ausgezeichnete und mit Nachhaltigkeitslabels versehene, nachhaltigen Aktien- und Rentenfonds – auch mit strengen Best-in-Class-Ansätzen – runden das nachhaltige Leistungsangebot ebenso ab wie das zusätzlich erhältliche ESG-Reporting, welches die Ausprägung der wesentlichen ESG – Kennzahlen sowohl im Benchmarkvergleich als auch in der historischen Entwicklung aufzeigt.

Angesichts der signifikanten Bewegungen an den Kapitalmärkten in den letzten 6 Monaten, also des letzten Quartals 2018 und des ersten Quartal 2019, erscheinen innovative Investmentansätze wichtiger denn je.

Insbesondere an den internationalen Aktienmärkten gingen in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres nicht nur die teilweise deutlichen Kursgewinne der vorangegangenen Monate verloren, gemessen am Kursrückgang des MSCI World war das letzte Quartal 2018 das schlechteste Quartal seit sieben Jahren – am Ende stand eine negative Jahresperformance des Index von ca. 4 % in Euro beziehungsweise 8,7 % in US-Dollar. Das Volatilitätsbarometer des US-Aktienmarktes stieg im Dezember 2018 auf über 35 und damit wieder auf das Niveau von Februar 2018.

In den ersten Monaten des Jahres 2019 wiederum legten die Märkte einen so positiven Start wie zuletzt vor fast drei Jahrzehnten hin.

Ähnlich signifikante Auf- und Abwärtsbewegungen gab es unter anderem auch bei den Renditeaufschlägen für Unternehmensanleihen, den Schwellenländeranleihen sowie den Renditen für zehnjährige US-Staatsanleihen und Bundesanleihen. Bei Ersterer stieg bis zum November 2018 die Rendite auf über 3 %, um nunmehr ca. drei Monate später deutlich niedriger zu notieren und aufgrund einer drohenden Inversion der Zinskurve erste Warnmeldungen über eine bevorstehende US-Rezession auszulösen. Die Bundrendite fiel seit Oktober 2018 von ca. 0,55 % wieder auf die Nulllinie und damit auf das Niveau von Mitte 2016 zurück. Sprunghafte Veränderungen der Korrelationen sorgten in 2018 auch bei klassischen Multi-Asset-Ansätzen für durchwachsene Ergebnisse.

Auch in den ersten Monaten des Kapitalmarktjahres 2019 zeigen sich die Herausforderung marktdirektionalen Investierens:

Wer nicht direkt zu Jahresbeginn wieder mit entsprechendem Risikobudget an den Märkten investiert war, hat weder von der Erholung der globalen Aktienmärkte noch von der parallelen Einengung von Credit und Emerging Market Spreads sowie dem Renditerückgang am langen Ende des Rentenmarktes profitiert.

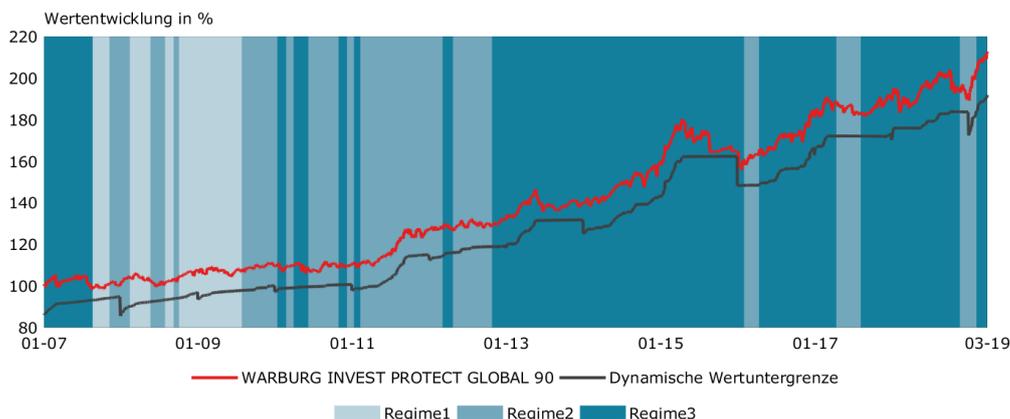
Investmentstrategien in „Liquid Alternatives“, die keine oder eine nur geringe Wechselwirkung mit der grundlegenden Entwicklung der Märkte aufweisen, oder moderne Wertsicherungsstrategien für globale Aktienengagements bilden daher eine Alternative für risikoorientierte Investoren.

## Warburg Invest Protect Global Strategie 90 mit Höchststandsicherung

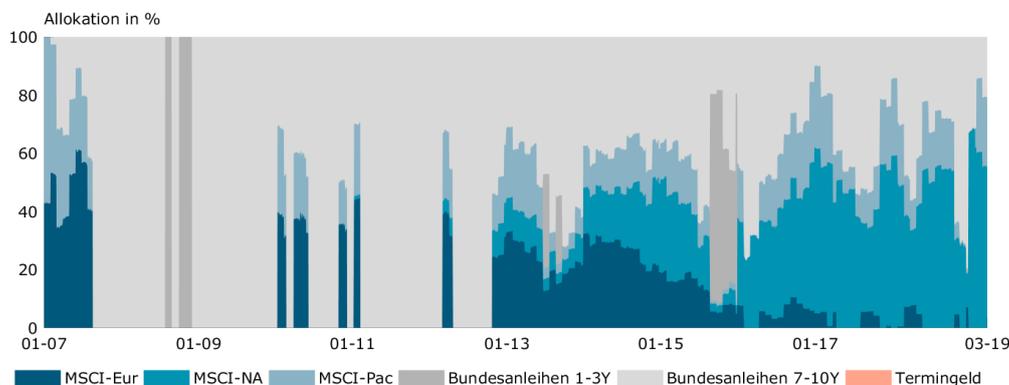
„Warburg Invest – PROTECT GLOBAL“ ist eine Wertsicherungsstrategie mit dynamischer Wertuntergrenze. Sie kombiniert flexible Investitionen in weltweite Aktien und deutsche Renten mit einer Begrenzung der Verlustrisiken, auch bei überraschenden Marktverwerfungen. Wertsicherung bedeutet die Vermeidung des jährlichen Verlustes über eine vereinbarte Wertuntergrenze hinaus. Um die im Jahresverlauf erzielte Performance abzusichern, wird die Wertuntergrenze bei steigenden Kursen dynamisch nachgezogen (Höchststandsicherung) und verringert damit auch unterjährige Wertschwankungen.

Zur Einhaltung der Wertuntergrenze und effizienten Ausschöpfung des zur Verfügung stehenden Risikokapitals setzt die PROTECT GLOBAL Strategie auf eine regelbasierte Steuerung. Ziel dabei ist es, die Gefahren von großen Marktabschwüngen bis hin zu Krisen am Kapitalmarkt nicht zu unterschätzen und somit bei der Portfoliosteuerung adäquat zu berücksichtigen. Dazu wird ein Regimemodell (Hidden Markov Model) verwendet, das in der Lage ist, unterschiedliche Marktphasen zu identifizieren. Die Berücksichtigung dieser Informationen führt zu einer verbesserten Risikomessung und damit zu einer optimalen Ausnutzung des Risikokapitals bei der Portfolioallokation.

Dass sich die Risikosteuerung auf Basis des Regimemodells besonders für Wertsicherungsstrategien eignet, zeigt sich an der PROTECT GLOBAL Strategie mit einer jährlichen Wertuntergrenze von 90 %. Die Strategie liefert im Zeitablauf stabile Erträge (6,3 % Rendite p. a.), insbesondere aus Aktienmarktrenditen. Durch die Risikosteuerung wird aber auch die Wertuntergrenze jederzeit eingehalten, so dass auch in Krisenphasen höhere Verluste vermieden werden.



Insbesondere am aktuellen Rand zeigt sich die Funktionsweise: Mit dem fallenden Aktienmarkt Ende 2018 wurde die Aktienquote rechtzeitig deutlich auf etwa 20 % verringert, um die Einhaltung der Wertuntergrenze zu gewährleisten. Mit Beginn des Jahres 2019 konnte die Strategie mit über 80 % Aktienquote wieder am steigenden Aktienmarkt partizipieren.



Quelle: eigene Berechnungen; Out-of-Sample-Test; 2.1.2007 – 31.3.2019

## Warburg Invest Zinskurvenmanagement

Die Positionierung der Anleihen auf der Zinsstrukturkurve spielt im Rentenmanagement eine wichtige Rolle bei der Erzielung von Roll-Down-Effekten, eine bewusste Fokussierung auf eine Verflachung oder Versteilung der Zinsstrukturkurve erfolgt aber zumeist nicht.

Mit der Warburg Invest Zinskurvenstrategie, die auf einem quantitativen Trendfolgemodell basiert, können Anleger unkorrelierte Zusatzerträge aus der Bewegung der Zinskurve zwischen der Rendite von zweijährigen und zehnjährigen Anleihen erzielen.

Es stehen derzeit Zinskurvenstrategien in zwei liquiden Derivatmärkten zur Verfügung: Zum einen wird auf die Bundkurve mittels Schatz- und Bund-Futures, zum anderen auf die US-Treasury-Kurve mittels zwei- und zehnjährigen US Treasury Note Futures abgestellt. Andere internationale Zinsmärkte weisen insbesondere in den kurzlaufenden Zinsderivaten nicht die erforderliche Liquidität auf.

Die Entscheidung über die jeweilige Positionierung erfolgt losgelöst von konjunkturellen, politischen und analytischen Einflüssen (Prognosefreiheit) und ist ausschließlich regelgebunden. Mehrere Entscheidungskriterien (gleitende Durchschnitte, Momentumindikatoren und Volatilitätsfilter) bestimmen die Ausrichtung auf eine Kurvenverflachung oder -versteilung. Die Signalüberprüfung findet hierbei täglich statt. Die Umsetzung erfolgt mittels derivater Instrumente auf die zwei-beziehungsweise zehnjährigen Anleihen jeweils direkt zu 100 %. Die Gesamtpositionierung ist durationsneutral. Die Wechselkursrisiken der USD-Zinskurvenstrategie bleiben auf den Saldo der Marginalzahlungen (die Netto-Gewinn- und Verlustposition) der Strategie begrenzt.

Die folgende Tabelle zeigt die jahresdurchschnittliche Modellperformance der Zinskurvenstrategie von Ende 1998 bis zum Ende des ersten Quartals 2019:

	Rendite	Volatilität	Max. Draw -Down
Euro Zinskurvenmanagement	7,12%	3,01%	2,60%
US Zinskurvenmanagement	4,76%	3,34%	2,67%
Kombination 50:50	5,93%	2,58%	1,87%
Kombination 60 (Euro): 40 (US)	6,17%	2,57%	2,02%

Die Umsetzung des Zinskurvenmanagements in der Praxis ist grundsätzlich unabhängig vom Underlying und erfolgt im Rahmen eines durch den Investor festgelegten Risikokapitals. Die Höhe des notwendigen Risikokapitals errechnet sich aus dem maximalen Draw Down zuzüglich eines Sicherheitsaufschlags und beträgt in der Regel 5 % des zugrundeliegenden Fondsvolumens.

Da in der Strategie je nach Signal Short-Positionen in zweijährige Zinsderivate sowie Long-Positionen in zehnjährige Zinsderivate beziehungsweise umgekehrt eingegangen werden, schließt dies die Zulässigkeit von Derivatpositionen auch zu Investitions- und nicht nur zu Absicherungszwecken ein.

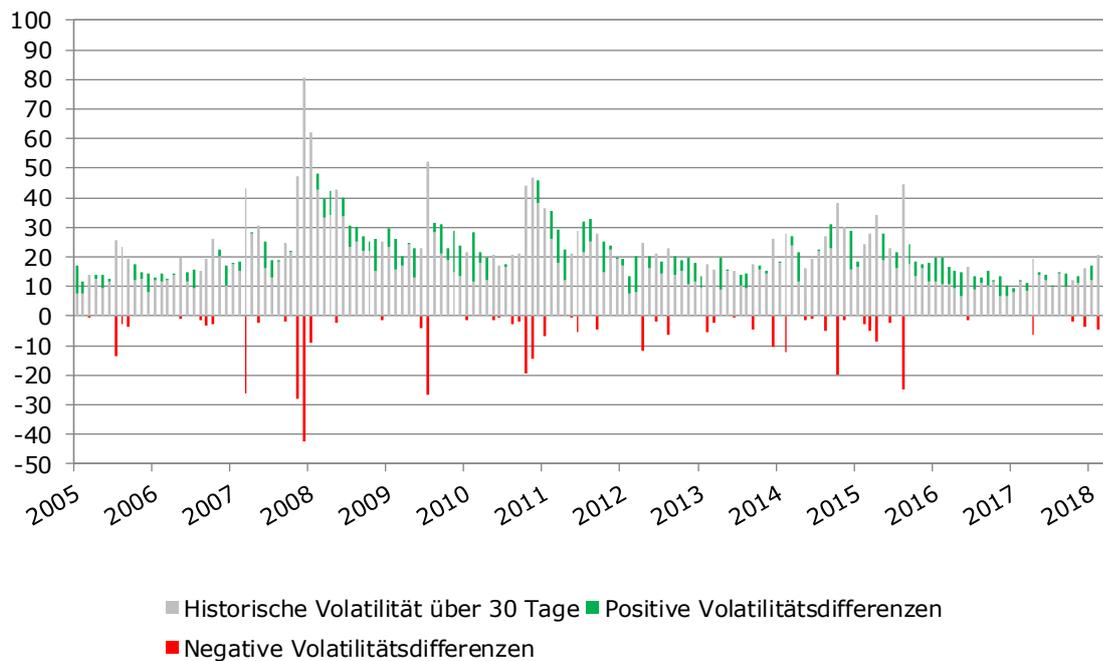
Im Ergebnis können auskömmliche Zusatzerträge auf Basis einer hochliquiden Strategie ermöglicht werden - und dies vergleichsweise unkorreliert, wie die folgende Tabelle zeigt:

	Deutsche Staatsanleihen 1-10J	U.S. Treasuries 1-10J, EUR hedged	Deutsche Staatsanleihen 7-10J	U.S. Treasuries 7-10J, EUR hedged	US Zinskurvenmanagement	Euro Zinskurvenmanagement
Deutsche Staatsanleihen 1-10J	1,00					
U.S. Treasuries 1-10J, EUR hedged	0,74	1,00				
Deutsche Staatsanleihen 7-10J	0,96	0,73	1,00			
U.S. Treasuries 7-10J, EUR hedged	0,74	0,96	0,78	1,00		
US Zinskurvenmanagement	0,29	0,26	0,31	0,30	1,00	
Euro Zinskurvenmanagement	0,22	0,16	0,32	0,21	0,32	1,00

Quelle: eigene Berechnungen (Monatsendwerte 31.12.1998 – 31.3.2019), Bloomberg und BofA Merrill Lynch, used with permission

## Warburg Volatilität Aktiv Plus / Warburg-Defensiv-Fonds

Eine weitere Strategie im Bereich der "Liquid Alternatives" beschäftigt sich mit der Volatilitätsrisikoprämie bei Aktien. Diese alternative Risikoprämie entsteht aus der Differenz der impliziten (erwarteten) Volatilität und der darauf im Nachklang realisierten Volatilität. Hierbei ist empirisch zu beobachten, dass die zukünftige Schwankung an den Aktienmärkten tendenziell zu hoch eingeschätzt wird. Dies bedeutet im konkreten Fall, dass die entsprechenden Optionen zu teuer bepreist sind und mittels Optionsstrategien die Differenz der beiden Arten von Volatilität ausgenutzt werden kann. Im WARBURG-DEFENSIV-FONDS wird dies umgesetzt mit dem Ziel, über einen rollierenden Zeitraum von drei Jahren einen Ertrag von 500 Basispunkten (p. a.) über Geldmarkt zu erzielen.



Quelle: eigene Berechnungen, Bloomberg

Den Kern der Strategie bildet der Verkauf von kurzlaufenden Calls und Puts auf Aktienindizes, in der Regel mit einer Laufzeit von ein bis zwei Monaten. Der Fokus liegt auf einer isolierten Positionierung in „Short Gamma“, wobei das Delta der Positionen dynamisch auf Basis eines Mean-Reversion-Prozesses über Futures abgesichert wird. Zugleich wird das Gamma des Fonds konstant gehalten, so dass sich die Zahl der verkauften Optionen im Zeitablauf ändert. Die Umsetzung der Strategie erfolgt auf globaler Ebene. Die endgültige Auswahl der Basiswerte (Region/Index) erfolgt anhand der Beurteilung der relativen Attraktivität der Volatilitätsrisikoprämie. Es existieren verschiedene, wissenschaftlich untersuchte Faktoren wie bspw. die Steilheit der Terminkurve, die eine solche Bewertung ermöglichen.

Die Unterschiede in den verschiedenen Volatilitätsstrategien wurden vor allem in 2018 sichtbar. Nach einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung von rund 6 % in 2017 lag der Kursrückgang in der Stressphase im Februar bei rund 3 %. Der Fonds hat sich damit sowohl deutlich besser geschlagen als vergleichbare Indizes als auch Produkte von Wettbewerbern hinter sich gelassen, welche im Mittel zwischen 4-5 % und in der Spitze über 6 % abgaben. Ursächlich für diese geringeren Verluste ist vor allem der von Warburg Invest verfolgte Ansatz des Managements nach der Attraktivität der Risikoprämie. Diese war in den USA tendenziell unattraktiv und somit das Exposure gerade in dieser, von den Bewegungen am stärksten betroffenen Region, gering. Insgesamt lag der Verlust im Gesamtjahr 2018 bei nur -0,39 % in der I-Tranche und konnte so für eine deutliche Stabilität in den investierten Mandaten sorgen.

Der Ansatz "Warburg Volatilität Aktiv Plus" wird von Warburg Invest seit 2011 angeboten und seither konstant weiterentwickelt. Im bisherigen Verlauf konnte die Zielrendite erreicht werden und auch in 2019 liegt der Fonds im positiven Bereich bei der Kursentwicklung.

## Kontakte



Carsten Schmeding  
Vorstandsvorsitzender  
Warburg Invest AG  
+49 511 12 354 100  
[carsten.schmeding@warburg-invest-ag.de](mailto:carsten.schmeding@warburg-invest-ag.de)



Matthias Mansel  
Geschäftsführer  
Warburg Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH  
+49 40 3282 5112  
[matthias.mansel@warburg-invest.com](mailto:matthias.mansel@warburg-invest.com)

# Große Verantwortung braucht verlässliche Lösungen. Wir nehmen Ihren Erfolg persönlich.

Wer mit profitablen Aussichten anlegen möchte, braucht  
echte Kompetenz. Wir sind jederzeit mit passenden Lösungen  
und Anlagestrategien für Sie da.

**Erfolg beginnt mit Respekt.**

**„Deka**  
Institutionell



# 1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie

Eine Reihe von deutschen Spezialfondsmarktanlegern war froh, als sie ihre Bücher für das Jahr 2018 schließen konnten. Das letzte Quartal des Jahres 2018 hat die Kapitalmärkte ordentlich durcheinandergeschüttelt. Folge war, dass kaum eine Assetklasse über das gesamte Jahr 2018 auf einen positiven Verlauf zurückblicken konnte.

Wurde das Jahr 2017 mantrahaft als „das politische Wahl-Jahr“ durch das Dorf getrieben mit apokalyptischen Vorhersagen für zum Beispiel Holland, Italien und Frankreich, so bleibt 2018 eher als ein schwieriges Jahr für alle Kapitalanleger in Erinnerung, in dem die praktischen Auswirkungen politischen Handelns die Kapitalmärkte durcheinander wirbelte; und dies insbesondere im 4.Quartal 2018. Erinnerung sei hier auf europäischer Bühne an die italienische Haushaltspolitik sowie die (nach wie vor schwelende) Krise um einen ungeordneten Brexit; auf dem internationalen Parkett trugen die USA mit ihrer präsidential verordneten „America First“-Politik nicht unerheblich zu Verunsicherung über die künftige Entwicklung der Weltkonjunktur bei; mit teils dramatischen Auswirkungen an den Kapitalmärkten. Auch die schwindenden Unternehmensgewinne trugen zur Marktschwäche bei. Die Misere bei den Banken sowie im Autosektor mit der unsäglichen Intransparenz im Dieselskandal rundeten das schwierige Umfeld ab.

Und so zog es den DAX nach noch einem fulminanten Einstieg in das Jahr 2018 (von 12.917 Punkten auf in der Spitze annähernd 13.600 Punkte) bis zum Jahresende 2018 auf 10.559 Punkte herunter. Dies entspricht einem Minus von über 18% auf Jahressicht. Dies war der erste Jahresverlust seit der Staatsschuldenkrise im Jahr 2011. Hingegen entwickelten sich 10-jährige Bundesanleihen über das Jahr 2018 mit um die 0,2% / 0,3% im Vergleich zum DAX fast prächtig.

Auch im Jahr 2018 konnte die Spezialfonds- Statistik zulegen, aber sehr piano. Am Jahresende verglichen sich 1,62 Bio. € (zum 31.12.2018) mit 1,59 Bio. € zum 31.12.2017.

Gemäß BVI-Statistik werden ca. 55% der insgesamt in Fonds (Publikums- und Spezial-AIF) investierten Gelder von summa summarum knapp 3 Bio. € für institutionelle Investoren gemanagt. Diese ca. 1,6 Bio. € institutionelles Geld liegen gerade 1,5% über dem Vorjahresende 2017. Zum Vergleich: Ende 2016 waren es 1,48 Bio. € und Ende 2015 noch 1,34 Bio. €.

Der Anstieg über das Jahr 2018 betrug 25 Mrd. €. Im Vergleich: von 2016 auf 2017 stieg der Spezialfondsmarkt um ca. 110 Mrd. €. Zu dem nur leichten Anstieg des Volumens über das Jahr 2018 trugen natürlich auch die schwachen internationalen Aktienmärkte bei.

Eine entscheidende Hürde zu der über die letzten 10 Jahre (2006: 640 Mrd. € Volumen in Spezialfonds) dynamischen und rasanten Entwicklung wurde mit dem Überschreiten der 1 Bio. € - Grenze an institutionellen Geldern im Übergang des Jahres 2012 auf 2013 genommen.

Von den 1,6 Bio. € institutionellem Spezialfondsgeld werden zwischen 1,1 und 1,2 Bio. € in Segmenten bei Master-Fonds verwaltet.

Die TELOS-Spezialfondsmarktstudie erscheint nach der Erstausgabe zur Jahrtausendwende in diesem Jahr zum 19.Male. Die TELOS-Studie gehört damit zu den „Klassikern“ im institutionellen Markt in Deutschland.

Die Zielrichtung der TELOS-Studie besteht darin, den Status Quo im institutionellen Bereich zu ermitteln und darauf aufbauend die aktuellen Trends auszumachen und Rückschlüsse für künftige Entwicklungen zu ziehen.

Unser Fragebogen, der die Basis unserer Erhebung bildet, wurde wieder an aktuelle Strömungen wie das sich immer dynamischer entwickelnde Thema „Nachhaltigkeit“ angepasst. In diesem Jahr dürfen wir uns bei 80 institutionellen Entscheidungsträgern für die Zurverfügungstellung ihrer Daten rund um die Kapitalanlagen bedanken. Anhand von Hintergrundgesprächen und Diskussionen mit Marktteilnehmern können wir die Analysen und gezogenen Folgerungen abrunden.

Unsere schriftlich dargelegten Auswertungen haben wir auch in diesem Jahr noch einmal stärker mit Hilfe von grafischen Darstellungen transparent gemacht, um einen gut erfassbaren schnellen Gesamtüberblick über sämtliche von TELOS abgefragten Themenblöcke zum deutschsprachigen institutionellen Kapitalanlagemarkt zu erhalten.

Im Fokus unserer Befragung standen wie in den Vorjahren

die Ermittlung des Status Quo im institutionellen Geschäft, beginnend mit dem

- Volumen der angelegten Gelder mittels Spezial-AIF, Publikumsfonds oder Direktanlagen,
- die Asset Allocation über verschiedene Assetklassen und die lokale Verteilung
- Beauftragung inländischer und ausländischer Manager
- aktiv versus passiv gemanagter Mandate bis hin zur
- Inanspruchnahme von externen Consultants

sowie

das Einfangen des aktuellen Stimmungsbildes der institutionellen Investoren wie der

- Zufriedenheit mit den Asset Managern und
- derzeitige Planungen und Präferenzen für aktuell anstehende Investitionen.

Nach dem Amtsantritt des US-amerikanischen Präsidenten im Januar 2016 mit der Proklamation einer eindeutigen „America first“ - Politik sind die sich daraus entwickelnden Folgewirkungen klarer absehbar. Als Zwischenergebnis kann nach über zwei Jahren festgehalten werden, dass eine Abschottung des eigenen Heimatmarktes durch Protektionismus keinen Sinn zu machen scheint. Die US-Wirtschaft zeitigt abgesehen von den kurzfristigen Effekten der Unternehmenssteuerreform mit von 35% auf 21% gesenkten Steuersätzen keine weiteren Wachstumsmomente. Die FED steht zwischenzeitlich wieder auf der Zinsbremse. Die verhängten und angedrohten Strafzölle auf verschiedenste Waren (in Richtung China oder Autoimporte aus Europa) bringen keine positiven Effekte. So nahm das US-Handelsdefizit der USA gegenüber China trotz Zöllen jüngst nochmal zu.

Protektionismus ist sicher die schlechteste Antwort zur Ankurbelung einer Konjunktur.

Die Auswirkungen auf die Börsen sind jedoch spürbar. Alleine artikulierten Androhungen führen meist zu unmittelbaren Reaktionen an den Börsen. Auffällig ist die über das Jahr 2018 erkennbare höhere Volatilität auf Einzeltitelebene (Beispiele: Bayer, Wirecard, Fresenius). Das gab es im Jahr 2017 nicht in dieser Form.

Auch andere politische Ereignisse wie der Brexit, der seit dem Wählervotum im Juni 2016 und der Stellung des offiziellen Austrittsantrags im März 2017 bis heute nicht von der Stelle zu kommen scheint, liegt wie Mehltau über den Märkten.

Die noch vor einem Jahr geäußerten Sorgen um eine anziehende Inflation sind vor dem Hintergrund schwächerer Wirtschaftsdaten eher in Rezessionsgedanken umgeschwenkt.

Die EZB verharnt dagegen nach wie vor auf einem Zinsniveau von Null. Sie hat sich zwar seit dem Herbst 2018 aus dem Anleihekaufprogramm zurückgezogen; mit ansteigenden Zinsen rechnet aus heutiger Perspektive aber kein Experte vor frühestens Mitte 2020.

Die EZB wird erst dann eine Zinserhöhung in Erwägung ziehen, wenn die Kerninflation ansteigt; also der Inflationswert unter Herausrechnung der Effekte durch Energiekosten und Lebensmittelpreise. Die Kerninflation liegt jedoch nach wie vor weit unter den aktuell gewünschten 2% als magische Grenze. Zudem ist die EZB gefesselt durch die unterschiedlichen Wachstumsentwicklungen in den 28 europäischen Staaten.

Für institutionelle Anleger gestaltet sich dieses finanzpolitische Umfeld zunehmend als Damoklesschwert.

Ein Gutteil der institutionellen Investoren ist gesetzlich oder satzungsgemäß an Mindestrenditen gebunden (z.B. für Pensionsverpflichtungen), die bei 2%, 3% oder gar darüber liegen.

Mit Renditen für 10-jährige Bundesanleihen im 0,2% bis 0,3% und einer Negativverzinsung bei bis zu 7-jährigen Titeln lassen sich die genannten Renditeziele nicht erreichen.

Hinzu kommt, dass die seinerzeit noch mit auskömmlichen Zinsträgern ausgestatteten Rentenpapiere aktuell fällig werden und insoweit Neuanlagen gesucht werden.

Illiquide Assetklassen werden zur Beimischung damit fast unausweichlich.

Vor dem geschilderten Hintergrund möchten wir mit unserer nunmehr im 19.Jahr erscheinenden Spezialfondsmarkt-Studie Entscheidungsträgern institutioneller Einrichtungen über alle Anlegergruppen hinweg (Banken, Versicherer, Vorsorgeeinrichtungen, Unternehmen, Kirchen, Sozialversicherungsträger oder Stiftungen und Verbände) einen Überblick über den Status Quo zu allen Themen rund um die Kapitalanlagepolitik der institutionellen Anlegerschaft geben; genauso wollen wir aktuelle Strömungen und Anlageideen transparent machen, die andere Investoren bewegen.

Dabei haben wir in Bezug auf bereits eingesetzte oder geplante Engagements in verschiedenen Assetklassen eine detaillierte Auffächerung vorgenommen.

So ergeben sich im Bereich klassischer Unternehmensanleihen durch die global sehr unterschiedlichen Entwicklungen zwischen verschiedenen Ländern Opportunitäten. Auch im Rahmen von Faktor-Modellen im Umgang mit Volatilitäten oder Momentum hat die Asset Management – Branche Produkte entwickelt, um institutionellen Anlegern bei deren Ziel, Rendite in einem vernünftigen Risiko-Verhältnis zu erzielen, weiter zu helfen. Dazu gehören zum Beispiel auch Low Vola-Ansätze.

Die Beimischung von Alternatives spielt zudem eine immer relevantere Rolle in institutionellen Portfolios und dies auch mit zunehmendem Erfolg innerhalb von Multi Asset-Produkten.

Unsere Studie verfolgt insoweit einen universellen Blick auf den institutionellen Markt, der sich an alle Teilnehmer, Anleger genauso wie Asset Manager, richtet. Investoren können aus der vorliegenden Studie Vergleiche zu gleichgerichteten Anlegergruppen ziehen; Asset Managern kann die Studie als Ideengeber etwa bei der Entwicklung maßgerechter Produkte als Antwort auf die derzeitige Lage dienen.

Die Befragung erfolgte im Zeitraum Februar und März 2019 in online-gestützter Form.

Unser besonderer Dank gilt den Teilnehmern auf Investorenmenseite sowie den Sponsoren, die sich in Fachartikeln zu aktuellen Themen der Kapitalanlage äußern.

## **2. Allgemeine Angaben zum Spezialfondsmarkt**

### **2.1 Verteilung**

Der Spezialfondsmarkt erfreut sich weiterhin größter Beliebtheit. Das liegt natürlich an dem Umstand, dass institutionelle Investoren dem schwierigen Niedrigzinsumfeld durch die Mandatierung von Asset Managern zu begegnen versuchen. Allen Unkenrufen auch mit dem Steuerreformgesetz zum Trotz wächst der Markt der Spezialfonds seit dem Jahr 2008 stetig an. Die zunehmende Flexibilisierung bei der Integration auch illiquider Assets im Rahmen von Spezialfonds erleichterte sicher den Anstieg von rund 640 Mrd. € im Jahr 2008 bis heute 1,62 Bio. €. Die rein in Spezialfonds verwalteten Assets haben sogar seit einem Zeitraum von gerade mal 8 Jahren (seit 2010 mit gut 800 Mrd. €) eine Verdoppelung erfahren.

Nach wie vor bestimmen institutionelle Anleger über alle Anlegergruppen hinweg wie Versicherer, Versorgungseinrichtungen, Banken, Unternehmen sowie Kirchen, SGB IV-Investoren oder Stiftungen das Wachstum der Spezialfonds (bzw. „Spezial-AIF“ nach dem Kapitalanlagegesetzbuch KAGB, das das Investmentgesetz abgelöst hat).

Natürlich trugen auch die Mittelzuwächse durch die Börsenentwicklungen mit seit annähernd acht Jahren steigenden Märkten ihr Scherflein dazu bei.

Das gesamte Fondsvolumen in Deutschland entwickelte sich wie folgt:

- Von 2012 auf das Jahr 2013 wurde erstmals die 2 Bio. €-Grenze genommen
- Von Anfang bis Ende 2013 stieg das Volumen um rund 100 Mrd. € auf 2,1 Bio. €
- Ende 2014 waren wir bei 2,34 Bio. € angelangt, was einer Steigerung von 240 Mrd. € entsprach
- zum 31.12.2015 betragen die Gesamtassets 2,6 Bio. € und
- zum Jahresende 2016 (30.12.16) lagen wir bei 2,8 Bio. €
- zum 31.12.2017 lag das Gesamtvolumen bei annähernd 3 Bio. €
- Ende 2018 verzeichneten die Fondsvolumina insgesamt 2,95 Bio. €, was einem leichten Rückgang gegenüber dem Stand zum 31.12.2017 entspricht.

Die zuletzt genannten Zahlen machen deutlich, dass der Publikumsfonds-Markt mit der Dynamik auf Seiten der Spezialfonds nicht Schritt halten konnte.

Von Ende 2017 bis zum 31.12.2018 unterschritt das Volumen der Publikumsfonds die 1 Bio. € - Grenze (von 1,02 Bio. € auf aktuell 974 Mrd. €).

Wuchs der Spezialfondsmarkt auf die letzten 10 Jahre betrachtet um 153%, so betrug die Steigerung auf der Publikumsfondsseite dagegen gesehen eher spärliche 69%.

Nach einem überwiegend ruhigen und volatilitätsarmen Jahr 2017 gerieten die Märkte in 2018 in ausgesprochen unruhiges Fahrwasser. Die Folge war, dass abgesehen von exotischen Assetklassen (wie Paladium) fast keine Assetklasse im Jahresverlauf 2018 hinzugewinnen konnte.

Dieses Umfeld in 2018 hat das Volumen wie gesagt auf der Publikumsfondsseite von 1,02 Bio. € auf jetzt 974 Mrd. € reduziert (minus 4,6%) und dem Spezialfonds war nur ein leichter Anstieg von 1,59 Bio. € auf jetzt 1,62 Bio. € beschert, was einem historisch niedrigen Plus von 1,5% entspricht.

Der Rückgang basiert zum einen auf den geschilderten Marktentwicklungen über das Jahr 2018, Die Zuwächse aus dem reinen Mittelaufkommen der Publikumsfonds belief sich über das Jahr 2018 betrachtet lediglich auf 21,8 Mrd. € und damit sehr viel weniger als noch in 2017 in Höhe von knapp 70 Mrd. €. Dies ist ein Teil der Erklärung für das reduzierte Publikumsfondsvolumen zum 31.12.2018. Hingegen wuchs das Mittelaufkommen bei den Spezialfonds auf nunmehr 94,7 Mrd. € über das Jahr 2018 an im Vergleich zu einem Mittelaufkommen institutioneller Gelder in 2017 von 87,5 Mrd. €.

Bei den Publikumsfonds wurden von Privatinvestoren die Aktienengagements von 393,9 Mrd. € auf nur noch 337,4 Mrd. € zum 31.12.2018 zurückgefahren.

Die Rentenanlagen summieren sich bei den Privatanlegern auf über 202,6 Mrd. € nach 212,2 Mrd. € in 2017. Gemischte Fonds liegen im Vorjahresvergleich konstant bei gut 260 Mrd. €.

Letzterer Betrag vergleicht sich mit bereits erwähnten 1,62 Bio. € in offenen Spezialfonds, zu denen noch etwa 353 Mrd. € an frei verwalteten Mandaten außerhalb von Fondslösungen dazukommen, in denen institutionelle Anleger ebenfalls engagiert sind.

Damit nehmen institutionelle Anlagen von Versicherern, Banken, Unternehmen, Pensionskassen, Versorgungswerken und Kirchen etwa zwei Drittel des Gesamtfondsmarktes der knapp 3 Bio. € ein.

Etwa 65% bis 70% aller institutionellen Anlagegelder wie bei Versorgungswerken, Versicherungen, Zusatzversorgungskassen oder Pensionsfonds unterliegen einer Asset-Liability-Betrachtung, stehen also in einem unmittelbaren Zusammenhang mit zu bedienenden Verpflichtungen aus der Altersvorsorge.

Den institutionellen Geldern sind ebenso –wenn auch in einem überschaubaren Rahmen– Investments in Publikumsfonds in Form sog. I-Share-Klassen hinzuzurechnen. Dieses Instrument wird häufiger von kleineren institutionellen Anlegern mit einigen 100 Mio.€ Anlagevolumen genutzt, um in speziellere Assetklassen wie Private Debt oder Immobilien zu diversifizieren. Das Mindestvolumen für die Auflage eines Spezialfonds liegt hier in der Regel bei 50 Mio.€ oder auch darüber.

Festzuhalten ist, dass institutionelle Anleger nach wie vor einen Schwerpunkt bei der Nutzung von Spezialfonds legen. Diese Entwicklung wird auch nicht durch das am 1.Januar in Kraft getretene Investmentsteuerreformgesetz (2018) gehemmt, das ja vom Grunde her die Neuerung einer

Besteuerung auf Fondsebene eingeführt hat. Für institutionelle Anleger, insbesondere steuerbefreite Einrichtungen wie Kirchen oder Stiftungen, ändert sich am Ende nicht viel; lediglich der Weg zur Befreiung (Stichwort: „Transparenzoption“) ist ein anderer als vor dem 1.1.2018.

Das enorme Volumenswachstum bei den Spezialfonds ist ganz wesentlich dem Instrument der Master-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Master-KVG) zuzuschreiben. Deren vornehmliche Aufgabe besteht darin, die seitens des institutionellen Anlegers aufgelegten, in verschiedene Assetklassen investierten Spezial-AIF (zum Beispiel in Renten international, Aktien Europa etc.) im Rahmen der Administration in „einem“ juristischen Fonds (mit dahinter stehenden Segmenten) zu bündeln, einem einheitlichen und vergleichbaren Reporting zuzuführen und auch die hinter den speziellen Anlegergruppen (zum Beispiel VAG/AnlageVO, Basel III, SGB IV) und Investments stehenden regulatorischen Rahmenbedingungen zu beachten. Für ausländische Asset Manager erleichtert dieses Vehikel die Platzierung ihrer Produkte im deutschen Markt und erhöht natürlich die Attraktivität, auch spezielle Investmentansätze und Fondslösungen bei institutionellen Anlegern anzubieten.

Dieses Outsourcing der gesamten Wertschöpfungskette angefangen vom Fondsmanagement, der gesamten Verwaltung und Fondsbuchhaltung, Bewertung auch komplexer Strukturen wie Senior Loans bis zum Reporting, Risiko Management sowie Einhalten der regulatorischen Anforderungen bilden seit 2002 das Fundament für die Dynamik des Spezialfondsmarktes.

Diese Entwicklung wird sich bei allen Vorbehalten, die man dem politischen Umfeld gegenüber machen muss, voraussichtlich auch in 2019 in ähnlicher Form fortsetzen. Ein wesentlicher Grund hierfür ist, dass die Zinsen sowohl in den USA wie auch in Europa nach klaren Aussagen der Zentralbanken im Frühjahr 2019 unverändert -niedrig- bleiben werden, und das auf Jahressicht.

Aktuell werden bereits über 1,1 Bio. € in Master-Fonds administriert, mithin etwa zwei Drittel aller Spezialfondsmandate.

## **2.2 Anteilseignerstruktur**

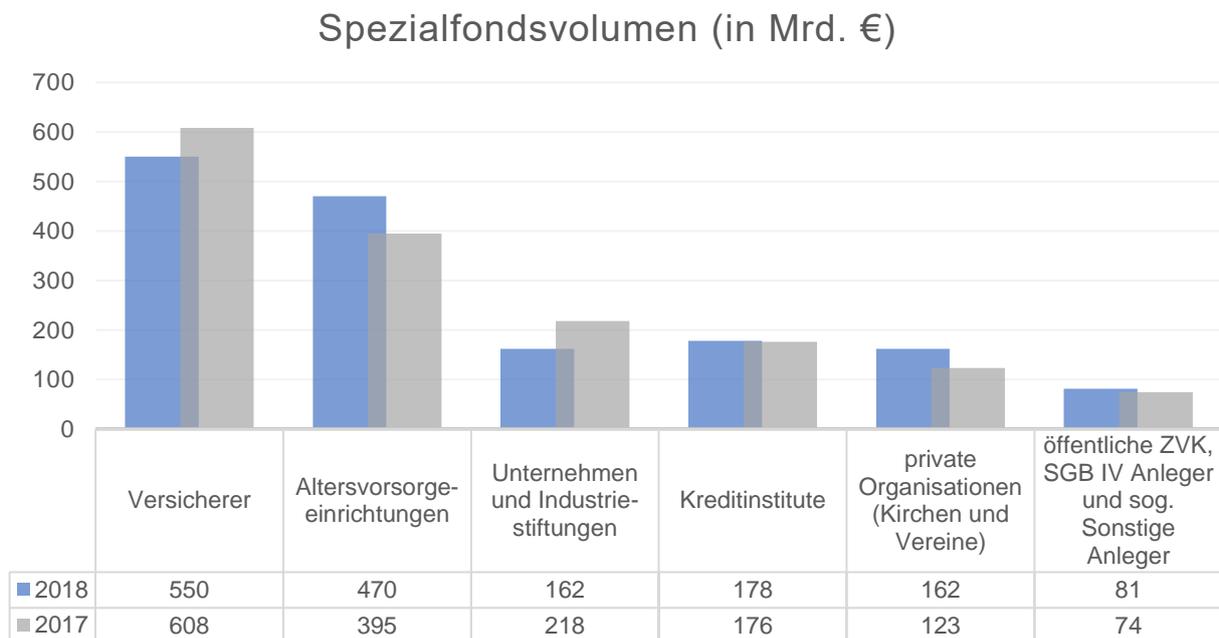
Aussagekräftiges statistisches Material liegt für die offenen Spezialfonds vor, deren Volumen Ende 2018 wie beschrieben bei 1,62 Bio. € lag.

Das in 2018 aufgebrachte Mittelaufkommen betrug insgesamt 94,7 Mrd. €, was in etwa auf dem Niveau von 2017 liegt (87,6 Mrd. €). Zum Vergleich sei angeführt, dass im Jahr 2015 immerhin 121 Mrd. € an zusätzlichen Mitteln den Spezialfonds zuzuflossen. Von den knapp 95 Mrd. € in 2018 wurden allein 10 Mrd. € im November 2018 rekrutiert und über 18 Mrd. € im schwierigen Umfeld des Monats Dezember.

Mit einem Gesamtvolumen von 550,4 Mrd. € nach 608 Mrd. € zu Ende 2017 haben die Versicherer ihre dominante Rolle im institutionellen Bereich der Spezialfonds zwar behauptet. Der Rückgang um über 50 Mrd. € ist jedoch markant und ist aller Voraussicht nach auf zunehmende Investitionen in illiquide Assetklassen wie Private Debt-Investments zurückzuführen. In Relation zu den genannten 1,62 Bio. € der gesamten offenen Spezialfondsmandate liegt der Anteil der Versicherer bei 34%. Unterstellen wir nochmals, dass zwei Drittel der gesamten Spezialfondsmarktgeder (1,6 Bio. €), also knapp 1,08 Bio. €, dem Sektor Altersvorsorge zuzurechnen sind, so decken die Versicherer damit einen Anteil von knapp 51% aller Versorgungsgelder in Spezialfonds (nach 58% im vorigen Jahr) ab.

Der Anteil der Vorsorgegelder aus klassischen, dem Bereich der Altersvorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerken und Pensionskassen sowie kapitalgedeckten Direktzusagen (Asset funding) zuzuordnenden Gelder, hat sich von 2017 auf 2018 von 25% auf immerhin 29% gesteigert; dies entspricht einem Betrag von summa summarum 469,5 Mrd. € nach 395 Mrd. € im Jahr zuvor, was eine Steigerung von fast 19% bedeutet. Einen ähnlich hohen prozentualen Anstieg hatten wir von 2016 auf 2017 gesehen. Hierin zeigt sich die zunehmende Bedeutung der klassischen Altersvorsorgeeinrichtungen im Bereich der Spezialfonds. Auffällig ist auch der Rückgang der seitens der Industrieunternehmen in Spezialfonds geparkten Gelder von 218 Mrd. € Ende 2017 auf noch 162 Mrd. € zum 31.12.2018.

Bezogen auf die Gesamt-Assets in Spezialfonds, also Vorsorgegelder und anderweitig in Spezialfonds investierte Mittel, sieht die Aufteilung über die gesamten 1,62 Bio. € wie folgt aus:



Gerechnet auf das Mittelaufkommen über alle Fondsarten (Publikums- und Spezialfonds) hinweg in Höhe von 117 Mrd. € im Jahr 2018 entfielen auf den institutionellen Teil über 80%.

Die Aufteilung unter den verschiedenen institutionellen Investoren blieb bei den Banken, den Industrieunternehmen, privaten Organisationen sowie sonstigen Anlegern wie Sozialversicherungsträgern gegenüber dem Jahr 2017 relativ konstant. Auffällige Verschiebungen nach unten gab es bei den Versicherern und nach oben bei den klassischen Altersvorsorgeinstitutionen.

### 2.3 Demographie der Teilnehmer

Die teilnehmenden Investoren stellen einen repräsentativen Durchschnitt des institutionellen Sektors im deutschen Spezialfonds-Markt dar.

Abweichend von der detaillierteren Aufspaltung der aus der BVI-Statistik herangezogenen Zahlen aus dem vorigen Kapitel haben wir hier wieder eine angepasste Gruppierung -wie im letzten Jahr

erstmalig verwendet- vorgenommen (siehe nachfolgende Grafik „Allgemeine Angaben zum Haus“, Abb.1). Dazu zählen neben den Versicherern die Versorgungswerke / (Zusatz-) Versorgungskassen sowie die Kreditinstitute. Dazu haben wir nach den Corporates unterschieden. Die Studienteilnehmer dieser Gruppe setzen sich ausschließlich aus Spezialfondsanlegern im Rahmen des Fundings ihrer Altersversorgung (Pensionskassen – und fonds) zusammen. Darüber hinaus wurden die Gruppen der „Family Offices / Stiftungen, der SGB IV-Anleger (wie Berufsgenossenschaften oder Krankenkassen) sowie andere Einrichtungen (z.B. Verbände)“ unterschieden, die in der klassischen Differenzierung der Anlegergruppen unter „Sonstige“ zusammengefasst werden. Die in der Grafik verwendeten Prozentzahlen beziehen sich abweichend von den zuvor genannten Zahlen nicht auf die verwalteten Assets, sondern auf die Anzahl der jeweils den einzelnen Gruppen zuzuordnenden Teilnehmer.

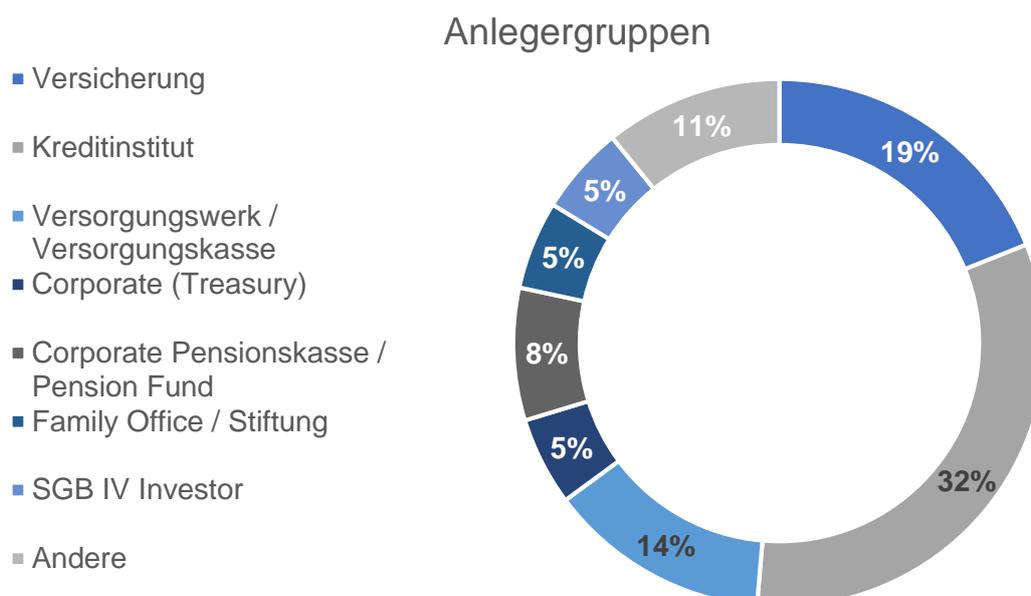
Die Versicherer als die im Spezialfondsmarkt dominante Anlegergruppe stellen mit gut 18% aller Beteiligten zwar nach der Anzahl der Teilnehmer nicht die größte Gruppe, sind aber bezogen auf die angegebenen Assets bei weitem die stärkste Anlegergruppe.

Die Vorsorgeeinrichtungen machten knapp 14% der Teilnehmer aus, die Banken insbesondere im Rahmen ihres Depot A-Geschäfts leicht über 30%. Ähnlich wie im Vorjahr gehörte etwa jeder siebte Teilnehmer der Gruppe der Unternehmen/Corporates auf der Treasury-Seite oder aus dem Pensionssektor an.

Jeder 20.te Teilnehmer stammt aus dem Family Office-Bereich; den gleichen Anteil nahmen SGB IV-Investoren ein. Dazu kommen gut 10% unserer Teilnehmer, die unter die Gruppierung „Sonstige“ zu subsumieren sind.

Die befragten Investoren repräsentieren ein Anlagevermögen von insgesamt 680 Mrd. €. Der Spezial-AIF-Anteil liegt bei ca. 310 Mrd. €, die angegebenen Direktanlagen bei 340 Mrd. € und die Investments in Publikumsfonds bei 30 Mrd. €.

Die Aufteilung spiegelt ein repräsentatives Bild des Spezialfondsmarktes wider.



### 3. Verteilung des Anlagevermögens der Investoren

In diesem Kapitel interessiert uns die Verteilung der gesamten Assets der Teilnehmer an der TELOS – Studie. Dabei gehen wir auch auf Auffälligkeiten und Unterschiede zwischen den einzelnen Anlegergruppen ein.

Die drei in der Befragung vorgegebenen Vermögensmassen

- Spezialfonds (Spezial-AIF),
- Publikumsfonds und
- Direktbestände

ergeben eine dieser Studie zugrunde liegende Vermögensmasse von 680 Mrd. €.

Von Jahr zu Jahr verfolgen wir mit Interesse das Verhältnis der in Fonds angelegten Gelder gegenüber den selbst im Hause des Anlegers gemanagten Direktanlagen. Von eher subsidiärem Rang stellt sich die Frage, inwieweit neben den klassischen Spezialfonds institutionelle Investoren auch Publikumsfonds in ihr Portfolio integrieren. Dies kann zum Beispiel vorkommen bei kleineren Anlegeradressen, die die kritische Untergrenze eines Spezialfonds nicht aufbringen können oder wenn es um Erstinvestments in sehr spezielle Assetklassen geht. Dazu folgen gleich noch weitere Erläuterungen.

Die Werte aus den letzten Jahren habe sich cum grano salis auch in unserer aktuellen Studie 2019 bestätigt. Danach liegt der Schwerpunkt der Gesamtassets institutioneller Anleger auf den Direkt- bzw. Eigenanlagen. Die in diesem Jahr gemessenen 50% liegen jedoch nochmals unter dem Wert aus dem Vorjahr, als die Direktanlagen noch 56% der Anlagen ausmachten. In dem Jahr davor wurde noch ein Wert von ca. 64% festgestellt. Insgesamt reduziert sich der prozentuale Anteil der Direktanlagen offenbar.

Im Publikumsfondsbereich lässt sich eine -wenn auch auf sehr niedrigem Niveau- gegenteilige Entwicklung ablesen. Nach 2,5% der gesamten Anlagen in 2017 stieg der Anteil der Publikumsfonds in 2018 auf 4% und jetzt ganz aktuell (2019) auf 4,4%. Auf den ersten Blick erscheint dieser Trend nicht allzu gravierend; andererseits sind es gerade spezialisierte Asset Management - Boutiquen, die weniger Interesse an der Auflage von im Aufsetzungsprozess und der Verwaltung aufwändigen Spezialfonds haben. Ihr Fokus konzentriert sich auf den Vertrieb ihrer im juristischen Kleid von Publikumsfondastranchen verpackten Produkte.

Diese Alternative kommt wie schon zuvor angesprochen vielen kleineren und mittelgroßen institutionellen Einrichtungen entgegen, da sie durch die Nutzung sog. I-Share-Klassen (von Publikumsfonds) relativ kostengünstig

- den Einstieg in eine (neue) Assetklasse finden. Die Auflage eines Spezialfonds erfordert je nach Assetklasse in der Regel mindestens 40 oder 50 Mio.€; in speziellen Assetklassen wie Emerging Markets werden auch wegen des aufwändigeren Lagerstellennetzes Mindestvolumina im dreistelligen Mio.€-Bereich, also beginnend mit 100 Mio.€, gefordert;

- und auf vereinfachtem Wege eine Diversifizierung des Gesamtportfolios erzielen können. So können auch kleinere Anleger Investments in illiquide Assetklassen wie Senior Loans vornehmen. Als Beispiel sei der nicht untypische Fall eines Versorgungswerkes oder einer Stiftung mit Assets von insgesamt 500 Mio.€ angeführt, die eine Risikodiversifikation im Bereich Immobilien, Senior Loans oder Infrastruktur anstreben.

Gerade bei Investments in illiquiden Produkten tun sich Asset Manager traditionell nicht zuletzt aus kalkulatorischen Gründen schwer, von ihren deklarierten Mindestvolumina abzuweichen, es sei denn, der Investor versichert glaubhaft, das unterhalb der Mindestgrenze gestartete Mandat bei entsprechend erfolgreichem Verlauf in absehbarer Zeit auf die angestrebte Größenordnung aufzustocken. Nichts desto trotz zeigen sich viele Asset Manager heute sehr viel flexibler in Bezug auf geforderte Mindestgrößen. Gerade Vermögensverwalter mit dem Zug verstärkt hin zu institutionellen Kunden bieten zum Beispiel Multi Asset-Portfolien bereits ab 25 bis 30 Mio.€ Einstiegsvolumen für die Auflage eines Spezialfonds an. Die Teilnehmer an unserer Studie ließen zum 31.12.2018 ungefähr 45,6% ihrer Anlagen im Rahmen von Spezial-AIF managen. Im letzten Jahr waren es 40%, im Vorvorjahr 33%.

Die Anlegergruppen weisen wie in den Vorjahren zum Teil erhebliche Abweichungen auf gerade im Hinblick auf die Inanspruchnahme fremd gemanagter Spezialfonds, auf die wir in den folgenden Kapiteln noch im Detail eingehen. Übergreifend lässt sich an dieser Stelle Folgendes feststellen:

Insbesondere große Versicherungsunternehmen managen einen Großteil ihrer Assets in Eigenregie. Die Bandbreite liegt in diesem Jahr recht hoch. Einige große Versicherer vertrauen ihre Gelder lediglich zu 10% bis 15% Spezialfonds und damit Fremdmanagern an, andere in der Spitze bis zu etwa einem Drittel ihrer Assets. Damit liegt die Quote der in Spezialfonds angelegten Gelder im Durchschnitt bei 20% bis 25%. Um die 75% bis 80% werden in der Direktanlage (Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, Hypotheken und Schuldscheinen) verwaltet. Dieser Wert entspricht in etwa dem Vorjahresniveau. Insbesondere Mandate mit hohem Spezialisierungsgrad wie illiquide Assetklassen werden Spezial-AIF anvertraut. Der Anteil der Publikumsfonds liegt im 100 Mio.€ bis 300 Mio.€ - Bereich.

In der Spitze lassen Versorgungseinrichtungen über 90% ihrer Anlagen in Spezialfonds verwalten. Weniger als 40% bis 50% lässt praktisch kein Versorgungswerken von Asset Managern in Spezialmandaten betreuen. Um die 80% sind eher die Regel, so dass sich bei den Versorgungswerken quasi ein fast spiegelbildliches Verhältnis zwischen Spezialfonds und Direktanlagen ergibt, wenn man den Vergleich zu den Versicherern zieht.

Eine Reihe von Versorgungswerken kauft sich das Fachwissen zum Management bestimmter Assetklassen über das Instrument des Spezialfonds ein, da sie nicht wie zum Beispiel größere Versicherungshäuser über entsprechende Researchkapazitäten verfügen. Im Durchschnitt bewegen sich Investitionen in Publikumsfonds bezogen auf die gesamten gehaltenen Assets unterhalb 100 Mio.€.

Bei den Banken hatten wir bereits im letzten Jahr insofern einen kleinen Paradigmenwechsel festgestellt, als die Quote der in Spezialfonds betreuten Assets recht hoch lag. Sonst dominierten eher die Eigenanlagen. Auch in diesem Jahr fließen mehr Gelder Spezialfonds zu, in der Spitze bis zu 50% (zum Beispiel Depot A). Das Ergebnis hat sich insoweit in 2019 verfestigt mit bis zu 60% der Gesamtgelder, die breit diversifiziert in bis zu 20 Spezialfonds aufgeteilt sind. Die Spannweite ist auch bei den Kreditinstituten weit, beginnend mit mindestens 10% der Gesamtassets in Spezialfonds. Traditionell liegt der Anteil an in der Direktanlage verwalteten Assets bei Banken sehr hoch und macht auch bei uns im Schnitt wieder über 50% aus. Publikumsfonds kommen bei Banken

vermehrt zum Einsatz, verglichen mit Versicherern und Versorgungswerken, teilweise bis zu 15% der Gesamtassets in bis zu 15 und auch in Einzelfällen mehr Publikumsfonds.

Bei den Corporates im Bereich Pensionskassen und Pension Funds machen die Spezialfonds nur in Ausnahmefällen weniger als ein Drittel aus. Teilweise nutzen die Corporates bis zu 80% Spezialfonds ihrer gesamten Anlagen. Das Bild stellt sich recht heterogen dar. Einige Einrichtungen managen um die 80% in ihren Direktanlagen. Publikumsfonds werden von fast allen Corporates aktiv eingesetzt, im Schnitt um die 15% bis 20%, in Einzelfällen auch höher.

Family Offices und Stiftungen präferieren eindeutig die Auflage von Spezialfonds, die im Durchschnitt über 75% der Gesamtassets ausmachen. Publikumsfonds werden im Maximalfall bis zu 25% genutzt. Direktanlagen-Management ist eher die Ausnahme und kann bis zu 15% der Assets betragen.

Die SGB IV - Investoren lassen ihre Assets überwiegend in Spezialfonds fremd managen. Direktanlagen nehmen einen Anteil von im Schnitt um die 25% ein. Publikumsfonds kommen lediglich vereinzelt zum Einsatz.

Sonstige Anleger (Öffentliche Einrichtungen und Kirchen) greifen in starkem und weiter zunehmendem Maße auf das Instrument des Spezialfonds zurück. Der Anteil liegt bei um die 80% und darüber. Kirchen verwalten in der Regel um die 10% der Anlagen in Eigenregie. Genauso hoch liegt der Anteil der investierten Publikumsfonds. Kommunen wie Städte legen bis zu einem Drittel ihrer Anlagen selbst an (Direktanlage).

### **3.1 Höhe des Anlagevermögens in Spezialfonds**

Wie im letzten Jahr verzeichneten wir einen weiteren – wenn auch nur leichten - Anstieg des Spezialfondsvolumen auf jetzt 1,62 Bio. € zum 31.12.2018. Der Anstieg von 25 Mrd. € hinkt damit aber weit hinter der Steigerungsrate des Vorjahres mit 120 Mrd. von Ende 2016 auf Ende 2017 zurück und war bei weitem nicht so dynamisch wie im Vorvorjahr mit einem Wachstum von 200 Mrd. € (Stand: 31.12.2016).

Die in unserer Studie angegebenen Spezialfonds nehmen in diesem Jahr mit einem Volumen von 310 Mrd. € 46% des Gesamtvolumens an Assets ein. Im vorigen Jahr lag der Prozentsatz noch bei 40%.

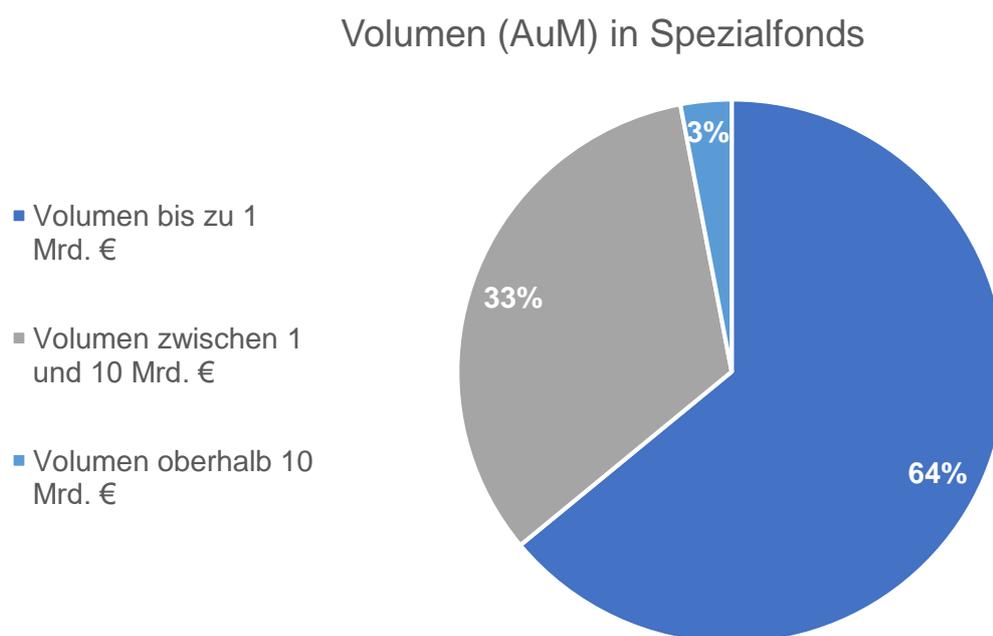
Wie ein Mantra zieht sich das niedrige Zinsniveau durch die Kapitalmärkte und hier insbesondere die europäischen Märkte bedingt durch die Politik der EZB. Diese Ausgangslage wird sich nach jüngsten Aussagen des EZB-Präsidiums bis gut in das Jahr 2020 hinein auch nicht ändern. An sich sollte dieses Umfeld den Spezialfondsmarkt befördern, indem vermehrt in speziellere Assetklassen investiert wird, die eher Asset Management-Spezialisten anvertraut werden.

Das Anleiheaufkaufprogramm der EZB, das den Bond-Markt teils zum Erliegen gebracht hat und den Fondsmanagern das Leben erschwert hatte, ist zwar im Herbst 2018 auf Eis gelegt worden, könnte aber nach klarem aktuellen Bekenntnis der EZB und vor dem Hintergrund der offensichtlich schwächelnden Konjunktur in Europa (Wachstumsprognose für Deutschland liegt inzwischen bei noch 0,5%) auch wieder reanimiert werden.

Die Aussage aus dem letzten Jahr, wonach sich die Märkte auf ein moderates Anziehen des Zinsniveaus einstellen, kann so heute nicht mehr unterschrieben werden. Das gilt auch für die USA. Gerade für Anleger, die gesetzlich – von Ausnahmen abgesehen - auf die Fixed Income - Seite angewiesen sind wie wie dem SGB IV unterliegende Investoren, zählt jeder Zinsschritt nach oben.

Solange die Zinsen auf einem niedrigen Niveau verharren – und dies wird sich aller Voraussicht nach in den nächsten Jahren fortsetzen –, spielt dies dem Spezialfondsmarkt eindeutig in die Hände.

Im Durchschnitt war jeder institutionelle Anleger unserer 2019-er Studie mit an die 3,8 Mrd. € in Spezialfonds investiert (2018: 3 Mrd. €). Die Aufteilung nach der Größenordnung des Spezialfondsvolumens über die Teilnehmer stellt sich wie folgt dar:



Alle Teilnehmer an unserer Studie verfügen über Spezialfonds.

Der Anteil der Anleger mit einem Spezialfonds-Volumen bis zu 1 Mrd. € ist gegenüber dem Vorjahr von 56% auf jetzt 64% der Investoren angestiegen. In dieser Gruppe finden sich zum großen Teil Banken wie Volksbanken und Sparkassen, einige wenige Versicherer, Corporates Pensionskassen und Pension Funds sowie Family Offices.

In dem Bereich zwischen 1 Mrd. € und 10 Mrd. € finden sich einige größere Versicherungshäuser, dazu fast alle Vorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerke und auch Corporate Pension-Häuser. Aber auch diverse Stiftungen und auch SGB IV-Anleger gehören in die Gruppe der institutionellen Anleger mit Spezialfondsvolumina ab 1 Mrd. € aufwärts. Teilweise vertrauen Versorgungswerke ihre Assets auch vollständig externen Managern an.

Für institutionelle Investoren stellt sich immer mehr die Frage, ob sie einen Manager mit einem Spezialfonds mandatieren, wenn einerseits das Zinsniveau auf dem weiterhin niedrigen Niveau verharrt und zugleich Management-Gebühren auf Seiten der Fondsgesellschaft anfallen. Auch die Fondsmanager haben heute kaum noch Spielräume, attraktive Renditen auf der Fixed Income-Seite zu erzielen, nachdem die Renditen über die letzten Jahre kontinuierlich gefallen sind und sich so auch keine Opportunitäten ergeben, Kursgewinne mitzunehmen. Dies spricht dafür, dass Spezialfonds in der nahen Zukunft vielleicht im Balanced-Sektor vergeben werden, sicher auch in

den wieder an Attraktivität gewinnenden Emerging Markets oder wie schon erwähnt in illiquiden Assetklassen.

Der Regulierungsdruck wirkt zudem auf Versicherer wie Banken ein. Die Forderung nach einem höheren Eigenkapitalanteil ist nach den Erfahrungen der Krisen sicher gerechtfertigt. Aber am Ende ist keinem geholfen, wenn Banken höheres Eigenkapital vorhalten sollen, andererseits ihre bei der EZB zu diesem Zweck hinterlegten Gelder aber auch noch mit Strafzinsen belegt werden. Die Versicherer, die nota bene den Vorschriften nach Solvency II unterliegen, halten nach wie vor große Teile ihrer Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren, die sie selbst managen. Die Streuung sieht jedoch völlig verwandelt aus gegenüber vorigen Jahren. Zunehmend werden Unternehmensanleihen in das Portfolio genommen. Zu Details der Asset Allokation kommen wir später.

Der recht spärliche Anstieg des Spezialfondsvolumens, der sicher auch dem wenig erfreulichen Verlauf der Kapitalmärkte gegen Ende des Jahres 2018 geschuldet ist, gibt jedoch zu Denken, ob Versicherer und Pensionskassen, aber auch Banken, sich noch eines Fremdmanagers zum Management von Bond-Mandaten weiterhin bedienen, der natürlich auch eine laufende Managementgebühr belastet.

Letztlich ist es ein zunehmender Spagat, ob sich institutionelle Anleger dafür entscheiden

- einen Asset Manager mit einem Spezialfondsmandat zu beauftragen, der abzüglich seiner fee auch nur schwerlich in den Bereich von über 2% gelangen kann oder
- das Management in die eigenen Hände zu nehmen (Direktbestand).

### **3.2 Höhe der Direktbestände**

Die Direktbestände machen wie in den Jahren zuvor erfahrungsgemäß das Gros der Anlagen aus. Die Direkt- oder Eigenanlagen werden von den institutionellen Anlegern in eigener Verantwortung ohne Einschaltung eines Fremdmanagers angelegt. Von den in unserer Studie vereinten 680 Mrd. € nehmen die Eigenanlagen mit 340 Mrd. € 50% (Vorjahr: 56%) der gesamten Assets ein. Im letzten Jahr verwalteten unsere Teilnehmer 342 Mrd. € Direktanlagen.

Die volumensstärkste Anlegergruppe bilden auch dieses Jahr wieder die „Versicherer“, die Assets im zum Teil hohen zweistelligen Milliardenbereich im Direktbestand hält.

Die Faustregel, wonach bei steigendem Anlagevolumen auch die Quote der im Direktbestand verwalteten Assets nach oben geht – auf bis zu 65% bis 80% der Gesamtanlagen –, hat auch in diesem Jahr Bestand. Bei kleineren Versicherungshäusern liegt die Quote bei lediglich 25% bis 35%.

Bei den „Einrichtungen der Altersvorsorge“ liegt die Spanne im Direktanlagebereich bei 10% bis in Ausnahmefällen auch 50%. Im Schnitt liegen die Direktbestände bei um die 35% / 30% im Verhältnis zu den gesamten Assets. Dies hängt mit der klaren Affinität für die Beauftragung von Asset Managern zusammen. Die Vorsorgeeinrichtungen zeichnen sich als die Anlegergruppe aus, die nicht zuletzt als spezialfondsaffine Investoren am meisten zum Mittelaufkommenszuwachs diskretionärer Mandate beitragen.

Bei den „Corporate Pensions“ zeigt sich ein heterogenes Bild. Im Grunde besteht eine Tendenz zur Mandatierung von Spezialfonds. Zum Teil werden aber auch bis zu 60% der Assets selbst gemanagt.

Als Leitlinie gilt auch bei den Corporate Pensions: je größer das Volumen, desto eher behalten die Einrichtungen die Gelder im Eigenmanagement. Dies gilt für den Großteil der Anleger dieser Gruppe ab etwa 2 Mrd. €.

Im Schnitt vertrauen die „Banken“ ein Drittel ihrer Gelder Spezialfonds an. In der Spitze wurden bis zu 90% ihrer Gelder in eigener Regie verwaltet. Dies bedeutet eine leichte Abweichung des Ergebnisses aus dem Vorjahr, als wir noch einen etwas größeren Teil der Anlagen in Spezialfonds feststellen konnten.

„Stiftungen und Family Offices“ investieren nach wie vor stärker in Spezialfonds. Quoten von um die 57% bis 80% entsprechen eher dem Standard. Gleiches gilt im übrigen auch für Kirchen und Kirchliche (Zusatz-) Versorgungskassen.

### **3.3 Höhe des Anlagevolumens in Publikumsfonds**

Publikumsfonds spielen traditionell im institutionellen Sektor keine entscheidende Rolle. Dennoch lässt sich im Vorjahresvergleich feststellen, dass Publikumsfonds bei von unseren Teilnehmern angegebenen 30 Mrd. € gegenüber 24 Mrd. € in 2017 (Vorvorjahr 2016: 15 Mrd. €) mit jetzt 4,4% der Gesamtassets (2017: 4%) noch einmal einen leicht höheren Stellenwert im institutionellen Bereich einnehmen. Der Anteil im Vorjahr betrug 4% der gesamten Assets; 2016 waren es noch 3%.

Im letzten Jahr lag die Quote der Anleger, die rein auf diskretionäre Mandate und Direktanlagen konzentriert war, lediglich bei 16%, also jeder sechsten Adresse. Im Vorvorjahr 2016 waren es 60%. In der aktuellen Erhebung liegt der Wert in der Mitte. Gut jede dritte institutionelle Einrichtung (35%) vertraut alleine auf Spezialfonds. Spiegelbildlich gibt es einen Anteil von 65% an institutionellen Anlegern, die sich neben den Spezialfonds auch Publikumsfondstranchen in das Portfolio legt. In der Vorjahresstudie lag dieser Anteil bei 84%. Für alle Asset Manager, die über ihr Angebot im Bereich Publikumsfonds einen Schritt in das institutionelle Geschäft in Deutschland beschreiten wollen, sieht dieser recht hohe Anteil aber immer noch vielversprechend aus.

Zudem ist die Publikumsfondssquote wie geschildert mit aktuell 4,4% der Gesamtassets leicht angestiegen.

Der Vorteil von Spezialfonds gilt nach wie vor. Institutionelle Anleger verfügen jederzeit über die Möglichkeit eines aktiven Eingriffs in die Anlagepolitik, was sich per se bei Publikumsfonds ausschließt. Der Anlageausschuss bildet die Vertrauensklammer zu dem Manager, der zudem ein regelmäßiges Reporting anbietet. Zusätzlich besteht der meist jederzeit mögliche Zugriff seitens des Investors, sich über EReporting oder Web-Reporting einen zeitnahen Überblick über den Stand des Portfolios zu verschaffen.

Publikumsfonds bieten sicher nicht die Flexibilität wie diskretionäre Mandate. Aber auch sie weisen für bestimmte Anlegergruppen Vorteile auf, die in dem derzeitigen Niedrigzinsniveau zum Tragen kommen. Institutionen mit kleineren Anlagevolumina eröffnen sich auf diese Weise Anlagealternativen, die vor Jahren ausschließlich mittels eines Spezialfonds begehbar gewesen wären. Typische Beispiele bilden illiquide Assetklassen, bei denen ein Einstiegsvolumen im Rahmen eines Spezialfondsmandats im hohen zweistelligen, wenn nicht Anfang des dreistelligen, Millionen-Bereichs gefordert werden.

Heute werden auch kostengünstigere I-Share-Klassen zum Beispiel für Senior Loans oder auch für Immobilienfonds etwa unter Nutzung von Dachfonds-Konzepten angeboten. Der sehr kompetitive Markt für Spezialfonds weist zwar in der Regel deutlich bessere Konditionen auf als vergleichbare I-Share-Klassen in Publikumsfonds. Aber auch bei den Kosten zeigen sich die Asset Manager in zunehmendem Maße flexibel.

Genau wie im Jahr zuvor nutzt jede zweite Vorsorgeeinrichtung keine Publikumsfonds in ihrer Gesamtstrategie, sondern vertraut alleine auf Spezialfonds.

Alle anderen Anlegergruppen sind mit allerdings sehr unterschiedlichen Größenordnungen in Publikumsfonds investiert. Meist bewegen sich diese plus-minus um die von uns in Summe festgestellten 4 1/2% aller Assets.

Über alle Anlegergruppen hinweg finden sich aber auch Häuser, die über eine hohe Anzahl verschiedener Publikumsfonds verfügen, in der Spitze bis zu 30 / 40 Publikumsfonds. Zu den eher affinen Nutzern von Publikumsfonds zählen vorneweg die Banken, auch Corporates mit an die 15 Investments in Publikumsfonds, dazu insbesondere auch wieder „Sonstige“ Anleger wie Sozialversicherungsträger, genauso aber auch Versorgungswerke mit ebenfalls Engagements im zweistelligen Bereich bezogen auf die Anzahl der getätigten Investments. Neu in der aktuellen Studie konnten wir feststellen, dass auch Versicherer teilweise massiv auf Publikumsfonds zurückgreifen.

Ausländischen Managern sowie deutschen Vermögensverwaltern mit Ambitionen im (semi-) institutionellen Sektor bieten Publikumsfonds einen guten Einstieg, um zum Beispiel Family Offices, Stiftungen oder Versorgungswerke anzusprechen.

Bei der Vermarktung tun sich Publikumsfonds mit entsprechenden Auszeichnungen / Ratings leichter. Dieses Argument verfängt natürlich auch im institutionellen Bereich, auch wenn am Ende die aufgelegten Spezialfonds mehr oder weniger von dem Aufsatz des Publikumsfonds abweichen werden. So hat die Bandbreite des Publikumsfondsangebotes im Asset Management mit jetzt um die 11.000 Fonds innerhalb der EU in den letzten Jahren weiter zugenommen. Der Wettbewerb hat auch in Deutschland deutlich an Fahrt aufgenommen. Immer mehr Manager aus dem Ausland versuchen in den hiesigen Markt einzudringen. Und da diese in aller Regel noch kein Spezialfonds-Mandat vorzuweisen haben, sind sie auf das Vorzeigen der in Publikumsfonds erzielten Ergebnisse angewiesen. Auch werden Publikumsfonds in stärkerem Maße als Bestandteil innerhalb eines Spezialfonds genutzt. Die beschriebene Entwicklung sollte gerade Boutiquen wie ausländischen Anbietern eine Motivation bieten, auch künftig über attraktive I-Share- klassen-Angebote an deutsche institutionelle Investoren heranzutreten.

## 4. Spezialfondsmandate in 2018/2019

### 4.1 Aufteilung der Spezialfonds nach Assetklassen

Das beschriebene Umfeld insbesondere bei den Zinstiteln bringt seit einigen Jahren Bewegung in die Asset Allokation institutioneller Investoren. Hoffnung auf steigende, auskömmliche Zinsen sind zumindest auf Sichtweite nicht erkennbar. Niedrige Zinsen werden uns als Anleger auch in den kommenden Jahren begleiten. In Europa ist das praktisch ausgemachte Sache. Die Malaise an Europa ist die fehlende Einheitlichkeit in der konjunkturellen Entwicklung von 28 sehr unterschiedlichen Ländern. Galt Deutschland dank starker Exportüberschüsse bis vor kurzem noch als Zugpferd und Speerspitze europäischer Wirtschaftspolitik, so hat sich das Blatt aktuell gewendet. Deutschland revidierte schweren Herzens seine Prognosen für 2019 von anfangs reklamierten 1,8% auf jetzt noch 0,5%. Länder wie Spanien führen die Phalanx aufstrebenden Wirtschaftswachstums an.

10-jährige Bundesanleihen mit Laufzeiten bis zu sieben Jahren verzinsen negativ. Hoffnung auf ein nachhaltiges Ansteigen der Zinskurve sieht anders aus. Die erschreckende Verschuldungsbilanz der südeuropäischen Staaten, vorneweg Italien, wirken ebenso kontraproduktiv, da eine durch die EZB initiierte Zinsanhebung durch den italienischen Staat nicht mehr zu stemmen wäre.

Notierten institutionelle Anleger noch bis vor wenigen Jahren Kurssteigerungen auf ihre festverzinslichen Papiere, so ist das Pulver nunmehr endgültig aufgebraucht und auf institutioneller Seite fand ein Umdenkungsprozess statt. Diese Entwicklung traf insbesondere Einrichtungen, die am Ende des Tages eine Verpflichtung zu bedienen haben, vorneweg Versicherer nach Vertragsende und auch Vorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen oder Pensionsfonds. Einige Anleger zogen bereits die Konsequenzen und reduzierten den Garantiezins (von z.B. 4%), was rechtlich allerdings nur für Neueintritte von Versorgungsberechtigten bzw. künftige Beitragszahlungen möglich ist. Neben diesen Maßnahmen auf der Kosten- (Verpflichtungs-) Seite fokussierten alle institutionellen Investoren vielmehr auf die künftige Asset Allokation ihrer Kapitalanlagen.

Vor diesem Hintergrund stellten wir den Investoren die Frage

- nach der aktuellen Allokation ihrer Fonds und
- konkret, wie viele Spezialfonds sie der Anzahl nach in welchen Assetklassen investiert haben.

Werfen wir einen Blick in die Vergangenheit ab Beginn dieses Jahrtausends, so waren es oftmals geldpolitische oder makroökonomische Krisen, die unmittelbare Wirkung zeigten wie

- die Rezessionen von 2001 und 2008
- die Griechenlandkrise in 2011,
- im August 2015 das Anziehen der Fed in ihrer restriktiveren Geldpolitik, die sie Ende 2016 / Mitte März 2017 fortgesetzt, aber jetzt abgebremst hat,
- der Brexit vom 23.Juni 2016, bei dem sich selbst kurz vor Toresschluss keine auch nur annähernd befriedigende Lösung angezeichnet hat, weder für die EU noch für England, und natürlich

- die Auswirkungen der US-Politik mit einer Reihe protektionistischer Maßnahmen, die den weltweiten, globalen Handel stark beeinträchtigen (US / China-Handelsstreit, Nordkorea-Konflikt, Verhängung von Strafzöllen usw.).

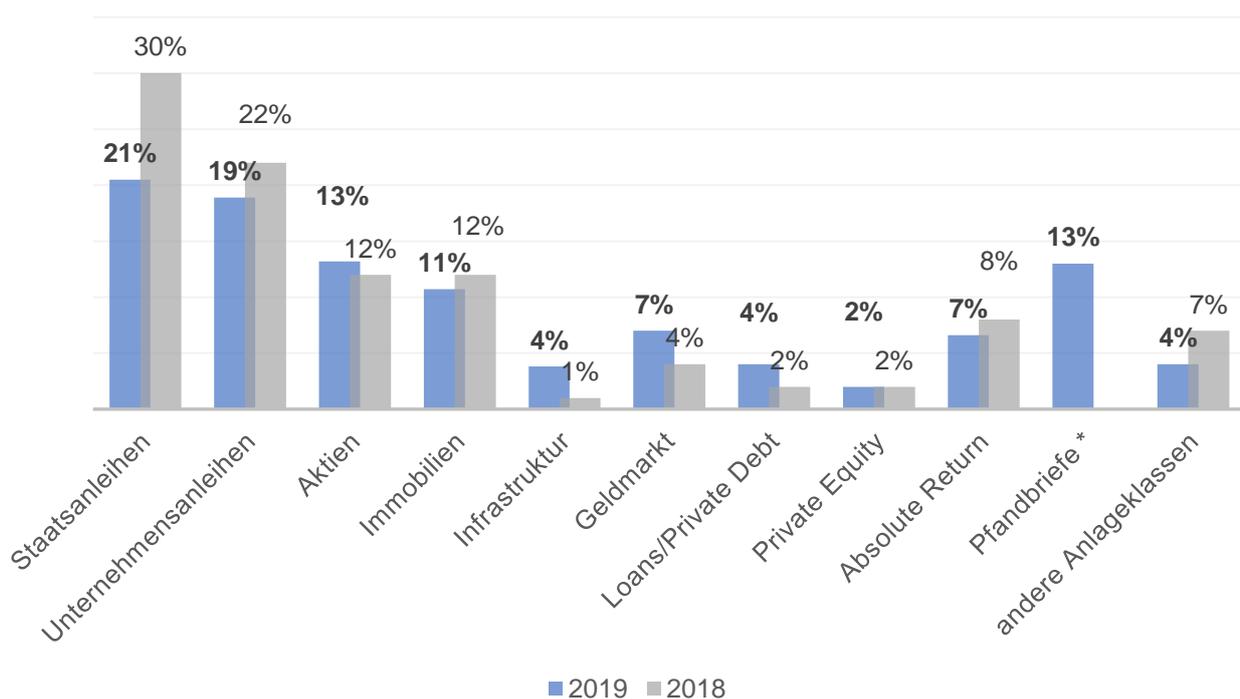
Insbesondere die aus Amerika über den Atlantik kommenden politischen Störmanöver mit unabsehbaren Folgen für die Weltwirtschaft mahnen Anleger zur Vorsicht und erfordern auch künftig Anpassungsprozesse in der Allokation ihrer Assets.

Bei der Zuordnung haben wir nach verschiedenen Assetklassen unterschieden.

Die Anordnung haben wir noch einmal differenzierter im Vergleich zu den Vorjahren vorgenommen. Bei der Beantwortung der Frage nach der Aufteilung der Assets in die einzelnen Assetklassen haben wir in diesem Jahr wie im Jahr zuvor die Möglichkeit angeboten, eine Spannweite anzukreuzen, also zum Beispiel „Anlagen in Immobilien“ angefangen von „gar nicht investiert“ über „< 5%“, „5 – 10%“ usw bis „90 – 100%“. Die nachfolgenden Balkendiagramme zu den wesentlichen Assetklassen verdeutlichen unsere Vorgehensweise.

Wir haben nach folgende zehn Kategorien unterschieden, in die wie angegeben (in Prozent) allokiert wurde:

## Assetklassenverteilung



\* erstmals in 2019 als eigene Assetklasse abgefragt

Wie zu erwarten rekrutieren sich die Kundenportfolien institutioneller Anleger nach wie vor im Rentenbereichs aus Staatsanleihen und Unternehmensanleihen (Corporates). Im Vorjahresvergleich reduzierte sich der Anteil der Staatsanleihen mit jetzt gut 20% aber nochmal stark gegenüber dem Vorjahr mit knapp 30%. Die diesjährige Quote an Staatsanleihen liegt damit noch gerade halb so hoch wie noch vor zwei Jahren (2016: knapp 43%). Der Vorvorjahreswert bei den Corporates lag bei 28%.

Investments in Pfandbriefen haben wir in der aktuellen Studie zum ersten Mal gesondert (und nicht unter „Sonstige Anlagen“) abgefragt. Mit im Durchschnitt 13% genießt diese Assetklasse als sicherer Hafen hohes Vertrauen bei den Anlegern.

Die Aktienquote hebt sich mit jetzt 13,2% gegenüber 2017 mit 12% leicht ab.

Auf relativ stabilem Niveau verharren die Investments in Immobilien mit jetzt 10,7% nach 12% im Vorjahr. Die Beteiligung in Infrastruktur-Produkte legte ordentlich zu von im letzten Jahr 1,4% auf aktuell 3,8%.

Absolute Return-Ansätze verloren leicht an Attraktivität und nehmen jetzt im Durchschnitt knapp 7% des Portfolios ein.

Private Equity-Anlagen machen traditionell nur einen geringen Teil des Portfolios aus, haben sich aber leicht auf 2% gesteigert.

Zwar immer noch in der unteren einstelligen Prozentspanne gelegen, aber doch auffällig, ist die Verdoppelung des Engagements auf jetzt 4% bei Private Debt und (Senior) Loans.

Unter den „Anderen Produkten“ (4%) finden sich Covered Bonds, Wandelanleihen, Hedge Fonds, ABS und Schuldscheindarlehen (keine Pfandbriefe mehr).

Die aktuellen Zahlen zur Asset Allokation institutioneller Anleger verdeutlichen einige Trends über das Jahr 2018 sowie Anfang 2019. Zum einen ist eine Öffnung für „Alternative“ Assetklassen nicht zu verkennen, wenn wir die Vergleichszahlen zum Beispiel bei Infrastruktur, Loans oder Private Debt anschauen.

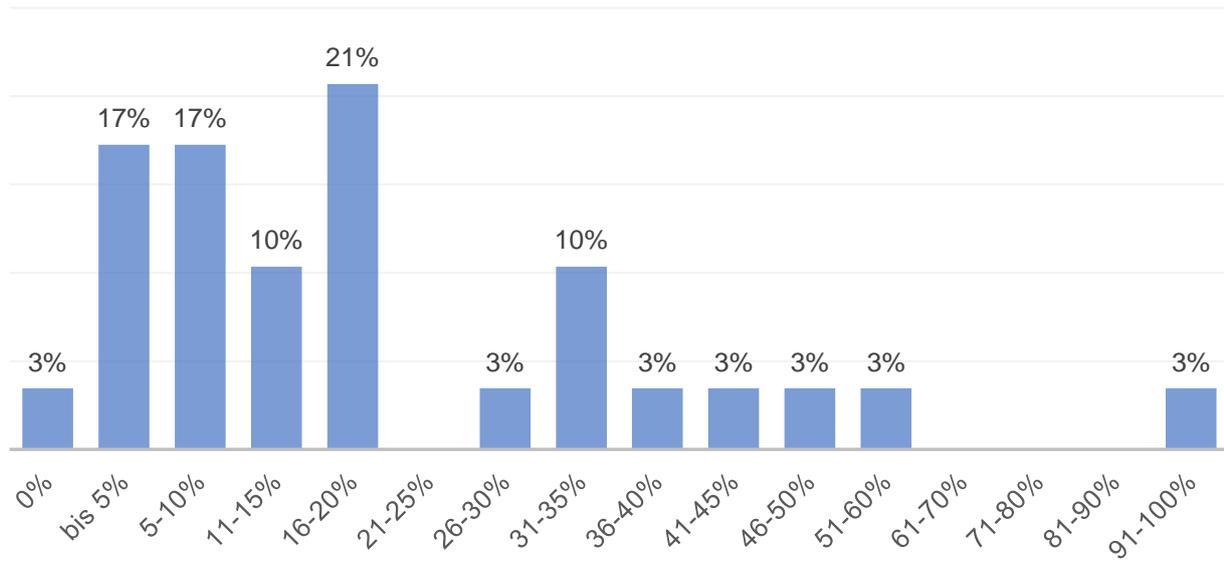
Das grundsätzlich vorhandene Sicherheitsbedürfnis spiegelt sich in den Quoten im Bereich Staatsanleihen und Unternehmensanleihen. Die nach wie vor konservative Anlagepolitik erklärt sich vor dem Hintergrund der aufsichtsrechtlichen Regelungen wie dem VAG, dem SGB IV oder entsprechender Richtlinien und Verordnungen, dem ein Großteil der institutionellen Anleger unterliegt.

Gerade bei den Sovereigns ist jedoch eine Abkehr der institutionellen Anleger unverkennbar mit jetzt noch der Hälfte dessen, was an Geldern noch vor gut zwei Jahren allokiert wurde.

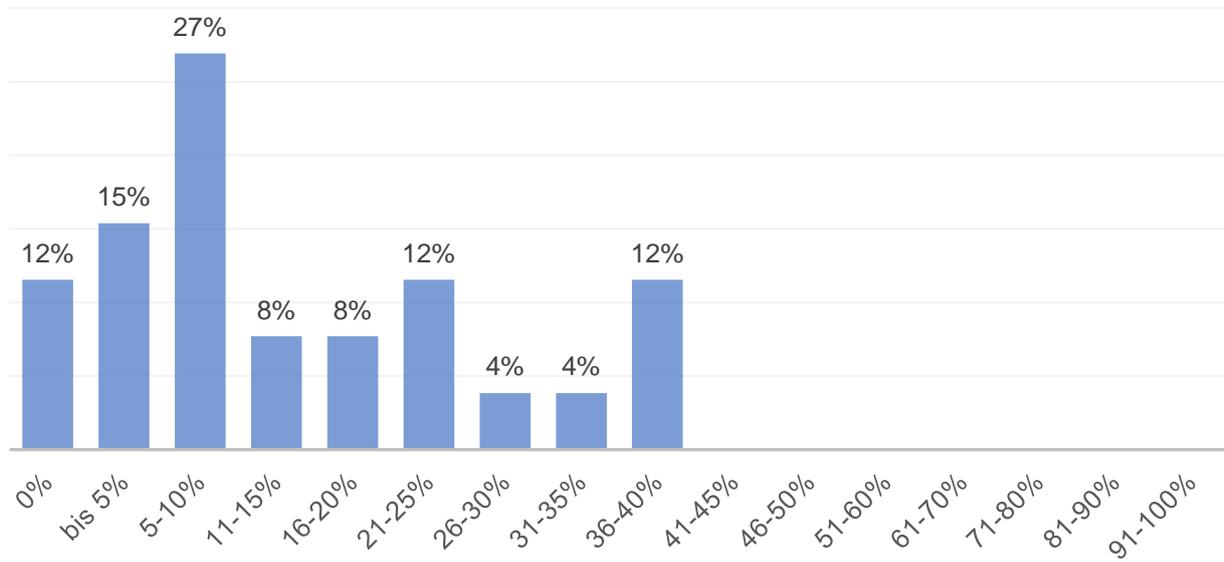
Der Gedanke der Diversifikation in Alternatives ist bezogen auf die Anlegergruppen wie im Vorjahr 2017 am stärksten bei Versicherern ausgeprägt, bei denen sich Quoten im Bereich Private Debt, Loans oder Private Equity im unteren einstelligen Prozentbereich finden. Auch etwa die Hälfte der Vorsorgeeinrichtungen diversifizieren in Alternative Investments, gefolgt von Corporates und sehr partiell auch Banken. Immobilien machen bei annähernd allen zuvor genannten Anlegergruppen einen festen Bestandteil der Gesamtassets aus. Beteiligungen im Bereich Infrastruktur gewinnen anlegergruppenübergreifend an Bedeutung.

Die nachfolgenden Balkendiagramme unterstreichen für die wesentlichen Anlagekategorien nochmal, in welchen Spannbreiten die Teilnehmer unserer Studie investiert waren.

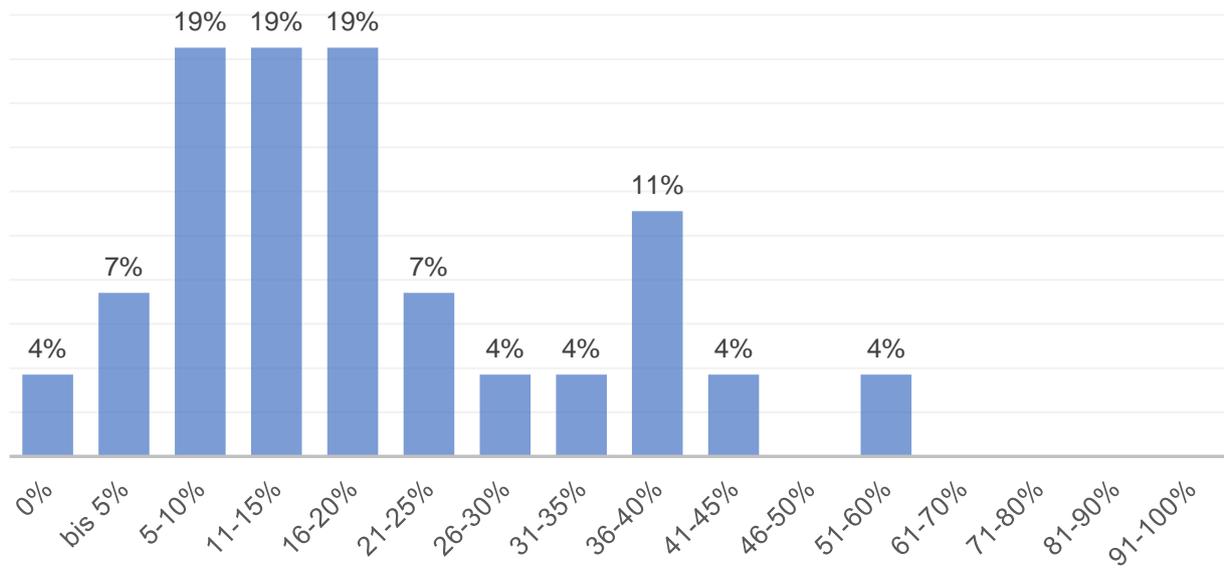
## Staatsanleihen



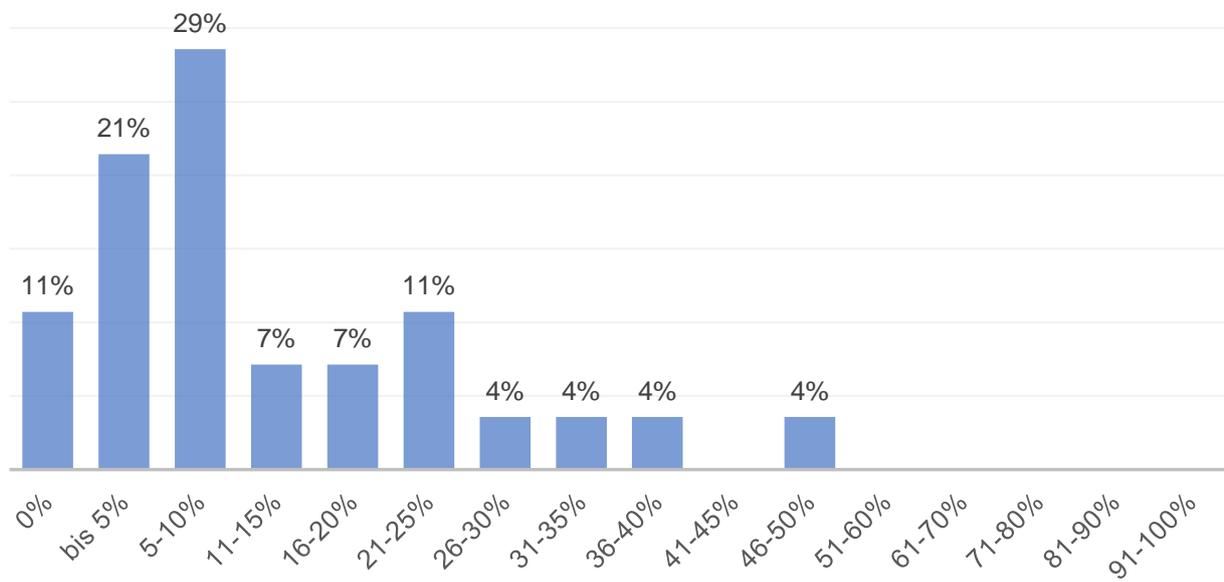
## Pfandbriefe



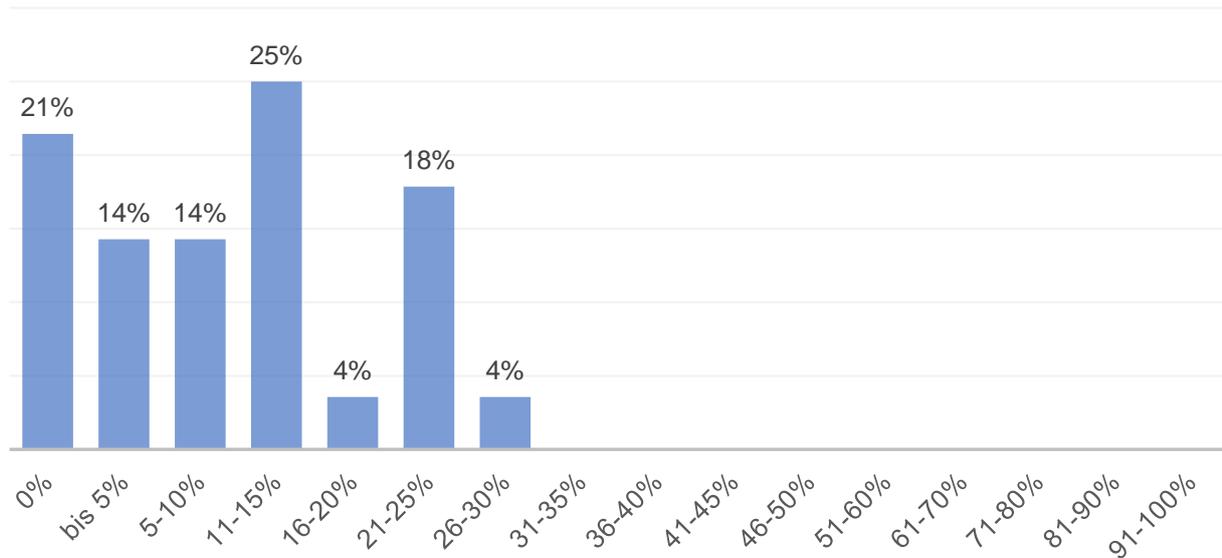
## Unternehmensanleihen



## Aktien



## Immobilien



Bei der Messung der Anzahl der Spezialfondsmandate wurde ähnlich differenziert vorgegangen. Folgend stand die Frage im Vordergrund, wie viele Spezialfonds in den einzelnen Assetklassen allokiert sind.

Unterschieden wurde nach den nachfolgend aufgezählten Assetklassen:

### Reine Rentenmandate

Bei unseren Teilnehmern aus dem institutionellen Sektor werden nur noch knapp 25% der Spezialfonds in reinen Rentenmandaten, also ohne anderweitige Assetklassenbeimischung, verwaltet. Im letzten Jahr lag die Quote bei 40% und damit deutlich höher. Die hier ermittelte Rentenquote umfasst neben den reinen Staatsanleihe-Fonds auch die Investments ausschließlich in Unternehmensanleihen.

Der niedrigere Wert bestätigt die zuvor bereits getroffene Aussage, dass die institutionellen Anleger bei aller gebotenen Vorsicht und vor dem Hintergrund regulatorischer Restriktionen von einem übertriebenen Vorsichtsprinzip konsequent abrücken. Sie wenden sich risikobehafteteren Assetklassen zu, die rentierlicher sind, partiell auch alternativen Investments. Es ist zu vermuten, dass die Investoren ihren Asset Managern in dem jetzigen Umfeld auch gestatten, innerhalb der Spezialfonds zu diversifizieren, zum Beispiel durch Zulassung einer Aktienquote.

Dies ändert aber nichts an der vom Grunde her defensiven Vorgehensweise in der Allokation. Verstärkt hört man von institutionellen Anlegern, die lange Laufzeiten ausländischer Anleihen von bis zu 30 Jahren in ihren Portfolios beimischen und diese bis zur Endfälligkeit zu halten gedenken. In Europa sollten wir allerdings die „3“ vor dem Komma in absehbarer Zeit kaum zu sehen bekommen.

## Reine Aktienmandate

Als Gewinner des aktuellen Umfeldes gehen auch die reinen Aktienfonds nicht hervor. Waren es im letzten Jahr noch 19,5% der Spezialfonds und damit jedes fünfte Mandat, das sich rein auf den Aktienbereich konzentrierte, so sank diese Quote nun auf 14%, was in etwa jedem siebten Spezialfonds entspricht. Bei der zuvor ermittelten prozentualen Aufteilung nach Assetklassen hatten wir einen leichten Anstieg (um 1,2% der Gesamtassets) festgestellt.

Dies legt den Schluss nahe, dass die vergebenen Mandate ihrem Volumen nach etwas angestiegen sind. Die jüngsten Volatilitäten an den Aktienmärkten, bedingt durch die weltwirtschaftlich instabilere Lage, tragen einen Gutteil zur allgemeinen Verunsicherung bei, sich in den Aktienmärkten verstärkt zu engagieren.

Auf der Suche nach einer Zusatzrendite sind insbesondere institutionelle Anleger allerdings gezwungen, über die Integration einer Aktienquote nachzudenken. Dabei müssen sie jedoch die gesetzlich und aufsichtsrechtlich gesetzten Rahmenbedingungen beachten.

Etwa jeder dritte Teilnehmer an unserer Studie ist gar nicht im Segment Aktien engagiert. SGB IV-Anlegern bleibt diese Assetklasse schon aus rechtlichen Gründen verwehrt. Jedem Investor ist in der aktuellen Situation bewusst, dass zur Generierung eines Alphas in liquiden Assetklassen kein Weg an Aktien vorbei geht, auch wenn ein höheres Risiko in Kauf genommen werden muss.

Hinzu kommt, dass die noch zinstragenden Langläufer spätestens jetzt fällig werden und einer Neuanlage zugeführt werden müssen.

Versorgungswerke nutzen rein aktienorientierte Spezialfonds mit bis zu 20% / 30% ihrer Mandate am stärksten.

Versicherer bewegen sich innerhalb der durch die Restriktionen von Solvency II gegebenen Restriktionen und der SCR-Quoten-Regelung (Solvency Capital Ratio) bei Aktienquoten im einstelligen Prozentbereich. Als reines Aktienmandat wird im Schnitt jedes 10. bis 15. Mandat rein in Aktien aufgelegt.

## Absolute Return - Mandate

Im aktuellen Marktumfeld werden oftmals „Gemischte Mandate“ (Balanced) als eine Art Absolute Return-Ansatz verwendet. Daher haben wir entsprechend der Vorgehensweise im Jahr zuvor die gemischten Spezialfonds durch Absolute Return ersetzt. Zugleich wollen Anleger durch die Nutzung dieser Ansätze auch eine Art „Zinersatz“ erlangen.

Reine Absolute Return-Mandate machen heute immerhin 6,5% nach 4,1% im Jahr zuvor aus, rein bezogen auf die Anzahl der Spezialfonds. Diese Steigerung ist darauf zurückzuführen, dass institutionelle Investoren ihren Managern größere Spielräume zugestehen wollen. Die unter dieser Rubrik angebotenen Ansätze reichen weit von klassischen Balanced-Ideen mit einem Schwerpunkt im Rentensektor, dazu bis zu 30% Aktien, aber auch der Integration von weiteren Assetklassen wie Währungen, Rohstoffe, Infrastruktur und der Beimischung von Immobilienfonds. Mittels aktiv gemanagter Balanced Portfolios soll eine höhere und stabilere Rendite erzielt werden. Heute werden unter Absolute Return auch Ansätze verstanden, die einerseits als sicheres Fundament eine Rentenquote halten und als Performancetreiber optionsgetriebene Elemente dazu nehmen, also mit einem verstärkten Derivateinsatz operieren.

## Reine Immobilienmandate

Investitionen in Immobilien oder Real Estate werden seit langen Jahren als Ausgleich für niedrigere Zinsen von institutionellen Investoren nachgefragt. Mit zunehmender Dauer dünnt das Angebot an Objekten jedoch aus. Zudem wechseln die Favoriten in Bezug auf die Art der Objekte. Zur Zeit besteht höheres Interesse an Wohnimmobilien, aber auch in speziellen Kategorien wie Hotels. Umso mehr streuen Immobilienfonds heute in stärkerem Maße weltweit, auch bis in asiatische Regionen.

Auch in diesem Jahr verzeichnen wir eine sehr hohe Anzahl an „Reinen Immobilienfonds“ - Mandaten, die bei 21% aller Fonds unserer Teilnehmer liegt und damit wie im Vorjahr (27%) auf hohem Niveau liegt. Diese Messzahl steht im Einklang mit der -wie zuvor analysiert- wieder starken Immobilienquote von fast 11% im Vergleich zu den Gesamtassets.

## Alternative Investments

Die „Alternativen Investments“ hatten wir -von Immobilien abgesehen- in die Unter-Assetklassen Private Equity, Infrastruktur und Loans/Private Debt“ unterteilt. Fielen im letzten Jahr noch um die 6% aller im Rahmen dieser Studie angegebenen Spezialfondsmandate auf eine dieser drei Assetklassen, so ist es jetzt ungefähr jedes vierte Mandat (25%)! Interessanterweise verteilen sich die Mandate relativ gleichmäßig über alle drei Alternative-Assetklassen „Private Equity, Infrastruktur und Loans/Private Debt“.

Die Steigerung lässt sich einerseits mit dem generell gestiegenen Interesse an Alternatives erklären, wobei vereinzelt Investoren auch in Alternative-Mandate im zweistelligen Bereich, gemessen an der Anzahl, investiert sind. Erinnern wir uns an die im vorigen Kapitel angegebenen, in diesem Jahr gemessenen, Anteile in genannten drei Assetklassen im Vergleich zu den gesamten Assets, so muss an dieser Stelle nochmal betont werden, dass diese sich von ca. 5% im Vorjahr zu diesem Jahr fast auf 10% verdoppelt haben!

Im Gegensatz zu unserer Feststellung in der Vorjahresstudie, wonach „die Entwicklung bei den sog. Alternativen Investments keinen echten Aufwärtstrend erkennen lässt“, kommen wir in diesem Jahr zu einer völlig anderen Erkenntnis: „Volumen sowie Anzahl der Mandate sind über die letzten zwölf Monate markant angestiegen“.

Mit diesem Ergebnis korreliert auch, dass heute fast jeder zweite institutionelle Anleger mit einem oder mehreren Fonds in Alternatives engagiert ist. Im letzten Jahr sprachen die Angaben unserer Teilnehmer eine ganz andere Sprache:

„70% bis 90% der teilnehmenden Investoren sind in diesen Assetklassen gar nicht investiert“, so die Faktenlage noch in 2017/2018.

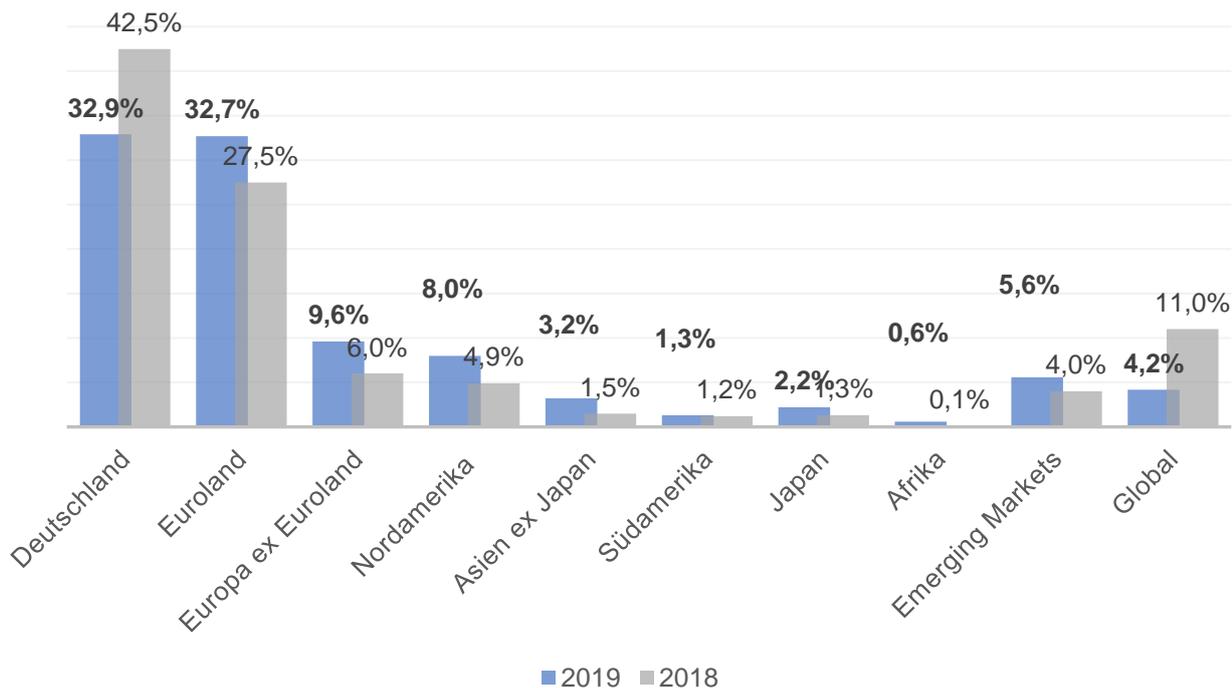
In Kapitel 5 werden wir später beleuchten, welche Anlageklassen die einzelnen Anlegergruppen künftig bevorzugen.

Der folgende Block widmet sich der Frage, in welchen Regionen die Assets der Teilnehmer angelegt sind.

Im Unterschied zu den Vorjahresstudien haben wir die regionale Verteilung in den Mittelpunkt der Untersuchung gestellt und nicht nochmal nach Assetklassen differenziert.

In diesem Bereich konzentrieren wir uns alleine darauf, welche Regionen die Anleger bevorzugen bzw. in welche Bereiche außerhalb Deutschlands und Europas sie diversifizieren. Gefragt wurde nach der prozentualen Verteilung der gesamten in Spezialfonds angelegten Gelder.

## Regionale Verteilung



### Deutschland

Knapp ein Drittel der Assets legen deutsche institutionelle Anleger im heimischen Markt an. Das gilt aus unseren Erfahrungen heraus ohne Ansehen der einzelnen Assetklassen, mithin assetklassenübergreifend. Im letzten Jahr lag die Quote noch über 40%. Der Rückgang der Investitionen von annähernd 10% spiegelt den Trend zur nicht nur assetklassenspezifischen, sondern auch regionalen Diversifikation wider.

Je nach Anlegergruppe fallen die Schwergewichte unterschiedlich aus.

Versicherer und Vorsorgeeinrichtungen liegen im Durchschnitt bei dem genannten Drittel der deutschlandorientierten Investitionen. Beide Anlegergruppen streuen außerhalb des deutschen Raumes überwiegend in Euroland-Investments, teilweise auch in Europa ex Euroland. Je höher das Volumen hinter dem institutionellen Anleger, desto gravierender fällt der Hang zur regionalen Verteilung aus. Größere Adressen verfügen in der Regel über eine stärkere Gewichtung in Euroland oder Europa ex Euroland. Banken diversifizieren im Vergleich zum Jahr zuvor deutlich breiter. Auch wenn das Engagement in Deutschland immer noch stärker mit um die 30% / 40%, in der Spitze auch

80%, verwurzelt ist, so werden in zunehmendem Maße auch Investitionen in den Emerging Markets eingegangen. Nordamerika spielt gerade bei den Banken und hier nicht nur den überregionalen, sondern speziell bei Regionalinstituten, eine stärkere Rolle.

## **Euroland**

Soweit deutsche Investments in Portfolien nicht überwiegen, profitiert die Region Euroland insbesondere als zweitstärkste regionale Ausrichtung. Teilweise sind bis um die 80% der Anlagen in Euroland investiert. Das gilt für Vorsorgeeinrichtungen in besonderem Maße. Bis auf ganz wenige Ausnahmen sind Investoren in Euroland investiert.

Die Gruppe der Corporate Pensions sowie die Banken sind im Schnitt mit um die 20% bis 30% in Euroland diversifiziert. Die Spannbreite reicht von gut 10% bis zu über 80%. Family Offices liegen hier bei um die 20% ihrer Gelder. Für SGB IV-Anleger ist Euroland eine bedeutende regionale Alternative zu Deutschland geworden, mit zum Teil weit größeren Anteilen in Euroland.

## **Europa ex Euroland**

Dieser Region kommt gerade im Vergleich zu Euroland eine geringere Bedeutung zu. Genutzt wird diese Region für ihre Investments zwar von über 90% unserer Teilnehmer (Vorjahr: 65%). Versicherungen und auch Versorgungswerke liegen mit ihren Investments -von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen- aber im einstelligen Prozentbereich.

In der Spitze machen Investments in Europa ex Euroland 30% / 40% der Assets aus.

## **Nord- und Südamerika**

85% unserer Anleger sind in Nordamerika engagiert, fast 60% in Südamerika. Insbesondere Nordamerika ist für viele Investoren nicht zuletzt aufgrund der höheren Zinsen und trotz Währungsrisikos interessanter geworden. Versicherer haben bis zu 30% ihrer Anlagen in dieser Region angelegt. Ein ähnliches Bild zeichnet sich bei Versorgungseinrichtungen mit um die 10% bis 25% ab.

## **Emerging Markets**

Die Emerging Markets hängen stark am Tropf Amerikas. Ein stärkerer Dollar bei höheren US-Zinssätzen hat in der Vergangenheit teilweise zu massiven Geldströmen aus den EM in die USA geführt. Derzeit haben knapp 90% der Teilnehmer auch in den EM allokiert. Im Vergleich zum Vorjahr ist der Anteil mit knapp 6% (Vorjahr: 4%) fast um die Hälfte angestiegen.

Branchenübergreifend von Versicherern, Versorgungswerken, auch Banken und Stiftungen liegen die Investitionsquoten im unteren einstelligen Prozentbereich, bei einigen Vorsorgeeinrichtungen aber auch bei bis zu 30%. SGB IV-Anlegern sind aufgrund rechtlicher Restriktionen in diesem Sektor die Hände gebunden.

## Global

Etwa drei von vier Anlegern sind „Global“ investiert, nutzen also die weltweite Diversifikation innerhalb einzelner Mandate. Der Anteil ist gegenüber dem Jahr 2017/2018 aber stark zurückgegangen. Offensichtlich wird die Diversifikation unmittelbar und gezielt in speziellen Regionen gesucht und weniger generell im globalen Sinne. Versicherer sind im einstelligen Bereich investiert (eher unterhalb 5%), Banken nur sehr vereinzelt. Bei Versorgungswerken stellt sich ein geteiltes Bild ein; etwa die Hälfte investiert „global“ unterhalb 5%. Family Offices sowie Stiftungen neigen eher zu gezielten regionalen Schwerpunkten.

## Übrige Regionen

Ungefähr zwei Drittel der Investoren geht zur Zeit Kapitalanlagen in **Japan** ein. Dies sind deutlich mehr als im letzten Jahr (nur ein Drittel). Die Investments übersteigen in keinem Fall die 5%-Grenze. **Asien ex Japan** sieht da für einige Anleger schon interessanter aus. Einige Investoren liegen mit ihren Quoten im guten zweistelligen Prozentbereich. Branchenbezogene Aussagen nach Anlegergruppen bieten sich hier nicht an. Das Gleiche gilt für die Region **Afrika**, die im letzten noch ein einsames Dasein fristet, in diesem Jahr aber mit 0,6% im Vergleich zu nur 0,1% im letzten Jahr doch offenbar hier und da als Chance angesehen wird.

### 4.2 Anteil der aktiv/passiv gemanagten Mandate

Im Zuge niedriger Zinsen gewinnen Kostengesichtspunkte bei institutionellen Mandaten konsequent an Bedeutung. Warum soll man hohe Management Fees zahlen, wenn ein ähnliches Ergebnis auch mit der passiven Abbildung von Assetklassen möglich ist. Dieser Streit um die Sinnhaftigkeit aktiven Managements bewegt die Gemüter mit steigendem Interesse. Das mantraartig vorgetragene Argument, es gebe nur eine Minderheit an „aktiven“ Managern, die in der Lage seien, die Benchmark-Indices zu schlagen, verfängt nur in bestimmten Marktphasen. Das letzte Jahr hat gezeigt, dass einige aktiv agierende Fondsmanager gerade in volatilen Zeiten sehr wohl in der Lage sind, durch Divestments Verluste zu vermeiden und so den Index outzuperformen.

Vor etwa neun Jahren, im Jahr 2010, stieg das Interesse an passiven Strategien, die mittels darüber gelagerter Overlay-Modelle gesteuert wurden, stark an. Neben ausgewiesenen Spezialisten im Overlay-Management nahmen sich die Master-KVGen zunehmend dieses Themas an. Der Gedanke dahinter war ganz einfach, dass man in einem noch von normalen Zinssätzen und Renditen geprägten Umfeld davon ausging, dass passive, also an Benchmarks orientierte, Mandate bei richtiger Auswahl der Assetklassen einen höheren Nutzen erbringen als aktive Manager, die oftmals dem Index hinterherlaufen.

Schaut man auf die letzten Jahre, so war dem Passiv-Management ein gewisser Erfolg nicht abzusprechen. Anders seit 2017, ein Jahr, in dem die aktiven Manager ihre Stärken erstaunlicherweise in einem wenig volatilen Umfeld ausspielen konnten. Gerade in volatilen Phasen wie im Moment können aktiv orientierte Fondsmanager ihre Stärken zeigen. Auch die politischen Rahmenbedingungen, die die Kapitalmärkte immer mehr beeinflussen, erfordern ein stärkeres Eingreifen durch den Manager, um gegebenenfalls auch mal vollständig „aus dem Markt“ zu sein. Weiter spielt den Aktiv-Managern in die Karten, dass man sowohl auf Branchenebene wie auch bei Einzeltiteln kaum vor Überraschungen gefeit sein kann. Man denke hier an Downgrades in den

Fällen wie Bayer AG oder bei Wirecard oder selbst bei vermeintlich konservativen Titeln wie Fresenius. Schwankungsbreiten von bis zu 15% auf Tagessicht bilden da nicht mal die Ausnahme. Aus den USA lässt sich der Kursverfall der Boeing-Aktie nach zwei katastrophalen Abstürzen (Boeing 737 Max) anführen. Viele Manager wollen auf solche Sonderereignisse reagieren können.

Aktive Manager verweisen verständlicherweise auf deutlich bessere Chancen, ein echtes Alpha im Sinne einer Outperformance zu erzielen. Oftmals sind es größere Häuser, die über erhebliche Researchkapazitäten verfügen, ohne die eine fundamentale Unternehmensanalyse schwerlich darstellbar ist.

Ein Thema, das künftig für zusätzliche Bewegung sorgen könnte, ist die Aufstellung von Gesellschaften im Sinne der Nachhaltigkeit. Denken wir alleine an den sehr konsequenten Schritt des norwegischen Staatsfonds mit an die 900 Mrd. € Assets, keine Titel mehr in den Portfolien zu gestatten, die nach definierten Kriterien „nicht nachhaltig“ sind. Diese Frage betrifft natürlich nicht nur einzelne (Aktien-) Gesellschaften inklusive deren Unternehmensanleihen, sondern machen auch vor einzelnen Staaten nicht Halt.

Auf dem sensiblen Feld der Gebührenstruktur kann das passive Management gegenüber teureren aktiven Ansätzen zweifelsohne eine Stärke ausspielen. Lösungsansätze in Form von ETF's stehen stellvertretend für diese kostengünstige Variante, die bereits seit annähernd zehn Jahren auch in institutionellen Mandaten als strategischer Baustein Verwendung finden.

Die Trendwende hin zu aktiv gemanagten Mandaten hat nicht zuletzt die 2011er Krise eingeläutet. Ein Profiteur dieser Zeit sind in besonderem Maße Multi-Asset-Fonds, die über die Plain Vanilla-Assetklassen hinaus auch spezielle Assetklassen wie Rohstoffe, Währungen oder HY, Corporates, Loans und Municipals integrieren und auch sophistizierte Ansätze etwa im Management von Volatilität oder die Anwendung von Faktor-Modellen. Aktives Management ist demnach in einem sehr viel komplexeren Strukturenumfeld zu sehen.

Derartige Begleitumstände, wie wir sie in der jüngsten Vergangenheit erleben, spielen aktiv orientierten Managern eindeutig in die Hände.

Bevor wir auf die einzelnen Assetklassen eingehen, wollten wir von den Teilnehmern wissen, wie hoch der prozentuale Anteil ihrer Spezialfondsmandate ist, der entweder „aktiv“ oder „passiv“ gemanagt wird.

Danach lassen die Teilnehmer an unserer Studie zum überwiegenden Teil ihre Portfolien aktiv managen, genau genommen

- über 96% der Teilnehmer verfügen überwiegend über aktiv gemanagte Fonds
- nur ganz vereinzelt finden sich institutionelle Anleger, die ausschließlich auf das Passiv-Management setzen (3,5%)
- weniger als jeder zweite Investor (43%) verfügt neben aktiven auch über passiv gemanagte Mandate. Umkehrschluss: etwa drei von fünf Anlegern fokussieren in ihrer Anlagepolitik alleine auf aktive Manager!

Die Werte „pro aktivem Management“ übersteigen nochmal die im Vorjahr ermittelten Zahlen (89% überwiegend aktiv).

Werfen wir einen Blick auf die einzelnen Anlegergruppen, so lässt sich Folgendes zusammenfassen:

- **Versicherer** präferieren eindeutig aktives Management über alle Assetklassen hinweg von ganz wenigen Ausnahmen abgesehen
- Gleiches gilt im Grunde für **Banken**. Nichts desto trotz findet sich auch die eine oder andere Adresse mit bis zu 40% Passivmanagement der Gesamtassets
- **Versorgungswerke**: jede zweite Adresse vergibt auch passiv gemanagte Mandate, in der Regel aber nicht über insgesamt 20% der Assets
- **Corporate Pensions**: zwei Drittel dieser Anlegergruppe lässt auch passiv managen, aber nicht über 30% des Assets
- **Family Offices / Stiftungen**: kleinere Häuser greifen auf passive Produkte zu mit bis zu 20% der gesamten Assets
- **SGB IV-Anleger**: neigen auch zu einem nicht geringen Teil, auf passive Produkte zurückzugreifen, teilweise bis zu 50% der Assets
- **Sonstige Anleger** wie Kommunen oder Kirchen präferieren aktives Management.

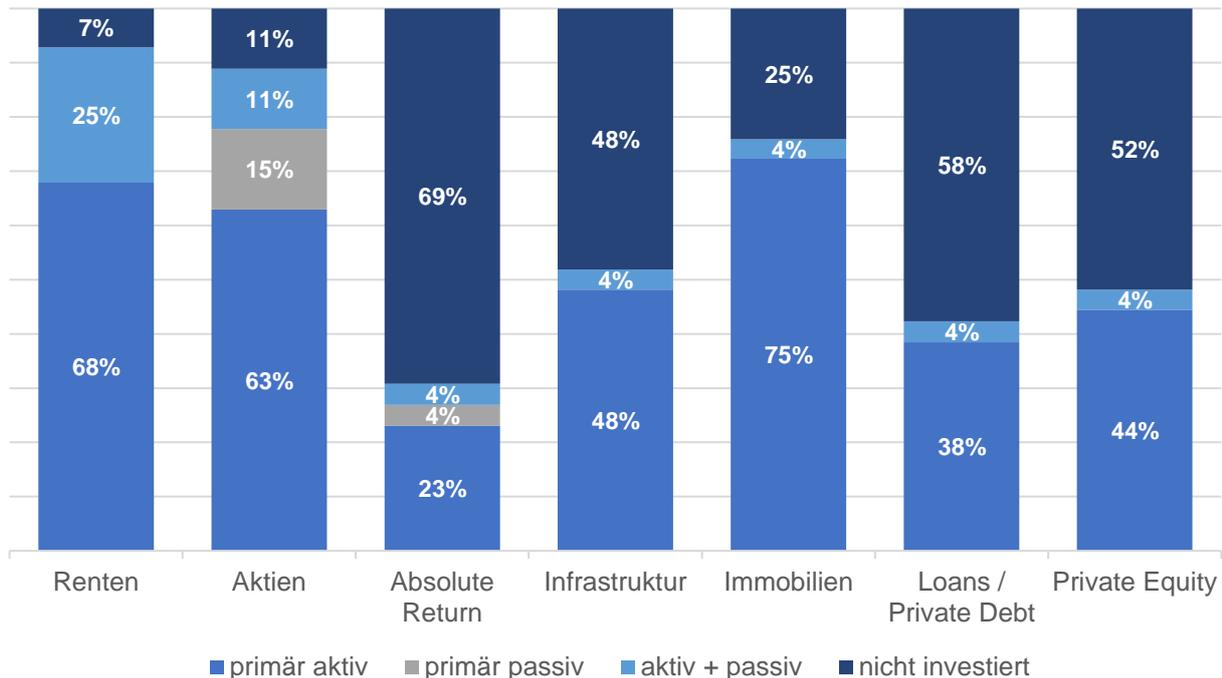
Bei der Aufzählung verschiedener Assetklassen, die im Rahmen der Portfolios unserer Teilnehmer entweder aktiv oder passiv gemanagt werden, haben wir im Vergleich zum Vorjahr eine weitergehende Differenzierung vorgenommen.

Gefragt haben wir nach den Assetklassen

- Renten
- Aktien
- Absolute Return
- Infrastruktur
- Immobilien
- Loans / Private Debt
- Private Equity

Das nachfolgende Balkendiagramm spiegelt die wesentlichen untersuchten Assetklassen wider.

Anteil aktiv / passiv gemanagter Mandate



Auf der **Aktienseite** sind es etwa drei Viertel der Teilnehmer, deren Spezialfonds einem aktiven Ansatz (oder „auch aktiv, neben passiv) unterliegen. Natürlich werden Aktienindizes oftmals als Benchmark herangezogen. Im Portfoliomanagement dienen die Indizes aber immer mehr zur Trennung der Spreu vom Weizen, indem zum Beispiel Faktorenmodelle zum Einsatz kommen, die gezielt einzelne Titel nach Themen wie Dividende, Value oder Momentum herausfiltern. Ausschließlich „passiv“ lassen immerhin 17% der Anleger ihre Aktien-Fonds verwalten.

Noch höher liegt der Anteil „aktiv“ verwalteter Spezialfonds im Bereich **Renten**, in dem die Investoren das Portfoliomanagement mit an die 93% ausschließlich „aktiv“ oder „auch aktiv“ managen lassen. Zu „rein passiv“ hat sich im Fixed Income-Sektor gar kein Anleger entschlossen. Gut ein Viertel der Teilnehmer-Antworten lautete auf die Kategorie „aktives und passives Management“.

Bei den Assetklassen **Immobilienfonds, Infrastruktur, Absolute Return, Private Equity sowie Private Debt / Loans** spielen praktisch nur aktive Ansätze eine Rolle. Dies ergibt sich schon bedingt durch die Besonderheiten der Assetklassen. Diese Assetklassen werden vornehmlich zur Diversifikation ihrer Assets sowie zur Generierung eines Alpha eingesetzt. Hier kommen fast ausschließlich aktive Manager zum Einsatz.

Dieses sehr klare Bekenntnis in Richtung aktiver Manager wird bedingt durch das Zinsniveau, flankiert durch die aktuellen Bestätigungen der Zentralbanken, an dieser Politik auch mittelfristig festzuhalten, wohl auch in den kommenden Jahren weiter zunehmen.

### 4.3 Anzahl beauftragter Asset Manager

„The trend is your friend!“. Dies gilt jedenfalls für alle ausländischen Anbieter im Fondsgeschäft. Nach unserer Erhebung nimmt die Anzahl der an ausländische Asset Manager vergebenen Spezialfondsmandate nochmal deutlich zu. Diesen Trend verfolgen wir seit jetzt vier Jahren, wobei in diesem Jahr ein kleiner Quantensprung stattgefunden hat, immerhin um ganze 10%!

Zu den Detailauswertungen kommen wir gleich.

Zuvor wollen wir der Frage nachgehen, woraus die zunehmende Attraktivität der Beauftragung ausländischer Asset Manager resultiert.

Aus unserer Sicht sind für diese Entwicklung zwei Aspekte -neben anderen- prägend.

Einen wesentlichen Gesichtspunkt macht **zum Ersten** die im vorigen Kapitel bereits erörterte Spezialisierung in den Assetklassen aus. Diese ist in 2018/2019 recht deutlich ausgefallen. Unter anderem haben wir ordentliche Steigerungsraten bei Private Equity, Private Debt / Loans oder in Infrastruktur-Investments beobachten können, einhergehend mit entsprechend deutlichen Rückgängen bei Staatsanleihen (noch gerade 20% der Gesamtassets). Dazu kommt die stärkere Diversifikation in regionaler Hinsicht, angefangen von den USA, hier insbesondere Nord-Amerika, aber auch Japan, die Emerging Markets oder selbst Afrika (wenn auch kleinteilig).

Das Niedrigzinsniveau in Verbindung mit dieser Spezialisierung in alternative Assets sowie der generelle Trend hin zur Globalisierung der Assets sind der Katalysator für ausländische Anbieter und damit auch ein Grund dafür, dass deutsche Häuser nicht mehr wie gewohnt und selbstverständlich zum Zuge kommen.

Dies betrifft zum einen sog. Globale Player wie Blackrock, Merrill Lynch, Goldman Sachs, Amundi oder JP Morgan, die mit ihren weltweiten Ressourcen im Fondsmanagement und in ihren Researcheinheiten den unmittelbaren Zugriff auf Informationen vor Ort haben. Genauso erscheinen aber auch ausländische Boutiquen mit Know-how in speziellen Assetklassen (u.a. Municipals, Long/Short-Strategien etc.) zunehmend auf der Bildfläche im deutschsprachigen Raum.

**Zweitens** profitieren ausländische Manager in immer stärkerem Maße von dem in Deutschland etablierten Angebot der Master-KVG. Die gut ein Dutzend Master-KVGs auf dem deutschen Markt decken heute um die 1,1 bis 1,2 Bio. € des gesamten institutionellen Spezialfondsmarktes von 1,62 Mio.€ ab. Ist ein ausländischer Anbieter im Asset Management nach Durchlaufen einer Due Diligence mit allen Schnittstellen einmal bei einer Master-KVG rechtlich und faktisch angebunden, so hat er freien Zugang zum hiesigen Markt. Die vormals formalen Hindernisse sind damit seit Einführung des Master-Modells im Jahre 2002 ausgeräumt. Eine rechtlich einwandfreie Interaktion mit einer Master-KVG etwa in Form eines -im Markt präferierten- Outsourcing-Mandates für ein Segment im Rahmen eines Master-Spezialfonds ist damit sichergestellt.

Größere institutionelle Adressen verfügen in aller Regel über eine Master-KVG. Institutionelle Anleger mit Spezialfonds (bzw. Segmenten innerhalb einer KVG) im zweistelligen Bereich, also ab 10 Mandate aufwärts, beauftragen im Schnitt an die 50% ausländische Manager, teilweise auch darüber.

Auffällig ist, dass Versorgungswerke in über 50% der Fälle ausländischen Häusern von der Anzahl her mehr Spezialfonds anvertrauen als deutschen Adressen! Ein ähnliches Bild stellt sich bei Kirchen oder kirchlichen Einrichtungen ein.

Kreditinstitute / Banken und SGB IV-Anleger beauftragen ganz überwiegend deutsche Häuser mit dem Management ihrer Spezialfonds.

Für die Unterscheidung zur Einstufung eines Asset Managers als deutschen oder ausländischen Manager existiert keine Legaldefinition.

Aus unserer Erfahrung heraus bietet sich für die Abgrenzung eine zweiseitige Betrachtung an,

- zum einen der Sitz des Headquarters (in Deutschland oder im Ausland, etwa in London oder Paris) und
- zum anderen, ob das Portfoliomanagement-Team hauptamtlich hierzulande oder am Standort des Headquarters etwa in Zürich angesiedelt ist.

Zwischen diesen beiden klaren Grenzziehungen liegen natürlich auch einige Anbieter, deren Herkunft eindeutig dem ausländischen Sitz zuzuordnen ist, die aber oftmals schon seit mehreren Jahren vor Ort in Deutschland mit einer -juristischen- Einheit tätig sind und darüber hinaus auch einen Teil des Fondsmanagement von Deutschland aus betreiben.

Diese Häuser mit einer deutschen Niederlassung werden zum Teil von Seiten der Anleger wie ein deutsches Haus angesehen, insbesondere in den Fällen, in denen die Betreuung direkt von der deutschen Einheit aus z.B. Frankfurt oder München bereitgestellt wird. Insoweit müssen wir auch bei unserer Studie mit dieser kleinen Abgrenzungsanomalie leben.

Auch in diesem Jahr galt unser vorrangiges Interesse der Beantwortung von zwei Fragen,

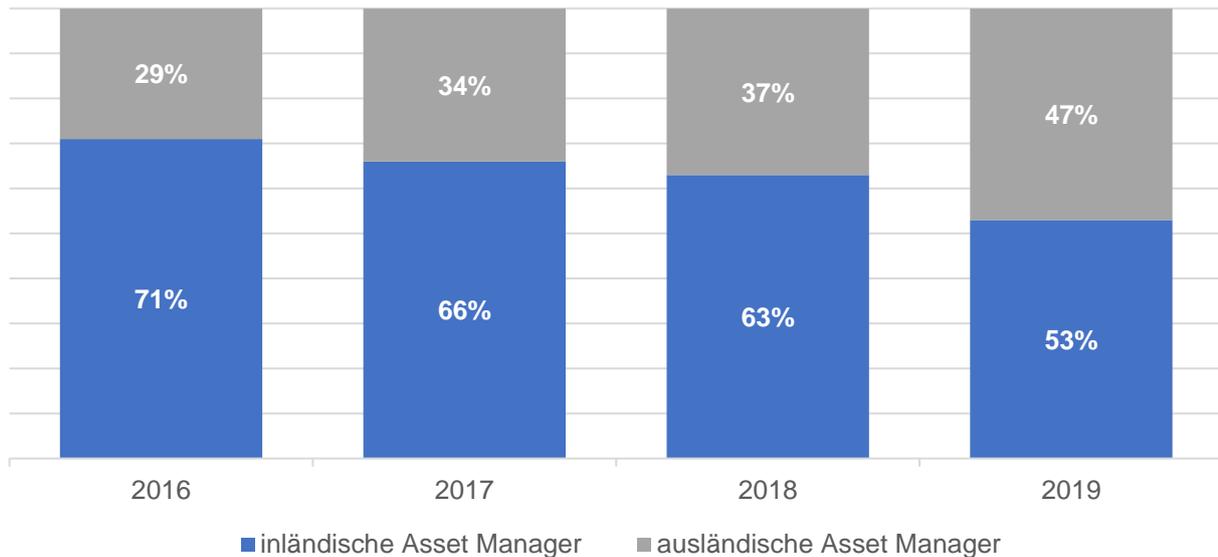
- zum einen der nach der Gesamtanzahl an Asset Managern, mit denen unsere Teilnehmer zusammenarbeiten, und
- zum anderen der nach der Aufteilung der Spezialfondsvergaben zwischen inländischen und ausländischen Anbietern.

„The trend is your friend“, so haben wir diesen Abschnitt eingeleitet.

Diesem Prinzip folgend können sich ausländische Manager in puncto vergebene Spezialfonds (oder Segmenten) über die letzten vier Jahre nicht beschweren.

Vergabe (nach Anzahl der Mandate) an inländische (ausländische) Asset Manager:

### Inländische vs. ausländische Asset Manager



Eine Verschiebung im Vorjahresvergleich um 10% bedeutet für ausländische Manager einen großen Schritt, der einer 50 / 50 – Aufteilung in die Nähe rückt.

Auf die längere Distanz von vier Jahresperioden beträgt der Zuwachs fast (absolute) 20%.

Der in diesem Jahr eindrucksvoll bestätigte Trend zeigt auf, dass sich ausländische Anbieter keinerlei Sorgen über Vorbehalte institutioneller Anleger im deutschsprachigen Raum machen müssen.

Des Weiteren lohnt ein Blick auf die Analyse, wie viele inländische Investoren -überhaupt- mit inländischen bzw. ausländischen Managern zusammenarbeiten.

Von unseren Teilnehmern gaben

- insgesamt 95% (Vorjahr: 90%) an, mit deutschen Adressen zusammenzuarbeiten und
- 63% (Vorjahr: 50%) an, dass sie ihr Geld auch oder ausschließlich von ausländischen Managern

verwalten lassen. Der Anstieg um 13% einer Zusammenarbeit unter anderem mit nicht-deutschen Asset Managern untermauert die zuvor gewonnenen Erkenntnisse.

Etwa 60% der Anleger beauftragen sowohl deutsche wie auch ausländische Häuser.

Auf die Verteilung von Spezialfonds auf in- und ausländische Manager von Seiten der einzelnen institutionellen Anlegergruppen sind wir zuvor schon kurz eingegangen. Cum grano salis lässt sich feststellen, dass ausländische Manager umso stärkeres Gewicht erhalten, desto mehr Mandate von einem institutionellen Anleger insgesamt vergeben werden.

# TELOS

Wir bilden die Brücke zwischen Investor und Asset Manager



## Consulting Services by TELOS

Wir unterstützen Sie bei Suche nach den passenden Partnern für Ihre Kapitalanlage



Asset Manager



Master-KVG



Verwahrstellen



Nachhaltigkeit

Profitieren Sie von unserem breiten Analyse Know-how

Sie erreichen das TELOS-Team unter

TELOS GmbH - Biebricher Allee 103 - D-65187 Wiesbaden - [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)  
Telefon: +49 (0)611 9742 100 - Fax: +49 (0)611 9742 200 - E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

Die Kontinuität der Akzeptanz ausländischer Anbieter über die letzten Jahre und insbesondere die aktuellen Zahlen unserer TELOS-Studie belegen, dass ein Engagement im deutschen institutionellen Markt für ausländische Manager ein gutes Investment sein kann.

Aktuell beschäftigen sich schätzungsweise über 600 Asset Manager um den deutschen Markt. Dabei gilt das Interesse fast durchgehend dem institutionellen Sektor; dies trotz immer engerer Margen bei den Management-Gebühren. Das institutionelle Spezialfondsgeschäft ist auf der Grundlage des Master-Geschäfts sowie der Professionalität der Ansprechpartner deutlich besser zum Aufbau des Geschäfts im hiesigen Markt geeignet.

Die Spezialisierung an Assetklassen in den (Master-) Portfolien deutscher Investoren eröffnet stabil aufgestellten und auch vertrieblisch gut positionierten ausländischen Managern künftig weiteres Wachstumspotential.

Der Zugang zu institutionellen Investoren führt in Deutschland häufig über den Consultant.

Das schwierige Kapitalmarktumfeld tut sein Übriges zur Beschleunigung dieses Prozesses.

Inwieweit der Beratermarkt sich 2018/2019 gegenüber dem Vorjahr verändert hat und wie die Aussichten für 2019/2020 aussehen, beleuchten wir im folgenden Kapitel.

#### **4.4 Einsatz von Consultants**

Steter Tropfen höhlt den Stein. Seit fast zwei Jahrzehnten gehen wir wie auch andere der Frage nach, warum der institutionelle Markt in Deutschland nicht mehr Affinität zu Beratern bzw. Consultants gewinnt; oder etwas schärfer formuliert, warum die Gilde der Berater und der Investoren nicht näher zueinander finden.

Die im deutschen Markt tätigen Berater würden sich über Wachstumsraten wie im Master-Geschäft sicher freuen.

Grob kalkuliert sprechen Insider von etwa einem Drittel der Anleger im institutionellen Sektor, die Berater in der Regel bei der Suche nach dem passenden Asset Manager für eine ausgewählte Assetklasse beauftragen.

Diese „Benchmark“ insbesondere im Vergleich zu britischen oder schweizer Verhältnissen hat sich auch im letzten Jahr bestätigt. 29% unserer Teilnehmer im Jahr 2018 nutzten danach bereits die Expertise von Beratern im Asset Management; im Bereich der Administration wie etwa der Suche nach einer Master-KVG oder einer Verwahrstelle waren es gerade mal 24%. Die Ernüchterung dieses Zahlenwerkes wurde noch zusätzlich dadurch angetrieben, dass weder im Asset Management noch auf der Admin-Seite bei der Frage nach der „künftigen Planung“ einer Hinzuziehung von Beratern auch nur ein Kreuz bei „Ja“ gemacht wurde.

Die aktuelle Studie macht uns da Hoffnung. Knapp 40% der Teilnehmer nehmen die Dienste von Consultants im Asset Management in Anspruch und damit absolut 10% mehr als im Vorjahr! Bei der Suche nach Dienstleistern im administrativen Bereich sind es knapp 22%, also gut jeder fünfte Investor, was dem Niveau aus dem Jahr zuvor entspricht.

Hinzu kommt, dass sich beide Consultant-Bereiche, klassische Asset Management-Beratung wie auch Searches auf der Verwaltungsseite, künftig Hoffnung auf mehr Geschäft machen dürfen. Gut

7% der Anleger ohne Consultantenerfahrung planen nämlich im Asset Management, Berater künftig einzuschalten, im Admin-Bereich sind es sogar annähernd 11%.

Maßgebend ist aus unserer Sicht, dass neben der im Vergleich zum Vorjahr höheren tatsächlichen Inanspruchnahme der Beraterbranche auch die künftigen Perspektiven zu stimmen scheinen.

Als Katalysatoren für die Dynamisierung des Beraterumfelds lassen sich verschiedene Punkte finden:

- der institutionelle Spezialfondsmarkt bewegt sich in Deutschland bei ca. 1,62 Bio. € und bietet damit reichlich Verteilungsmasse,
- die unsicheren bis volatilen Kapitalmärkte wie auch das niedrige Zinsniveau sowie politische Unwägbarkeiten erfordern eine effizientere Beratung durch unabhängige Dritte, bedenkt man insbesondere, dass mittelgroße institutionelle Institutionen mit um die 1,5 Mrd. € mit einer personellen Ausstattung von zwei oder drei zuständigen Mitarbeitern für die Allokation die Gesamtverantwortung tragen,
- auch die regulatorischen Rahmenbedingungen durch die Marktteilnehmer auf Asset Manager- wie aber eben auch auf Investorenmehrheit erfüllt werden müssen, was ein natürlicher Nährboden für das Beratergeschäft per se darstellt,
- und auch die zunehmende Spezialisierung auf der Allokationsseite bis hin zu illiquiden Assetklassen und dem Einsatz von derivativen Instrumenten bis hin zur Nutzung von Overlay-Strukturen, aber auch ALM sowie LDI – Studien.

Insoweit lässt sich das Resümee ziehen, dass das geschilderte schwierige Marktumfeld mit all seinen Implikationen mit der aktuell festgestellten Nutzungsquote von Consultants mehr korreliert als in den Jahren zuvor.

Wir haben in diesem Jahr bewusst darauf verzichtet, unsere Befragung im Bereich Beratung über die klassischen Consultants hinaus auch nochmal auf Ausschreibungsplattformen auszudehnen, die in verschiedenen Ausprägungen seit knapp 10 Jahren am Markt in Erscheinung treten. Der Grund für den Verzicht auf die Differenzierung liegt darin, dass die Grenzen zwischen beiden Ausprägungen zunehmend verschwimmen. Ausschreibungsplattformen betreiben ihr Business zwar nach einem stärker automatisierten Prozess; die Plattformen verfügen insoweit über eine breit aufgestellte Werkbank, um ein zu vergebendes Mandat unter Einschluss aller für den Kunden wichtigen Kriterien (exakte Definition der Assetklasse, Erlaubnis zum Einsatz von Derivaten, Mindest-Erfahrungsschatz des Managers beim Management der ausgeschriebenen Assetklasse, deutschsprachige Ansprechpartner etc.) zu definieren und öffentlich auszuschreiben. Diese Aufzählung mit einer Reihe von individuellen Kriterien zeigt aber schon, dass die Verantwortlichen immer mehr in den Searchprozess mit einer persönlichen Beratungsnote involviert werden.

Aber auch die Consultants präsentieren sich als äußerst heterogene Gruppe. Im Gegensatz dazu stehen die immer wieder als klassische Vorbilder für einen funktionierenden Consultant-Markt bemühten Länder UK und die Schweiz, die über eine entsprechende Regulatorik und auch Haftungsregeln verfügen, mithin Länder, in denen institutionelle Verantwortungsträger im Grunde kaum die Möglichkeit zum eigenen und freien Management ihrer Kapitalanlagen haben, ohne ihren Berater einzuschalten.

Wie zuvor anhand der aktuellsten Zahlen gesehen gewinnen Berater auch in Deutschland vor dem Hintergrund der schwierigen Kapitalmarktbedingungen zunehmend an Bedeutung.

Die teilnehmenden Investoren wurden von uns danach befragt, inwieweit sie bereits mit einem Consultant zusammenarbeiten. Die Investoren konnten die Frage mit Ja oder Nein beantworten.

Zusätzlich hinterfragten wir die „künftigen Planungen“ bezogen auf die Einschaltung von Consultants.

Diese Untersuchung haben wir jeweils für die Suche nach dem

- besten Asset Manager (Fondsmanager) und
- der passendsten Master-KVG (oder Verwahrstelle)

vorgenommen.

Der Umfang einer Beauftragung eines Beraters oder die Art der Kooperation spielte dabei keine Rolle. Die Differenzierungsspanne ist in diesem Feld zu weit angelegt.

Die Ergebnisse unserer diesjährigen Studie stimmen wie bereits erwähnt hoffnungsfroh.

## **Asset Management**

Im Bereich „Asset Management“ liegt der Prozentsatz der Investoren, die einen Berater in Anspruch nehmen, bei 39,3% nach knapp 29% im Vorjahr 2018, was einem satten Plus von absolut 10% entspricht.

Ein Anteil von über 7% „hat definitiv geplant, künftig mit Consultants zusammenzuarbeiten“, so lautete exakt die Fragestellung.

Der positive Trend einer zukünftigen Kooperation mit einem Consultant führt dazu, dass wir zusammengezählt bei der Manager-Auswahl einem Abdeckungsgrad von 50% (40% plus 7%) schon recht nahekommen.

Gut jeder zweite Investor (53,6%) arbeitet derzeit nicht mit Consultants und beabsichtigt dies auch nicht. Diese Zahl vergleicht sich im letzten Jahr mit 71%.

### Unterscheidung nach Anlegergruppen:

Die meisten Versicherer und Banken nutzen nicht die Dienste von Consultants und beabsichtigen dies auch künftig nicht.

Als Nutzer von Consultants zeigen sich vielmehr Versorgungswerke, die - soweit bislang noch nicht umgesetzt - dies zum Teil auch planen.

Bei Corporate Pensions / Pensionskassen sowie Family Offices und Stiftungen ist das Bild geteilt; 50% bedienen sich bereits der Dienste von Beratern, die andere Hälfte nicht.

Auch SGB IV-Anleger sowie kirchliche Einrichtungen gehören zu den Institutionen, die auf Consultants zum größeren Teil zugreifen.

## Master-KVG / Verwahrstelle

Im Bereich Master-KVG und Verwahrstellen liegt der Wert für die Zusammenarbeit mit Consultants bei annähernd 22% nach 24% im Jahr zuvor. Immerhin fast jeder neunte (letztes Jahr: jeder zehnte) Teilnehmer denkt über die Inanspruchnahme eines Beraters im Bereich Administrationsanbieter nach.

Damit liegen die Zahlen der tatsächlichen Inanspruchnahmen erwartungsgemäß unter denen, die im Bereich Asset Management ermittelt wurden; bei der Frage nach der künftigen Planung gaben aber mehr Investoren an, sich eines Beraters bedienen zu wollen!

Der positive Trend einer zukünftigen Kooperation mit einem Consultant führt dazu, dass wir zusammengezählt bei der Auswahl von Master-KVGen sowie Verwahrstellen eine Quote von einem Drittel (22% plus 11%) erreichen.

Die Zahl von 68% derjenigen Anleger, die nicht mit einem Berater im Admin-Business kooperiert und dies auch nicht vorhaben, vergleicht sich im letzten Jahr mit 76%.

Interessanterweise vertrauen Investoren bei dem Auswahlprozess administrativer Häuser dabei immer noch eher auf die eigene Expertise. Interessanterweise deshalb, weil gerade bei der Verwaltung von Services in den Bereichen Reporting nach verschiedensten Spielarten, Fondsbuchhaltung, Beachtung regulatorischer Regelungen und Anpassungen sowie dem komplexen Gebiet des Risiko Managements besonders hohe Anforderungen gestellt werden. Entsprechend aufwändig stellt sich auch aus unserer Erfahrung heraus ein gezielt durchgeführter Searchprozess mit detailliertem Fragebogen, entsprechenden Anpassungen an das Kundenprofil bis hin zu Fragen der weltweiten Lagerstellenpräsenz (bei Verwahrstellen) und den Gebührenverhandlungen dar.

Diese Gesichtspunkte sollten institutionelle Anleger nicht außer Acht lassen.

Bei Master-KVGen sowie Verwahrstellen ist künftig vermehrt mit Neuausschreibungen zu rechnen. Dies aus folgenden Erwägungen heraus:

- zum einen überprüfen immer mehr Anleger, inwieweit die seinerzeit ausgewählten Partner heute noch passen, einmal von der Servicetiefe her, zum anderen von der Gebührensseite her. Als typisches Beispiel können Berufsgenossenschaften angeführt werden, die in bestimmten Zeiträumen gehalten sind, ihre Partner mittels Ausschreibungen nach den Regeln der Vergabe VO zu überprüfen. Gerade bei den „Fees“ haben sich im übrigen in den letzten Jahren Verschiebungen zugunsten der Anleger ergeben, die zu hohem Einsparungspotential bei einem Anbieterwechsel führen können,
- hinzu kommt, dass der Markt bei Master-KVGen zu etwa 25% noch nicht gesättigt ist. Von den insgesamt 1,62 Bio. € Spezialfondsgeldern sind um die 400 Mrd. € noch nicht innerhalb von Master-Mandaten integriert. Zumindest die Hälfte dieser Gelder bzw. der dahinterstehenden Investoren könnte in den kommenden ein bis drei Jahren neues Kundenpotential bieten,

- weitere Opportunitäten bieten große institutionelle Anleger im mehrstelligen Mrd. €-Anlagebereich, wenn sie sich für die Inanspruchnahme einer zweiten oder dritten Master-KVG entscheiden. Diese Möglichkeit wird vermehrt von Investoren genutzt, die Anlagen unterschiedlichen Budgettöpfen zuweisen und hierbei nicht auf Dachfondslösungen innerhalb eines Master-Mandates zurückgreifen wollen.

Im Asset Management beauftragen Investoren Berater typischerweise für Assetklassen, in denen sie sich selbst als Anleger nicht zu Hause fühlen, also nicht über das erforderliche Know-how zur Detailanalyse des Marktes und der Anbieter verfügen. Sehen sie dagegen die Kompetenz im eigenen Hause, so stoßen sie in aller Regel den Search-Prozess selbst an. Diese Heterogenität der Vorgehensweise ist typisch für den deutschen Markt, den man per se nicht als consultant-dominiert bezeichnen kann.

Der Umstand, dass trotz der erfreulichen Entwicklung, die wir in diesem Jahr für den Beratermarkt sehen, lediglich 22% (Administration) bis 40% (im Asset Management) des institutionellen Marktes von Beratern oder Plattformen abgedeckt wird, ist auch der Tatsache geschuldet, dass wir es in Bezug auf die Consultantbranche mit einem unregulierten und ausgesprochen heterogenen Markt zu tun haben. Dieser zeichnet sich nicht wie in der Schweiz oder England durch klare Strukturen mit geordneten Prozessen in der Vorgehensweise über alle Consultants hinweg aus; vielmehr verfolgen die etwa zwanzig bis fünfundzwanzig Anbieter jeweils ganz eigene Konzepte mit inhaltlich unterschiedlichen Angeboten, angefangen bei ALM-Studien über die Begleitung von Search-Prozessen bis hin zur Übernahme von Monitorings im Sinne eines Risiko Managements für die Anlegerkunden.

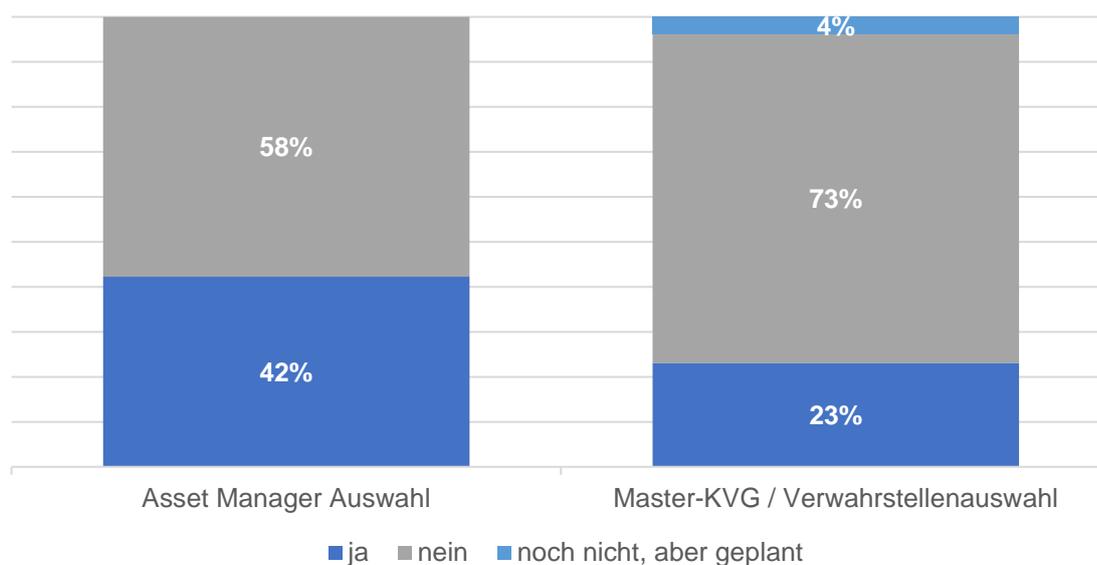
Beim Auswahlprozess (des Managers) muss dabei eine absolute Neutralität und Objektivität sichergestellt sein.

Letztlich müssen auch der Berater und der institutionelle Anleger bezogen auf dessen Anforderungsprofil zusammenpassen. Zurzeit entscheiden sich immer mehr Anleger dafür, eine Abhängigkeit von einem einzigen Consultantheus zu vermeiden. Die „Rundum-Betreuung“ weicht zunehmend dem Modell, bei der Auswahl nach dem besten Manager für speziell ausgerichtete Mandate (z.B. Loans, Infrastruktur, Absolute Return-Ansätze, EM, High Yield, Smart Beta-Strategien) auf verschiedene Beratungshäuser zuzugreifen.

So ist gewährleistet, dass die Investoren ihre Unabhängigkeit bewahren und letztlich immer die Hoheit über ihre Entscheidungen behalten.

Den beiden folgenden Grafiken entnehmen Sie die Einschätzung der Teilnehmer zur Nutzung von Consultants.

## Zusammenarbeit mit Consultants



## 5. Trends für künftige Investments

### 5.1 Planung der Auflage neuer Mandate in 2019/2020

Das gesamte an Manager in verschiedensten Formen anvertraute institutionelle Geld beläuft sich auf annähernd 2 Bio. €. Nach 1,4 bis 1,5 Bio. € Assets vor zwei Jahren und etwa 1,6 Bio. €-Marke vor einem Jahr hat die 1,6 Bio. €-Marke trotz sehr schwieriger Kapitalmarktentwicklungen insbesondere gegen Ende letzten Jahres (2018) mit 1,62 Bio. € gehalten.

Das niedrige Zinsumfeld bietet weiterhin den Nährboden für einen Anstieg des Spezialfondsmarktvolumens und einer entsprechenden Partizipation der Asset Manager daran. Dies ist auch dem Umstand zu verdanken, dass das deutsche Konstrukt der Master-KVG allen Managern, deutschen wie ausländischen, die juristische und administrative Einbindung erleichtert.

Entsprechend positiv ist die Bereitschaft institutioneller Anleger, sich weiter in Spezialfonds zu engagieren. Wir erinnern uns: Spezialfonds machen bereits heute 46% der Gesamtassets institutioneller Investoren aus (4% Publikumsfonds, 50% Direktbestände).

Sehen wir uns den Beginn des Jahres 2019 an den Märkten an, so stimmen uns die Antworten unserer Teilnehmer unserer Befragung auch für künftige Investments optimistisch.

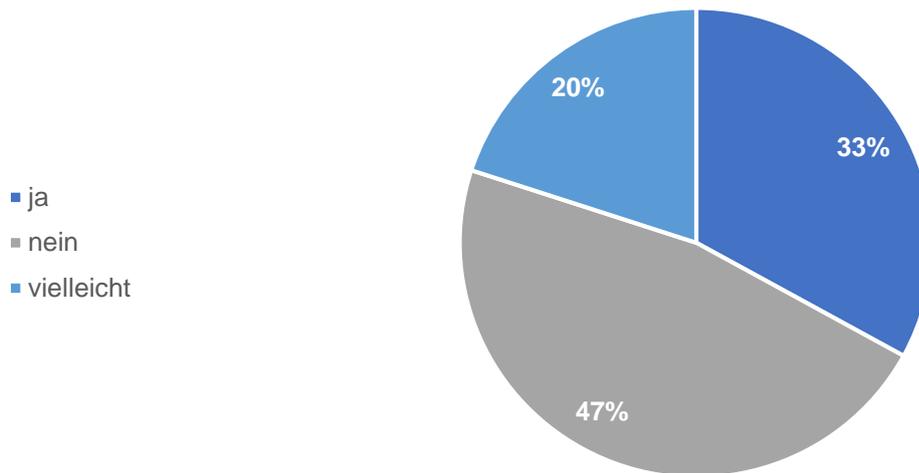
Wie erstmals im letzten Jahr angeboten, konnten die Investoren auf unsere Frage, ob sie als „Investoren in den kommenden 24 Monaten die Auflage neuer Spezialfonds planen“, neben den Alternativen „Ja“ und „Nein“ auch die Variante „vielleicht“ angeben.

Von letzterer Alternative machten 20% (nach 36% im Vorjahr) der Anleger Gebrauch; ein Fünftel der institutionellen Anleger ist demnach noch unentschlossen und zeigt sich – je nach Marktphasen und den entsprechenden zur Verfügung stehenden Mitteln wie auch Risikobudgets – neuen Investments gegenüber absolut offen. Der Anteil der Anleger, die sich noch nicht festgelegt haben, hat sich

gegenüber 2018 demnach fast halbiert, wenn sich auch die Gesamtlage gerade mit Blick auf die angestiegene Volatilität und auch das globale politisch fragilere Umfeld kaum verändert hat.

Wie der nachfolgenden Grafik zu entnehmen ist, antwortete etwa jeder Dritte (!) (Vorjahr: 13%) auf die Frage nach Neuauflagen von Mandaten mit „Ja“, 47% (Vorjahr: 50%) gaben „Nein“ an.

### Neuauflagen innerhalb von 24 Monaten geplant



Die Prozentwerte zwischen Befürwortern (Ja) und denen, die sich eine Auflage neuer Fonds nicht vorstellen können (Nein), variierten über die letzten Jahre um die plus-minus 10%.

Die 2019-er Studie weist insofern einen kleinen Paradigmenwechsel auf, wenn sich jetzt schon über 33% auf die Auflage neuer Spezialfonds festgelegt hat. Dies bedeutet gegenüber 2018 eine positive Abweichung von immerhin (absolut) 20%!

Dabei muss man wissen, dass eine Reihe von institutionellen Investoren ihren Allokationsprozess in strategischer Hinsicht bereits vor einigen Jahren im Anschluss an die Finanzkrisen 2007/2008 und 2011 neu definiert hat. Soweit die von ihnen in diesem Zuge beauftragten Asset Manager die Erwartungen erfüllt haben, neigen Anleger heute dazu, bestehende Spezialfondsmandate eher aufzustocken, bevor sie neue Fonds in Auftrag geben.

Dass der Anteil derjenigen, die über Neuauflagen nicht nachdenken, um einige Prozent zurückgegangen und unterhalb der 50%-Grenze gerutscht ist, stellt im Vergleich dazu eine Marginalie dar.

Eine Unterscheidung nach den einzelnen Anlegergruppen bringt folgende Erkenntnisse:

Die meisten Versicherer, etwa drei Viertel der Teilnehmer aus der Versicherungsbranche, beabsichtigen die Neuauflage von Fonds oder halten dies für möglich. Nur sehr vereinzelt wurde mit „Nein“ geantwortet.

Vorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerke und auch Zusatzversorgungskassen äußerten sich ganz überwiegend - ähnlich wie die Quote bei den Versicherern - sehr positiv zur Auflage neuer

Mandate. Einige kreuzten „vielleicht“ an. Zum Teil handelt es sich bei diesen Anlegern um Adressen mit einer gut zweistelligen Anzahl an Spezialfonds.

Die Einrichtungen aus dem kirchlichen Bereich zeigen ein geteiltes Bild, von einem klaren „Ja“ bis zu einem ebenso eindeutigen „Nein“ bezüglich Neuaufgaben.

Vergleichbar mit den Kirchen stellt sich die Bereitschaft zur Fondsaufgabe auf Seiten der Corporate Pensionskassen / Pension Funds wie auch bei den Stiftungen und Family Offices dar. Die Hälfte möchte danach auf jeden Fall neue Mandate beauftragen.

Die Neigung der Banken zur Aufgabe neuer Spezialfonds ist wie im Vorjahr nicht sehr ausgeprägt. Der ganz überwiegende Teil verneinte die Frage, einige wollten sich nicht festlegen („vielleicht“).

Das starre Anlagekorsett der Anlagenormen (§§ 80 ff. SGB IV) auf der einen Seite sowie die wenig zufriedenstellende Zinssituation verleidet den Sonstigen Anlegern wie SGB IV – Institutionen die Lust nach der Aufgabe neuer Spezialfonds. Hier äußerte sich keine Einrichtung positiv. Auch der Umstand, dass nach neuer Gesetzeslage bei der Ausfinanzierung und Absicherung von Altersvorsorgezusagen unter anderem Aktien mit einer geringen Quote zugelassen sind, änderte etwas an diesem Votum.

Grundsätzlich gilt, dass es allen institutionellen Anlegern in dem aktuellen Umfeld nicht leichtfällt, in dem Kapitalanlage-Dreieck „Rendite – Risiko – Liquidität“ zu bestehen. Wir haben zu Anfang unserer Studie bei der Frage nach der aktuellen Allokation der Assets feststellen können, dass das Risiko-Exposure durch konkrete Umschichtungen und Mittelallokationen auch in illiquide Assetklassen über das letzte Jahr bereits stattgefunden hat. Dies ist in der aktuellen Lage unumgänglich, um eine höhere Rendite erzielen zu können.

Weiteres Potential werden künftig auch Auswechselungen von Asset Managern generieren, die den Erwartungen der Anleger nicht entsprechen.

Wir fragten bei unseren Teilnehmern zusätzlich nach, ob im Falle der Vergabe neuer Spezialfondsmandate eher **deutsche oder ausländische Manager** Berücksichtigung finden.

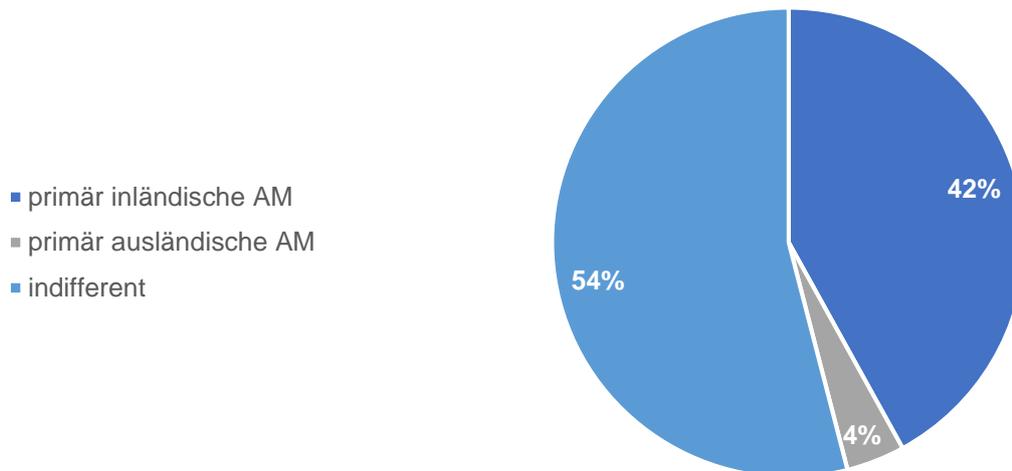
Das folgende Balkendiagramm zeigt, dass über die Hälfte der Teilnehmer (54%) dieser Frage völlig offen gegenübersteht. Gegenüber dem Jahr 2018 haben sich die Tendenzen nur leicht verschoben (2018: keine Präferenz: 50%, inländische Häuser: 41%, ausländische Häuser: 9%).

Bezogen auf die Antworten der einzelnen Anlegergruppen lässt sich die Faustformel aufstellen:

„Je größer die Assets unter Management auf Seiten der Einrichtung, desto mehr besteht die Offenheit gegenüber inländischen und / oder ausländischen Anbietern.“

Versicherer und größere Versorgungseinrichtungen denken dabei eher an die Vergabe von Mandaten an ausländische Anbieter. Banken tendieren genau wie im Vorjahr klar zu deutschen Häusern. Gleiches trifft auf Einrichtungen mit Assets bis zu 500 Mio.€ zu, für Stiftungen genauso wie Versorgungswerke oder Kommunen / Städte. Kirchen zeigen sich nach beiden Seiten recht offen, im Übrigen auch Sozialversicherungsträger.

## Inländische vs. ausländische Asset Manager



### 5.2 Präferierte Anlagepolitik

Wie wir bereits gesehen haben, nimmt der Spezialisierungsgrad an Investitionen in verschiedenste liquide wie insbesondere illiquide Assetklassen zu. Dieser Trend wird sich aller Wahrscheinlichkeit nach in den nächsten Jahren eher verstärken als abnehmen.

Unabhängig von der Betrachtung einzelner Assetklassen beschäftigen sich die Anleger jedoch auf einer höheren Ebene bereits im Rahmen ihrer strategischen Ausrichtung mit dem Thema, welcher Grundausrichtung sie bei ihrer Anlagepolitik folgen, eher dem

- des Absolute Return- oder
- des Relative Return-Gedanken.

Das im Vergleich zu 2017 deutlich volatiler Jahr 2018 hat gezeigt, dass eine Reihe von aktiven Managern den Markt sehr wohl outperformen konnten, was aus der Erfahrung heraus keine Selbstverständlichkeit ist. Viele Anleger trugen dem Rechnung, indem sie bzw. ihre beauftragten Manager sich an Vergleichsmaßstäben in Form von Indizes orientierten.

Als objektiver Maßstab für den Erfolg oder Misserfolg einer Strategie oder eines Investmentansatzes war dieser Benchmarkvergleich ein durchaus geeignetes Instrument. Da die Zeiten, da Investoren einen safe haven auf der Zinsseite hatten, um deren Verpflichtungen zu erfüllen, weggefallen ist, stellten einige ihre Grunderwartung an die Manager inzwischen in Richtung „Absolute Return“ - Ansätze um.

Der über die letzten zehn Jahre zu beobachtende Anstieg der Krisen und die damit einhergehenden Ausschläge an den Kapitalmärkten bestärkten immer mehr Marktteilnehmer, diesem Grundsatz zu folgen.

Eine Legaldefinition für „Absolute Return“ gibt es nicht. Anwendbar ist der Terminus, meist verpackt im Fondsnamen, für alle denkbaren Assetklassen. Betrachtet man die Leistung der mit diesem

Ansatz gemanagten Fonds, so kann man festhalten, dass die Performance-Ergebnisse der Absolute Return Produkte weit auseinander liegen können, da es jedem Asset Manager frei steht, seinen Investmentansatz mit dem Attribut „Absolute Return“ zu versehen. Aus dem Blickwinkel der Investoren lassen sich einige Gemeinsamkeiten aller Strategien herausfiltern:

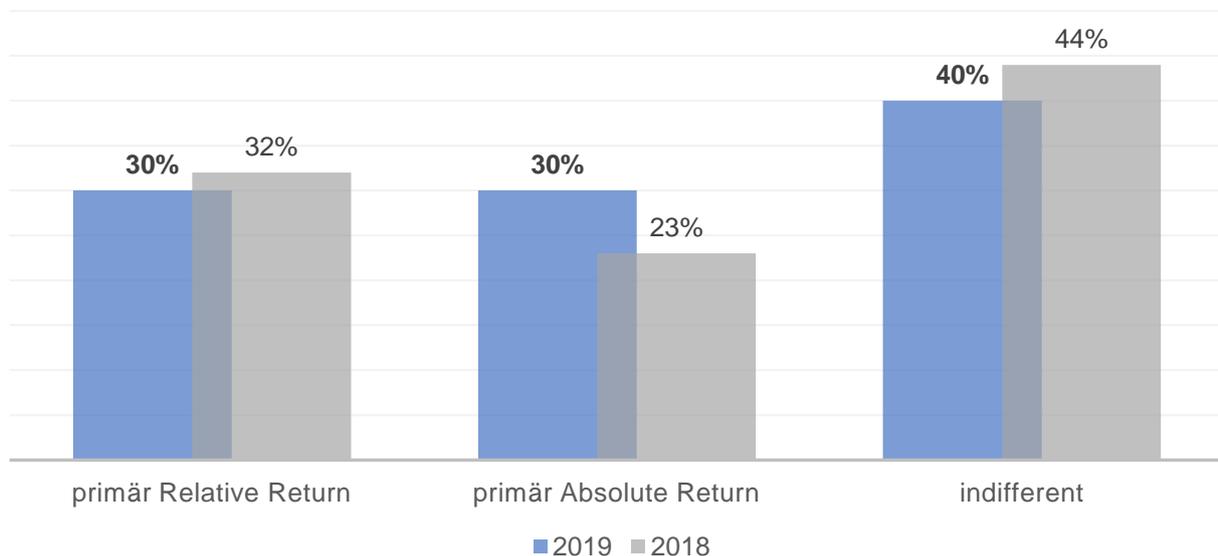
- Ziel ist die Erzielung einer positiven Performance, auch unter Berücksichtigung der Risiken; die Rendite soll also oberhalb des Geldmarktzinses liegen unter Berücksichtigung des Eingehens eines minimierten Risikos (z.B. anhand der Sharpe Ratio),
- Absolute Return – Ansätze orientieren sich nicht an einer Benchmark bzw. einem Index,
- In der Regel streben die Absolute Return-Ansätze an, auch durch den aktiven Einsatz von Derivaten und unter Einbeziehung verschiedener Assetklassen einen positiven Return zu erzielen.

Im Rahmen unserer Frage nach der Präferenz für Relative oder Absolute Return ergänzten wir wie erstmals im letzten Jahr (2018) auch im diesem Jahr als dritte Antwortalternative „Keine Präferenz“.

Im vorletzten Jahr 2017, in dem nur die Alternativen „Absolute Return“ oder „Relative Return“ angeboten wurden, standen 52,3% der Anleger mit einer Präferenz für Relative Return 47,7% mit einem Bias für „Absolute Return“ gegenüber.

In diesem Jahr stellte sich im Vergleich zu 2018 folgendes Bild dar:

### Relative Return vs. Absolute Return



Die in diesem Jahr angebotene dritte Antwortvariante zeigt, dass immer noch 40% der Investoren keine einseitige Neigung zu dem einen oder anderen Ansatz verfolgt, sondern sich die Flexibilität in Anlehnung an die Marktphasen bewahren will.

Bei den einzelnen Anlegergruppen stellt sich das Bild wie folgt dar:

Im Gegensatz zum letzten Jahr folgt jetzt eine leichte Mehrheit der Versicherungsgesellschaften dem Absolute Return-Ansatz und halten damit nicht mehr so apodiktisch an einer Benchmark fest.

Einen leichten Bias hin zum Absolute Return-Ansatz verfolgen auch die Vorsorgeeinrichtungen; einige haben auch keinerlei Präferenz.

Im Grunde sieht es ähnlich bei den Corporate Pensions aus, wobei einige Adressen hier noch eher benchmark-bezogen (Relative Return) denken.

Während Family Offices und Stiftungen und auch SGB IV-Anleger eher dazu neigen, keinerlei Modell den Vorzug einzuräumen, hängen kommunale Einrichtungen eher dem Absolute Return-Gedanken an.

Die teilnehmenden Banken stehen in ihrem Depot A – Geschäft ganz überwiegend beiden Ansätzen offen gegenüber.

### **5.3 Präferierte Assetklassen**

Das Vehikel des Spezialfonds bleibt eindeutig die favorisierte Fondsalternative für deutsche institutionelle Investoren. Auch wenn das Volumen sich insgesamt Ende 2018 nicht weit entfernt hatte von dem End-2017-er Wert, so zeigt doch gerade die Entwicklung zu Beginn des Jahres 2019, dass wieder mehr Investments in Spezialfonds getätigt werden.

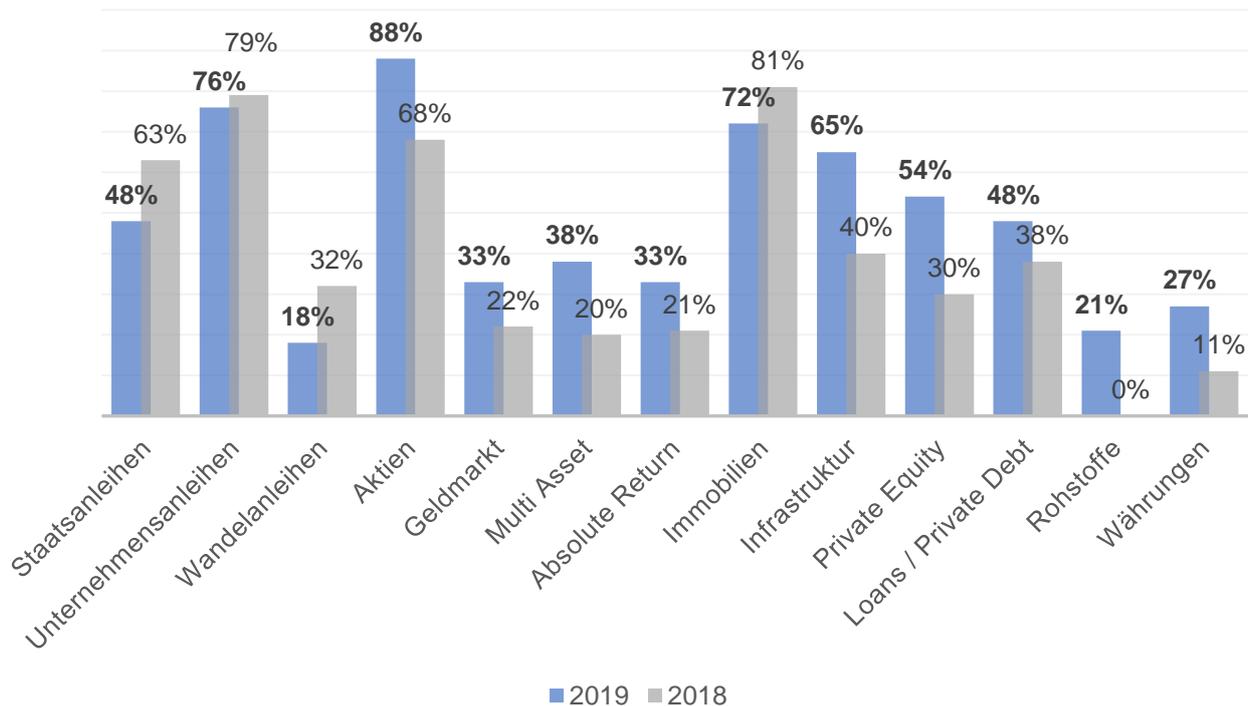
Der folgende Komplex befasst sich mit den beiden Gesichtspunkten:

- welche Assetklassen werden von den Anlegern präferiert und
- bevorzugen die Anleger eher aktive oder passive Managementansätze.

Wir haben den Teilnehmern wie im Jahr zuvor einen erweiterten Rahmen von 13 „Präferierten Assetklassen“ zur Auswahl angeboten. Diese im Vorjahr vorgenommene Anpassung trägt dem Umstand Rechnung, der Aussagekraft vor dem Hintergrund der zunehmenden Diversifikation der Assets gerecht zu werden.

Im Folgenden legen wir dar, wie viel Prozent unserer Teilnehmer die einzelnen Assetklassen für künftige Investments im Jahr 2019 und in 2020 berücksichtigen wollen, bevor wir auf die Präferenz von aktiven oder passiven Ansätzen sowie auch die Frage eingehen wollen, ob unsere Teilnehmer in diesen Assetklassen Aufstockungen – oder ggfs. Reduzierungen – eingeplant haben.

## Assetklassen für Investments in 2019/2020



Im letzten Jahr war bereits eine Tendenz hin zu illiquiden Assets spürbar, aber in den einzelnen Assetklassen doch recht unterschiedlich ausgeprägt. So nahm das Interesse u.a. an Immobilien-Investments von 2016 auf 2017 von 54% auf 81% zu; bei anderen illiquiden Assetklassen wie Private Equity sank dagegen vom vorletzten auf das letzte Jahr das Interesse sogar von 41% auf 30%.

Unsere in der vorliegenden Studie gemessenen Werte im illiquiden Sektor zeigen aber fast samt und sonders nach oben. Hier ist ein echter Paradigmenwechsel in der Breite zu einer Verbreiterung der illiquiden Assets greifbar.

Den größten Sprung in der Präferenzliste nehmen im Vergleich zum letzten Jahr die Infrastrukturanlagen von 40% auf jetzt 65% ein. Private Equity Investments wollen jetzt 24% mehr Investoren im Vergleich zum Jahr zuvor (30%) in Angriff nehmen (aktuell: 54%).

Anlagen in Immobilien hatten wie gesagt schon im letzten Jahr einen hohen Wert von 81% erreicht, der sich in der vorliegenden Studie verstetigt hat (72%).

Das goldene Beton steht in der Gunst weiter vorne, da sich nach wie vor attraktive Renditen erzielen lassen und auch neue, innovative Anlagevehikel wie Dachfonds angeboten werden. Die Ressource Real Estate ist allerdings endlich. Es fehlt teilweise schlichtweg an attraktiven Objekten.

Weiter suchen Investoren traditionell nach alternativen Lösungen im Anleihesektor bei Unternehmensanleihen mit etwa vier von fünf Anlegern aufgrund der immer noch höheren Spreads im Vergleich zu Staatsanleihen, die stark an Attraktivität mit jetzt nur noch jedem zweiten Anleger (48%) eingebüßt haben.

Aber auch Loans gewinnen dazu, mit jetzt jedem zweiten Anleger (48%) und damit einem Plus von 10% im Vergleich zu 2017/2018. Senior Loans, also Nachrangsanleihen, mit relativ interessanten Zinsausstattungen und bei gutem Management, finden immer mehr Abnehmer auch im institutionellen Sektor, so etwa bei Versicherern.

Das Interesse an Aktieninvestments liegt mit jetzt 88% deutlich über den im Vorjahr ermittelten 68%.

Auf geringes Interesse stießen in der aktuellen Konstellation höher verzinsliche Wandelanleihen, die auch von steigenden Aktienmärkten profitieren. Nur noch jeder fünfte Anleger kann sich ein Investment vorstellen.

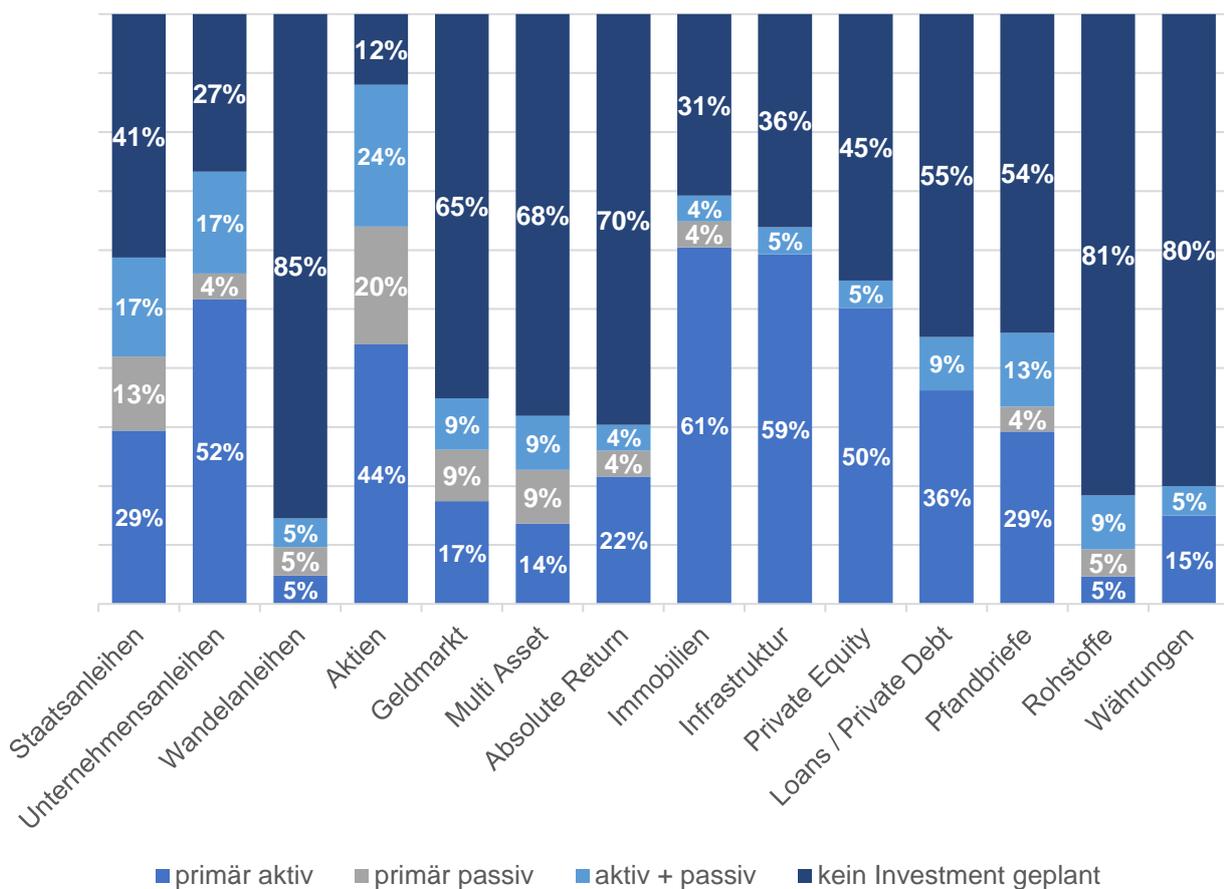
Zwei von fünf Anlegern ist wieder bereit, in Multi Asset-Fonds zu investieren. Damit hat sich das Interesse gegenüber letztem Jahr verdoppelt.

Das nachfolgende Balkendiagramm bildet ab, inwieweit die Investoren künftige Investments

- eher aktiv
- eher passiv oder
- aktiv oder passiv

abzubilden gedenken.

Anteil aktiv / passiv gemanagter Mandate



Wie im Vorjahr haben wir in der aktuellen Erhebung neben „aktiv“ und „passiv“ auch die Variante „sowohl aktiv wie auch passiv“ aufgenommen.

Insofern lohnt bei den grafischen Aufbereitungen ein gezielter Blick auf das Verhältnis „aktiv“ zu „passiv“.

Über alle vierzehn Assetklassen, die wir angeboten haben, hinweg fällt auf, dass unsere Teilnehmer zum großen Teil eine klare Vorstellung davon haben, ob sie „aktives“ oder „passives“ Management in den jeweiligen Assetklassen präferieren. Bei den meisten Assetklassen bewegt sich der Anteil der Investoren, der für beide Ansätze, aktiv oder passiv, offen ist, im einstelligen Prozentbereich. Beispiel: Multi Asset mit gut 9%.

Eine gewisse Ausnahme bilden „Aktien“. Hier kann sich fast jeder vierte Anleger (gut 24%) beide Managementarten vorstellen.

Bei den Staatsanleihen liegt der Wert „aktiv“ mit 29% annähernd drei Mal so hoch wie derjenige, der vorwiegend auf „passiv“ (13%) setzt.

Besonders auffällig ist die hohe Rate bei Unternehmensanleihen mit über 52% (Vorjahr sogar 63%) der Teilnehmer, die ein „aktives“ Management bevorzugen gegenüber nur 4%, die einen passiven Approach favorisieren.

Hohe Werte pro aktives Management finden sich insbesondere bei Loans und Private Debt, bei denen eine aktive Komponente fast zur DNA des Managements gehört (36%).

Bei den illiquiden Assetklassen wie Immobilien ist ein passives Management nur schwer vorstellbar und umsetzbar. Hier genauso wie bei Infrastruktur ist eindeutig ein aktiv agierender Manager gefragt (61% und 59%).

Wurden in normalen Kapitalmarktzeiten auch passive Ansätze stärker eingesetzt, so ist der Bias hin zu aktivem Management in dem schwierigen Umfeld unübersehbar. Deutlich wird das auch an dem Beispiel der Unternehmensanleihen, einer hochliquiden Assetklasse; hier lag der Anteil der Bekenner zum passiven Management im letzten Jahr noch bei 16%, in der aktuellen Studie dagegen bei 4%, also gerade noch bei einem Viertel.

Die Frage nach der Suche von „aktiven“ Managern oder aber der Replizierung eines Indexes im Sinne eines „passiven“ Managements spiegelt die von dem institutionellen Investor verfolgte Anlagephilosophie dar. Ein Blick auf Investoren zum Beispiel in den USA zeigt, dass dort sehr viel mehr Anleger auf rein passive Ansätze setzen. Dieser Trend ist hierzulande noch bei weitem nicht so ausgeprägt.

Die jüngsten Marktschwankungen spielen scheinbar den aktiven Fondsmanagern in die Hände, denen die Anleger das entsprechende Vertrauen entgegenbringen, den Index zu schlagen.

## **5.4 Aufstockungspotentiale und Präferenz bei der Wahl des Anbieters**

Mit dem Blick auf künftige Investments wollten wir von den Teilnehmern wissen, inwieweit sie ihre Assets in den einzelnen Assetklassen verändern möchten. Vier Stufen konnten angekreuzt werden:

- erhöhen
- in etwa stabil halten
- reduzieren
- noch nicht klar.

Die folgende Grafik zeigt die Präferenzen über 14 Assetklassen hinweg.

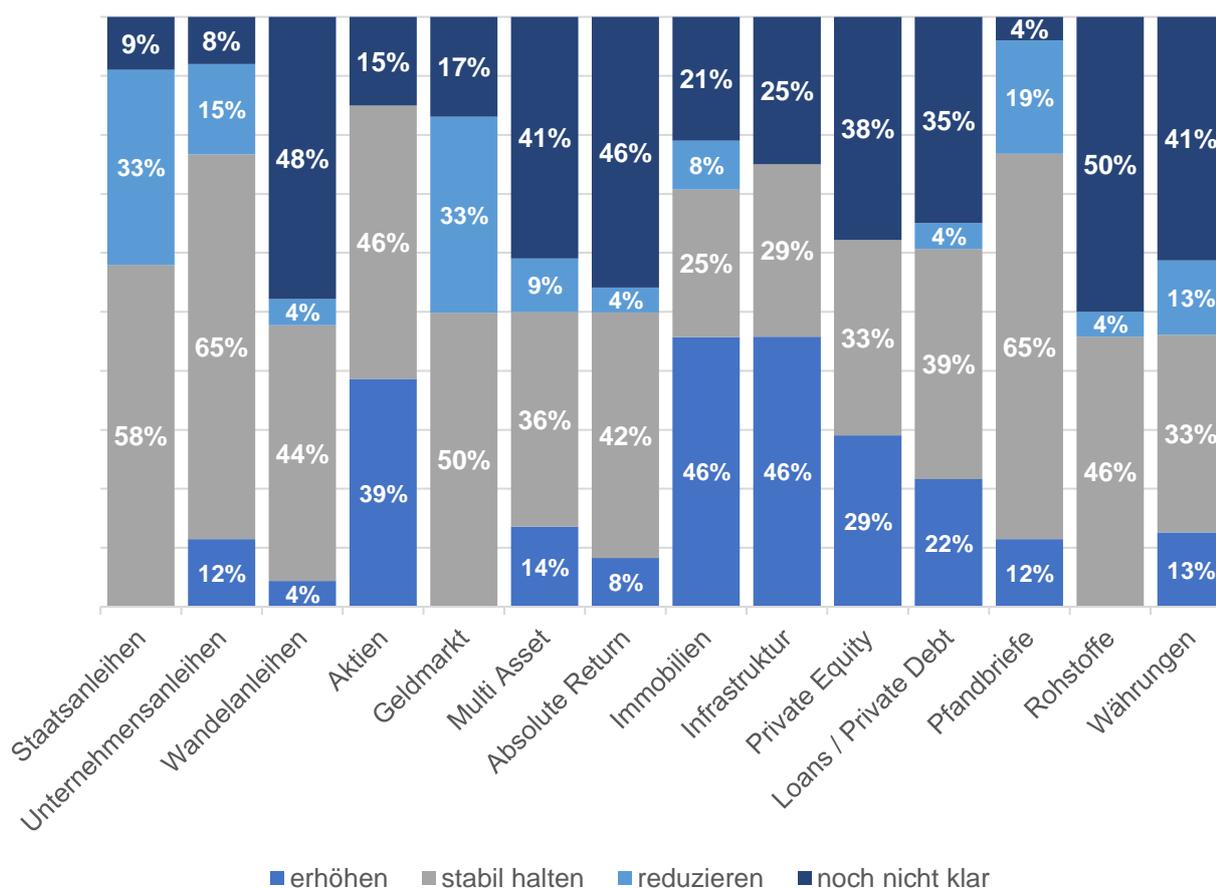
Mit Ausnahme von zwei Assetklassen gaben die institutionellen Anleger mit den höchsten Prozentzahlen an, ihre Investitionsquoten in den einzelnen Assetklassen eher stabil zu halten.

So sagten zum Beispiel 65% der Teilnehmer, den Anteil an Unternehmensanleihen auf dem bestehenden Niveau zu belassen; 12% denken an eine Aufstockung, 15% eher an eine Reduzierung ihrer Quote an Unternehmensanleihen.

Zwei Assetklassen stechen aus diesem Trendkanal hervor: über 46% der Investoren beabsichtigen eine Erhöhung ihrer Immobilien-Quote (stabil halten: 25%); ebenso hoch liegt der Prozentsatz, die sich für eine Aufstockung (46%) des Bereichs Infrastruktur aussprechen (stabil halten: 31%).

Auf der anderen Seite sind es wiederum zwei Assetklassen, die aus Sicht der Anleger reduziert werden sollen. So will mehr als jeder dritte Anleger (34%) den Staatsanleihenanteil nochmal zurückfahren; knapp 50% wollen die Quote auf dem jetzigen Niveau belassen. Ebenfalls ein Drittel der Teilnehmer will sich aus dem Geldmarkt zurückziehen (bei 50% stabil halten). In das bislang gezeichnete Bild passt das Interesse an Loans und Private Debt sowie im Bereich Private Equity. In beiden Assetklassen soll es aus der Sicht der Teilnehmer in den kommenden zwei Jahren zu höheren Investitionen kommen.

## Planung in der Assetallokation



Die vorstehende Grafik macht zudem deutlich, dass sich die Investoren bei einigen Assetklassen noch nicht schlüssig sind, in welche Richtung sie die Quoten hin steuern sollen.

Unschlüssig sind die Anleger danach insbesondere bei

- Rohstoffen (50%)
- Wandelanleihen (48%)
- Absolute Return (46%)
- Währungen (41%)
- Mult Asset (41%).

Die Investmentaktivitäten deutscher institutioneller Investoren sind mithin weiter als hoch einzustufen, so dass die aktuell ca. 1,62 Bio. € in deutschen Spezialfonds nach einem Jahr der Stagnation sich „unter normalen Kapitalmarktbedingungen“ bis Ende diesen Jahres einem Gesamtvolumen von 1,7 Bio. € annähern könnten.

Dies birgt auch Chancen für ausländische Asset Manager, die wie zuvor gesehen heute schon fast jeden zweiten Manager stellen.

Trotz hoher Funktionalität im administrativen Bereich wird ausländischen Managern der Zugang zu institutionellen Anlegern durch das Instrument der Master-KVG sehr erleichtert.

Ein weitaus komplexeres Thema bei ausländischen Managern ist der eigentliche Vertriebszugang zu institutionellen Investoren.

Im Folgenden werden die klassischen Wege kurz skizziert.

## **Einheit in Deutschland**

Der direkteste Weg führt über eigene personelle Ressourcen unmittelbar zum Ansprechpartner eines institutionellen Anlegers. Deren teilweise erkennbare Reserviertheit ist vor dem Hintergrund der Vielzahl an Asset Managern im deutschen Markt verständlich. Der Aufbau einer Kundenbeziehung gehört aber sicher zu den größten Herausforderungen auf Seiten der Manager. Soweit das echte Kommitment für die Penetration des Marktes auch von entsprechenden Ressourcen flankiert wird, bietet sich der Aufbau eines deutschen Teams an, das die hiesigen, insbesondere gesetzlichen, Rahmenbedingungen für die klassischen Anlegergruppen (VAG, AnlageVO, SGB IV, Basel III, Stiftungs-Satzungen etc) kennt.

## **Consultants**

Wie im Jahr zuvor sind es um die 20 Consultants, die sich um die Betreuung deutscher institutionelle Anleger bemühen. Zuvor haben wir bereits feststellen können, dass insbesondere im Portfoliomanagement Berater sich eines größeren Zuspruchs von Seiten institutioneller Anleger erfreuen dürfen. Der Kreis der Anbieter andererseits hat sich über die letzten Jahre verdichtet und macht auch weiterhin keine Anstalten, nochmal zu expandieren. Der Consultant bildet eine Art verlängerten Arm des Anlegers.

Schätzungsweise decken Consultants heute wie gesehen um die 35% bis zu 40% des Spezialfondsmarktes ab.

## **Durchführung eigener Beauty Contests**

Größere Investoren führen direkt aus dem eigenen Hause heraus gesteuert Beauty Contests durch. Dies bedarf aber des Vorhaltens gewisser Ressourcen zum einen zur Durchführung des Beauty Contests, zum anderen aber auch schon, um im Vorfeld entsprechende Recherchen durchzuführen, um den Markt für eine bestimmte Assetklasse zu screenen.

Ob der Beauty Contest nun direkt vom Kunden ausgeführt wird, von einem Consultant oder einer Ausschreibungs-Plattform, meist sind entsprechende „Bewerbungs“-Unterlagen von Managerseite einzureichen. Unterschätzt werden darf dieses Stadium des Zugangs zum Kunden jedoch keineswegs. Überzeugende Performance- oder Risiko-Kennzahlen können Interesse beim Investor wecken, um zum Beauty Contest eingeladen zu werden. Die meisten Anleger legen Wert darauf, die Präsentationsunterlagen in deutscher Sprache zu erhalten und auch die Präsentation vor Ort sollte zumindest mit überwiegend deutschsprachigen Mitarbeitern erfolgen.

Das Ziel auf Investorenmenseite ist es, mit den besten Anbietern zusammenarbeiten. Anhand welcher Kriterien die Qualität von Managern beurteilt werden kann, wird im folgenden Kapitel behandelt.

## 6. Asset Manager Selektion

### 6.1 Neuvergabe von Spezialfonds (Spezial-AIF) - Mandaten

Bevor wir im Einzelnen auf die Gesichtspunkte zu sprechen kommen, die aus Sicht institutioneller Investoren den Ausschlag für oder gegen einen Manager geben, wollen wir uns kurz nochmal die wesentlichen, bislang gewonnenen, Erkenntnisse in das Gedächtnis rufen, die im Ergebnis nicht ganz unwesentlich sind für die Beurteilung der Auswahlkriterien:

- jeder dritte institutionelle Anleger hat sich bereits darauf festgelegt, in den kommenden zwei Jahren neue Spezialfonds aufzulegen. Dazu kommen nochmal 20% der Anleger, die dies zumindest in Erwägung ziehen, womit mehr als jeder zweite institutionellen Anleger für die Neuauflage von Spezialfonds in Betracht kommt!
- Die nächsten zwei Jahre werden zu einer Veränderung der Asset Allocation bei fast allen Investorengruppen (Versicherer, Versorgungswerke usw.) führen. Der Status Quo der Allokation zeigt schon einen klaren Shift hin zu illiquiden Assets (und nicht nur Immobilien) auf; vielmehr legen die dargelegten Planungen der Investoren den Schluss nahe, dass es zu markanten Aufstockungen spezieller Assetklassen wie Loans, Private Debt oder Infrastruktur kommen wird, hingegen zu Reduzierungen bei unter anderem Staatsanleihen.

Die jüngst zu vernehmenden Aussagen der FED mit der Absicht -entgegen lange kolportierter Trends- doch von raschen Zinsanhebungen Abstand zu nehmen und auch die Rückführung der Zentralbankbilanz nun doch nicht zu forcieren, nehmen den letzten Positivisten den Glauben an eine Tendenz global steigender Zinsen.

- Ausländische Anbieter haben auch über das letzte Jahr bei den Spezialfondsvergaben nochmals aufgeholt gegenüber deutschen Häusern; dazu ist mehr als jeder zweite Anleger für eine Beauftragung ausländischer Asset Manager völlig offen.

Trotzdem gestalten sich die Rahmenbedingungen der Kapitalmärkte nicht einfacher, wenn wir auf die nächsten zwei Jahre blicken. Der Spezialfondsmarkt verfügt nach wie vor über große Dynamik. Dennoch sind die Störfeuer seitens der Politik (u.a. Handelskonflikte), und auch vor dem Hintergrund einer immer wieder beschworenen Rezession weltweit nicht zu unterschätzen.

Nichtsdestotrotz müssen institutionelle Gelder angelegt werden. Quellen sind einerseits die Beitragszahlungen der Versorgungsberechtigten (z.B. Versorgungswerke der Ärzte, Anwälte etc.) und auch die aktuell auslaufenden Langläufer auf der Rentenseite, die wie gemäß unserer Frage nach den künftigen Anlageideen im jetzigen Zinsumfeld kaum den Weg in eine Wiederanlage in Govies finden werden.

Profiteure werden am Ende die Spezialfonds-Anbieter sein. Auch im Bereich komplizierter zu verwaltender (u.a. auch zu bewertender) illiquider Assetklassen stehen die Master-KVGs und Verwahrstellen als professionelle Lieferanten zur Seite.

Am Ende muss natürlich die Performance stimmen. Die bei Versorgungswerken und anderen Einrichtungen wie kirchlichen Zusatzversorgungskassen festgeschriebenen Rentenverpflichtungen von 3% und zum Teil darüber müssen bedient werden. Diese Liabilities machen immerhin zwei Drittel des deutschen Spezialfondsmarktes aus.

Dass ein Umdenkungsprozess in der künftigen Allokation der Gelder längst stattgefunden hat und auch entsprechende Konsequenzen gezogen worden sind, haben wir bereits gesehen. Die Landkarte der aktuellen Asset Allokation hat sich zum Teil markant verschoben, wenn zum Beispiel Staatsanleihen im zweistelligen Prozentbereich gegenüber dem Vorjahr reduziert wurden, und zugleich alternative Investments wie Immobilien oder Private Debt und Loans in der Gunst angestiegen sind.

Dieser Spezialisierungstrend in den Assetklassen räumt auch Nischenanbietern bessere Chancen ein, sich erfolgreich im deutschen Spezialfondsmarkt zu bewegen. Zugleich wird diese Entwicklung das Interesse der institutionellen Anleger noch einmal mehr darauf lenken, mehr über den künftigen Kooperationspartner zu erfahren.

Ob ein Asset Manager ein vertrauenswürdiger Partner ist, lässt sich naturgemäß nicht immer eindeutig beantworten. Auch wenn sich jeder Anleger bei der Auswahl des Managers auf gewisse Prioritäten fokussiert (z.B. Performance, Kundenbetreuung), so steht doch meist ein breiter Katalog an Kriterien hinter einem konkreten Auswahlprozess des passenden Asset Managers.

Dies gilt vorneweg bei einer anstehenden Neuvergabe an Asset Manager, mit denen der Investor in der Vergangenheit noch keinen Kontakt hatte. Diese Manager müssen unter anderem den Beweis antreten, dass sie in der Lage sind, gewisse Grundvoraussetzungen für eine Mandatsaufgabe zu erfüllen. Dazu gehört etwa, dass der Manager nach Durchlaufen einer Due Diligence bereits mit deutschen Master-KVGen zusammenarbeiten kann. Es darf auch nicht unterschätzt werden, dass auch die Entscheidungsträger auf institutioneller Seite ihre Entscheidung für oder gegen einen Manager gegenüber der nächsthöheren Instanz, zum Beispiel dem Verwaltungs- oder Aufsichtsrat, rechtfertigen müssen.

## **6.2 Bedeutung der Kriterien und aktuelle Zufriedenheit**

Wir hatten unseren Kriterienkatalog zur Beurteilung von Asset Managern auf vierzehn Kriterien konzentriert, die auch in der vorliegenden Studie als Maßstab herangezogen werden.

Bei den Gesichtspunkten, die eher den „soft factors“ zuzurechnen sind wie das Betreuungskonzept, haben wir auch Punkte wie „Transparenz“ und „Kommunikation“ berücksichtigt.

Die Kriterien, anhand derer ein institutioneller Entscheidungsträger seinen Manager auswählt, weisen bei den klassischen institutionellen Anlegergruppen eine relativ hohe Schnittmenge auf. Unterschiede ergeben sich bei Reportinganforderungen, da es in diesem Bereich um regulatorische Bedingungen geht, die bei Kreditinstituten und zum Beispiel Versicherern anders aussehen, und teilweise auch bei den Ansprüchen an die Kundenbetreuung.

Wir haben unsere Erfahrungen aus über zehn Jahren Begleitung von Ausschreibungsprozessen ( siehe [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de) ) bei der Behandlung der einzelnen Kriterien mit einfließen lassen. Wie in den Jahren zuvor nehmen wir den Vergleich mit den Erkenntnissen aus den Vorjahren auf.

Dabei sind wir wieder zweidimensional vorgegangen. Zunächst wollten wir wissen, welche der Kriterien aus der Sicht institutioneller Anleger abstrakt betrachtet für die Auswahl eines Managers von Bedeutung sind („**Wertschätzung**“). Zum zweiten baten wir um eine Bewertung, wie zufrieden die Investoren als Teilnehmer dieser Studie konkret im täglichen Umgang mit den Services der Manager sind („**Zufriedenheit**“).

Jedes der fünfzehn Kriterien konnte in fünf Abstufungen beantwortet werden und zwar bei der „Wertschätzung“ von „sehr wichtig“ bis „unwichtig“ und bei der „Zufriedenheit“ von „sehr zufrieden“ bis „unzufrieden“.

## Performance

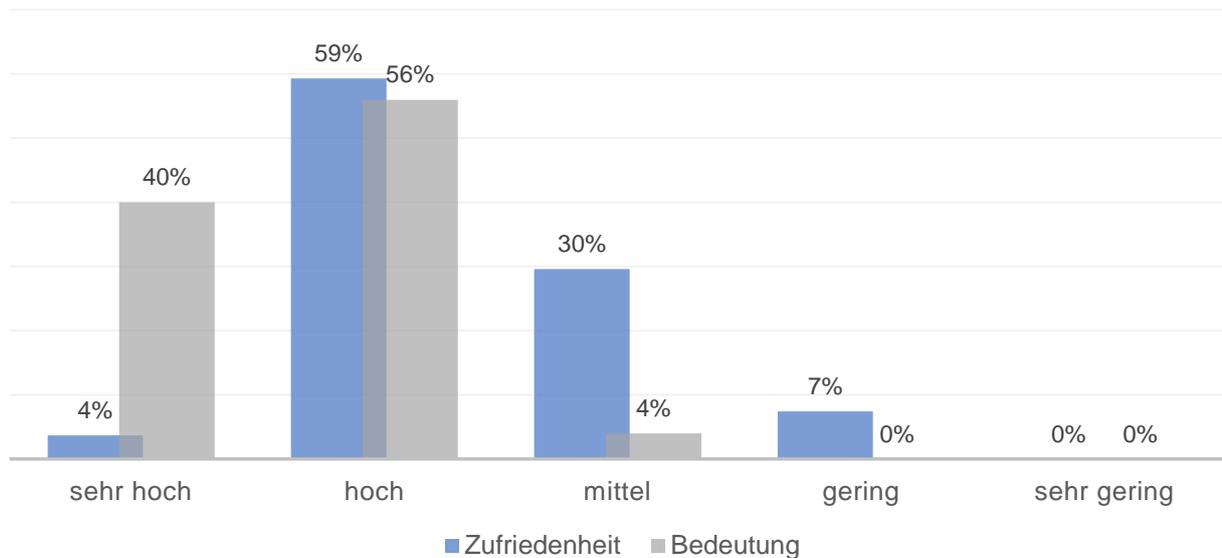
Angesichts der niedrigen Renditen auf der „sicheren“ Zinsseite und der damit einhergehenden Öffnung hin zu illiquiden Assets sind institutionelle Anleger noch stärker als zuvor dazu übergegangen, auf die risikogewichtete Rendite zu schauen. Insoweit haben Kennziffern wie VaR, Jensen Alpha, Sharpe oder Information Ratio für Anleger eine ganz andere Bedeutung bekommen im Vergleich zu früher.

Der zu zwei Dritteln (von gut 1,6 Bio. €) liability-getriebene deutsche Spezialfondsmarkt leidet unter dem Performancedruck in besonderer Weise. Oder besser gesagt: die hinter den Versorgungseinrichtungen stehenden künftigen Versorgungsempfänger sind die Leidtragenden! Schließlich muss am Ende des Tages, zumindest über einen mittelfristigen Zeitraum, bei Vorsorgeeinrichtungen wie Berufsversorgungswerken die satzungsgemäß fixierte Mindestverzinsung (von zum Teil 3,5% und darüber) erwirtschaftet werden.

Dem Balkendiagramm ist zu entnehmen, dass wie im Jahr zuvor für etwa 96% (!) (Vorvorjahr: 88%) der institutionellen Anleger die Rendite in der Bedeutung „sehr wichtig“ oder „wichtig“ ist. Im Vorjahresvergleich ist die Verteilung zwischen „sehr wichtig“ und „wichtig“ ähnlich gelagert. Dieses Resultat ist ein Spiegelbild der zur Zeit sehr schwierigen und auf Sicht sich voraussichtlich auch kaum verbessernden Lage zum Ausdruck.

Die höchste Stufe „sehr wichtig“ wurde über alle Anlegergruppen hinweg ähnlich oft angegeben wie die Stufe „wichtig“. Bei Vorsorgeeinrichtungen und Versicherer lag ein gewisser Schwerpunkt auf „sehr wichtig“. Banken maßen der Performance wie im Jahr zuvor meist die Kategorie „wichtig“ zu.

## Performance



Die Gesamtzufriedenheit mit den erzielten Renditeergebnissen liegt in diesem Jahr mit insgesamt 63% (lediglich 4% „sehr zufrieden“ und 59% „zufrieden“) weit unter dem Vorjahreswert von zusammengenommen 86% (15% „sehr zufrieden“ und 71% „zufrieden“). Dies zeigt die markante Umkehr der Zufriedenheit nach dem sehr zufriedenstellenden Jahr 2017 und dem recht ernüchternden Zustand im Jahr 2018. Jeder 14. Investor zeigt sich definitiv „wenig zufrieden“ mit der Performance seiner Manager.

Dieses Ergebnis zeigt den Asset Managern, wie schnell sich das Bild verändern kann.

### Risikomanagement

„Risikomanagement“ wird heutzutage als als Terminus im Zusammenhang mit dem Bereich Asset Management generalistisch verstanden. Aus der Aktualität heraus gesehen, wird auch das Thema „Nachhaltigkeit“ im Portfoliomanagement unter dem Kriterium Risikomanagement subsumiert.

Die noch vor Jahren anhand von Kennziffern wie Sharpe, Treynor oder Information Ratio festgemachte Verbindung mit dem Risiko, das der Fondsmanager zur Erreichung einer bestimmten Rendite eingeht, hat eine mehrdimensionale Perspektive erhalten. Sog. operationelle Risiken wie Stabilitätsgesichtspunkte in der Organisation des Asset Managers, personenbezogene Gesichtspunkte im Rahmen des Portfoliomanagement-Teams bis hin zu administrativen und juristischen Unwägbarkeiten runden nach der modernen Definition des Risikomanagements das Bild ab. Diese „operationale Landschaft“ um das Kerngeschäft des Fondsmanagements herum kann sich negativ auf die Rendite auswirken. Den Teilnehmern haben wir bei der Definition keine Stichworte vorgegeben und haben insoweit bewusst auf eine Einengung des Begriffs verzichtet.

Alle erwähnten möglichen Risiken spielen zunehmend eine Rolle im Fondsmanagement. Auch die Regulatorik sorgt dafür, dass der Gestaltungsspielraum, auch einmal im Interesse einer höheren Rendite entsprechende Risiken einzugehen, durch die hohe Eigenkapitalunterlegung im Keim erstickt wird.

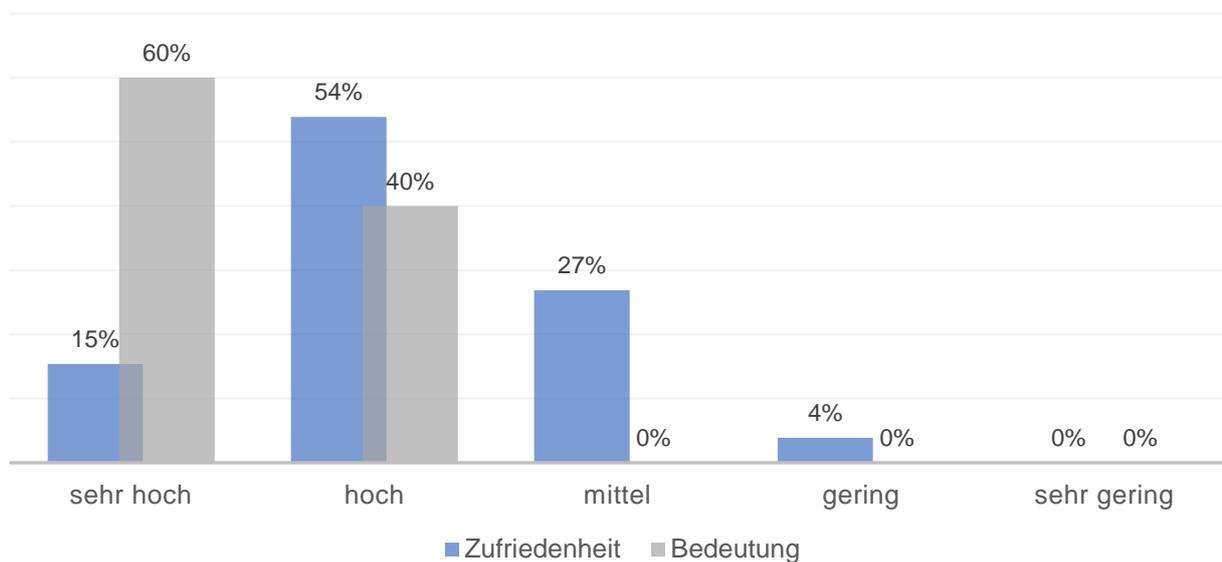
Ein typisches Beispiel sind die kleinen Versicherer sowie Pensionskassen, die sich an der AnIVO auszurichten haben und auch größere Versicherer, die ihre SCR vor Augen haben müssen.

Nochmal über den ohnehin schon hohen Vorjahreswerten von 96% der Anleger, die dem Risikomanagement eine „sehr wichtige“ oder „wichtige“ Aufgabe attestierten, liegt der Wert unserer diesjährigen Studie bei glatten 100%.

Die höchste Note in der Bedeutung „sehr wichtig“ kreuzten alleine 60% der Investoren, also zwei von drei Teilnehmern, an, was den Stellenwert von Risikomanagement auch mit Abstand vor dem Gesichtspunkt „Performance“ (40% „sehr wichtig“) eindrucksvoll unterstreicht.

Grundsätzlich findet sich eine ausgeglichene Verteilung über alle Anlegergruppen. Banken wie auch Versorgungswerke gaben fast durchweg „sehr wichtig“ an.

## Risikomanagement



Bei der Zufriedenheit zeigten sich nur noch 15% der Anleger gegenüber 24% im Vorjahr „sehr zufrieden“ und auch nur 54% gegenüber 67% in 2018 „zufrieden“. Insgesamt gingen die Zufriedenheitswerte um absolut gut 20% (!) zurück. Der überwiegende Rest entschied sich für eine neutrale Positionierung (27%).

Im Übrigen zeigten sich die Kundengruppen zufrieden; einige wenige Banken und Vorsorgeeinrichtungen gaben auch „sehr zufrieden“ an.

## Investmentprozess

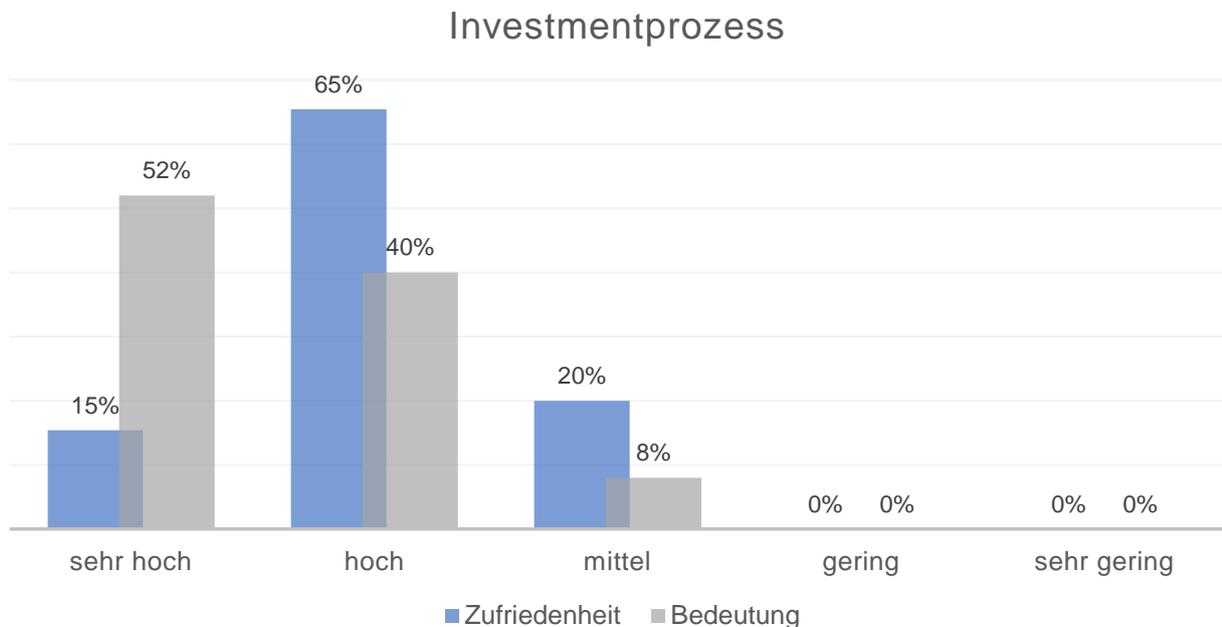
Die Welt der Investmentprozesse ist alleine durch den höheren Grad an Diversifikation breiter geworden. Die zunehmende Vielfalt der integrierten spezielleren Assetklassen fordert auch die institutionellen Anleger stärker, sich mit komplexen Investmentprozessen auseinanderzusetzen.

Der Prozess des Managements muss dabei unabhängig von der Komplexität der Prozesse aus Sicht der Anleger transparent und nachvollziehbar sein. In diesem Zusammenhang geht es um Gesichtspunkte wie Stabilität (auch des Teams) und Schlüssigkeit des Prozesses sowie

Produktklarheit- und wahrheit. Institutionelle Investoren allokierten ihre Assets in einem Gesamtkontext und jede gemanagte Assetklasse soll am Ende ihren Beitrag zum Gesamterfolg der Kapitalanlagen beitragen. Entsprechend diszipliniert und strukturiert muss jeder einzelne Investmentprozess aufgestellt sein. Dies bedeutet, dass auch jede Entscheidung im Fondsmanagement einem klaren Regime folgt und auf diese Weise auch retrospektiv nachverfolgt werden kann, aus welchen Quellen (Attribution) die Performancebeiträge auf Grundlage welcher Schritte in der Wertschöpfungskette resultierten.

So sollte der Manager zum Beispiel bei stark research-getriebenen Prozessen wie etwa den Emerging Markets über globale Kapazitäten vor Ort verfügen, um ein entsprechend angebotenes Produkt glaubhaft managen zu können.

Nach schon 90% im Jahr zuvor messen nun bereits 92% der Teilnehmer dem „Investmentprozess“ eine hohe Bedeutung zu (52% nach 57% im Vorjahr: „sehr wichtig“; 40% nach 33% im Vorjahr: „wichtig“). Dieser nochmaligen Untermauerung der Bedeutung des Investmentprozesses in den beiden höchsten Stufen dient auch den Portfoliomanagern selbst als Beleg für deren Anstrengungen, bei Präsentationen und Beauty Contests hierauf einen Schwerpunkt zu setzen.



Bei der Zufriedenheit waren die Werte leicht rückläufig und zwar von 90% im Jahr zuvor auf jetzt über 80%, die sich mit den Prozessen „sehr zufrieden“ oder „zufrieden“ zeigten. In der Kategorie „sehr zufrieden“ fanden sich 15% der Anleger nach 25% im Vorjahr. Neutral positionierten sich 20%.

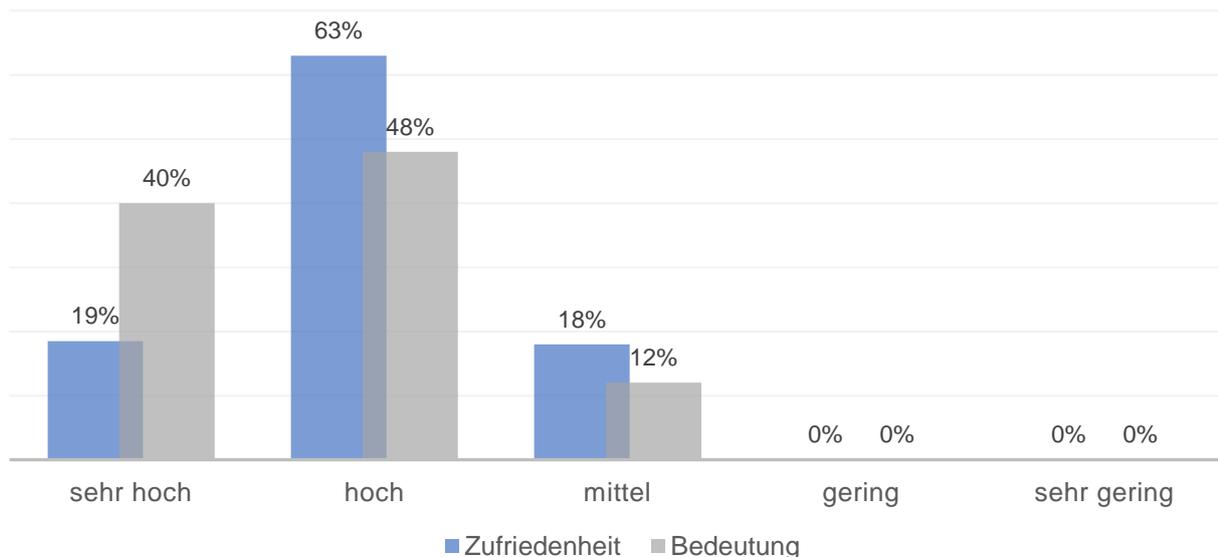
### Anlagephilosophie

Während der Investmentprozess das eigentliche Management und Doing im Maschinenraum reflektiert, spiegelt die Anlagephilosophie die Idee wider, die dem Fonds innewohnt. In der Anlagephilosophie vereint sich der übergreifende Gedanke, der hinter dem Ansatz steckt. Dieser verbindet sich zum Teil schlagwortartig mit bestimmten Themen wie zum Beispiel, ob es sich eher um einen Relative oder Absolute Return-Ansatz handelt, der Prozess eher benchmark-orientiert

(passiv) ausgerichtet ist oder sehr aktiv gemanagt wird oder ob zum Beispiel der Wertsicherungsgedanke eine wesentliche Triebfeder des Managements ist. Die Definition der hinter dem Ansatz stehenden Philosophie ist für den Anleger eine erste Orientierung, ob der Prozess bzw. das dahinterstehende Produkt in seine strategische Allokation passen.

Immerhin 40% der Investoren messen der Anlagephilosophie eine sehr hohe Bedeutung und 48% eine hohe Bedeutung bei. Jeder achte Investor war neutral eingestellt. Diese Zahlen bewegen sich in etwa auf Vorjahresniveau.

## Anlagephilosophie



Offenbar gelingt es den Managern, die mit dem Investmentansatz verbundene Philosophie eins zu eins an die Investorenschaft zu transportieren. 82% der Anleger zeigten sich insgesamt zufrieden, davon 19% „sehr zufrieden“ (Vorjahr: 19%) und 63% „zufrieden“ (Vorjahr: 76%) mit der Umsetzung der Anlageidee.

## Kundenbetreuung / Services

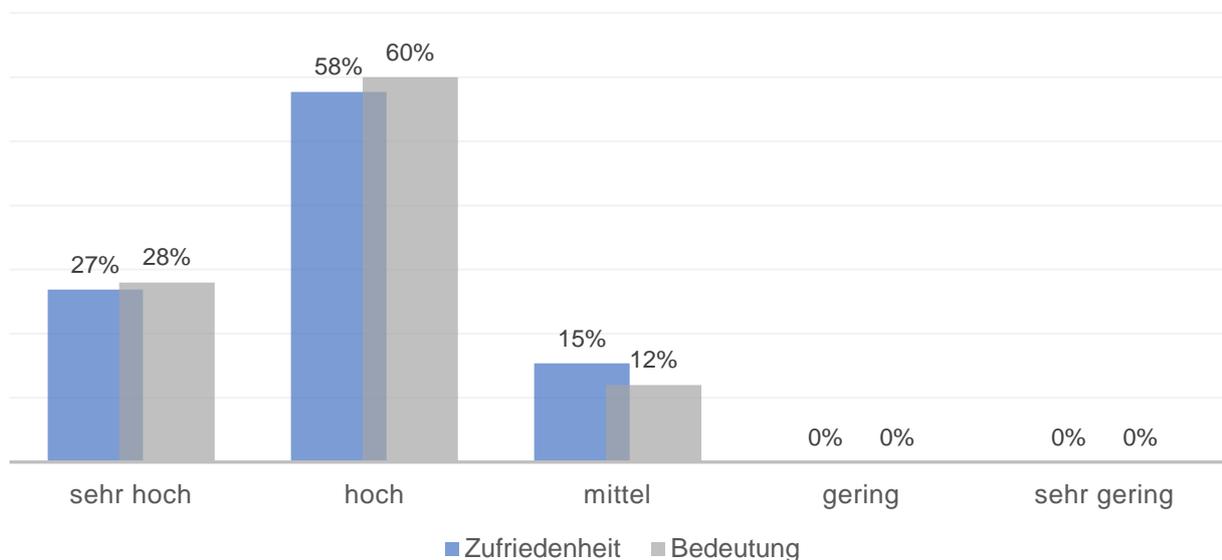
Die Kundenbetreuung als unmittelbar „spürbares“ Element der Kundenbeziehung wird in jeder institutionellen Ausschreibung eines neuen Spezialfondsmandates neben der Performance und auch der Nennung von Referenzadressen zum Dreh- und Angelpunkt der maßgeblichen Auswahlkriterien. Das hat auch die „TELOS Kundenbetreuungs-Studie 2018“ sehr deutlich gemacht (siehe [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)).

Sinn und Zweck der Beauftragung eines externen Managers im Rahmen eines Spezialfonds ist die dabei gepflegte Individualität der Beziehung „Manager und institutioneller Investor“. Die übergeordnete Klammer dieses Relationships bildet die Kundenbetreuung. Nicht umsonst halten Asset Manager gerade in diesem Bereich personalintensive Ressourcen vor. Der Betreuer in personam ist in vielen Fällen die persönliche Vertrauensperson und Ansprechpartner für den Anleger; dies gilt natürlich insbesondere immer dann, wenn es nicht nur um das Tagesgeschäft geht, sondern um spezielle Anfragen oder Anforderungen des Investors. Dieses Betreuungsverhältnis muss je nach Größe des Managers gut organisiert sein.

Der Betreuer steht insoweit stellvertretend für alle Servicebereiche der Organisation des Managers. Er muss die Service-Palette des Hauses genau kennen, egal, ob es um administrative Tätigkeiten oder Fragen zum Fondsmanagement geht.

Es verwundert nicht, dass diese wichtige Funktion der Betreuung inklusive der Services von fast jedem dritten (letztes Jahr: jedem vierten) Teilnehmer als „sehr wichtig“ und von knapp 60% (2018: 70%) als „wichtig“ eingestuft wurde.

## Kundenbetreuung



Die Zufriedenheit mit dem Betreuungskonzept ist leicht zurückgegangen. Insgesamt waren 85% der Teilnehmer „sehr zufrieden“ oder „zufrieden“ gegenüber 90% der Anleger noch im letzten Jahr. „Sehr zufrieden“ zeigten sich 27% im Vergleich zu 29% in 2018 und „zufrieden“ 58% nach 62% im Vorjahr. 15% gegenüber 10% im Vorjahr äußerten sich „neutral“.

### Beratungsangebot und -qualität

Zwar ist das Portfoliomanagement unbestritten der Dreh- und Angelpunkt und das Kerngeschäft jedes Asset Managers. In zinsarmen Zeiten wie aktuell mit der Perspektive, nach den jüngsten Aussagen der FED sowie der EZB, „in die Verlängerung zu gehen“, steht das Erzielen eines risikooptimierten Returns heute an oberster Stelle.

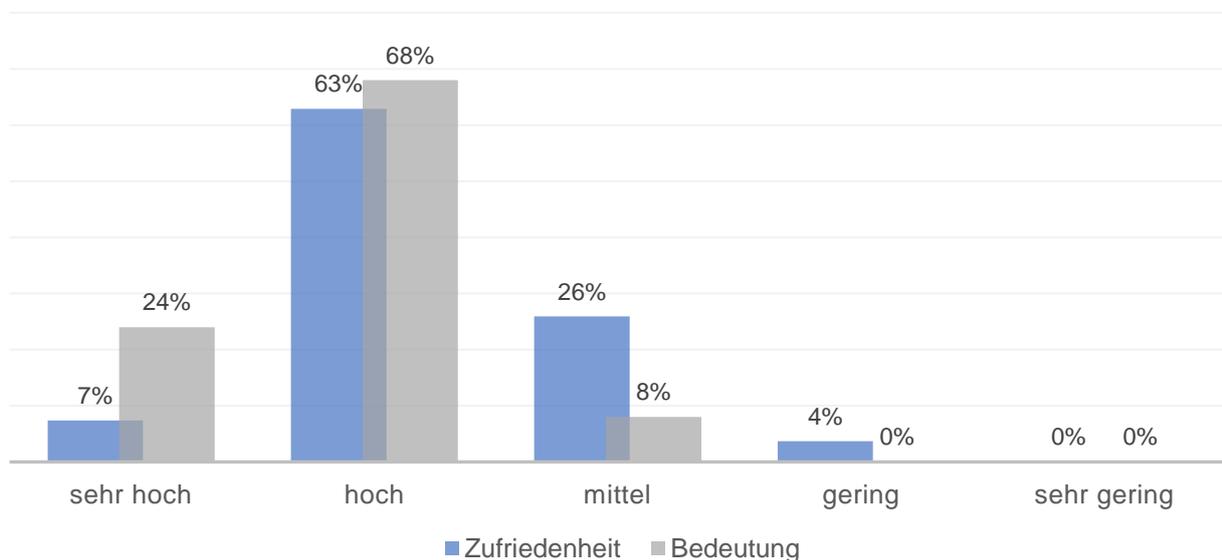
Neben diesen unter die hard factors fallenden Kriterien gibt es jedoch auch soft factors, die von erheblicher Bedeutung für den institutionellen Anleger sein können. Wir haben das an dem vorigen Punkt der Kundenbetreuung eindrucksvoll bestätigt bekommen. In diesem weiten Bereich der Betreuung gehört auch das Beratungsspektrum, das der Manager seinen Kunden anbietet. Dieses Feld ist vielschichtig. Bereits der reine Portfoliomanagementansatz beschränkt sich nicht wie manche glauben alleine auf diesen Prozess, sondern beinhaltet auch Fragen, in welches regulatorische Umfeld dieser eingebettet ist. Ohne ein Mindestverständnis für die für den Investor wichtigen Rahmenbedingungen (z.B. VAG, Basel III, SGB IV) dürfte es der Gesellschaft des Managers schwerfallen, einen Kunden von seiner Professionalität zu überzeugen.

Dazu treten verschiedene Services außerhalb des reinen Asset Managements, die für den Kunden von Belang sein können. Dazu gehören unter anderem Angebote im Bereich Asset-Liability-Studien, Know-how in der Regulatorik sowie im Risikomanagement, Reportinganforderungen, aktuell auch immer mehr Fragen um die Integration von Nachhaltigkeitsaspekten in den Portfolien bis hin zu Detailthemen wie etwa die Erwerbbarkeitsprüfungen durch die Rechtsabteilung des Managers.

Die durch die Finanzkrisen angetriebene Komplexität der Themen rund um das eigentliche Fondsmanagement steigern die Abschlusschancen entsprechend gut positionierter Asset Manager.

So messen auch 92% (voriges Jahr „nur“: 70%) der Investoren (24% (Vorjahr: 10%) „sehr wichtig“ und 68% (Vorjahr: 60%): „wichtig“) dem Aspekt der Beratungsangebots- und damit natürlich verbunden der Qualität einen hohen Stellenwert bei. Dieser Anstieg um ganze 22% (absolut gemessen) zeigen damit den Managern auch auf, wo sie ihre Schwerpunkte künftig setzen sollten! Kein Investor stufte das Beratungsangebot- und die Qualität als unbedeutend ein. Letztes Jahr waren es immerhin noch 15% der Teilnehmer, die „weniger wichtig“ angaben.

## Beratung



Mit diesem Anspruch konnten die Manager nicht ganz Schritt halten, was die Zufriedenheit angeht. Die Zahlen bewegen sich nämlich auf dem -allerdings recht zufriedenstellenden- Niveau des Vorjahres mit 7% „sehr zufrieden (Vorjahr: 10%) und 63% „zufrieden“ (Vorjahr: 60%). Rund ein Viertel gab „neutral“ an.

## Produktangebot

Bei diesem Kriterium lässt sich sehr schön sehen, wie unterschiedlich der Blickwinkel eines Asset Managers im Vergleich zu dem eines Investors sein kann.

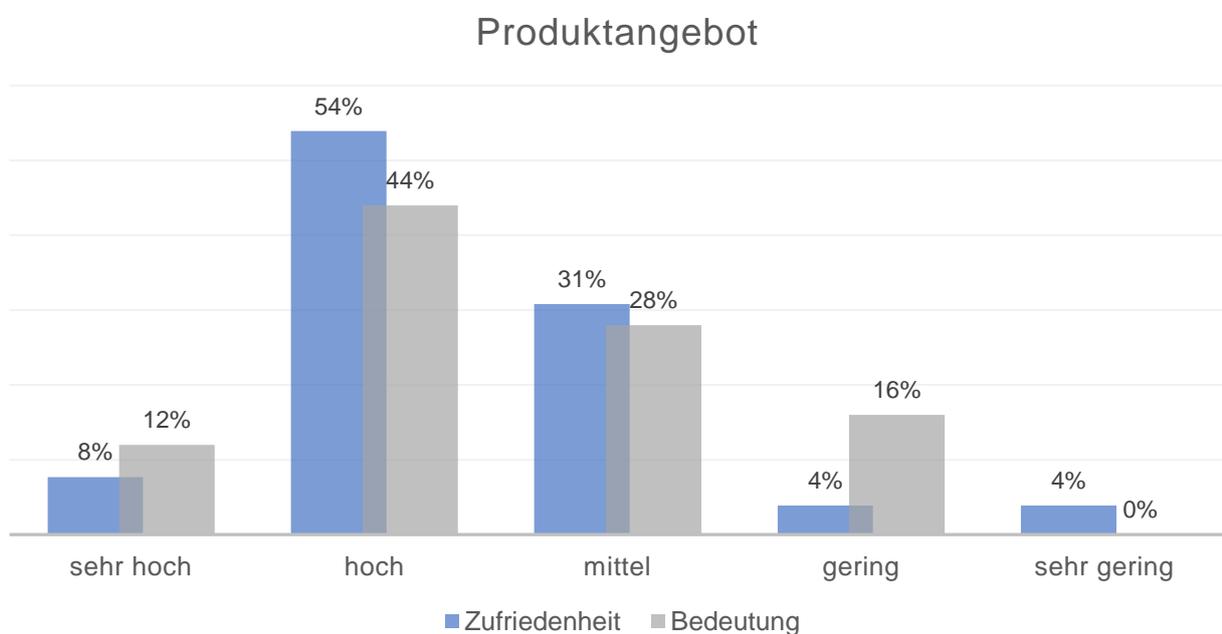
Aus der Sicht des Managers ist dessen Produktpalette und die einzelnen dahinterstehenden Produkte das „A und O“, um Zugang zu institutionellen Investoren zu gewinnen.

Dies gilt unabhängig von der Größe des Anbieters, also gleichermaßen für spezialisierte Boutiquen. Natürlich verhilft eine breite Aufstellung im Produktportfolio institutionellen Anlegern, einen weiteren

Fundus an verschiedensten Portfoliomanagementansätzen unterbreiten zu können. Doch im Ergebnis bildet der Gesichtspunkt der „Glaubwürdigkeit“ des Angebots die Schnittmenge, die alle Asset Manager wieder vereint. Der zugelassene und womöglich auch bewertete oder geratete Fonds ist das Produkt, das das Interesse des Anlegers finden soll.

Aus der Sicht der Investoren dagegen konzentriert sich das Interesse -wie wir gesehen haben- auf andere Fragen, nämlich die Stabilität des Investmentprozesses, das Vorhalten eines sauberen Risikomanagements sowie auf das Erzielen einer Performance im definierten Erwartungshorizont. Solange der Asset Manager, ob Global Player oder spezialisiertes Haus, in diesen genannten Punkten besteht, tritt die Produktpalette in den Hintergrund.

Das Thema „Produktangebot und -vielfalt“ wird im Gegensatz zum letzten Jahr etwas höher wertgeschätzt. Die Wertschätzung in der Kategorie „wichtig“ liegt bei 44% und damit 4% über Vorjahr. „Sehr wichtig“ wurde in diesem Jahr immerhin von jedem achten Investor genannt; im letzten Jahr wurde diese Kategorie gar nicht angegeben. Etwa jeder sechste Teilnehmer hält die Produktpalette für ein „weniger wichtiges“ Thema.



Die Zufriedenheitswerte lagen in Summe ebenfalls sehr viel höher als 2018 („sehr zufrieden“: 8% und „zufrieden“: 54%); diesen zusammengenommen ca. 62% standen letztes Jahr gerade 45% gegenüber.

## Kommunikation

Anhand von Ausschreibungen zur Suche nach einem Asset Manager oder einem Partner in der Administration (Master-KVG / Verwahrstelle) sehen wir, dass die Kommunikation mit dem Kunden immer bedeutender wird. Die „Kommunikationspolitik“ bildet sozusagen eine Schnittmenge des übergeordneten Punktes „Kundenbetreuung“. Die Kommunikationsthemen mit dem Kunden sowie die Kommunikationsstränge innerhalb des Hauses des Managers sind vielfältig. Kommunikation mit dem Kunden ist ein sog. „soft factor“. Gute Kommunikation definiert sich darüber, einen persönlichen Draht zu seinem Kunden zu finden, relevante von irrelevanten Themen zu unterscheiden, sich auf

die erwünschte Frequenz (der Kommunikation) mit dem Investor einzustellen (die im Zweifel bei allen Kunden unterschiedlich ist) und auf spontane Anforderungen unmittelbar zu reagieren und die Probleme des Anlegers (z.B. Erstellung eines speziellen Reportingberichts) umgehend zu lösen. Die TELOS – Kundenbetreuungsstudie 2018 beschäftigt sich eingehend unter anderem genau mit dem Phänomen der „Kommunikation“.

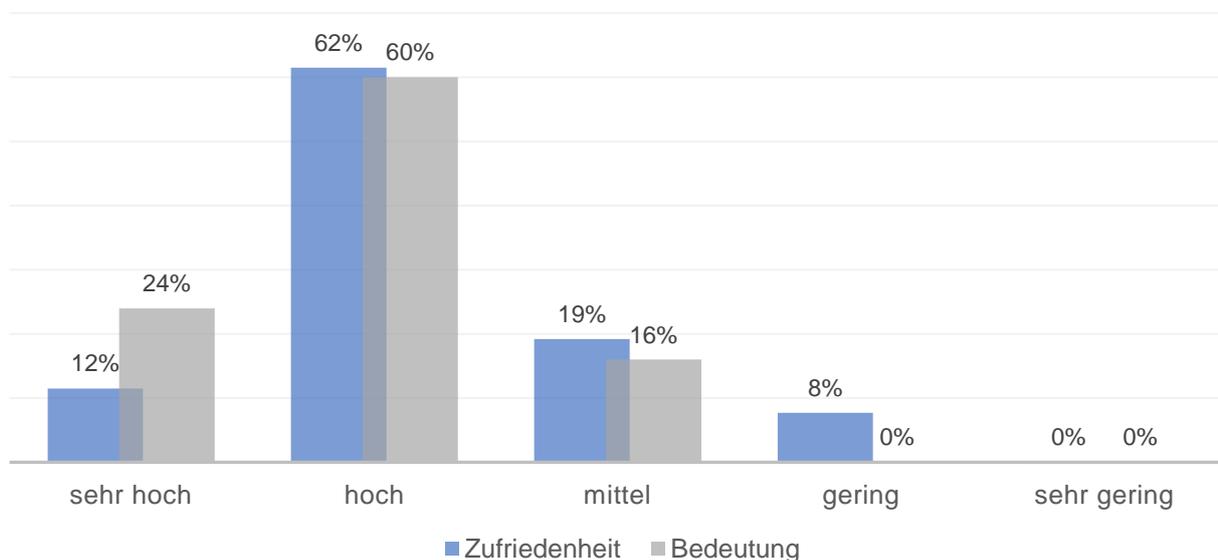
Der aktivere Part der Kommunikation kommt eher in turbulenteren Phasen wie in einem schwierigen Marktumfeld zum Tragen. In diesem Zusammenhang sind zum Beispiel Diskussionen über das Einziehen von strengeren Wertuntergrenzen oder eine Idee des Fondsmanagers zu einer Neuausrichtung des Fonds ein Thema. Damit übernimmt der Manager auch eine aktive, nicht nur eine passive oder ausschließlich (auf Kundenanfragen hin) reagierende Funktion.

Dies sind Faktoren, die belegen, inwieweit der Betreuer ein entsprechendes „Verständnis“ für dessen Bedürfnisse und Sorgen entwickelt. Diese Gesichtspunkte werden immer noch von vielen Managern stark unterschätzt.

Klar ist, dass je schwieriger sich das Kapitalmarktumfeld darstellt wie zurzeit mit hohen politischen Unwägbarkeiten, desto mehr wird eine gute Kommunikation mit dem Kunden gefragt sein.

Die Messung im letzten Jahr (85%; davon „sehr wichtig“ (30%) und „wichtig“ (55%)) hat bereits einen sehr hohen Wert in der Bedeutung („sehr wichtig“: und „wichtig“) gezeigt. In diesem Jahr entschieden sich insgesamt 84% für die Stufen „sehr wichtig“ mit 24% und „wichtig“ mit 60%.

## Kommunikation



Die Zufriedenheitswerte lagen in Summe („sehr zufrieden“: 12%, Vorjahr: 24% und „zufrieden“: 62%, Vorjahr; 57%) wieder auf hohem Niveau.

## Transparenz

Das Thema „Transparenz“ hat nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Einzugs des digitalen Zeitalters und natürlich der immer volatileren Kapitalmärkte an Stellenwert zugelegt. Dies zeigen die aktuell gemessenen Werte mehr als deutlich!

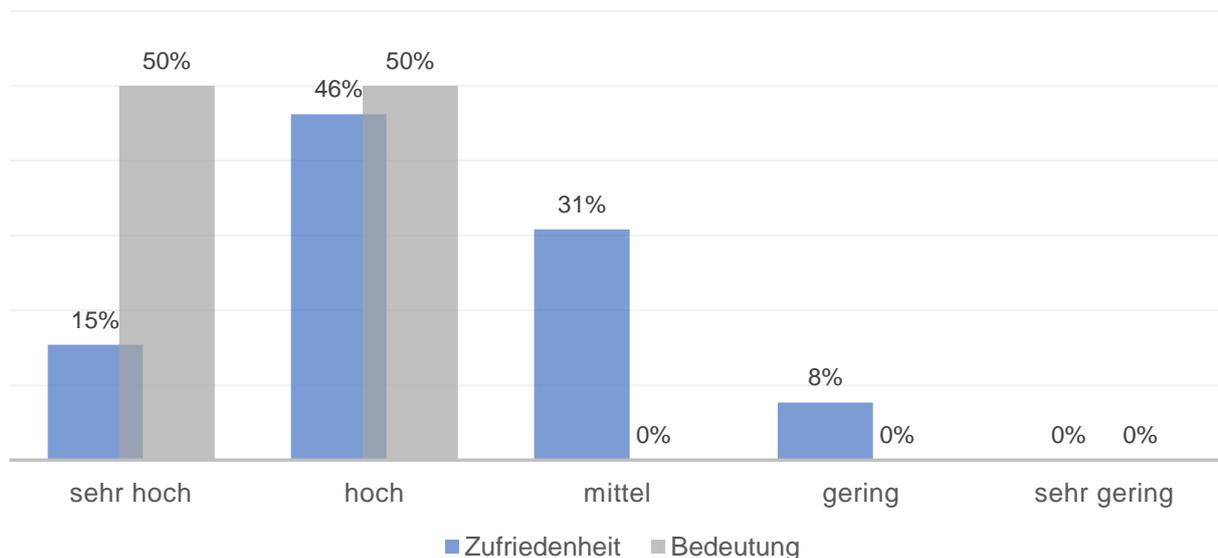
Nach langen Zeiten vor den großen Finanzkrisen, in denen sich Asset Manager zum Beispiel bei Detailfragen zu Fondsmanagementprozessen (insbesondere zum Einsatz von Derivaten) weniger offen zeigten, hat sich das Bild und damit der Umgang zwischen Investor und Manager über die letzten Jahre stark verändert und hat richtiggehend Momentum aufgenommen und zwar hin zu einem Mehr an Transparenz.

Der Begriff ist naturgemäß vielfältig auf den Sektor des Asset Managements verwendbar, wird aber meist im Zusammenhang mit der Vorgehensweise im Fondsmanagement assoziiert.

Die Finanzkrisen, einhergehend mit regulatorischen Daumenschrauben, erzwangen auf Seiten der Asset Manager eine Öffnung gegenüber ihren Kunden. Heute stehen auch Besuche vor Ort beim Fondsmanager auf der Tagesordnung der Anleger. Dies gilt im Besonderen bei komplexen Produkten, die einen hohen Derivateinsatz aufweisen oder auch bei speziellen Ausprägungen wie der Berücksichtigung von ESG-Kriterien. Neben der Offenlegung der Funktionsweise von Investmentprozessen tangiert die Übung von mehr Transparenz auch den Bereich der Gebühren, der im Zuge des Niedrigzinsumfeldes enorm an Bedeutung hinzugewonnen hat. Es existieren immer noch eine Reihe sog. „versteckter“ Gebühren, die sich negativ auf die Performance des Fonds auswirken.

Insoweit ist nicht verwunderlich, dass alle Teilnehmer der Transparenz im Asset Management eine herausragende Bedeutung zumessen (50% „sehr wichtig“, 50% „wichtig“). Das Ergebnis liegt annähernd auf Augenhöhe mit dem des Jahres zuvor.

## Transparenz



Dass noch nicht alle Investoren mit der Behandlung des Grundsatzes der Transparenz bei ihren Asset Managern zufrieden sind, zeigt, dass immerhin wie im Vorjahr ein Drittel der Teilnehmer die Bewertung „neutral“ vergaben und sich auch 8% „weniger zufrieden“ zeigten. 61% (2018: 65%) kreuzten die beiden Stufen „sehr zufrieden“ und „zufrieden“ an.

## Einhaltung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien

Das Thema Nachhaltigkeit scheint die Investmentbranche in zwei Lager zu teilen. Unzweifelhaft fühlen sich nicht nur die Asset Manager, sondern insbesondere auch institutionelle Anleger dem ESG-Gedanken stärker verbunden als noch vor einigen Jahren.

Das Thema hat zugegebenermaßen einen längeren Anlauf genommen, bis es sich zumindest teilweise durchsetzen konnte. Lange Zeit wurden alle Überlegungen zur Integration von ESG in das Portfoliomanagement eher stiefmütterlich behandelt. Das entscheidende Argument, sog. ESG-Überlegungen aus dem Fondsmanagement herauszuhalten, fußte auf der Behauptung, die Implementierung eines ESG-Filters ginge auf Kosten der Rendite. Das Lager dieser Vertreter nimmt seit etwa zwei Jahren deutlich ab.

Heutzutage sind ESG-Ansätze nicht mehr aus dem Portfoliomanagement wegzudenken. Das zeigt auch die extrem hohe Präsenz von „ESG“ auf nahezu allen Investment-Konferenzen.

Die entscheidende Frage ist aber, in welcher Weise der Implementierung von Nachhaltigkeitsaspekten seitens der Managementbranche Rechnung getragen wird.

Im Grunde diskutieren wir heute also mehr über das WIE als über das OB.

Als Protagonisten auf Anlegerseite zeigen sich kirchliche und gemeinnützige Organisationen (z.B. Zusatzversorgungskassen) sowie Stiftungen.

Die Beachtung von **E**conomic / **S**ocial / **G**overnance (ESG) gehört heute nicht nur zum guten Ton im Sinne der Schaffung einer „sauberen“ Fassade, gewissermaßen als Feigenblatt, sondern bildet einen echten Baustein im Bereich des Risikomanagements. Neben den zusätzlichen Anforderungen aus der Regulatorik heraus wie etwa beim VAG oder in der EbAV-Richtlinie für europäische Einrichtungen der Altersvorsorge übernehmen große Fonds wie der norwegische Staatsfonds mit annähernd 1 Bio. € Assets die Rolle als Protagonisten für ethische Investments.

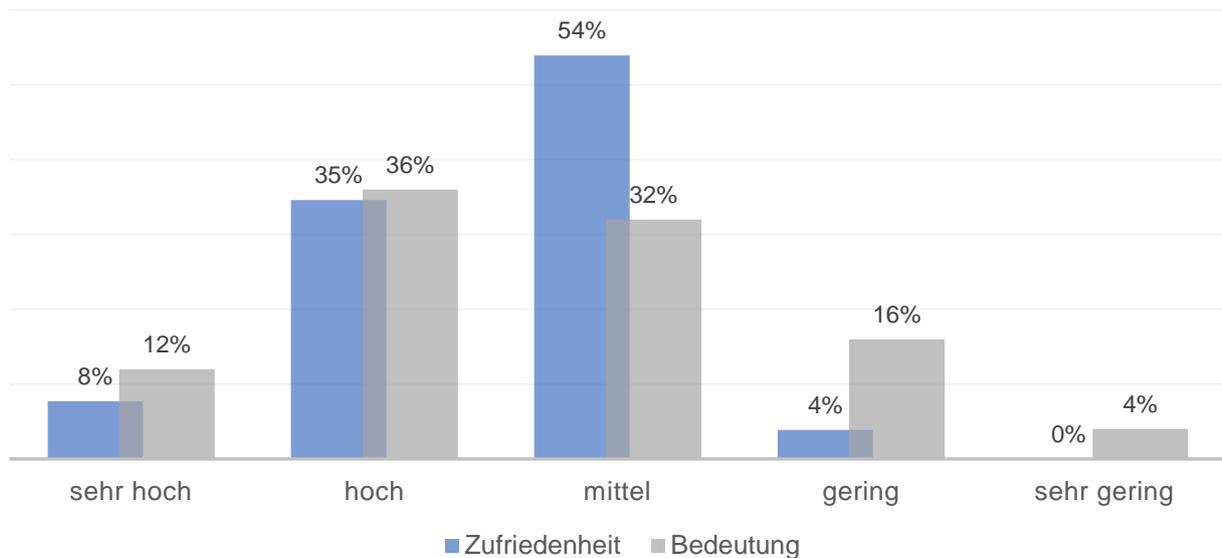
Denn letztlich muss sich jede Firma, ob Industrieunternehmen oder Asset Manager, an gewissen ethischen Standards orientieren, um im Verhältnis mit ihren Kunden zu bestehen. Diese Komplexe betreffen Fragen des Umgangs mit dem Personal, Mitgliedschaften in dem Nachhaltigkeitsgedanken verpflichteten unabhängigen Organisationen (z.B. UN PRI), die Verwendung ökologisch sauberer Produktionsmittel bis hin zu generell fairem Umgang mit Kunden und Partnern.

Heute ist der Nachhaltigkeitsgedanke fest im Asset Management verankert und zwar auch in Bereichen, an die man vordergründig nicht gedacht hat; unter anderem im Immobilienmanagement.

Inzwischen gibt es eine Reihe verschiedensten Ansätze zur Umsetzung einer ESG – Kompatibilität im Portfolio. Viele Asset Manager verfügen heute über erhebliche Ressourcen zur Abdeckung alleine des Researchs des weltweiten Universums an Einzelunternehmen mit entsprechenden Verknüpfungen auch in regionaler Hinsicht.

Kein Asset Manager kann es sich in der heutigen Zeit leisten, diesen Gedanken aus seinen Prozessen völlig außen vor zu halten. Dass „Nachhaltigkeit“ immer weiter Platz greift, zeigt das Ergebnis unserer Studie, wonach inzwischen knapp 50% der Anleger (in 2018 nur jeder dritte Anleger) das Thema hoch priorisiert. Knapp ein Drittel der Investoren nehmen eine neutrale Haltung ein. Nur noch 20% und damit jeder fünfte Anleger misst ESG eine geringe bzw. keine Relevanz bei. Im letzten Jahr waren es noch über 40% der Teilnehmer, die keinen Wert auf die Beachtung dieses Kriteriums legten. Der Trend ist mithin klar vorgegeben.

## Nachhaltigkeit - ESG



43% nach ca. 30% der Investoren zeigten sich in Anlehnung an das Ergebnis bei der Wichtigkeit mit ihren Managern „zufrieden“ oder „sehr zufrieden“. Der überwiegende Teil beurteilte seine Asset Manager „neutral“ (54%).

### Reporting

„Reportings“ sind heute mehr denn je die Transparenzbrücke zwischen der Fondsgesellschaft und dem Anleger. Lange Zeit als „commodity“ abgetan, hat sich professionelles Reporting heute als *conditio sine qua non* für jeden Vermögensverwalter, Administrator sowie institutionelle Investoren weiterentwickelt. Ohne den regulatorischen Anforderungen entsprechenden Reportings braucht sich kein Asset Manager im Markt zu zeigen.

Durch den enormen Spezialisierungsgrad werden bereits seit mehr als zehn Jahren Reportingaufgaben im deutschen institutionellen Markt oftmals in die bewährten Hände von Master-KVGen und Service-KVGen gegeben.

Diese administrativen Anbieter vereinen inzwischen etwa 1,2 Bio. € an Spezialfondsvolumen auf sich, was etwa 75% des Gesamtmarktes (Spezialfonds) entspricht.

Aber ganz abgesehen davon, ob ein institutioneller Investor Master-KVG-Dienste in Anspruch nimmt oder die Verwaltung inklusive Fondsbuchhaltung und Reporting von dem Asset Manager direkt geliefert wird; die Ansprüche der Anleger haben sich im Vergleich zu vor 10 Jahren erheblich verändert.

Neben den Standard-Reports, die heute via Internet oder per E-Reporting leicht und real time aufrufbar sind, sind die Manager und KVGen inzwischen in der Lage, Reports in allen Feinheiten zu liefern. Der steigende Automatisierungsgrad eröffnet allen Managern ein breiteres Angebot verschiedenster Darstellungsalternativen im Reportingbereich.

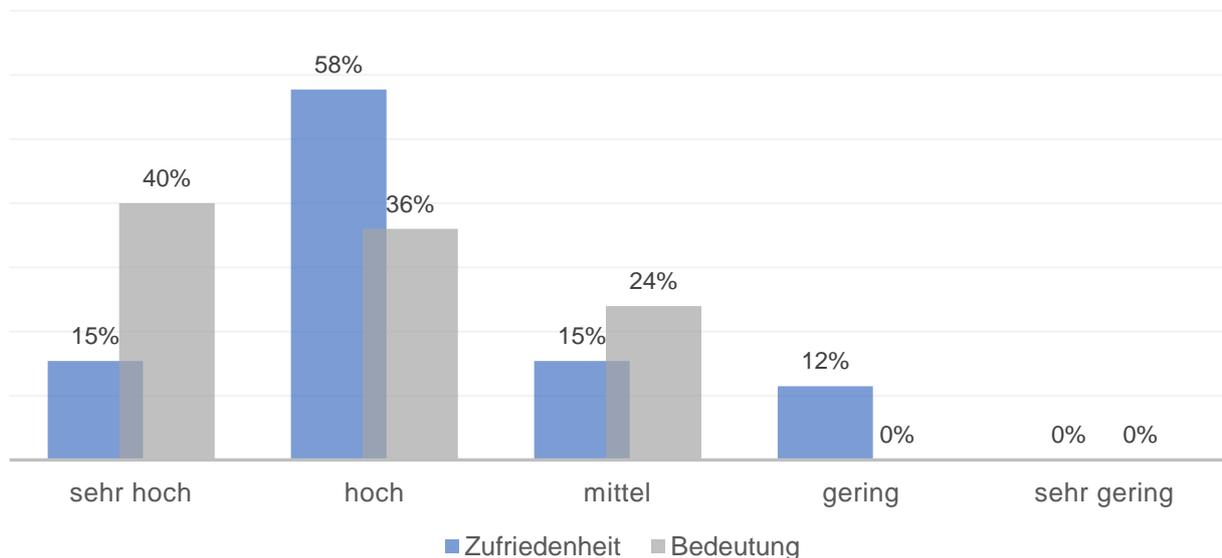
Die standardmäßig gelieferten Zahlen zur Asset Allokation der einzelnen Assetklassen, Umsatzlisten, Performancebeiträgen oder Länder-Allokationen können um exakte Attributions- und

Kontributionsanalysen, Angaben zu Derivateeinsätzen, Risikokennziffern und Stresstest-Szenarien ausgeweitet werden. Gerade Stress Tests nehmen an Bedeutung zu bei der Beantwortung von Fragen, inwieweit sich die Rendite im Portfolio unter Zugrundelegung unterschiedlicher Annahmen (z.B. Zinssteigerung von X BP) verändert. Auch die Einhaltung von ESG-Kriterien lassen sich anhand von Kennziffern im Rahmen eines Reportings tracken und darstellen.

Vor dem Hintergrund zunehmender regulatorischer Verpflichtungen auf Seiten institutioneller Anleger sind jederzeit verfügbare Reports in ihrer Granularität ein „Must-have“. Eine ähnliche Priorität nehmen aber ebenso komprimierte Übersichten, sog. Management Reports, ein, die dem Management auf Anlegerseite die wichtigsten Kennziffern auf ein oder zwei Seiten liefern.

Die schon recht hohen Vorjahreswerte („sehr wichtig“: 15%, „wichtig“: 55%) wurden in ihrer Gesamtheit nochmal überschritten und zwar mit 40% „sehr wichtig“ und 36% „wichtig“; dies entspricht zusammen genommen 76% gegenüber 70% im Vorjahr in den beiden höchsten Bedeutungsstufen.

## Reporting



Die tatsächliche „Zufriedenheit“ lag auf Vergleichsniveau des Vorjahres. Der Anteil der „sehr zufriedenen“ Kunden beträgt 15% (Vorjahr: 15%), der Anteil der „zufriedenen“ Investoren erhöhte sich von 45% auf 58%. Immerhin 12% und damit knapp jeder achte Teilnehmer kreuzte eine der beiden Stufen im Bereich „nicht zufrieden“ an.

Versicherer wie insbesondere auch Banken zeigten sich eher zufrieden mit den Angeboten der Reportinglieferungen. Ein weit gestreutes Bild zeigte sich bei den Vorsorgeeinrichtungen von „sehr zufrieden“ bis „weniger zufrieden“. Auch einige Stiftungen, Family Offices sowie SGB IV-Anleger gehörten zu den Institutionen, deren Begeisterung in puncto Reporting sich teilweise in Grenzen hielt.

## Kosten

So un schön es klingt und so unangenehm die Folgen für die Asset Management-Branche auch sein mögen, aber die Management-Gebühren haben sich immer mehr zum Dreh- und Angelpunkt bei der Vergabe von Spezialfondsmandaten kristallisiert.

Die niedrigen Zinsen sind dabei der wesentliche Treiber für teilweise unsägliche Diskussionen insbesondere auf der letzten Strecke bei der Zu- oder Absage eines Spezialfonds an die Asset Manager. Getreu der Devise: „wenn die Renditeseite ins Stocken gekommen ist, muss man wenigstens die Kosten stärker im Fokus haben“.

Meist liegt die Wahrheit in der Mitte.

Einerseits kann man der Argumentation folgen, wenn man sich die teils eklatanten Unterschiede zwischen den Angeboten verschiedener Asset Manager bei sonst vergleichbaren Ausgangsvoraussetzungen vergegenwärtigt.

Die jüngst von TELOS erarbeitete Gebührenstudie für den institutionellen Markt über mehr als 60 Assetklassen sowie auch im Bereich Master-KVG und Verwahrstellen sowie zudem von TELOS begleiteten Ausschreibungen zeigen Differenzen von Faktor 4 und darüberhinausgehend. Beispiel aus der TELOS Gebührenstudie: Assetklasse „Global Equities“: Mandatsgröße 400 Mio. €: Gebühr Low: 15 BP / High: über 70 BP / Average: um die 30 BP.

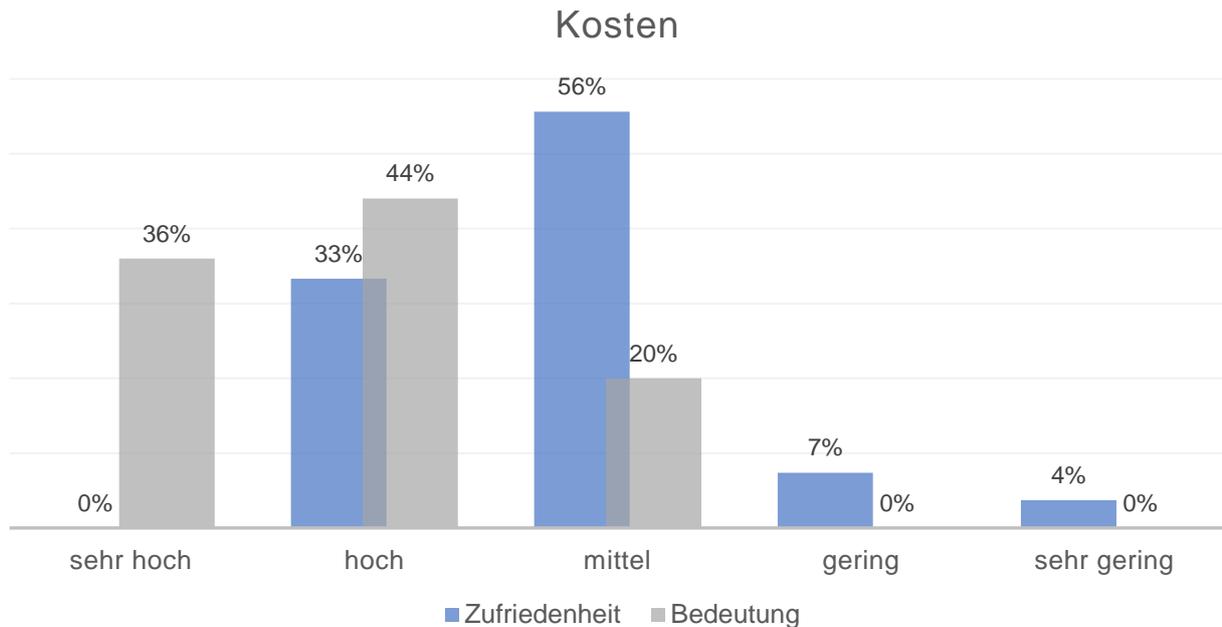
Zur Demonstration: 40 BP machen bei einem 100 Mio. €-Mandat 400.000 € p.a. aus.

Wägt man andererseits die Höhe der Kosten gegen die teilweise markanten Performanceunterschiede verschiedener Manager in einer Assetklasse ab, so verkümmern die Basispunkte auf der Kostenseite manchmal zur Makulatur.

Die Kostensensibilität der institutionellen Investoren hat in dieser Gemengelage verständlicherweise stark zugenommen.

Entsprechend haben sich die Manager sowie die Master-KVGs und Verwahrstellen auf diese neue Herausforderung eingestellt und üben heute schon sehr viel mehr Transparenz bei der Aufschlüsselung der Kostenfaktoren. Dies ist auch ein Erfordernis, denkt man an die teils komplexen Gebührenstrukturen zum Beispiel bei Staffel-Angeboten (echte oder unechte Staffel) oder performance-abhängigen fees mit oder ohne Hurdle Rate und High Water Mark.

Die beiden bedeutendsten Stufen in der Wertschätzung kreuzten in diesem Jahr 80% (Vorjahr: 80%) an. Die Bedeutung ist bei allen Anlegergruppen greifbar. Die übrigen 20% gaben „neutral“ an.



Immerhin zusammen genommen 33% (Vorjahr: 23%) und damit jeder dritte Teilnehmer gab an, dass er „zufrieden“ sei mit dem Gebührenmodell seines Managers.

56% (Vorjahr: 57%) ordneten sich in der Abstufung „neutral“ ein. „Weniger zufrieden“ oder „unzufrieden“ waren insgesamt 11%.

An dieser Stelle möchten wir auf unsere große **TELOS-Gebührenstudie** hinweisen. In dieser Studie behandeln wir dediziert das Thema Kosten in Zusammenhang mit der Kapitalanlage institutioneller deutscher Investoren. Wir haben dabei die Kosten für Mandate unterschiedlicher Größenordnungen in über 60 Assetklassen (liquide und alternative Asset Klassen) sowie im Bereich der Administration durch Master-KVGen und Verwahrstellen analysiert. Sofern Sie Interesse an den Ergebnissen dieser Studie haben, wenden Sie sich bitte direkt an uns (E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de) / Tel. +49 611 9742 100).

## Reputation

Die Reputation des Hauses eines Asset Managers ist den „weichen“ Faktoren zuzuordnen.

Natürlich kann eine positive Reputation eines Managers im Vergleich zu den harten Fakten wie Performance oder Risikomanagement immer nur flankierend auf den Auswahlprozess wirken.

Die Frage, ob ein Haus über eine gute oder schlechte Reputation verfügt, lässt sich heute anhand von diversen Kriterien beurteilen.

Die Kriterien, die zur Beurteilung eines Managers herangezogen werden können, unterliegen naturgemäß auch dem jeweiligen Zeitgeist. Aktuelles Beispiel ist sicher das Thema „Nachhaltigkeit“, das wir bereits erörtert haben. Immer mehr institutionelle Anleger gewinnen ihr Bild über den Manager auch unter dem Aspekt der ESG-Compliance. Manager können es sich heute kaum noch leisten, sich nicht den Richtlinien der UN PRI unterworfen zu haben.

Weiter gehören dazu Fragen nach dem Konzernhintergrund (wer ist der Gesellschafter, ist er unabhängig?) oder inwieweit ein Manager in den letzten Jahren irgendwelchen Skandalen (womöglich Klagen von Anlegerseite) unterworfen war. Derartige Gesichtspunkte gehören heute in jeden vollständigen Fragebogen zur Durchführung einer Due Diligence.

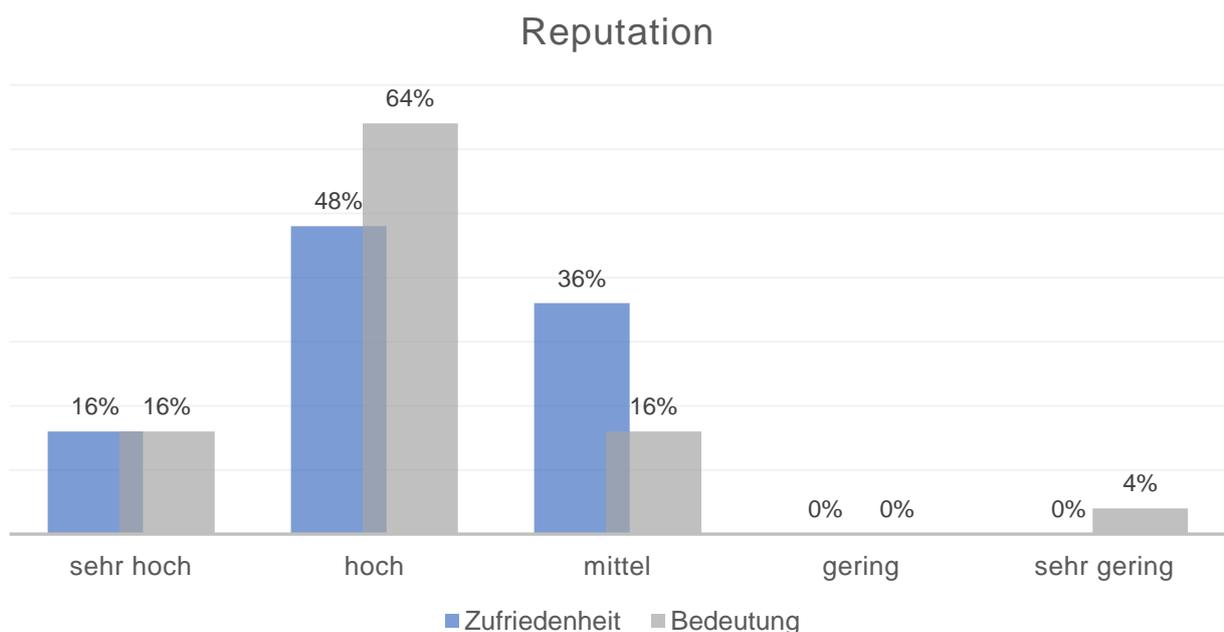
Zu bedenken ist, dass Entscheidungsträger bei institutionellen Anlegern auch unter regulatorischen Rahmenbedingungen immer mehr auch einem Rechtfertigungszwang unterworfen sind, dass sie die richtige Entscheidung bei der Auswahl eines Managers getroffen haben. Fragen zur Reputation kommen ex post spätestens dann wieder zum Tragen, wenn sich der Fonds des Managers nicht in die gewünschte Richtung entwickelt.

Und in dem Zusammenhang spielt auch eine Rolle, welche Gesellschaft hinter dem Asset Manager steht. Setzt der Anleger auf etablierte und im Markt bekanntere Häuser, so wird man ihm hieraus keinen unmittelbaren Vorwurf heraus machen. Bei der Entscheidung für weniger renommierte, vielleicht auch sehr spezialisierte, Häuser oder Boutiquen, steigt das Gefahrenpotential auf Seiten des Entscheiders, dass eine Verbindung zwischen dem geringeren Bekanntheitsgrad der Gesellschaft und der schlechteren Fondsentwicklung hergestellt wird und der Entscheidungsträger dafür gerade stehen muss.

Auch interne Umstrukturierungen beim Asset Manager können aus Unsicherheit über die vorhandene Stabilität im Fondsmanagement Reputationsfragen aufwerfen.

Die Reputation eines Hauses wird mithin durch eine Reihe von Gesichtspunkten beeinflusst.

Die Ergebnisse der diesjährigen Studie zeigen, dass die Anleger im Vergleich zum Jahr 2018 dem Thema auf sehr hohem Niveau weiter ausgesprochen sensibel gegenüberstehen. 65% gaben im letzten Jahr an, dass die Reputation ihrer Manager für sie „wichtig“ sei, weitere 10% kreuzten „sehr wichtig“ an. In der 2019-er Erhebung waren dies 64% („wichtig“) und nochmal 16%, die „sehr wichtig“ angaben. Lediglich 4% der Anleger messen der Reputation des Managers keine oder eine nur geringe Bedeutung bei.



Auf der Zufriedenheitsskala gingen die beiden höchsten Stufen allerdings um absolut zusammen genommen knapp 10% zurück mit jetzt wieder 16% der Anleger und damit exakt auf Vorjahresniveau „sehr zufrieden“ und noch 48% (Vorjahr: 55%) „zufrieden“. Alle anderen Teilnehmer nahmen mit 36% eine „neutrale“ Haltung ein.

## **Aktuelle Ratings**

Die Durchführung von Ratings lässt den Rückschluss darauf zu, dass Asset Manager sich transparent zeigen.

Das kann auf Ebene der Organisation (sog. Manager Rating) oder auf Fondsebene (sog. Fonds Rating) geschehen. Kaum ein Anleger kann es sich heute noch leisten, ein Produkt in sein Gesamtportfolio zu integrieren, das er nicht versteht. Insoweit benötigt er Hintergrundwissen, das Resultat eigener Recherchen sein kann. Alternativ oder ergänzend zum eigenen Research kann er auf Ratingreports unabhängiger Dienstleister wie Ratingagenturen zurückgreifen.

Diese sind in aller Regel kostenfrei verfügbar. Insbesondere die rasant steigende Anzahl an Asset Managern sowie die zunehmenden Produktangebote mit immer höherer Komplexität unter anderem bei illiquiden Assets wie Immobilien, Infrastruktur oder Private Debt machen den institutionellen Anlegern das Leben schwer, noch den Überblick zu behalten.

Rein quantitative Bewertungsansätze werden im institutionellen Bereich (im Retail business mag dies anders aussehen) heute meist zur Arrondierung der Entscheidung herangezogen. Über die Stabilität des Managers sowie des Investmentprozesses – eine rein qualitative Frage – ist damit jedoch noch keine Aussage getroffen.

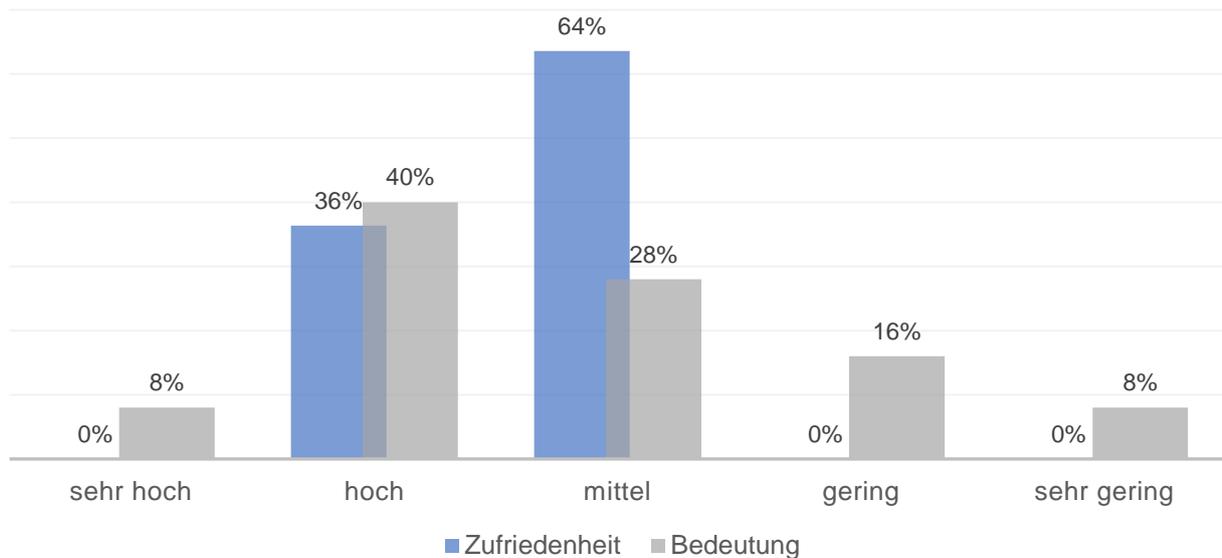
An der Stelle helfen ausschließlich intensive Due Diligence-Prozesse, die den Blick hinter die Kulissen zulassen.

Dazu gehören detaillierte Einblicke in die Vorgehensweise des Fondsmanagements und des Risikomanagements. Andere Beispiele sind Detailinformationen über die Research-kapazitäten, die Systeme hinter dem Fonds sowie über die handelnden Personen mit ihrer Erfahrung. All diese Komponenten zusammen erst lassen den Schluss zu, ob ein Manager zu dem institutionellen Anleger „passt“.

Die Grundlage für die Erstellung des Rating-Reports bilden umfangreiche schriftliche Dokumentationen und auch ein Interview mit dem Fondsmanager. Auf dieser Grundlage nimmt der Analyst seine Bewertung vor.

Im letzten Jahr sahen 50% der Teilnehmer Ratings als bedeutendes Unterscheidungs-kriterium an. Auch in diesem Jahr liegt der Anteil wieder bei rund 50% (48%). Ein Anteil von 28% der Teilnehmer (Vorjahr: 40%) steht den Bewertungen neutral gegenüber. 24% (Vorjahr: 10%) halten Ratings für „weniger wichtig“.

## Ratings



Im Vorjahr zeigten sich 46% der Investoren mit den Ratings „sehr zufrieden“ oder „zufrieden“. In diesem Jahr liegt der Anteil der zufriedenen Teilnehmer bei nur noch 36%. 64% zeigten sich indifferent („neutral“).

## 7. Bedeutung von bestimmten Themen und Produkten

Zum Abschluss unserer Befragung wollten wir von den Teilnehmern wissen, für wie bedeutend sie bestimmte Themen im Hinblick auf ihre künftige Anlagepolitik einschätzen.

Die Termini beschäftigen sich wie im letzten Jahr einerseits mit allgemeinen, übergeordneten Komplexen und behandeln zum anderen aber auch anlagespezifische Fragen.

Zu dem ersten Block gehören aktuelle Themen wie Geopolitik, Brexit, Zentralbankpolitik und Inflation. Im zweiten Block wurden Fragen rund um die Anlagepolitik wie das Interesse an Emerging Markets, ETF's, Volatilität, Factor Investing, ESG oder Sonderthemen wie Robo-Advice und Kryptowährung angeboten.

Dies sind alles Stichworte, die die aktuelle Berichterstattung rund um die Kapitalanlagen und völlig unabhängig von deren tatsächlicher Wichtigkeit dominieren.

Die übergeordneten, oftmals politisch geprägten Gegebenheiten haben im Vorjahresvergleich teils enorm an Bedeutung hinzugewonnen. Denn sie beeinflussen am Ende die Kapitalanlageausrichtung institutioneller Investoren, die meist im Herbst des Jahres für das kommende Jahr festgelegt wird.

Diese Überlegungen basieren oftmals auf ALM-Studien, die die langfristige Ausrichtung insbesondere bei langfristig ausgelegten Versicherern oder Versorgungswerke bestimmen. An dieser Stelle sei noch einmal daran erinnert, dass etwa zwei Drittel der institutionellen Anleger eine Liability-Seite zu bedienen haben. Dazu gehören über Versicherungen oder Versorgungswerke



# [www.Investment-Manager.Info](http://www.Investment-Manager.Info)

IMI - Das online Informationsportal für institutionelle Investoren



Asset Manager und Assetklassen



Master- und Service-KVGen



Verwahrstellen



IMI-Themen



Nachhaltigkeit - ESG



TELOS GmbH

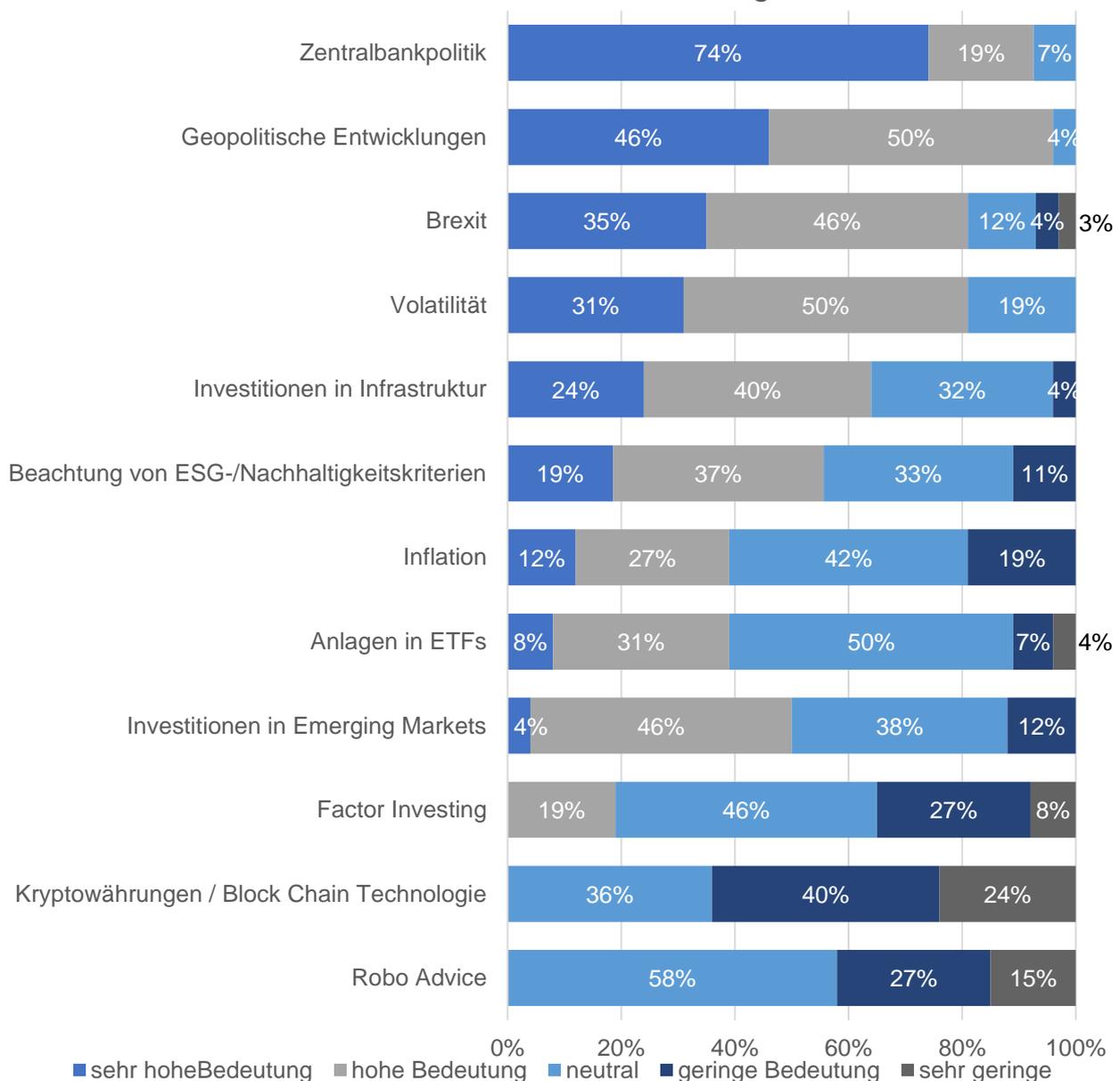
hinaus auch Stiftungen und Unternehmen, die ihre betrieblichen Altersvorsorgesysteme meist in Form von Pensionszusagen (bilanziell ausgewiesen über die gewinnschmälernden Pensionsrückstellungen) ausfinanzieren müssen. Neben dieser Langfristbetrachtung ist es oberstes Prinzip aller institutionellen Investoren, ihr Risikobudget zu steuern.

Die nachfolgend kurz skizzierten elf Themenfelder beeinflussen auf die eine oder andere Weise die Überlegungen institutioneller Anleger.

Bei allen Themen stellen wir einen Vergleich mit dem Wert aus 2018 an. Die Investoren hatten wie im Vorjahr die Wahl zwischen fünf Bedeutungsstufen, von „sehr wichtig, wichtig, neutral, weniger wichtig bis zu unwichtig“.

Die jeweils den Kriterien zugeordneten Balkendiagramme verdeutlichen, dass einige Fragen auf großes Interesse stoßen, andere dagegen noch keine Relevanz aufweisen. Wir wollen mit den generalistischen Kriterien starten und anschließend die anlagespezifischen Fragen behandeln.

### Themen und ihre Bedeutung



Nimmt man die beiden Kategorien „sehr hohe Bedeutung“ und „hohe Bedeutung“ zusammen, ergibt sich folgendes Ranking der Themen:

1. Geopolitische Entwicklungen
2. Zentralbankpolitik
3. Brexit + Volatilität
5. Investitionen in Infrastruktur
6. Beachtung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien
7. Investitionen in Emerging Markets
8. Inflation
9. Anlagen in ETFs
10. Factor Investing
11. Robo Advice
12. Kryptowährungen / Block Chain Technologie

Im Nachfolgenden haben wir die einzelnen Themen etwas näher betrachtet und beleuchtet.

### **Geopolitische Entwicklungen**

Der Begriff „Geopolitik“ findet heutzutage immer mehr Verwendung. Das hängt damit zusammen, dass wir alle globaler denken müssen und wir uns bewusst sein müssen, dass Geschehnisse weit weg von unseren Märkten diese sehr wohl nachhaltig tangieren können. Man denke an den berühmten Schmetterlingsschlag in China, der bis zu uns und in die USA wirken kann.

Definitionsgerecht ist Geopolitik als „raumbezogenes, außenpolitisches Agieren von Großmächten“ zu verstehen. Der Gedanke an den aktuellen Handelsstreit zwischen den USA und China, genauso aber mit Europa, lässt sich an dieser Stelle leicht als passendes Exempel heranziehen. Und die Auswirkungen in Form von teils heftigen Volatilitäten an den Kapitalmärkten stehen uns allen vor Augen.

Geopolitische Einflüsse erweisen sich oft als schwer prognostizierbar, was ihre Entstehung wie auch ihre Wirkungskräfte, angeht. Diese bewegen sich oft im irrationalen Wirkungsgrad. Kommen wir auf das definitionsgemäß der Geopolitik innewohnende „Agieren von Großmächten“ zurück, so spielen im aktuellen Umfeld immer mehr protektionistische Partikularinteressen einzelner Länder oder Kontinente eine Rolle.

Nur beispielhaft und stellvertretend für andere geopolitische Geschehen genannte Fälle aus der jüngsten Vergangenheit können der nach wie vor schwelende USA / Nordkorea-Konflikt, der Kriegsschauplatz Syrien, der Kurdenkonflikt (Türkei) oder der sich unsäglich lang und zäh hinziehende Brexit-Prozess mit martialischen Auswirkungen auf die Wirtschaftskraft von GB und der europäischen EU-Länder herangezogen werden.

Dieses geopolitische Umfeld macht strategische Allokationsentscheidungen auf Investorenmenseite nicht einfacher.

Im Vergleich zum Vorjahr messen 96% unserer Investoren (2018: „nur“ 70%) dieser Thematik eine sehr hohe (46%) oder hohe Bedeutung (50%) bei. Kein Anleger gab eine niedrige Priorisierung an.

## **Zentralbankpolitik**

Im Gegensatz zu den beiden zuvor behandelten Topics „Brexit“ und auch „geopolitische Einflüsse“ ist das Thema Zentralbankpolitik schon seit langem ein Motivator oder Demotivator für die Kapitalmärkte. Das global niedrige Zinsniveau steht im Fokus aller Investoren. Zinsrückgänge üben unmittelbaren Einfluss auf die Allokation der Wertpapieranlagen aus.

Der früheren Fed-Chefin Janet Yellen wird das Statement zugeordnet: „Expansions don't die of old age ..., they are always murdered by the Fed“, also „Aufschwünge sterben nicht an Altersschwäche, sondern werden immer von der Fed ermordet“.

Diese Aussage lässt sich auf die Politik der Zentralbanken weltweit anwenden. Doch obwohl die Konjunkturlokomotive global im positiven Gleichklang läuft, könnte die Zentralbankpolitik der einzelnen Regionen nicht unterschiedlicher sein.

Dies betrifft insbesondere die – kontinuierliche – Erhöhungspolitik der Fed, die den Leitzins zuletzt im Dezember letzten Jahres und damit zum vierten Mal in 2018 auf ein Niveau von 2,25% bis 2,5% um 0,25% angehoben hat. Inzwischen ist die FED aber aufgrund des schwächeren Wirtschaftswachstums auf eine moderate Zinserhöhungspolitik eingeschwenkt.

Im Gegensatz dazu fährt die EZB nach wie vor oder besser gesagt wieder eine extrem lockere Geldpolitik. Nach einem Auslaufen des Ankaufprogramms für Anleihen könnte dieses Programm angabegemäß wieder reanimiert werden. Zudem verharret der Leitzins bei Null Prozent, um hoch verschuldeten Ländern wie Italien in der EU über die Runden zu helfen. Übergeordnete politische Einzelinteressen konterkarieren das Unabhängigkeitsprinzip der EZB.

Für die Anleger spielt jeder Wimpernschlag der Entscheidungen der Zentralbanken eine zentrale Rolle in ihrer Anlagepolitik. Soweit das Zinsniveau ansteigt, können einerseits neu anzulegende Gelder zu einem attraktiveren Zinslevel angelegt werden; andererseits bedeuten Zinsanstiege Verluste bei den Kursen von Rentenpapieren im Bestand. Dazu werden in aller Regel Aktienanlagen mit nach unten gezogen.

Die Sensibilität auf die Zentralbankpolitik weltweit ist durch ihren unmittelbaren Konnex auf die Kapitalanlagen demnach ein wichtiges Thema für alle Anleger, auch institutionelle Adressen.

Das macht auch das Ergebnis unserer Befragung deutlich. Ein extrem hoher Anteil von 74% (Vorjahr: 76%) misst der Zentralbankpolitik sogar eine „sehr hohe Bedeutung“ bei, weitere 19% eine „hohe Bedeutung“.

## **Brexit**

„The NO's have it“ des Vorsitzenden Bercow des Houses of Parliament wird uns Mitteleuropäern wohl ewig in Erinnerung bleiben, egal wie das Rennen am Ende ausgeht. Seit dem 23.Juni 2016, dem Tag der Brexit-Entscheidung durch die englischen Wähler, sind bis heute fast drei Jahre vergangen. In das traurige Fehlverhalten politischer Einzelgänger auf beiden Seiten, Tories wie Labour, mischte sich eine gute Portion vollständigen organisatorischen Versagens auf britischer Seite.

Die einst stolze britische Kolonialmacht gab kein gutes Bild ab, schon gar nicht gegenüber den in der Tat stets bemühten europäischen Partnern.

Dieses zu Anfang noch nach dem 23.Juni 2016 vollends unterschätzte Votum sollte eine Warnung auch für die Zukunft sein, zum einen keine leichtsinnigen Versprechen á la Cameron (als damaligen Premierminister in England) zu machen, aber auch nicht die Stimmungen in der Bevölkerung zu unterschätzen.

Der entscheidende Austritts-Tag, der 29.März 2019, also zwei Jahre nach dem Austrittsgesuch der Premierministerin May, liegt längst hinter uns, gefühlt weit mehr als die paar Wochen bis heute. Stichtag ist eben Stichtag.

Trotz der immer wieder, nicht zuletzt durch die Übertragungen aus dem Houses of Parliament, vor Augen geführten, Schockmomente, haben die Kapitalmärkte die ruppigen Entwicklungen immer wieder gut weggesteckt und den Weg in die Normalität zurückgefunden. Es herrscht eine Stimmung zwischen „schlimmer kann es eigentlich nicht mehr werden“ und „am Ende wird es unter Umständen doch gut gehen“. Es beißt die Maus keinen Faden ab; wenn der Brexit ungeordnet auf die Märkte prallen sollte, so droht Ungemach und die Cassandra-Rufer haben ihre große Zeit.

Entsprechend dynamisch hat die Bedeutung des Themas in den Augen unserer Teilnehmer im Vergleich zum Vorjahr zugenommen. Waren es 2018 gerade 40% der Anleger, die den Brexit als wichtiges Ereignis auf dem Radarschirm hatten, so schnellte bedingt durch die zeitliche Nähe zum Tag X die Zahl derjenigen, die „sehr bedeutend“ ankreuzten, alleine schon auf 35%. Weitere 46% gaben „bedeutend“ an, summa summarum also 81% in den beiden höchsten Stufen. Die künftigen Auswirkungen sind aufgrund der mannigfaltigen Fallkonstellationen derzeit nicht seriös auszurechnen. Ein zeitlich längerfristiger Aufschub deutlich über die Wahl zum Europäischen Parlament hinaus sollte eher beruhigend auf die Märkte wirken.

## **Volatilität**

Die zuvor bereits erwähnte Volatilität hat nach einem ruhigeren 2017-er Kapitalmarktjahr mit den weltweit drohenden Handelskonflikten, vorneweg dem Zwist zwischen den USA und China, bis heute in das Jahr 2019 hinein deutlich an Fahrt aufgenommen. Dieses Umfeld bietet für aktive Manager interessante Opportunitäten, insbesondere für auf Volatilitäts-Strategien spezialisierte Häuser. Auf Anlegerseite bedeutet der Anstieg der Volatilität natürlich ein erhöhtes Risiko, das zum Beispiel im Wege von Risiko-Overlay-Strategien gemanagt werden kann um ein Korrektiv für die ansteigenden Risikokennziffern zu schaffen. Aber wie so oft bietet ein erhöhtes Risiko durchaus auch Chancen. Mit entsprechenden Anlagestrategien und -lösungen können auch positive Ergebnisse aus einer erhöhten Markt-Volatilität erzielt werden. Informationen zu Anbietern von Overlay-Lösungen und

Vola-basierten Anlagestrategien finden Sie auf unserer **Informationsplattform „IMI“** ([www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)).

Die über die letzten mehr als 12 Monate anhaltende Volatilität führte in unserer Befragung dazu, dass jetzt 81% der Anleger (2018: 60%) der Volatilität eine „sehr hohe“ (31%) oder „hohe“ (50%) Bedeutung beimessen. Die restlichen 19% stellten sich „neutral“.

## **Investitionen in Infrastruktur**

Als neues Topic für die Bedeutung im täglichen oder auch strategischen Umfeld der institutionellen Anleger befragten wir unsere Teilnehmer zu Investitionen in der Assetklasse Infrastruktur.

Wie zuvor schon an der einen oder anderen Stelle hervorgehoben, gewinnt die Assetklasse bei allen institutionellen Anlegern an Aufmerksamkeit. Die Assets haben sich in dieser immobilien Assetklasse bereits mehr als verdoppelt. Wie zuvor im Rahmen der aktuellen Allokation beobachtet, stieg der Anteil von 2018 von 1,4% auf knapp 4%!

Die Anlegergruppe der Banken öffnet sich zurzeit noch am wenigsten in Richtung Infrastrukturinvestments. Versicherer liegen meist im unteren einstelligen Prozentbereich, wohingegen Versorgungswerke teilweise schon um die 10% liegen. Aber auch das eine oder andere Family Office, Stiftungen und auch kirchliche Einrichtungen engagieren sich im einstelligen Prozentbereich in Infrastrukturmaßnahmen.

Die Zunahme in der Bedeutung spiegelt auch unsere letzte hier gestellte Frage; alleine 24% messen dieser Alternative eine „sehr hohe“ und weitere 40% eine „hohe“ Bedeutung zu. Dies lässt auf weiteres Potential über die kommenden zwölf Monate schließen.

Ein Drittel nimmt eine „neutrale“ Stellung ein. Die nicht interessierten Anleger machen im unteren einstelligen Prozentbereich einen sehr geringen Anteil aus.

Weitere interessante Informationen zum Thema Investitionen in Infrastruktur können Sie unserem **Kompodium „Infrastruktur“** entnehmen. Sie finden dieses auf unserer Homepage unter der Rubrik **„Publikationen – TELOS-Kompodium“**.

## **Beachtung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien**

Den größten Sprung auf der Bedeutungsskala hat das Thema „Nachhaltigkeit“ vollzogen.

Nach vielen Jahren, in denen auf die Berücksichtigung von ESG-Kriterien wenig bis gar nicht geachtet wurde, hat sich die Wertigkeit fast schlagartig, aber auch nicht ganz unerwartet, gedreht; und zwar zum Positiven. Die rasante Zunahme dieser Entwicklung ist seit ca. zwei Jahren mit Händen greifbar.

Die Kritiker monierten, dass sich nachhaltig gemanagte Assets sich am Ende negativ auf die Performance auswirke.

Zu dieser Thematik wurden eine Reihe von Untersuchungen angefertigt. Die Ergebnisse schlagen in beide Richtungen aus. Ob die Performance unter der Einbeziehung von ESG-Kriterien leidet oder

nicht, sollte aber heutzutage, da wir globale Analysen über Unternehmen und Staaten anstellen, nicht mehr im Vordergrund stehen. Entscheidend ist die Einhaltung von Mindeststandards im ethischen, sozialen und ökologischen Bereich.

Und dies bezieht sich natürlich auch auf alle damit in Zusammenhang stehenden Aspekte wie Produktionsverfahren oder Umgang mit menschlichen Ressourcen. Auch für institutionelle Anleger werden deren Investments immer mehr unter diesen Gesichtspunkten abgewogen. Ein besonderes Verdienst gebührt hier wie gesagt den Kirchen – natürlich auch aus der Position einer großen institutionellen Investorengruppe heraus –, die im Rahmen selbst entwickelter Richtlinien (z.B. EKD-Richtlinie) entsprechende Forderungen nach Berücksichtigung von ESG-Kriterien (environmental / social / governmental) aufstellen.

Die kirchlichen Richtlinien bieten eine sehr ausgewogene Entscheidungsgrundlage zur Integration von Nachhaltigkeitsgesichtspunkten. Inzwischen finden sich konkrete Vorgaben immer mehr in regulatorischen Bestimmungen, so dass sich u.a. Versicherer über das VAG oder auf europäischer Ebene auch Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge, sog. „EbAV“, mit entsprechenden Anforderungen konkret konfrontiert sehen.

Etablierte Legaldefinitionen existieren nicht am Markt. Das Spektrum reicht von der Anwendung reiner Ausschlusskriterien (Kinderarbeit, Waffenproduktion etc.) bis hin zu esoterischen Ansätzen als Grundlage.

Gefragt sind in dieser sich laufend verändernden Welt pragmatische Ansätze, die einen gewissen Ermessens- und Interpretationsspielraum zulassen.

Meist werden die Kriterien zu einem „Rating“ verdichtet. Von den 30 bis 50 einbezogenen Kriterien wirken sich bei der Messung der Renditeentwicklung von zum Beispiel bestimmten Einzelaktien jedoch nur eine Handvoll tatsächlich aus und diese finden sich überwiegend im Bereich „G“ wie Governance.

Waren es im letzten Jahr gerade 29% der Anleger, die den Gedanken von „sustainable investments“ als „sehr wichtig“ oder „wichtig“ einstuften, so sind nach der aktuellen Befragung schon doppelt so viele, nämlich fast 56%. Nur noch 33%, also knapp jeder dritte Anleger, positionierte sich „neutral“ gegenüber 50% im letzten Jahr. Und lediglich knapp 15% der Investoren schenkt der Nachhaltigkeit wenig Beachtung.

Banken und Corporate Pensions zeigen sich besonders affin bei der hohen Wertschätzung von Nachhaltigkeitskriterien im Rahmen des Portfoliomanagements, genauso natürlich Kirchen. Ein heterogenes Bild zeigte sich bei Versorgungswerken und auch Family Offices.

Für weitere Informationen zum Thema Nachhaltigkeit/ESG in der Kapitalanlage empfehlen wir, einen Blick in unser **Kompodium „Nachhaltigkeit“** zu werfen. Sie finden dieses auf unserer Homepage unter der Rubrik **„Publikationen – TELOS-Kompodium“**. Zudem finden Sie auf unserer **Informationsplattform „IMI“** ([www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)) umfassende Informationen über die Services und Anlagelösungen von Administrationsdienstleistern und Asset Managern im Bereich Nachhaltigkeit/ESG.

## Investitionen in Emerging Markets

Wir hatten zuvor bereits die zunehmende Attraktivität der „Emerging Markets“ anhand der aktuellen Allokation unserer Teilnehmer beobachten können. Nach noch 4% im Vorjahr wurden nach unserer aktuellen Erhebung bereits 5,6% in den Emerging Markets allokiert, wobei der Unterscheidung nach den Assetklassen Aktien oder Bonds an der Stelle keine Bedeutung beigemessen wurde.

Spätestens seit 2016 wissen wir um die Fragilität, die diesem Bereich alleine aufgrund von US \$ - Bewegungen zukommen kann. Schraubt die FED an der Zinsschraube nach oben, so flüchten viele Anleger aus den EM Bonds in den vermeintlich sichereren Hafen des US \$ - Raumes.

Eine andere Lektion, die wir im Nachgang zu den BRICS – Staaten lernen mussten ist die, dass zwischen den einzelnen „Emerging Market“ - Staaten sehr wohl zu differenzieren ist. In dem derzeitigen, von politischen Unwägbarkeiten dominierten, Marktumfeld sind heftigere Ausschläge speziell in Schwellenländern nicht auszuschließen. Hier müssen wir uns nur die hohe Volatilität der türkischen Lira vor Augen halten oder etwa den Rückgang der Moskauer Börse Mitte April vorigen Jahres, als die Kurse den Rückwärtsgang von über 13% eingelegt haben. Eine Differenzierung gehört aber nun mal zu jeder aktiven Strategie.

Insgesamt werden die EM als ausgesprochen attraktive Assetklasse angesehen und zwar unabhängig von Aktien- oder Anleihen-Strategien. EM-Investments sind wie gesehen ein fester Bestandteil in annähernd jedem institutionellen Portfolio.

Für Schwellenländeranlagen sprechen sicher die in vielen Ländern niedrigen Verschuldungsquoten gerade auch im Vergleich zu den sog. Developed Markets und auch die erkennbare Wachstumsdynamik, die vielen EM-Ländern innewohnt. Neben China als klassischem Beispiel wird immer häufiger auch Indien genannt, das enorme Fortschritte macht und in nicht allzu weiter Ferne zu den Top 3 Wachstumsgiganten weltweit zählen wird. Auch wenn die Wachstumsprognosen wie etwa in China auch immer wieder auf den Boden der Tatsachen zurückfinden und nicht in den Himmel wachsen, so besteht doch weitgehend Einigkeit, dass die EM in den nächsten Jahren weltweit die treibende wirtschaftliche Antriebskraft liefern werden.

Wie erwähnt, dürfen die EM wie lange Zeit praktiziert nicht als ein homogener Block betrachtet werden, sondern es muss eine Differenzierung zwischen den einzelnen Ländern natürlich auch verbunden mit den im jeweiligen Land herrschenden politischen wie wirtschaftlichen Risiken erfolgen.

Unsere Studie weist erfreulicherweise weiterhin wie im letzten Jahr ein gestiegenes Interesse an EM – Investments auf. Bei der Frage, inwieweit EM aktuell ein bedeutendes Thema darstellen, stimmten dem insgesamt 50% der Teilnehmer zu; zwar etwas geringer als in 2018, aber weiterhin auf sehr hohem Niveau. 38% nahmen eine „neutrale“ Haltung ein. Nur jeder elfte Anleger sah diese Assetklasse als weniger interessant für seine Positionierung an. Das größte Interesse war bei Versorgungseinrichtungen, Corporate Pensions, Family Offices / Stiftungen und auch kirchlichen Investoren spürbar.

Nähere Informationen zur Leistungsfähigkeit von Asset Managern im Bereich Emerging Markets sowie zu deren Anlagelösungen finden Sie auf unserer **Informationsplattform „IMI“** ([www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)).

## **Inflation**

Jeder Zinstrend hängt wiederum unmittelbar an der Inflationsentwicklung, die das Entscheidungsmuster der Zentralbanken (u.a. Anhebung des Leitzinses, Fortführen von Anleihekaufprogrammen) wesentlich dominiert. Aber welchen Weg schlägt die Inflation ein?

Die Inflationsrate wird in Europa inzwischen nahe an dem erklärten Zielkorridor „2%“ gesehen. Schaut man aber auf die sog. Kerninflation (unter Abzug von Ölpreisen und den - stark schwankenden - Lebensmittelpreisen), so liegen wir in Europa bei gut einem Prozent. Ein Anstieg der Inflation kann aus steigenden Rohstoffpreisen entstehen, was derzeit nicht in größerem Ausmaß erkennbar ist, oder durch ein kräftiges Anziehen der Konjunktur. Diese zeigte sich vor etwa einem Jahr noch als relativ robust. Die Konjunktur lässt derzeit aber europaweit die Flügel hängen; besonders enttäuschend sehen die jüngsten Prognosen aus für Deutschland mit prognostizierten jetzt noch 0,5% für 2019, allerdings mit deutlich höheren Erwartungen mit Blick auf 2020 (1,5%). Auch die US-Wirtschaft hat an Dynamik eingebüßt, was der Grund für die vorsichtige Politik der FED in 2019 ist. China glänzt nicht mehr wie lange Zeit zuvor, aber weist immer noch Zuwachsraten von gut 6% auf.

In Europa wird wie vor einem Jahr kein inflationstreibendes Szenario gesehen. Die politischen Störfeuer aus den USA (Stichwort: Strafzölle) dämpfen eher den Optimismus und verunsichern Investoren wie Industrieunternehmen.

Die „Inflation“ als Einzelthema ist der Frage der Zentralbankpolitik weiterhin klar nachgeordnet.

Das zeigt die vorliegende Auswertung. 42% (2018: 60%) der Teilnehmer stufen die Inflation in ihrer Bedeutung als „neutral“ ein, immerhin über 19% als „weniger bedeutend“. Nur gut jeder dritte Anleger kreuzte die beiden höchsten Bedeutungsstufen an (ca. 39%).

## **Anlagen in ETF's**

ETF's haben auch in institutionellen Portfolios Einzug gehalten. Interessanterweise haben sich indexbezogene Produkte nicht im Bereich der taktischen, sondern auch der strategischen Asset Allokation durchgesetzt.

ETF's werden einerseits zur Diversifikation der Allokation verwendet. Insbesondere bieten sich ETF-Investments für institutionelle Anleger an, denen ein spezialfondsadäquates Volumen für eine spezielle Assetklasse wie die zuvor behandelten EM nicht zur Verfügung steht. So verlangen einige Asset Manager für die Auflegung eines Spezial-AIF in den EM schon wegen der vielen, weltweit zu bedienenden, Lagerstellen ein Mindestvolumen von um die 100 Mio.€. Weiterhin ermöglichen ETF's den Einstieg in bestimmte risikobetontere Produkte zum Beispiel im Aktiensektor mit dem Vorteil einer integrierten Risikodiversifikation durch Abbildung eines Indexes. Dazu lassen ETF's einen raschen und unkomplizierten Handel zu, somit auch einen leichteren Ausstieg für den Fall, dass zum Beispiel Gelder schnell benötigt werden oder im Falle von Marktverwerfungen.

Das Ergebnis in diesem Jahr liegt etwas unter dem des Vorjahresniveaus. 39% und damit absolut 10% weniger als im Jahr 2018 erachten das Thema als „sehr wichtig“ oder „wichtig“; im Gegenzug stehen nunmehr 50% (Vorjahr: 38%) der Nutzung von strukturierten Produkten „neutral“ gegenüber.

## Factor Investing

Eine relativ breite Aufteilung der Stimmen gab es bei der Frage nach der Bedeutung von Factor-Investing. Beim Factor-Investing handelt es sich um eine Anlagestrategie, bei der Wertpapiere anhand von bestimmten Attributen (oder „Faktoren“) wie Value, Size, Quality, Momentum oder Dividend Yield ausgewählt werden. Seinen Anfang nahmen die auch stark wissenschaftlich untermauerten Strategien im Bereich Aktien. Im Zuge der Weiterentwicklungen wurde die Strategie aber auch im Bond-Sektor ausgebaut.

Im Gegensatz zu Smart Beta-Ansätzen streben Factor-Investing-Strategien kein ausgewogenes Risiko-/Ertragsverhältnis auf Grundlage einer gezielten Risikominimierung an, sondern angestrebt werden höhere Erträge bei einem vergleichbaren Risiko. Die heutige Technologie erlaubt sehr komplexe Faktorberechnungen. Die Rezeptur der Zusammensetzung des Sets an Faktoren Value oder Quality, wo auf die Stabilität des Unternehmens anhand u.a. von Bilanzkennzahlen vertraut wird, ist gewissermaßen das Geheimnis der richtigen Mischung á la Coca-Cola. Das langfristige Ziel besteht in der Erzielung eines Mehrwertes gegenüber traditionellen Indizes unter Beachtung der Risikokomponenten.

In Deutschland sind bereits eine Reihe von Anlegern in faktor-basierten Strategien investiert. Die Meinungen über die Ansätze gehen auseinander. Ähnlich wie bei der Frage der Berücksichtigung von ESG gewinnt man den Eindruck, dass es auch beim Factor Investing noch stärkerer Aufklärungsarbeit bedarf, das Thema jedoch inzwischen Momentum aufgenommen und die Anfangshürden erfolgreich genommen hat.

Das nachfolgende Balkendiagramm zeigt, dass nach wie vor ein großer Anteil der Teilnehmer mit jetzt 46% gegenüber 60% in 2018 eine „neutrale“ Haltung einnimmt. Den 19% (Vorjahr: 10%) positiv eingestellten Anlegern stehen gut ein Drittel mit kritischerer Einstellung gegenüber.

Nähere Informationen zur Leistungsfähigkeit von Asset Managern im Bereich Factor Investing sowie zu deren Anlagelösungen finden Sie auf unserer **Informationsplattform „IMI“** ([www.investment-manager.info](http://www.investment-manager.info)).

## Robo-advise

Im Zeitalter der Digitalisierung haben wir uns daran gewöhnt, dass die menschliche Komponente immer weniger eine Rolle spielt. Diese Entwicklung hat auch vor beratungsintensiven Branchen wie dem Asset Management nicht Halt gemacht. Der in diesem Zusammenhang mantraartig bemühte Begriff lautet Robo-advise.

Kurz gesagt ist damit gemeint, dass der Anleger auf der Grundlage mathematischer und von Algorithmen bestimmten Modellen eine digitale Anlageberatung erhält. Der menschliche Faktor soll dabei nur am Rande zum Tragen kommen.

Die inzwischen über 100 bekannten Robo-advise-Modelle allokatieren, managen und optimieren über die Laufzeit der Anlage das Portfolio des Anlegers auf Basis der von ihm gemachten Angaben, vorneweg seiner Risikotragfähigkeit sowie seiner Renditeerwartungen. Auch als „aktive“ Manager bekannte Häuser haben auf Grundlage ihrer Investmentphilosophie automatisierte Modelle im Sinne einer Vermögensverwaltung weiterentwickelt.

Vorteile von Robo-advise-gesteuerten Portfolios werden im Hinblick auf die attraktiven Kosten (Einsparung personalintensiver Beratung, meist Steuerung durch Einsatz von ETF's) sowie vor dem Hintergrund der konsequenten Allokationsumsetzung über Systeme ohne menschliche Eingriffsmöglichkeiten gesehen.

Ähnlich wie bei dem Punkt „Kryptowährung“ findet auch der Robo-advise wenig Einklang im institutionellen Bereich. Kein Teilnehmer entschied sich für eine der beiden höheren Bedeutungsstufen (im Vorjahr war es fast jeder fünfte Befragte). Annähernd 60% steht dem Thema „neutral“ gegenüber (Vorjahr: 43%). Über 40% der Investoren (Vorjahr: gut ein Drittel) empfinden automatisierte Beratungsansätze im institutionellen Sektor für wenig bedeutungsvoll.

## **Kryptowährungen**

Kryptowährungen, auch als „Kryptogeld“ bezeichnet, sind digitale Zahlungsmittel, die über Zugangswege wie das „mining“ (Schürfen) erstellt und transportiert werden. Ziel aller Kryptowährungen ist es, ein dezentrales und auch sicheres Zahlungsmittel (-surrogat) zum bekannten System der Zentralbankwährung herzustellen. Wir haben diesen aktuellen Aspekt im Markt in der vorliegenden Studie neu aufgenommen, da dieses Zahlungsmittel seit offizieller Einführung und Anerkennung in Venezuela („Petro“) an Bedeutung gewonnen hat und über kurz oder lang als eine neue Assetklasse angesehen werden könnte.

Die über die letzten Jahre erfahrenen hohen Preisschwankungen tragen aber sicher nicht zu einer flächendeckenden Institutionalisierung von Kryptowährungen bei. Sicher gehören etwa Bitcoins als bekanntere Kryptowährung nicht zum täglichen Geschäft eines Investors, schon gar nicht eines institutionellen Anlegers. Immerhin sprechen wir inzwischen über 4.500 unterschiedliche Unterarten an Kryptogeld.

Wie immer bei neuen Entwicklungen können Produkte immer nur so gut sein wie sie auf Vertrauen im Markt und insbesondere beim Anleger stoßen.

Dass die neue Währungseinheit hier noch einen weiten Weg zu gehen hat, zeigen die Ergebnisse unserer Studie.

Institutionelle Investoren akzeptieren Kryptogeld nicht in ihren Portfolios. Mit aktuell null Prozent (2018: knapp 5%) „hohe“ Wichtigkeit verschwindet diese Anlagealternative bei institutionellen Verantwortungsträgern vollends in der Bedeutungslosigkeit.

Etwa ein Drittel der Teilnehmer verfolgen noch eine „neutrale“ Einschätzung, zwei Drittel entschieden sich sogar für die Einwertung „geringe“ oder „sehr geringe“ Bedeutung.

## 8. Fazit

Lange Zeit prophezeit, wird die Neuallokation institutioneller Anleger im deutschen Markt jetzt auch greifbar. Dies ist eine der wesentlichen Erkenntnisse der diesjährigen Spezialfondsmarkt-Studie.

Staatsanleihen halbierten sich gegenüber der Ausgangslage von vor zwei Jahren auf nur noch 20%. Das Heil wird auch nicht mehr alleine in Unternehmensanleihen gesehen, die nur noch knapp 20% der Assets ausmachen. Pfandbriefe machen mit gut über 10% inzwischen eine wichtige Assetklasse aus.

Die Aktienquote liegt mit über 13% nochmal höher als im Jahr zuvor. Die Immobilienquote hat sich anlegerübergreifend bei über 10% fest etabliert.

Die Diversifikation in „alternative“ Investments ist mit Händen greifbar. Speziell Versicherer, zum Teil auch Versorgungswerke, gehen diesen Weg. Immerhin machen Private Equities inzwischen fast 4% (nach 1,6% im Vorjahr) und damit mehr als doppelt so viele Assets wie noch vor einem Jahr aus. Auch die Anlagen in Loans und Private Debt machten einen Sprung von 2% Anlageanteil auf jetzt 4%. Fast jeder zweite institutionelle Anleger ist aktuell mit mindestens einem Fonds / Investment in „Alternatives“ engagiert.

Die Diversifikation macht auch in regionaler Hinsicht kein Halt. Während die Investitionen in Titel deutscher Herkunft deutlich Federn lassen mussten, rücken Emerging Markets, Japan, aber auch Süd- und insbesondere Nordamerika stärker in den Fokus der Investoren.

Aktuell werden aktiv gemanagte Mandate klar favorisiert, was sicher auch den höheren Schwankungsbreiten an den Kapitalmärkten geschuldet ist.

Diese Investments verteilen sich auf derzeit ungefähr 1,62 Bio. € an offenen Spezialfonds, also reines institutionelles Geschäft, das auch für die große Zahl von ausländischen Anbietern als immer interessanter angesehen wird.

Der deutsche Spezialfondsmarkt wird einerseits diversifizierter, aber er eröffnet auch nicht-deutschen Asset Managern zunehmend Opportunitäten, hierzulande institutionelles Geschäft zu generieren. Diese Entwicklung ist seit drei Jahren spürbar. Immerhin wird aktuell fast jedes zweite Spezialfondsmandat (47%) an ausländische Anbieter vergeben und annähernd zwei Drittel der institutionellen Investoren arbeiten bereits mit ausländischen Adressen zusammen. Auch für die künftige Planung der Vergabe von Spezialfonds können ausländische Anbieter auf Zuwächse vertrauen.

Bei der Auswahl der am besten passenden Fondsgesellschaft könnten schon bald fast die Hälfte der institutionellen Investoren auf Berater zurückgreifen. An die 40% der Befragten tun dies jetzt schon, primär Adressen aus der Altersvorsorge; weitere 7% beabsichtigen die baldige Einschaltung eines Consultants. Diese Werte liegen deutlich über denen der Vorjahre.

Institutionelle Investoren signalisieren in unserer Studie die Bereitschaft, in den nächsten zwei Jahren neue Mandate aufzulegen. Jeder dritte Teilnehmer und damit deutlich mehr als die im letzten Jahr gemessenen 13% beabsichtigt konkret die Auflage neuer Fonds. Versorgungswerke und Versicherungen zeigen sich hierfür besonders affin.

Die Assetklasse mit der „künftig größten Attraktivität“ sind auf der illiquiden Seite Immobilien, aber auch Infrastruktur mit einem starken Anstieg des Interesses, genauso wie Loans und Private Debt sowie Private Equity. Das Interesse an Investments ist in diesen Bereichen gegenüber dem Vorjahr sehr stark angestiegen.

Bei den liquiden Assets scheint die Attraktivität von Equities in besonderem Maße anzuziehen. Unternehmensanleihen stehen stabil hoch in der Gunst der Investoren; dazu wollen Anleger Multi-Asset-Ansätze im Vergleich zu 2018 annähernd doppelt so hoch gewichten.

Über alle von TELOS zur Wahl gestellten Zufriedenheitskriterien betrachtet liegt die Zufriedenheit der institutionellen Anleger mit den Leistungen ihrer Manager nach wie vor relativ hoch. In einigen als bedeutend eingestuften Kriterien verzeichneten wir jedoch rückläufige Werte.

So reduzierten sich die Zufriedenheitswerte etwa im Bereich „Performance“, aber auch in dem als sehr wichtig eingestuften Sektor „Risikomanagement“ gegenüber dem Vorjahresniveau (2018) deutlich. Auch der inzwischen als ausgesprochen entscheidend eingestufte Bereich „Kundenbetreuung“ musste bei der tatsächlich gemessenen Zufriedenheit mit den Managern Federn lassen.

Die insgesamt rückläufigen Zufriedenheitswerte signalisieren, dass die im letzten Jahr noch für die Branche sehr zufriedenstellend registrierten Werte kein Ruhekitz darstellen. Das Vertrauen muss immer wieder von Neuem erkämpft werden, insbesondere in schwierigen Marktphasen.

Die großen, die Märkte bewegenden Strömungen kommen mit eindeutigen Steigerungsraten gegenüber den Angaben noch vor einem Jahr aus der „Geopolitik“ und dem „Brexit“, beides Themen, mit denen wir nach dem aktuellen Stand noch eine Zeit lang zu tun haben dürften. Neben diesen beiden eher noch „jüngeren“ Phänomenen dominiert nach wie vor die Niedrigzins-Politik der Zentralbanken weltweit die Anlagepolitik institutioneller Investoren.

Mit Blick auf die aktuellen geopolitischen Entwicklungen dürfen wir uns wieder auf zwölf herausfordernde Monate an den Kapitalmärkten einstellen. Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre mit unserer Studie und einen guten und erfolgreichen weiteren Verlauf des Jahres 2019 sowie eine gute Hand bei Ihrer Anlagepolitik.

# Sie wollen Ihr Plus multiplizieren. Mit unseren Modellen können Sie rechnen.

Unser quantitatives Fondsmanagement ermöglicht eine flächen-  
deckende Überwachung der globalen Rentenmärkte. Mittels einer  
faktorbasierten Anlagestrategie optimieren wir dabei die Risiko-  
und Ertragspotenziale für Sie.

**Erfolg beginnt mit Respekt.**

**„Deka**  
Institutionell