

TELOS Spezialfondsmarktstudie

2023

Aktuelle Entwicklungen auf dem Spezialfondsmarkt aus der Sicht von Investoren





Neue Wege
**FÜR IHRE
FONDSIDEE**

Sie sind Vermögensverwalter, Asset Manager oder institutioneller Investor? Sie suchen nach einer individuellen Fondslösung? Dann sprechen Sie uns an!

Seit mehr als 50 Jahren stehen wir für zukunftsgerichtetes Handeln und die Entwicklung innovativer Ideen. Gern beraten wir Sie bezüglich Lösungen aus den Bereichen Sachwerte, Wertpapiere, offene oder geschlossene Fonds und Publikums- oder Spezialfonds.



Inhalt

Apo Asset Management GmbH: Investieren in den Kampf gegen Alzheimer, Diabetes & Krebs.....	3
BayernInvest: BayernInvest Financial Nachranganleihen – Hohe Renditen mit „National Champions“ aus dem Finanzsektor.....	8
Credit Suisse Asset Management: Die Volatilität ist zurück an den Anleihemärkten – unser Ansatz, um durch unruhige Märkte zu navigieren.....	13
DJE Kapital AG: Dividenden: Auf die Höhe kommt es nicht unbedingt an	19
EB - Sustainable Investment Management GmbH: Clean Energy Junior Debt – Saubere Renditepotenziale für ausschüttungsorientierte Anleger.....	22
Finreon und St.Galler Kantonalbank Deutschland AG: Von der Wissenschaft zur Praxis – Innovative Dekarbonisierung von Kapitalanlagen.....	26
FREO Group: Stranded Assets und neue Nutzungsanforderungen bei Gewerbeimmobilien: Lösungen der FREO für institutionelle Investoren.....	32
Hahn Gruppe: Handelsimmobilien-Investments: Der Lebensmitteleinzelhandel bringt Stabilität in das Portfolio.....	35
Helaba Invest: Mehr Nachhaltigkeit wagen – Lösungsansätze der Helaba Invest	40
LBBW Asset Management: Direktanlagemanagement mit der LBBW AM	45
Manulife Investment Management: Carbon credit use is reshaping timberland investments	50
Metzler Asset Management GmbH: Europäische Nebenwerte: Renaissance der strukturellen Gewinner.....	55
Nikko Asset Management: Towards a Greener Future: Building Credibility and Demand for Sustainability-Linked Bonds	58
Vontobel Asset Management: Sind Unternehmensanleihen bereit für eine Erholung in 2023?	62
1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie.....	67
2. Allgemeine Angaben zum Spezialfondsmarkt	72
2.1 Verteilung	72
2.2 Anteilseignerstruktur.....	74
2.3 Demographie der Teilnehmer.....	76
3. Verteilung des Anlagevermögens der Investoren.....	77
3.1 Höhe des Anlagevermögens in Spezialfonds.....	79
3.2 Höhe der Direktbestände.....	82
3.3 Höhe des Anlagevolumens in Publikumsfonds.....	83
4. Spezialfondsmandate in 2022/2023	85
4.1 Aufteilung der Spezialfonds nach Assetklassen	85
4.2 Nachhaltigkeit der Kapitalanlagen	95
4.3 Anteil der aktiv/passiv gemanagten Mandate	102
4.4 Anzahl beauftragter Asset Manager	106
4.5 Einsatz von Consultants	109
5. Trends für künftige Investments	113
5.1 Planung der Auflage neuer Mandate in 2022/2023	113
5.2 Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei künftigen Investments	115
5.3 Präferierte Assetklassen.....	117
6. Asset Manager Selektion	122
6.1 Neuvergabe von Spezialfonds (Spezial-AIF) - Mandaten.....	122
6.2 Bedeutung der Kriterien und aktuelle Zufriedenheit	124
7. Bedeutung von bestimmten Themen und Produkten	139
8. Fazit	152

Apo Asset Management GmbH: Investieren in den Kampf gegen Alzheimer, Diabetes & Krebs

Marketingmitteilung

Zivilisatorisch bedingte Erkrankungen – das sind vor allem Alzheimer, Diabetes und Krebs. Immer mehr Menschen sind betroffen, das macht Forschung und Entwicklung umso dringlicher. Anlegerinnen und Anleger können einen kleinen Beitrag in der Bekämpfung dieser Krankheiten leisten.

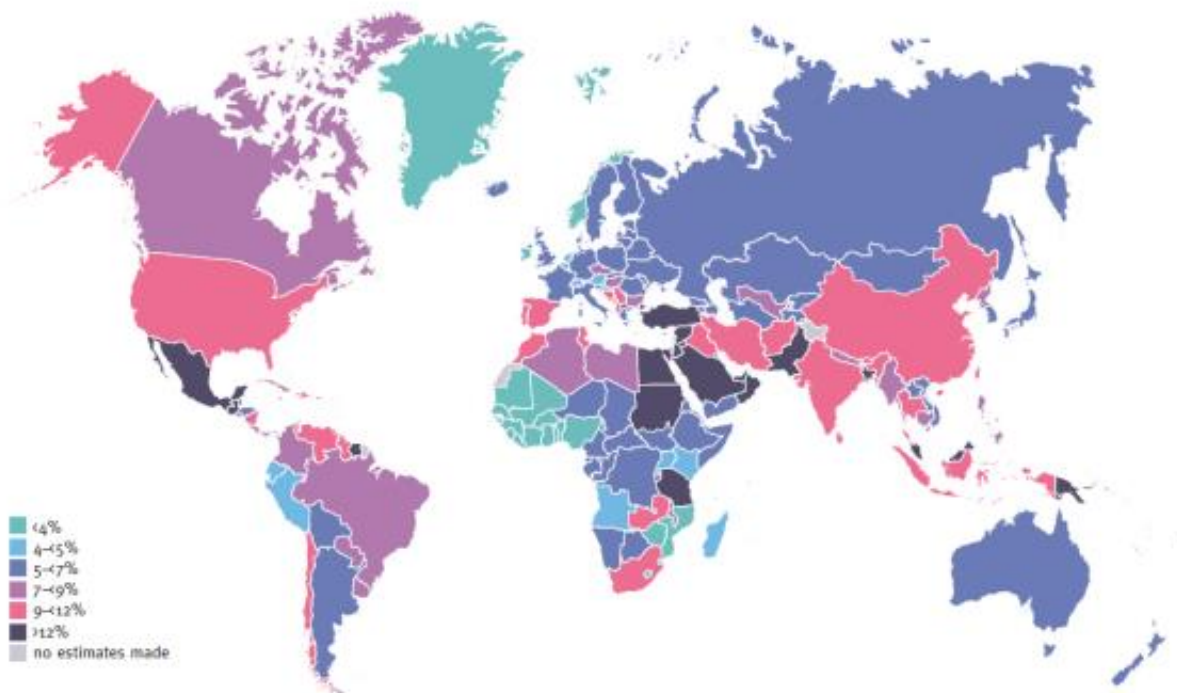
Die KI-Plattform ChatGPT lehrt uns: Die Bezeichnung „zivilisatorisch bedingte Erkrankungen“ wird verwendet, um Krankheiten zu beschreiben, die auf unseren modernen Lebensstil und unsere Gewohnheiten zurückzuführen sind. Dazu zählen u.a. Alzheimer, Diabetes und Krebs. Ein maßgeblicher Faktor für stark wachsende Fallzahlen bei allen drei Erkrankungen ist die steigende Lebenserwartung. Die Zahl der Krebsfälle beispielsweise wird sich laut WHO bis 2040 verdoppeln. Unternehmen sind gefragt, die Forschung und Entwicklung voranzutreiben. Die Entdeckung neuer Wirkstoffe und Therapieansätze, die Durchführung von klinischen Studien und der Aufbau von Infrastrukturen kostet viel Geld. Der Kapitalmarkt kann notwendige finanzielle Mittel bereitstellen, um den Kampf gegen Diabetes, Krebs und Alzheimer voranzutreiben. Gleichzeitig bieten Unternehmen in diesen Bereichen Anlageopportunitäten.

Diabetes – breiter Markt mit vielen Playern

Laut Daten der International Diabetes Federation (IDF) leiden weltweit 537 Millionen erwachsene Menschen an Diabetes. Bis 2045 wird diese Zahl nach Schätzungen der IDF auf 783 Millionen ansteigen (Stand 12/2021). In den letzten Jahrzehnten wurden in der Forschung und der Entwicklung von entsprechenden Therapien und Medikamenten immer wieder Meilensteine verzeichnet, wie z.B. bei der Reduktion von Komplikationen des Herz-Kreislauf-Systems und Nierenfunktionsveränderungen. Die Einführung von Insulinpumpen und kontinuierlichen Glukosemessgeräten, die dazu beitragen, den Blutzuckerspiegel besser zu kontrollieren, hat das Leben vieler Betroffener erheblich vereinfacht. Derzeit erfahren die Insulinhersteller einen Schub durch die Erweiterung des Marktes um das Feld der Fettleibigkeit. GLP-1-Medikamente dienen dem Gewichtsverlust und öffnen damit ein neues Anwendungsfeld. Kritisch zu hinterfragen ist jedoch der aktuelle Trend der Verwendung als „Modemedikament“ einiger Prominenter.

Globale Verteilung Prävalenz bei Diabetes

(altersadjustierte Prävalenz 2021)



Quelle: International Diabetes Federation (2022).

Unternehmen, die sich dem Thema Diabetes verschrieben haben, finden sich in den verschiedensten Bereichen des Gesundheitssektors. Es gibt die großen Pharmaunternehmen wie **Novo Nordisk**, **Eli Lilly** oder **Sanofi**, zu deren Produktpalette Insulinpräparate zählen. Novo Nordisk ist der weltweit größte Hersteller von Insulin und hat in den letzten Jahren ein hohes Wachstum verzeichnet. Das Unternehmen hat im Jahr 2020 einen Umsatz von rund 13 Milliarden Euro erwirtschaftet. Eli Lilly kam 2020 auf einen Umsatz von über 24 Milliarden US-Dollar und Sanofi auf über 36 Milliarden Euro.

Aber auch im Bereich der Medizintechnik existieren viele Unternehmen: **Dexcom** und **Abbott** stellen so genannte CGMs her, kleine Sensoren zur kontinuierlichen Blutzuckermessung. Gleichzeitig schreitet die Entwicklung des sogenannten „Closed Loop“ weiter voran. So wird das automatisierte Zusammenspiel aus Blutzuckermessung und Insulinabgabe bezeichnet, das im Grunde die Bauchspeicheldrüse ersetzt. In diesem Feld existieren zahlreiche Kooperationen zwischen den einzelnen Unternehmen. Und **Insulet**, **Tandem** und **Ypsomed** produzieren Pumpen, mit denen Insulin automatisch verabreicht wird. Schließlich tummeln sich unter den Medizintechnik-Unternehmen eine Reihe von Zulieferern wie **Gerresheimer**, die die „Hardware“, also Spritzen, herstellen.

Da Diabetes eine Indikation ist, der durch gesunde Ernährung und Bewegung sehr effektiv vorgebeugt werden kann, bieten zahlreiche Unternehmen digitale Anwendungen wie Apps, Fitness-Tracker, etc. an. Die Anzahl an börsennotierten Unternehmen ist in diesem Bereich allerdings sehr begrenzt. Zu guter Letzt kann man auch die großen Dialyse-Anbieter wie **Fresenius Medical Care** oder **DaVita** als „Diabetesaktien“ zählen.

Onkologie – Innovation durch kleinere Unternehmen

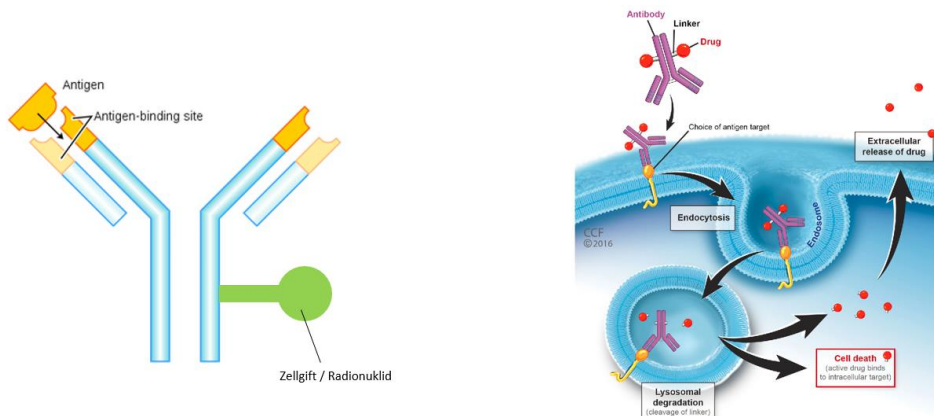
Auf dem Gebiet der Onkologie gibt es ebenfalls zahlreiche Unternehmen. Der Markt war 2020 Schätzungen von Mordor Intelligence zufolge knapp 160 Mrd. US-Dollar groß. Bis 2026 soll er auf knapp 270 Mrd. US-Dollar anwachsen. Zentraler Wachstumstreiber in der Onkologie ist ein besseres Verständnis für die molekularen Entstehungsursachen von Krebs, auf dessen Basis zielgerichtete Therapien entwickelt werden können. Die höchsten Wachstumsraten werden im Bereich der Arzneimittelherstellung erzielt.

Unter den großen Unternehmen finden sich Namen wie **Roche**, **Novartis** oder **Merck**. Roche bietet eine Vielzahl von Krebsmedikamenten und diagnostischen Tests an. Novartis entwickelt innovative Therapien und Medikamente zur Behandlung von Krebs. Merck konzentriert sich auf die Erforschung und Entwicklung von Arzneimitteln zur Behandlung von Krebs und **AbbVie** ist ein biopharmazeutisches Unternehmen, das sich auf die Erforschung und Entwicklung von Therapien zur Behandlung von Krebs fokussiert.

Es sind allerdings vor allem kleinere und mittleren Unternehmen, die das Gros an innovativen Therapien und Medikamenten entwickeln. Waren es 2001 noch 50 % der Small und Mid Caps, die zur globalen Entwicklungspipeline beitragen haben, entfielen auf diese 2021 über 70 % der globalen klinischen Pipeline.

Der Innovationszyklus sorgt für ständigen Nachschub an neuartigen Krebstherapien mit verbesserter Wirksamkeit und Verträglichkeit. Im therapeutischen Bereich gab es in den vergangenen Jahren therapeutische Durchbrüche, wie z.B. bei Antikörper-Wirkstoff-Konjugaten (ADCs). Dabei handelt es sich um einen tumorspezifischen Antikörper, der an ein Zellgift gekoppelt ist. Dieser bindet sich selektiv an Krebszellen und tötet diese ab. Ein führender Player ist hier **Seagen**, der 2023 für 43 Mrd. US-Dollar von Pfizer übernommen wurde. Aber auch auf dem Gebiet der Zelltherapie und bei der Korrektur gestörter Signalwege gab es Erfolge.

Therapeutische Durchbrüche: Antikörper-Wirkstoff-Konjugate



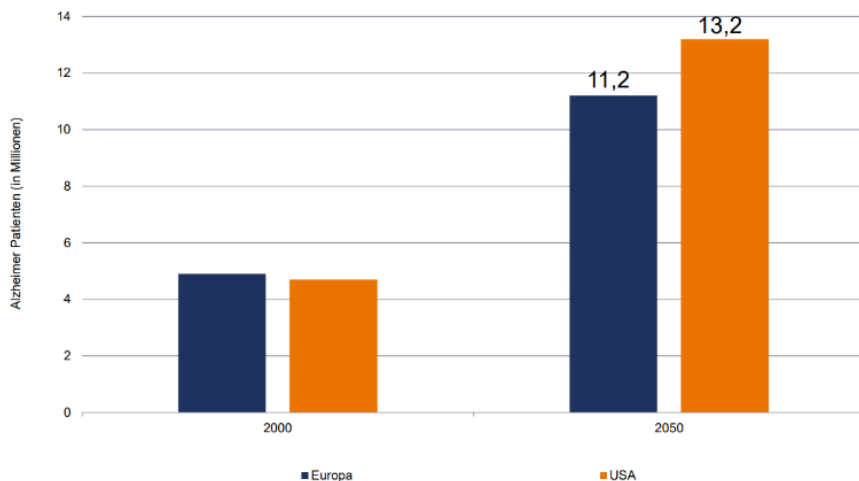
Quellen: Wikipedia (2021), Current Treatment Options in Oncology 2016: Antibody Drug Conjugates (ADCs): Changing the Treatment Landscape of Lymphoma

Alzheimer: Der Kampf gegen das Vergessen

An Durchbrüchen in der Therapie bei Alzheimer mangelt es allerdings nach wie vor. Die Erkrankung betrifft weltweit Millionen von Menschen und führt zu einem fortschreitenden Verlust der kognitiven Funktionen. Aufgrund der zunehmenden Alterung der Bevölkerung ist die Prävalenz von Alzheimer in den letzten Jahren gestiegen. So fließt auch viel Geld in die Erforschung der Krankheit und in die Entwicklung von Therapien. Die Alzheimer-Forschung ist allerdings ein langwieriger und teurer Prozess. Substantielle Fortschritte in der Früherkennung von Alzheimer wurden bereits erzielt und erlauben die Erkennung von Patientinnen und Patienten in frühen Phasen der Erkrankung. Das Krankheitsbild ist von der Wissenschaft noch nicht ausreichend beschrieben, die Analyse-Arbeit beinhaltet für Investorinnen und Investoren mehr Unbekannte als bei Krebs oder Diabetes. Zu den Unternehmen, die im Bereich der Alzheimer-Forschung aktiv sind, zählen z.B. **Biogen** und **Pfizer**. Beide Unternehmen konzentrieren sich auf die Entwicklung von Medikamenten für

neurodegenerative Erkrankungen. **Eli Lilly** und Merck sind auf die Entwicklung von Therapien spezialisiert, führend in der Diagnostik und Therapie von Alzheimer ist **Roche**. Ein Bericht von Research and Markets aus dem Jahr 2021 prognostizierte, dass der globale Markt für Alzheimer-Produkte und Dienstleistungen bis 2026 einen Wert von 12,8 Milliarden US-Dollar erreichen wird. Das entspricht einem jährlichen Wachstum von 5,3 %.

Alzheimer Erkrankungen in Europa und den USA



Quelle: Hebert (2003) Arch Neurol 60:1199-1122; Wancata (2003) Eur Psychiatry 18:306-13

Fondslösungen bieten Zugang

Anlegerinnen und Anleger haben die Möglichkeit mit ihren Investments die Entwicklungen im Bereich zivilisatorisch bedingter Erkrankungen mit voranzutreiben. Um diese – auch im Wettbewerbskontext – allerdings richtig einordnen zu können, ist eine fachliche Expertise von großem Vorteil. Ist diese nicht vorhanden, steht der Weg über aktive Fonds offen, die einzelne Unternehmen aus den Bereichen Alzheimer, Onkologie und Diabetes berücksichtigen. Einer der Vorteile: Aktive Gesundheitsfonds stellen anders als ETFs den Unternehmen als Investoren gezielter dringend benötigtes Kapital zur Verfügung.

Der Fonds **apo Medical Opportunities (A0EQ6Y)** investiert in Bereiche wie Pharma, Biotechnologie, Medizintechnik, Dienstleistungen und Digital Health und deckt damit die breite Branchenvielfalt des Gesundheitsmarktes ab. Die Auswahl der Aktien ist unabhängig von Börsenindizes, Regionen und Unternehmensgröße. Zu den 10 größten Positionen zählten per 31.03.2023 z.B. **Seagen** und **Sanofi**.

Der Fonds **apo Digital Health (A2AQYW)** fokussiert nur auf Unternehmen des digitalen Gesundheitsmarkts und damit auf die Verschmelzung der Megatrends Gesundheit und IT. Es sind zum Teil völlig neue Wettbewerber, Geschäftsmodelle und Märkte mit hohem Wachstumspotential. Beispiele hierfür sind Services auf mobilen Geräten, Robotik oder künstliche Intelligenz. Hierzu zählte per Ende März 2023 z.B. auch **Dexcom Inc.** Der Aktienfonds investiert seit 2017 als erster Publikumsfonds weltweit in den digitalen Gesundheitsmarkt.

Investments speziell in börsennotierte Unternehmen, die durch die Entwicklung und Vermarktung von innovativen Präparaten und Therapien hohes Wachstum im Biotech-Sektor generieren können, sind über den Fonds **Medical BioHealth (941135)** möglich. Dabei konzentrieren sich die Investments im Wachstumsmarkt Gesundheit auf Firmen, die nicht von Patentabläufen und den damit verbunden Umsatzeinbußen bedroht sind, sondern durch Innovationskraft eine hohe Wertsteigerungsdynamik aufweisen. Dies sind zu einem größeren Teil auch kleinere und mittelgroße Unternehmen (Small und Mid Caps), deren Potenziale vom Markt noch nicht entdeckt wurden. Damit erfolgen die Anlagen nicht an der breiten Masse und damit an einem Index orientiert, sondern immer auf der Basis einer individuellen und sorgfältigen Analyse jedes einzelnen Unternehmens.

Kontakt:

Apo Asset Management GmbH

Richard-Oskar-Mattern-Str. 6

40547 Düsseldorf

web: www.apoasset.de

Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft:



Thomas Webers

Vertriebsdirektor

Tel: (02 11) 86 32 31 33

mail: t.webers@apoasset.de



Andreas Dittmer

Stv. Direktor - Produktmanager

Tel: (02 11) 86 32 31 16

mail: a.dittmer@apoasset.de

Disclaimer

Die in dieser Marketingmitteilung enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen der Apo Asset Management GmbH zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Zukunftserwartung von Apo Asset Management wider, können aber erheblich von den tatsächlichen Entwicklungen und Ergebnissen abweichen. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit kann keine Gewähr übernommen werden. Der Wert jedes Investments kann sinken oder steigen und Sie erhalten möglicherweise nicht den investierten Geldbetrag zurück. Mit dieser Veröffentlichung wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet. Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Sie ersetzen u.a. keine individuelle Anlageberatung. Die Anteile der genannten Fonds sind nicht für den Vertrieb in den USA oder an US-Bürger bestimmt. Weitere ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken enthält der Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt. Der Verkaufsprospekt, das Basisinformationsblatt sowie die dazugehörigen Halbjahres- und Jahresberichte sind die alleinige verbindliche Grundlage für den Kauf von Fondsanteilen. Sie sind und auch eine Zusammenfassung der Anlegerrechte in deutscher Sprache erhältlich bei der Apo Asset Management GmbH, Tel. 0211-8632-310, vertrieb@apoasset.de, www.apoasset.de. Jede unautorisierte Form des Gebrauches dieses Dokumentes, insbesondere dessen Reproduktion, Verarbeitung, Weiterleitung oder Veröffentlichung ist untersagt. Der Ersteller dieses Dokumentes sowie mit ihm verbundene Unternehmen schließen jede Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität der enthaltenen Informationen und geäußerten Meinungen zur Gänze aus. Stand: 09.05.2023.

BayernInvest:

BayernInvest Financial Nachranganleihen – Hohe Renditen mit „National Champions“ aus dem Finanzsektor



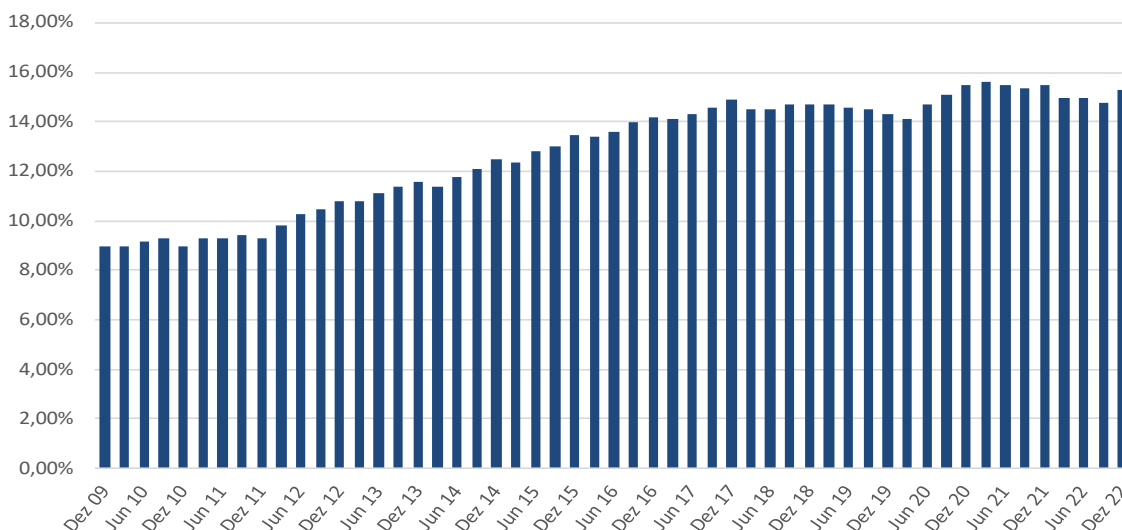
Martin Achter, Fondsmanager

Nach einer jahrelangen Durststrecke im Fixed Income Bereich erleben die Kapitalmärkte die Rückkehr der Zinsen. Nachranganleihen von Banken und Versicherungen zählen in relativer Hinsicht bereits im Niedrigzinsumfeld zu den attraktivsten Segmenten im gesamten Rentenuniversum. Nach dem vor allem im Jahr 2022 signifikanten Zinsanstieg und dem Anstieg der Risikoaufschläge bieten sich aktuell, speziell im high-Beta Bereich der AT1-Anleihen, auch in absoluter Hinsicht wieder sehr attraktive Renditeniveaus.

Banken überzeugen mit guten Bilanzkennzahlen

Die starke fundamentale Bilanzsituation der europäischen Banken bietet neben den attraktiven Renditen ein weiteres Argument für eine Investition in den Nachrangsektor. In puncto Kapital, Asset Qualität, Liquidität und mittlerweile auch wieder Profitabilität sieht die BayernInvest vor allem die sogenannten „National Champions“ der jeweiligen Länder in guter Verfassung und somit in keinerlei Analogie zu den jüngsten Ereignissen um die Schweizer Credit Suisse bzw. um einige US-Regionalbanken.

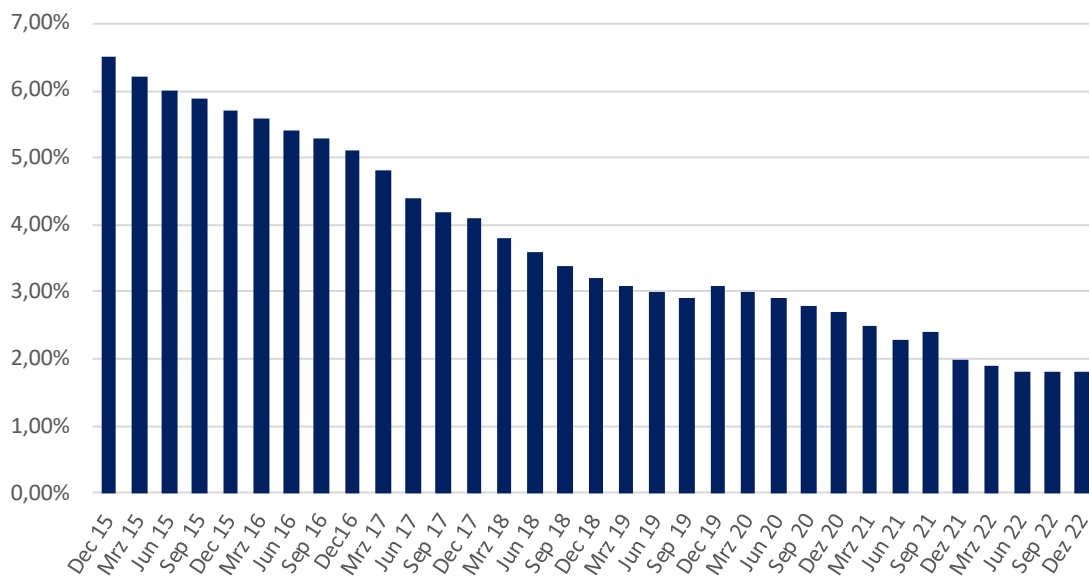
Kernkapitalquote nahe den historischen Höchstständen: Die durchschnittliche Kernkapitalquote der europäischen Banken unter der Aufsicht der EZB stieg im Schlussquartal 2022 wieder etwas an und näherte sich mit 15,3% dem Höchststand aus 2021 (siehe Grafik). Unverkennbar ist die nachhaltig positive Entwicklung seit der Finanzkrise 2008/2009. Die Institute liegen damit deutlich über den Kapitalmindestanforderungen der EZB (SREP), die individuell in einem jährlichen Evaluierungsprozess festgelegt werden und im Durchschnitt je nach Institut bei etwa 9% bis 10% liegen.



Kernkapitalquote europäischer Banken unter Aufsicht der EZB in %; Quelle: EBA Risk Dashboard; Stand: Mai 2023

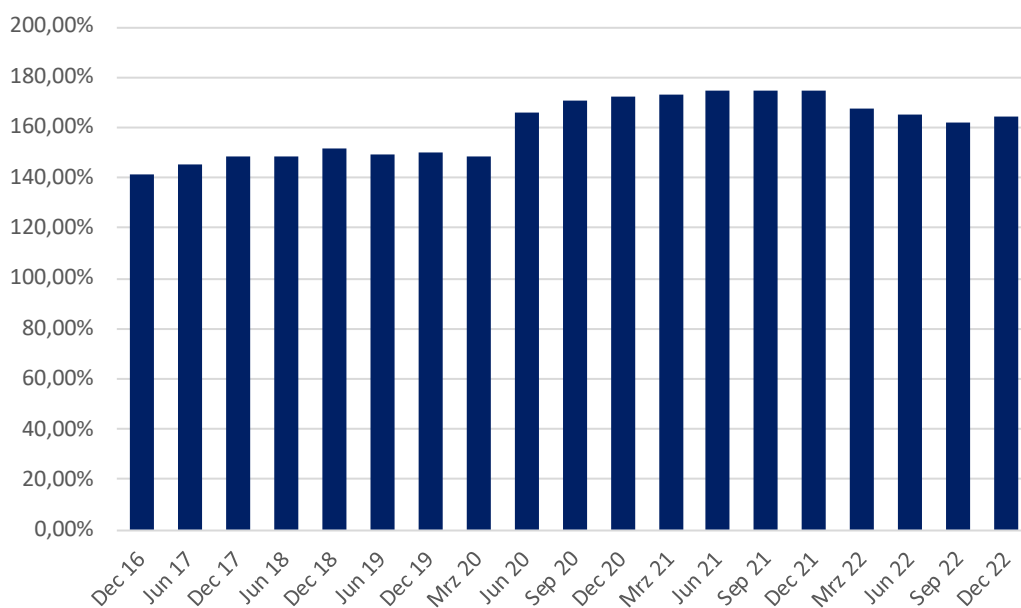
Asset Qualität sehr resilient: Die Non-Performing-Loan-Quote (NPL) hat sich im Durchschnitt in den letzten Jahren stetig verbessert (siehe Grafik). Im Jahr 2022 hat die NPL-Quote den bisher niedrigsten Stand erreicht und diesen Wert mit 1,8% über die drei letzten Quartale unverändert beibehalten. Die Cost of Risk (CoR), die die Höhe der Rückstellungen für erwartete Kreditausfälle im Verhältnis zum gesamten Kreditvolumen angibt,

liegt bei den meisten Instituten zwischen 0,40% bis 0,50%. Zwar könnte dieser Wert im Falle einer Rezession in den kommenden Quartalen etwas ansteigen, allerdings zeigen sich die Banken in ihren Ausblicken für 2023 zuversichtlich gute Kontrolle über ihre Kreditportfolien zu haben.



NPL-Quote europäischer Banken unter Aufsicht der EZB in %; Quelle: EBA Risk Dashboard; Stand: Mai 2023

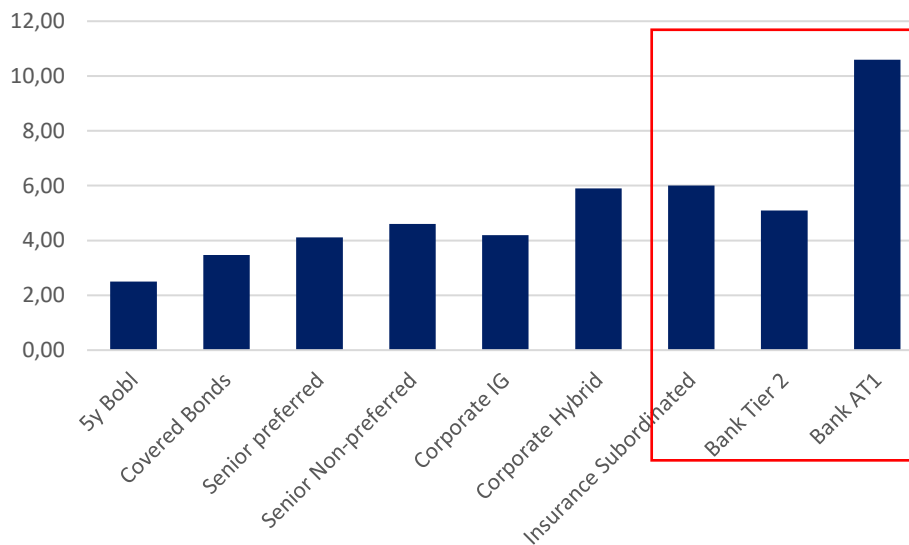
Banken mit hohen Liquiditätsreserven ausgestattet: Die Liquidity Coverage Ratio (LCR), die das Verhältnis des Bestands als erstklassig eingestufte Aktiva zum möglichen Nettoabfluss der nächsten 30 Tage angibt, ist im letzten Quartal 2022 von 162,4% in Q3/2022 auf 164,7% angestiegen (siehe Grafik). Die v.a. Mitte 2023 anstehenden Rückzahlungen der TLTRO-Gelder lassen allerdings eine leichte Abwärtsentwicklung bei den Liquiditäts- und Funding-Quoten erwarten. Klassische Retail Einlagen, die den Banken generell über einen längeren Zeitraum relativ stabil zur Verfügung stehen, nehmen laut EBA Daten einen hohen Anteil von fast 50% an den verfügbaren Funding Reserven ein.



Liquidity Coverage Ratio europäischer Banken unter Aufsicht der EZB in %; Quelle: EBA Risk Dashboard; Stand: Mai 2023

Financial Nachranganleihen bieten attraktive Renditen

Bereits vor dem signifikanten Anstieg der Zinsen in den letzten ca. vier Quartalen galten Nachranganleihen von Banken und Versicherungen als attraktiv – zumindest in relativer Hinsicht im Vergleich zu anderen Segmenten aus dem Rentenbereich. Nach den jüngsten Ereignissen um die durch die Aufsicht angeordnete Übernahme der Credit Suisse durch die UBS und der Schließung einiger US-Regionalbanken haben sich Risikoaufschläge vor allem von Banken und Versicherungen jedoch wieder so stark ausgeweitet, dass Nachranganleihen auch in absoluter (Rendite-) Betrachtung wieder sehr attraktiv erscheinen. Hervorzuheben ist dabei das Segment der AT1-Anleihen, welches mit Renditen von ca. 8% bis ca. 10% selbst für Emittenten bester Bonität eine echte Opportunität für langfristig orientierte Investoren bietet (siehe Grafik). In Abhängigkeit von der unterschiedlichen Gewichtung zwischen Tier 2- und AT1-Anleihen von Banken sowie dem Grad der Beimischung von Versicherungs-Nachranganleihen lässt sich somit ein Portfolio mit einer laufenden Rendite zwischen ca. 7% und 8% konstruieren.



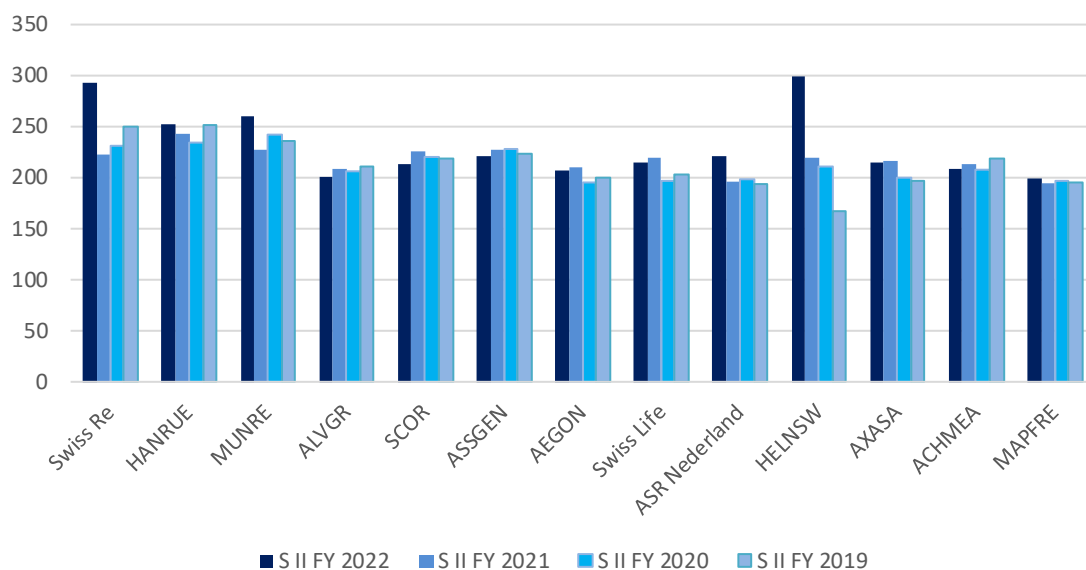
Rendite ausgewählter Rentensegmente in %; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Kriterien der Emittenten- und Titel-Selektion:

Das wichtigste Kriterium für die Selektion der Emittenten für die BayernInvest bleibt dabei der Aspekt einer nachhaltigen Fähigkeit über alle Konjunkturzyklen hinweg profitabel zu sein (allein dieses Kriterium hätte bereits eine Allokation in AT1-Anleihen der Credit Suisse ausgeschlossen). Erst dann fällt der Blick auf die Kernkapitalquote bzw. auf den Abstand derselben zu der von der EZB geforderten Mindestkapitalquote. Dieser legt den vorhandenen Puffer fest, bevor es zum Kuponausfall einer AT1-Anleihe kommen kann. Die Selektion der Emittenten auf die sogenannten „National Champions“ der jeweiligen Länder zu beschränken macht vor allem vor dem Hintergrund Sinn, dass in Schwächephasen des Marktes (ausgeprägte „Risk-off“ Zeiten) Anleihen kleinerer Emittenten einen weitaus größeren Kursrückgang haben. Teilweise findet sogar keine Kursstellung mehr am Markt statt, da sich auch die dafür designierten Händler vom Markt zurückziehen, bis wieder eine stabile Investorennachfrage eintritt. Ein weiteres wichtiges Argument ist die Höhe des Kupon Re-Sets, also der Risikoaufschlag, der zum Referenzzinssatz (in der Regel der 5-Jahre Swap Satz) im Falle einer Nichtkündigung der Anleihe hinzuaddiert wird. Ein relativ hoher (ca. +400 Basispunkte und höher für erstklassige Emittenten und +500 Basispunkte und höher für Emittenten der folgenden Qualitätsstufe) Risikoaufschlag erhöht deutlich die Wahrscheinlichkeit, dass die Emittenten die Anleihe auch kündigen werden.

Versicherungen als Beitrag zur Diversifikation

International gut aufgestellte Versicherungsunternehmen stellen im Rahmen eines Financial Nachrangportfolios eine gute Ergänzung zu den Banken dar. Im Gegensatz zu Banken-Nachranganleihen setzt sich das Segment jedoch fast ausschließlich aus Tier 2-Anleihen zusammen, da Versicherungen meist überkapitalisiert sind und auf die Emission von sogenannten Restricted Tier 1 (RT1)-Anleihen verzichten können. Die Risikoaufschläge von Versicherungs-Nachranganleihen liegen historisch betrachtet über die meisten Zeiträume deutlich über denen der Bank Tier 2-Anleihen, was unter rein fundamentalen Gesichtspunkten schwer erklärt werden kann. Die generell längeren Laufzeiten (meist 30NC10 oder 20NC10 Formate) oder auch ein begrenzterer Investorenkreis für dieses Segment könnten eine Rolle spielen. Für die BayernInvest stellt dies schlicht eine Opportunität dar, attraktive Risikoaufschläge von qualitativ hochwertigen Emittenten (überwiegend IG-Ratings als Nachrang) in ein Nachrang-Portfolio beizumischen. Bei der Selektion der Einzeltitel sollte man sich daher ebenso wie bei den Banken auf die „National Champions“ aus Europa fokussieren. Innerhalb der unterschiedlichen Ausrichtungen der Geschäftsfelder wären sowohl Rückversicherungen als auch gemischte Sach-, Lebens- und Krankenversicherungen den ausschließlichen Lebens- oder Krankenversicherungen vorzuziehen. Ein wichtiges Merkmal für die Qualität von Versicherungs-Nachrangtiteln stellt die gute Kapitalisierung dar, die sich in der Solvabilitäts-Quote (SII) widerspiegelt (siehe Grafik). Die Unternehmen aus der Selektion der BayernInvest weisen fast ausschließlich Solvabilitäts-Quoten von 200% und darüber aus, der Puffer bis zu einem Kuponausfall (bei Versicherungen bereits im Tier 2 Bereich möglich) ist generell somit sehr hoch. Die Wahrscheinlichkeit einer Kündigung an den jeweiligen Kündigungszeitpunkten liegt bei Versicherungen nochmal etwas höher als bei Banken-Nachranganleihen, schließlich ist gute Reputation eine der wichtigsten (nicht-ökonomischen) Assets eines Versicherungsunternehmens.

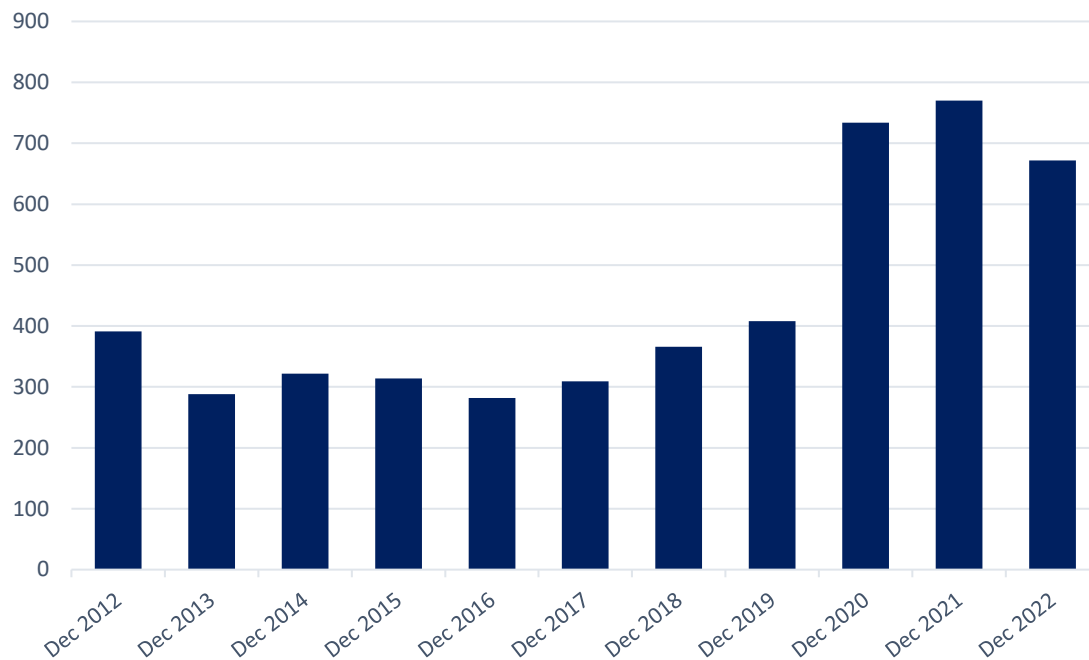


Solvabilitätsquoten ausgewählter Versicherungen in %; Quelle: Geschäftsberichte der jeweiligen Unternehmen

BayernInvest mit hoher Expertise im Financial Nachrang-Sektor

Die BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH ist seit vielen Jahren ein profilierter Anbieter von Nachrang-Strategien sowohl im Publikums- als auch im Spezialfonds Bereich. Bereits seit 2006 investiert der mit vier Sternen von Morningstar versehene BI ESG Subordinated Bond Fonds in Nachrang Anleihen von überwiegend Financialunternehmen. Ende 2021 wurde der Fonds mit Platz 1 des Sustainable Performance Awards in der Kategorie Rentenfonds SRI 2-3 ausgezeichnet. Angelehnt an die Strategie des Publikumsfonds verwaltet die BayernInvest derzeit 7 weitere Spezialfonds, die - nur um individuelle Kundenwünsche angepasst - in den Nachrangsektor investieren (siehe Grafik). Mit Jürgen Müller und Martin Achter sind bereits seit 2011

zwei im Financialsektor sehr erfahrene Portfolio Manager verantwortlich für die Spezial- und Publikumsfonds-Strategien im Segment Nachrang.



Entwicklung der Assets under Management in Spezialfonds Mandaten der BayernInvest (NAV in Mio. EUR).

Kontakt:



Holger Leimbeck

Bereichsleiter Kundenbetreuung und Vertrieb

Telefon: +49 89 54 850 0

E-Mail: Kundenbetreuung@bayerninvest.de

BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH

Karlstraße 35

80333 München

Hinweis:

„Der Artikel wurde von der BayernInvest Kapitalverwaltungsgesellschaft mbH (BI) nach bestem Wissen und Gewissen erstellt und gibt das Meinungsbild der BI zum Zeitpunkt seiner Erstellung wider. Die geäußerten Ansichten können je nach Markt- und anderen Bedingungen jederzeit Veränderungen unterliegen. Die BayernInvest übernimmt keine Gewähr für die Vollständigkeit und Richtigkeit der Angaben.“

Credit Suisse Asset Management: Die Volatilität ist zurück an den Anleihemärkten – unser Ansatz, um durch unruhige Märkte zu navigieren

Hinweis: Allfällige zukunftsgerichtete Aussagen in diesen Unterlagen bergen diverse Risiken und Ungewissheiten. Sie sind keine Garantie für zukünftige Ergebnisse oder die zukünftige Wertentwicklung.

Verfasser: Andrew Jackson, Leiter Fixed Income, April 2023



Die nach der globalen Finanzkrise über ein Jahrzehnt lang vorherrschenden, extrem niedrigen Renditen fanden 2022 ein abruptes Ende, da verschiedene Zentralbanken die Leitzinsen anhoben, um die anhaltende Inflation zu bekämpfen. Ein erhöhtes Rezessionsrisiko, stetige Zinserhöhungen, geopolitische Spannungen und Energieknappheit sind nur einige der Faktoren, die die Finanzmarktlage und die konjunkturelle Lage verkomplizieren. Vor diesem komplexen und divergierenden Hintergrund sind wir vorsichtig optimistisch und setzen weiterhin bevorzugt auf «langweilige Anlagen», das heißt auf Investment-Grade- statt High-Yield-Anlagen und auf kürzere statt längere Duration im Fixed-Income-Bereich.

Nach Jahren sehr geringer – und sogar negativer – Renditen bei festverzinslichen Anlagen hat sich 2022 das Blatt mit dem weltweiten Anstieg der Zinssätze endlich gewendet. Die steigende Inflation, verbunden mit dem rasanten Anstieg der Energiepreise, Lieferkettenprobleme und ein angespannter Arbeitsmarkt bewogen verschiedene Zentralbanken zu einer Reihe von Leitzinserhöhungen. Zugleich war das Wachstum verlangsamt, die Preise risikoreicher Anlagen sanken und die geopolitischen Unsicherheiten nahmen noch weiter zu.

Seit dem Ende des Sommers haben sich einige der Probleme, mit denen die Zentralbanken zu kämpfen hatten, abgeschwächt. Die Gesamtinflation hat ihren Höhepunkt überschritten und geht inzwischen zurück, China hat seine Null-COVID-Politik aufgehoben und ein milder Winter auf der Nordhalbkugel hat die Angst vor einer Energieknappheit in Europa abgeschwächt. Zudem hat sich das Wachstum in mehreren großen Volkswirtschaften überraschend positiv entwickelt. Anlegerinnen und Anleger haben dies zur Kenntnis genommen und zeigen sich zuversichtlicher, was die globalen Wirtschaftsaussichten betrifft.

Die Rally zum Jahresanfang hat einmal mehr für Auftrieb auf breiter Ebene gesorgt und die Sektoren, die im vergangenen Jahr am stärksten in Mitleidenschaft gezogen wurden, weisen im bisherigen Jahr 2023 die beste Performance auf. Das Szenario einer flachen Rezession weicht neuen Hoffnungen, dass 2023 das Jahr wird, in dem Zentralbanken die erfolgreiche Bekämpfung der Inflation verkünden und der Weltwirtschaft zu einer «sanften Landung» verhelfen können. Wir stehen diesem neu gewonnenen Optimismus skeptisch gegenüber und würden zu diesem Zeitpunkt weiterhin Vorsicht walten lassen, bis sich der Anlagehorizont deutlicher aufhellt. Deshalb würden wir unter diesen Umständen risikoarme festverzinsliche Anlagen bevorzugen.

Argumente für Bullen- und Bärenverhalten

- Wer optimistisch gestimmt ist, sieht in den jüngsten Daten, welche die Erwartungen übertreffen, viele Anlässe für ein Bullenverhalten, zum Beispiel:
- Der Arbeitsmarkt ist in vielen Ländern nach wie vor angespannt, insbesondere in den USA.
- Häufig zur Abschätzung des Wachstums herangezogene Indikatoren wie der ISM-Einkaufsmanagerindex der Hersteller und der Dienstleistungen tendieren seit Anfang Jahr aufwärts, was darauf hindeutet, dass die Wirtschaft die höheren Zinsen verkraften kann.
- Die langfristigen Inflationserwartungen erweisen sich als beständig, was zu flacheren Renditekurven und häufig auch einem inversen langen Ende bei europäischen und US-amerikanischen Anleihen führt.
- Die Wiedereröffnung Chinas erfolgte zu einem entscheidenden Zeitpunkt und wird dazu beitragen, den Druck auf die Lieferketten zu reduzieren und den weltweiten Handel wieder anzukurbeln.

Wir sehen jedoch eher Gründe für ein Bärenverhalten:

- In der Vergangenheit ist der US-Notenbank Fed noch nie eine sanfte Landung gelungen, wenn die Inflation zu Beginn des Zinserhöhungszyklus über dem Ziel von 2 % lag.
- Die Auswirkungen der wachstumseinschränkenden Leitzinserhöhungen können verzögert eintreten, da Finanzierungsbedingungen schwer in Echtzeit zu beobachten sind.
- Angespannte Arbeitsmärkte während einer Krise bei den Lebenshaltungskosten erhöhen das weltweite Risiko einer Lohn-Preis-Spirale. Verschiedene Zentralbanken haben die Märkte auf weitere bevorstehende Zinserhöhungen vorbereitet. Dies könnte zu einer bösen Überraschung für Anlegerinnen und Anleger werden, die nicht mit Zinssteigerungen nach 2023 rechnen.

Werthaltige Investment-Grade-Anleihen, anders als High-Yield-Anleihen

Angesichts des aktuellen Zeitpunkts im Zinserhöhungszyklus glauben wir, dass 2023 vieles für die Anlageklasse festverzinsliche Anlagen spricht. Dennoch müssen Anlegerinnen und Anleger gezielt vorgehen. Wie eben erläutert gibt es zwar Argumente für Bullen und Bären, unserer Ansicht nach ist das Abwärtsrisiko jedoch größer.

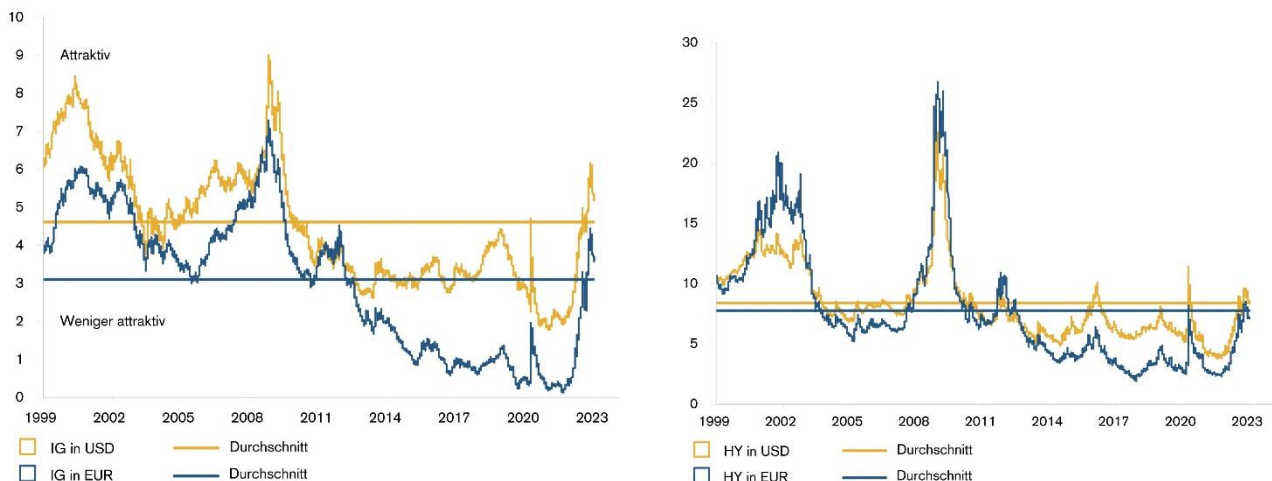
Zum einen lassen sich nachweisliche historische Zusammenhänge schwer ignorieren. Die US-Renditekurve verlief vor jeder der sechs Rezessionen seit den 1980er-Jahren invers, mit einer durchschnittlichen Vorlaufzeit von etwa 18 Monaten.

Zum anderen geraten risikoreiche Anlagen am kurzen Ende durch höhere Zinsen wahrscheinlich unter Druck. Durch die Überwälzung höherer Kreditkosten und kurzfristiger Zinssätze wie dem SOFR (Secured Overnight Funding Rate) werden Fremdfinanzierungen weniger attraktiv und hohe Bewertungsmultiplikatoren lassen sich schlechter rechtfertigen. Die Jagd nach Rendite hat viele Anlegerinnen und Anleger, die sich an «Goldlöckchen»-Szenarien einer perfekten Mitte aus früheren Jahrzehnten gewöhnt hatten, süchtig nach Kreditrisiken gemacht. Im Hinblick auf Investment-Grade-Anleihen halten wir das Risiko des Kapitalverlusts aufgrund von Unternehmensausfällen angesichts der durchschnittlichen von Moody's berichteten Ausfallquote von 0,14 % p. a. für die meisten Anlegerinnen und Anleger für akzeptabel.

Die Ausfallquote erhöht sich jedoch beträchtlich (1,6 % p. a.), wenn hochverzinsliche Anleihen mitberücksichtigt werden. Obwohl die Credit Spreads im vergangenen Jahr auf ganzer Linie gestiegen sind, gehen wir davon aus, dass sich die Spreads von High-Yield-Anleihen inzwischen am engen Ende des Bewertungsspektrums befinden, sollten wir im weiteren Verlauf dieses Jahres in eine Rezession geraten. Wie die nachfolgende Grafik zeigt, lassen die Renditen (in %) von Investment-Grade- und High-Yield-Anleihen sowohl in Euro als auch in US-Dollar darauf schließen, dass hochverzinsliche Anleihen genau auf dem langfristigen durchschnittlichen Renditeniveau oder knapp darunter gehandelt werden.

Im Vergleich zu High-Yield-Anleihen attraktiv bewertete Investment-Grade-Anleihen

(All-in-Renditen [%] für IG und HY am Euro- und US-Dollar-Markt)



Quelle: Deutsche Bank, Bloomberg Finance LP

Die Renditen langfristiger Staatsanleihen sind derzeit aufgrund der inversen Renditekurven niedriger als die kurzfristigen Zinsen. Sowohl die höhere Volatilität als auch das geringere Carry von langfristigen Anleihen mindern deren Attraktivität, zumindest auf absehbare Zeit. Ein weiterer Faktor, der im Laufe dieses Jahres noch eine Rolle spielen wird, ist die Reduktion der Geldmenge (Quantitative Tightening, QT). Die US-Notenbank (Fed) hat bereits begonnen, die Kreditbestände in ihrer Bilanz zu reduzieren; die Europäische

Zentralbank (EZB) wird im März 2023 damit beginnen. Umschichtungen in der Asset Allocation zugunsten von überwiegend festverzinslichen Anlagen werden den Mangel an Grenzkäufern – eine Rolle, die die Zentralbanken während der letzten zehn Jahre eingenommen haben – ausgleichen müssen. Wir würden daher auf dem Markt nach Anlagechancen in Form von Unternehmensanleihen mit kurzen und mittleren Laufzeiten Ausschau halten, da diese eine Kombination aus geringem Zinsrisiko und angemessenem Carry in all unseren Hauptszenarien außer den optimistischsten bieten.

Die meisten Szenarien sprechen für einen Fokus auf kurze Durationen

Szenario 1: Globale Rezession. Risikoreiche Anlagen dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln, Unternehmensanleihen aufgrund steigender Credit Spreads schwächeanfällig sein. Anleihen mit langer Duration und hohem Credit-Rating dürften sich überdurchschnittlich entwickeln.

Szenario 2: Rückkehr der Inflation. Risikoreiche Anlagen und langfristige Anleihen dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln, da die Zentralbanken die Zinsen auf ein restriktiveres Niveau anheben müssen.

Szenario 3: Anhaltende Kerninflation. Zentralbanken können sich keine Zinssenkungen leisten, da eine andauernde hohe Inflation droht, Ersparnisse aufzuzehren und Zweitrundeneffekte in Form von Preiserhöhungen als Reaktion auf vorangegangene Kostensteigerungen entstehen können. Anleihen mit langer Duration dürften sich unterdurchschnittlich entwickeln.

Szenario 4: Sanfte Landung. Die Inflation sinkt auf oder unter die Zielvorgabe der Zentralbanken von 2 %. Wachstum bleibt positiv. Die Zentralbanken können sich Zinssenkungen leisten; Anleihen sowie risikoreiche Anlagen erleben eine Rally.

Quelle: Credit Suisse, ansonsten vermerkt.

Sofern nicht explizit anders gekennzeichnet, wurden alle Abbildungen in diesem Dokument von Credit Suisse Group AG und/oder den mit ihr verbundenen Unternehmen mit größter Sorgfalt und nach bestem Wissen und Gewissen erstellt.

Kontakt



Sven Simonis

Leiter Deutschland

Leiter Institutionelle Kunden EMEA

Credit Suisse Asset Management

sven.simonis@credit-suisse.com

+49 69 75 38 1013

Credit Suisse (Deutschland) AG

Taunustor 1

D-60310 Frankfurt am Main

Tel.: +49/69/75 38 11 11

investment.fonds@credit-suisse.com

credit-suisse.com/de/assetmanagement

Wichtige Hinweise

Dieses Material stellt Marketingmaterial der Credit Suisse Group AG und/oder mit ihr verbundener Unternehmen (nachfolgend «CS» genannt) dar und informiert über eine Strategie. Dieses Material stellt weder ein Angebot oder eine Aufforderung zur Emission oder zum Verkauf noch einen Bestandteil eines Angebots oder einer Aufforderung zur Zeichnung oder zum Kauf von Wertpapieren oder anderen Finanzinstrumenten oder zum Abschluss einer anderen Finanztransaktion dar. Ebenso wenig stellt es eine Aufforderung oder Empfehlung zur Partizipation an einem Produkt, einem Angebot oder einer Anlage dar. Diese Marketingmitteilung stellt kein rechtsverbindliches Dokument und keine gesetzlich vorgeschriebene Produktinformation dar. Dieses Material stellt in keiner Weise ein Anlageresearch oder eine Anlageberatung dar und darf nicht für Anlageentscheidungen herangezogen werden. Es berücksichtigt weder Ihre persönlichen Umstände noch stellt es eine persönliche Empfehlung dar, und die enthaltenen Informationen sind nicht ausreichend für eine Anlageentscheidung. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Meinungen repräsentieren die Sicht der CS zum Zeitpunkt der Erstellung und können sich jederzeit und ohne Mitteilung ändern. Sie stammen aus Quellen, die für zuverlässig erachtet werden. Die CS gibt keine Gewähr hinsichtlich des Inhalts und der Vollständigkeit der Informationen und lehnt, sofern rechtlich möglich, jede Haftung für Verluste ab, die sich aus der Verwendung der Informationen ergeben. Ist nichts anderes vermerkt, sind alle Zahlen ungeprüft. Die Informationen in diesem Dokument dienen der ausschließlichen Nutzung durch den Empfänger. Die Angaben in diesem Material können sich nach dem Datum der Veröffentlichung dieses Materials ohne Ankündigung ändern, und die CS ist nicht verpflichtet, die Angaben zu aktualisieren. Dieses Material kann Angaben enthalten, die lizenziert und/oder durch geistige Eigentumsrechte der Lizenzinhaber und Schutzrechtsinhaber geschützt sind. Nichts in diesem Material ist dahingehend auszulegen, dass die Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber eine Haftung übernehmen. Das unerlaubte Kopieren von Informationen der Lizenzinhaber oder Schutzrechtsinhaber ist strengstens untersagt. Dieses Material darf nicht an Dritte weitergegeben oder verbreitet und vervielfältigt werden. Jegliche Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung ist unzulässig und kann einen Verstoß gegen den Securities Act der Vereinigten Staaten von 1933 in seiner jeweiligen Fassung (der «Securities Act») bedeuten. Zudem können im Hinblick auf das Investment Interessenkonflikte bestehen. In Zusammenhang mit der Erbringung von Dienstleistungen bezahlt die Credit Suisse AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen unter Umständen Dritten oder erhält von Dritten als Teil ihres Entgelts oder in anderer Weise eine einmalige oder wiederkehrende Vergütung (z.B. Ausgabeaufschläge, Platzierungsprovisionen oder Vertriebsfolgeprovisionen). Potenzielle Anleger sollten (mit ihren Steuer-, Rechts- und Finanzberatern) selbstständig und sorgfältig die in den verfügbaren Materialien beschriebenen spezifischen Risiken und die geltenden rechtlichen, regulatorischen, kreditspezifischen, steuerlichen und buchhalterischen Konsequenzen prüfen, bevor sie eine Anlageentscheidung treffen.

Wichtiger Hinweis für Anleger in Deutschland und Österreich

Dieses Marketingmaterial wird von CREDIT SUISSE ASSET MANAGEMENT (Schweiz) AG, CREDIT SUISSE AG und CREDIT SUISSE (Schweiz) AG an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Dieses Marketingmaterial wird von Credit Suisse (Deutschland) Aktiengesellschaft an Privatkunden und professionelle Kunden versandt.

Copyright © 2023 CREDIT SUISSE GROUP AG und/oder mit ihr verbundene Unternehmen. Alle Rechte vorbehalten.

Vertreter: Credit Suisse Funds AG¹, Uetlibergstrasse 231, 8070 Zürich | Zahlstelle, Händler: Credit Suisse (Schweiz) AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse AG, Paradeplatz 8, 8001 Zürich | Händler: Credit Suisse Asset Management (Schweiz) AG, Kalandergasse 4, 8045 Zürich | Verfügbare Sprachversionen: Deutsch, Englisch, Französisch und/oder Italienisch | Aufsichtsorgan (Registrierungsstelle): Eidgenössische Finanzmarktaufsicht (FINMA)

Händler und Informationsstelle: Credit Suisse (Deutschland) AG¹, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahlstelle: Credit Suisse Fund Services (Luxembourg) S.A., 5, rue Jean Monnet, 2180 Luxembourg | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

Händler: Credit Suisse (Deutschland) AG, Taunustor 1, 60310 Frankfurt am Main | Zahl- und Informationsstelle: UniCredit Bank Austria AG¹, Schottengasse 6–8, 1010 Wien | Verfügbare Sprachversion: Deutsch

¹ Rechtseinheit, von der die vollständigen Angebotsunterlagen, die wesentlichen Informationen für den Anleger (Key Investor Information Document, KIID), die Fondsreglemente sowie die Jahres- und Halbjahresberichte, falls anwendbar, der Fonds kostenlos bezogen werden können.

DJE Kapital AG:

Dividenden: Auf die Höhe kommt es nicht unbedingt an

Von Oleg Schantorenko, CFA, CAIA, Client Portfolio Manager bei DJE Kapital AG

Auch in diesem Jahr wird wieder bei zahlreichen Unternehmen aus DAX, MDAX und Co. auf der einmal jährlich stattfindenden Veranstaltung attraktive Ausschüttungen an die Anteilseigner beschlossen. Dabei stehen Dividenden geradezu symbolhaft dafür, welchen Zweck man eigentlich als Aktionär mit seiner Kapitalanlage verfolgen möchte: Unternehmen mit produktivem Eigenkapital auszustatten. Im Gegenzug partizipiert man als Aktionär am Unternehmenserfolg und erhält für das bereitgestellte Kapital eine Gewinnbeteiligung als Dividende.

Dividendentitel sind inzwischen ein unverzichtbarer Bestandteil im Depot vieler Anleger geworden. Die Unterschiede zwischen Dividendentiteln können allerdings erheblich sein. Bei einer systematischen Sektor- und Einzeltitelselektion im Rahmen eines aktiven Managements trennt sich schnell die Spreu vom Weizen. Die Unterschiede zwischen der besten und schlechtesten Wertentwicklung innerhalb eines Index oder Sektors und innerhalb eines Kalenderjahres können bis zu 60 und 70 Prozent betragen. In Ausnahmefällen kann die Differenz sogar bei über 100 Prozent liegen.

Die höchsten Ausschüttungen sind langfristig nicht die besten

Die Höhe der Ausschüttungen in Relation zu den erwirtschafteten Gewinnen und Cashflows ist ein weiteres wichtiges Auswahlkriterium der Titel. Unterteilt man die Dividendenrenditen der Unternehmen im S&P500-Index seit 1930 in Quintile, fallen ebenfalls erhebliche Unterschiede ins Auge. So haben die Unternehmen im ersten Quintil zwar die höchsten absoluten Dividenden ausgeschüttet. Allerdings erweisen sich die Dividendenzahler mit den höchsten Ausschüttungen in der Langzeitbetrachtung nicht als die langfristig besten Titel. Im Gegenteil: Die Titel im zweiten Quintil weisen häufig eine historisch bessere Wertentwicklung als die im ersten Quintil auf. Die höchsten Ausschüttungen sind also langfristig betrachtet nicht die „besten“.

Eine mögliche Erklärung für dieses Phänomen liegt in der Pay-Out-Ratio, im Anteil der gezahlten Dividenden am eigentlichen Gewinn der Unternehmen. Während dieser Wert bei den Unternehmen aus dem ersten Quintil bei 70 Prozent lag, schütteten die Unternehmen aus dem zweiten Quintil „lediglich“ 40 Prozent des Gewinns als Dividende aus. Die Schlussfolgerung liegt nahe, dass die Unternehmen aus dem ersten Quintil vermutlich „zu viel“ des Gewinns ausgeschüttet haben. Dies hat sich auf die langfristige Wertentwicklung ausgewirkt, da dieses den Anteilseignern zugeflossene Kapital dann fehlte, um die Unternehmen weiterzuentwickeln. Anleger sollten daher darauf achten, dass bei den von ihnen favorisierten Unternehmen Dividendenausschüttungen nicht zu Lasten von Expansionsplänen, Wachstum oder Innovationsfähigkeit gehen.

Dividendenhöhe: Die „goldene Mitte“ wählen

Demzufolge sollten Anleger bei der Wahl von Dividendentiteln auf den Zusammenhang zwischen der Höhe der Dividendenrendite und der Wertentwicklung der Unternehmen achten. Innerhalb des Universums des MSCI World Index weisen Unternehmen mit einer mittleren Dividendenrendite von zwei bis vier Prozent und vier bis sechs Prozent auf lange Sicht häufig eine bessere Wertentwicklung auf als solche Unternehmen, die eine hohe (mehr als sechs Prozent) oder auch sehr niedrige (null bis zwei Prozent) Dividendenrendite ausschütten.

Die eigentliche Entscheidung von Unternehmen, ob sie Dividenden zahlen und ob sie ihre Dividendenzahlungen erhöhen oder reduzieren, beeinflusst langfristig betrachtet auch die Wertentwicklung. Untersucht man in einem Gedankenspiel, was aus hypothetischen 100 US-Dollar geworden wäre, wenn man sie seit 1972 in unterschiedliche Dividenden zahlende Unternehmen im S&P 500 investiert hätte, kommt man zu interessanten Ergebnissen. Die Unternehmen im S&P 500 werden dabei in fünf verschiedene Typen von Dividendenzahlern unterteilt. Die Bandbreite reicht von Unternehmen, deren Dividende kontinuierlich wächst oder die neue Dividenden zahlen bis zu solchen, die Dividendenzahlungen einstellen oder zumindest kürzen. Der erstgenannte Typus, der aufgrund steigender Gewinne und Cashflows über lange Zeiträume in der Lage ist, seine Dividenden zu steigern, zeigt eine deutlich bessere Wertentwicklung als alle anderen Typologien. Der Zusammenhang zwischen dem Attribut „Zuverlässiger Dividendenzahler mit regelmäßigen Steigerungen“ und der langfristigen Wertentwicklung ist evident.

Aktienrückkäufe sind Teil des Shareholder Returns

So wichtig die Rolle von Dividenden im Portfolio auch ist: Für eine gesamthafte Betrachtung der Rückflüsse an die Aktionäre sind auch Aktienrückkaufrenditen nicht wegzudenken. Diese Aktienrückkaufrenditen liegen – bezogen auf den S&P 500 – in vielen Sektoren (beispielsweise dem Finanz- und dem Industriesektor) höher als die Dividendenrenditen. Im 20-Jahres-Durchschnitt trifft dies sogar auf viele weitere Sektoren zu. In einer 20-Jahres-Betrachtung ist die Aktienrückkaufrendite mit 1,7 Prozent annähernd so hoch wie die Dividendenrendite mit 2,1 Prozent. Es darf allerdings nicht außer Acht gelassen werden, dass Aktienrückkaufrenditen in einzelnen Sektoren auch negativ sein können, wie es beispielsweise aktuell im Immobiliensektor der Fall ist.

Zusammenfassend lässt sich daher sagen, dass sich stetige und zuverlässige Dividendentitel anhand klar definierter Kriterien identifizieren lassen. So sollte die Ausschüttungsquote idealerweise zwischen vierzig und sechzig Prozent liegen, also weder zu hoch noch zu niedrig ausfallen. Außerdem kommt es darauf an, dass die Dividendenzahlungen durch den Free Cashflow gedeckt sind. Reinvestierte Dividenden sorgen dabei für eine nachhaltige Wertsteigerung und können erheblich zur Gesamtwertentwicklung im Portfolio beitragen.

Kontakt:

DJE Kapital AG
Pullacher Straße 24
80249 Pullach im Isartal
Internet: www.dje.de

Christian Vomberg, CEFA, CSIP

Head of Institutional Clients
& Key Accounts



Telefon: +49 (0) 89 79 04 53 – 621

E-Mail: christian.vomberg@dje.de

Natalie Richter, CFA

Director Institutional Clients
& Strategic Partners



Telefon: +49 (0) 89 79 04 53 – 669

E-Mail: natalie.richter@dje.de

EB - Sustainable Investment Management GmbH: Clean Energy Junior Debt – Saubere Renditepotenziale für ausschüttungsorientierte Anleger



Johannes Justinger, Senior Investment Manager Real Assets (Debt und Equity), EB-SIM

Über 7 Jahre Erfahrung als Credit Analyst und Portfoliomanager in Betreuung und Aufbau diversifizierter Infrastructure Debt Portfolios im Asset Management (Energy, Utilities, Telecommunication und Social Infrastructure). Breite Expertise in Senior- und Junior Kapitalstrukturen (Direct Lending und Syndications mit Fokus Europa).

MSc in International Finance mit Schwerpunkt auf ESG Integration im Investment Management von Infrastrukturinvestitionen

„Profitieren Sie vom attraktiven Rendite-Risiko-Verhältnis des Junior-Debt-Markts und unterstützen Sie den Transformationsprozess der Energiewende – mit dem EB Clean Energy Debt.“

(Dr. Bernd Graeber, Geschäftsführer EB-SIM)

Anlagen in Real Assets der nachhaltigen Energieversorgung sind für viele institutionelle Investoren wichtige Portfoliobausteine – sie bieten nicht nur solide Ertragspotenziale, sondern tragen auch zur Diversifikation bei, da sie ihre oftmals inflationsgeschützten Cash-Flows weitgehend unabhängig von konjunkturellen oder Börsenzyklen generieren. Nachdem Anleger in Zeiten niedriger Zinsen auf Eigenkapital-Investments fokussierten, erscheint im aktuellen Umfeld ein Engagement via Fremdkapital (Debt) besonders attraktiv. Warum dies so ist und wie es funktioniert, erläutert Johannes Justinger, Senior Investment Manager Real Assets bei EB-SIM.

Investment-Landschaft

Die politische und regulatorische Dynamik zur Dekarbonisierung der Wirtschaft erfordert den Auf- und Ausbau einer klimafreundlichen Energieversorgung und der Infrastruktur für Management, Distribution und Speicherung. Innerhalb der Europäischen Union ist von einem Investitionsbedarf von 60 Mrd. Euro pro Jahr allein bis 2030 auszugehen. In diesem attraktiven Investitionsfeld legen Eigen- wie Fremdkapitalinvestoren das Fundament für die Energiewende und gewährleisten Versorgungssicherheit der Bevölkerung.

Ideale Zeiten für Debt-Investitionen

Doch während Infrastruktur-Investoren in den langen Jahren der Niedrigzinsphase mit Eigenkapital-Investments interessante Rendite-/Risikoverhältnisse erzielen konnten, können sich Debt-Investitionen im aktuellen Marktumfeld weitestgehend einem steigenden Preisdruck entziehen und von einem deutlich gestiegenen Zinsniveau profitieren. Fremdkapital-Anlagen werden beim Pricing der Transaktion an den Zins

gekoppelt, indem ein Risikoaufschlag gegenüber der Bund- oder Mid-Swap-Kurve angelegt wird. Bezogen auf das Zieluniversum Junior Debt beträgt dieser aktuell – projekt-, laufzeit- und strategieabhängig – zwischen 350 bis 550 Basispunkten.

Banken übernehmen in der Regel die langfristigen Finanzierungen mit erstrangigen Sicherheiten (Senior-Debt-Tranchen) und akzeptieren im Gegenzug für überschaubare Risiken deutlich geringere Renditen. Gerade hier ist der Markt sehr kompetitiv, was sich negativ auf die Renditepotenziale für Investoren auswirkt.

In unserem Fokus: Tailormade Junior Debt- und Unitranche-Strukturen

EB-SIM konzentriert sich auf die lukrative Nische von Junior-Debt-Finanzierungen und Unitranche Finanzierungen im Segment kleinerer und mittlerer Transaktionen ab 10 Mio. Euro, die von großen (Investment-)Banken meist nicht berücksichtigt werden oder aus regulatorischen Gründen nicht bedient werden können. Bei Junior Debt handelt es sich um nachrangige Finanzierungen, die zwar ein höheres Risiko als erstrangige Finanzierungen, aber doch ein geringeres Risiko als Equity-Investments aufweisen, ohne dass dies im gleichen Maße die Renditepotenziale schmälert. Unitranche-Strukturen eignen sich zudem oftmals für Projekte, bei denen aufgrund ihrer überschaubaren Größe eine komplexe Aufteilung in Senior- und Junior-Tranchen nicht sinnvoll ist. Auch Bauphasen-Projekte können oftmals derart strukturiert werden.

Die Projektakquise erfolgt in diesem Nischenmarkt oftmals nicht über kompetitive Ausschreibungen, sondern über die direkte Ansprache persönlich bekannter Transaktionspartner. Dank langjähriger partnerschaftlicher Verbindungen zu Entwicklern und Betreibern profitiert das Real Asset Team der EB-SIM von erstklassigen Marktzugängen.

Konservatives Risikomanagement

Investitionen werden ausschließlich in etablierte Technologien (kein Prototyping) und Standorte mit regulatorisch geringen Risiken in Europa getätigt, für die eine umfassende Expertise aufgebaut wurde, wobei der Fokus auf dem Heimatmarkt Deutschland und der Kern-EU liegt. Entwicklungsrisiken werden grundsätzlich nicht übernommen, d.h. Projekte werden erst ab Baureife und damit zur Bau- und Betriebsphase finanziert. Neben den Investitionen in Projekte zur Erzeugung erneuerbarer Energien (Windkraft, Wasserkraft, Solarenergie) können bis zu 30 Prozent in Energiewende-Projekte investiert werden (bspw. Energiespeicher und -netze). Angestrebt wird eine geografische und technologische Diversifikation über 10 bis 15 Projekte; die Laufzeit der Finanzierungen wird grundsätzlich geringer gewählt als die Lebensdauer der Anlagen.

360-Grad-Expertise

Das Real Asset Team der EB-SIM verfügt über langjährige und vielfältige komplementäre Erfahrungen und kann Projekte aus der Perspektive von Entwicklern, Investoren und Versorgern sowie unter ESG- und SDG-Gesichtspunkten beurteilen. Gemeinsam mit einem starken Netzwerk zuverlässiger Partner steht ein Track Record von 16,1 Mrd. Euro Investitionsvolumen für erstklassige Marktzugänge und Transaktionsstärke.

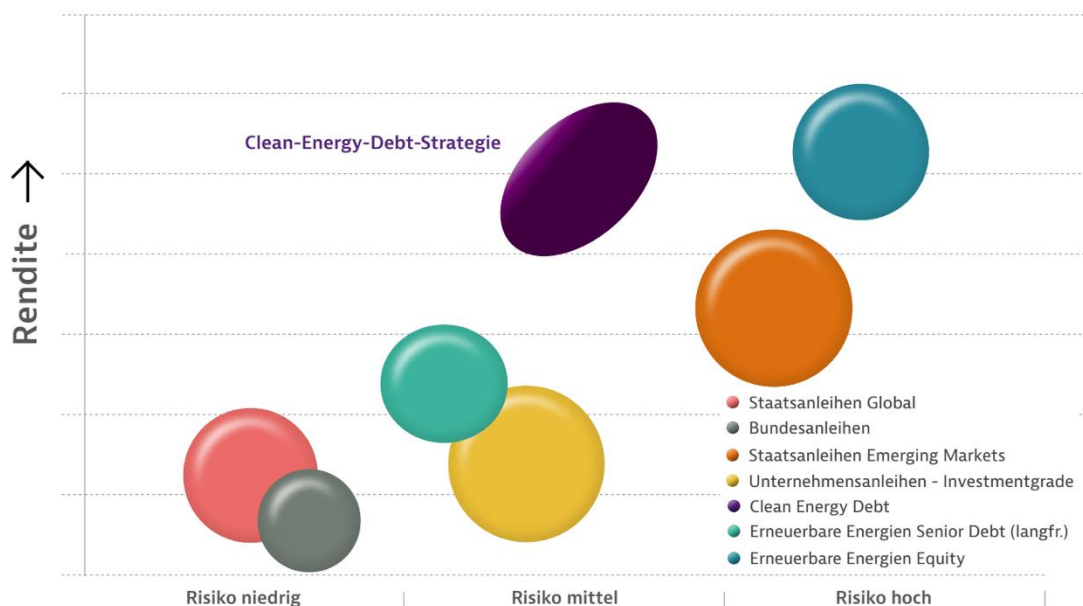
Über EB-SIM

Als 100%ige Tochter der Evangelischen Bank eG orientiert **EB – Sustainable Investment Management GmbH (EB-SIM)** ihr Geschäftsmodell an den Zielen für nachhaltige Entwicklung der UN (Sustainable Development Goals, SDGs) und an den EU-Klimazielen. EB-SIM bietet institutionellen und privaten Investoren **ausschließlich** nachhaltige Anlagen in Real Assets sowie Aktien-, Anleihen- und Multi-Asset-Strategien.

Produktdetails

Fondsname	Clean Energy Debt
Fondsstruktur	geschlossener, luxemburgischer Fonds (SICAV-SIF)
Anlageberater	EB – Sustainable Investment Management GmbH
AIFM	Hauck & Aufhäuser Fund Services S.A.
Nachhaltigkeit	Impact Investment – erfüllt die Anforderungen gem. Artikel 9 OffenlegungsVO (SFDR)
Fondsvolumen (Ziel)	200 Mio. Euro
Laufzeit	Investitionsphase 3 Jahre, feste Laufzeit bis 2037
Zielrendite	Ca. 6% nach Kosten *
Laufende Ausschüttung (Ziel)	ca. 5% p.a. ab Ende der Investitionsphase
Gebühren	Management-Fee 0,48% p.a. (NIV) Externe Verwaltungsgebühren u.ä. ca. 0,2% p.a.

* Die dargestellte Zielrendite ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.



Kontakt:

EB - Sustainable Investment Management GmbH

Ständeplatz 19, 34117 Kassel

Tel. 0561 450603-3799, Fax -3798

E-Mail: info@eb-sim.de

Andreas Fiedler

Director Institutional Clients

+49 561 450603-3730

+49 160 96632156

E-Mail: andreas.fiedler@eb-sim.de

www.eb-sim.de

www.linkedin.com/in/andreasfiedler24

Finreon und St.Galler Kantonalbank Deutschland AG: Von der Wissenschaft zur Praxis – Innovative Dekarbonisierung von Kapitalanlagen

Investors don't change the world, companies do!

Neben einer positiven finanziellen Rendite verfolgen immer mehr Anleger den Wunsch, durch ihre Investitionstätigkeiten auch einen positiven Einfluss auf die Welt zu erzielen. Doch die nachhaltigen Auswirkungen einer Investition zu ermitteln ist nicht immer so eindeutig, wie es die Prospekte grüner Anlageprodukte vermuten lassen. Basierend auf einer neuen Publikation der Universität Zürich zeigt dieser Artikel auf, wie die Einflussnahme von Investoren funktioniert und welche neuen Investitionsideen sich aus den Erkenntnissen ableiten lassen.

Investor Impact – was steckt dahinter?

Um den Begriff Investor Impact zu verstehen kann es sich lohnen, zuerst den Begriff des Impacts genau zu definieren. In der Essenz bedeutet Impact, dass:

1. Eine Veränderung eintritt, und
2. die Veränderung auf eine spezifische Aktivität zurückzuführen ist – Stichwort: Kausalität.

In Bezug auf Nachhaltigkeit bedeutet Impact also folglich die Veränderung eines bestimmten sozialen oder ökologischen Parameters (z.B. die Reduktion der emittierten Treibhausgase) aufgrund einer spezifischen Aktivität. Abbildung 1 illustriert diesen Wirkungszusammenhang.

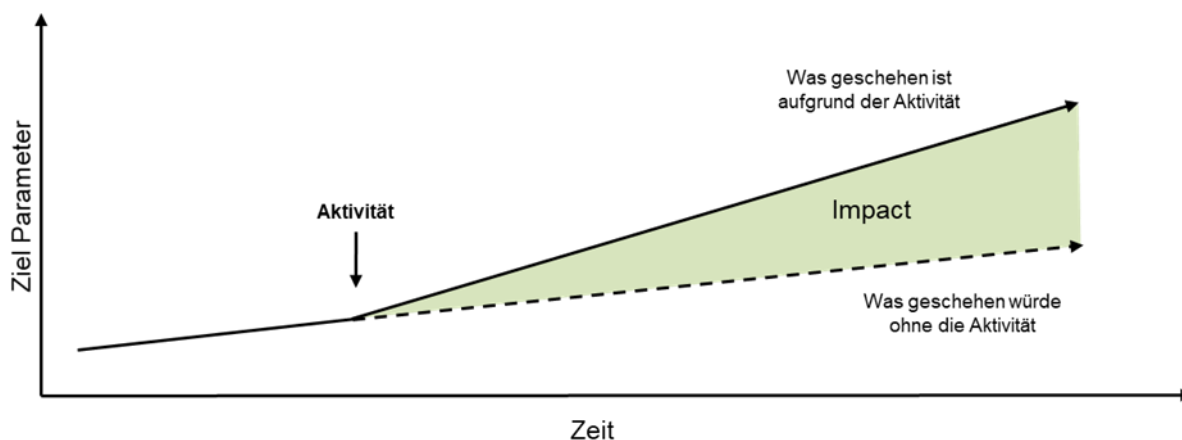


Abbildung 1: Impact ist eine Veränderung, welche durch eine spezifische Aktivität verursacht wird.

(Quelle: Center for Sustainable Finance & Private Wealth, Universität Zürich 2021. Finreon Research)

Von Investor Impact spricht man also, wenn durch die Aktivität eines Investors eine kausale Veränderung in der Welt eintritt. Doch wie so oft steckt auch hier der Teufel im Detail. Denn Investoren haben oftmals **keinen direkten Einfluss auf reale Ergebnisse** wie beispielsweise die Reduktion globaler Treibhausgasemissionen. Dies bedeutet jedoch nicht, dass Investoren keinen Einfluss haben können. Vielmehr ist der Einfluss auf die reale Welt oftmals nicht direkt, sondern vorwiegend **indirekt – beispielsweise über die im Portfolio enthaltenen Unternehmen**. Dies führt unweigerlich zu einer notwendigen **Unterscheidung zwischen Investor Impact und Company Impact**. Investoren können durch ihre Investitionsentscheide einen Einfluss auf die Unternehmen ausüben. Es sind aber schlussendlich die Unternehmen, welche in der realen Wirtschaft operieren und dementsprechend durch Ihre Geschäftsaktivitäten einen direkten Einfluss auf die Umwelt generieren (Company Impact). Der **Investor Impact** ist folglich als **kausale Veränderung des Company Impacts zu verstehen**. Abbildung 2 illustriert die zwei unterschiedlichen Wirkungsebenen: Die Portfolioebene

mit dem Einfluss der Investoren auf Unternehmen und die Unternehmensebene mit dem Einfluss der Unternehmen auf die reale Welt.

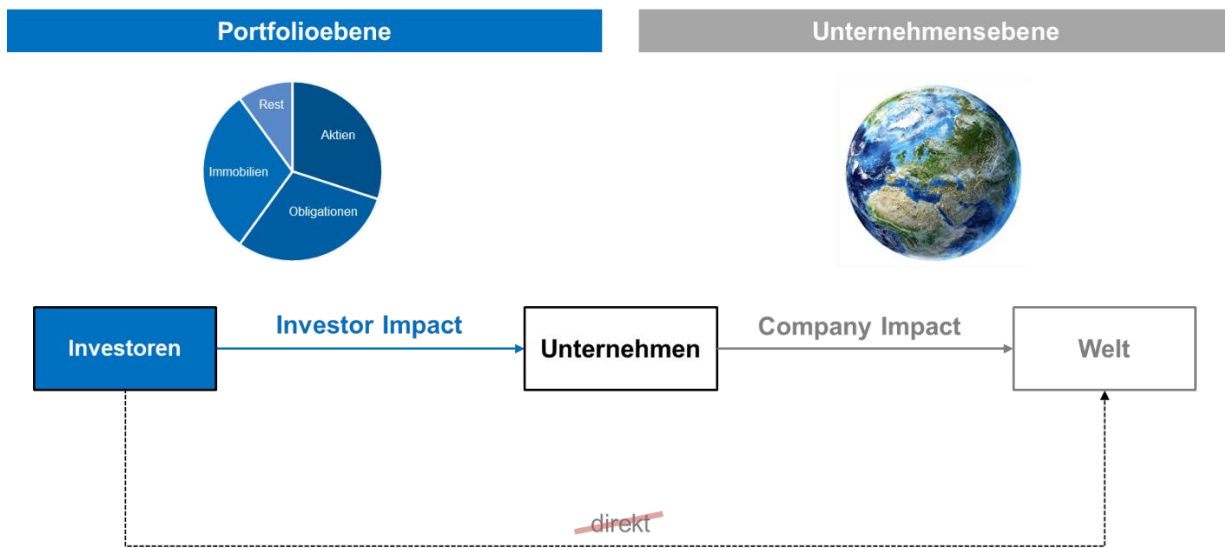


Abbildung 2: Investor Impact ist die Veränderung des Company Impacts, welche der Investor verursacht.

(Quelle: Center for Sustainable Finance & Private wealth Universität Zürich 2021. Finreon Research)

Für Investoren bedeutet dies, dass eine Investition in ein Unternehmen mit positivem Impact nicht zwangsläufig zu einem erhöhten Investor Impact führt. **Denn der Einfluss der Investoren ist nicht gleichzustellen mit dem Einfluss der Unternehmen in ihrem Portfolio.** Wenn beispielsweise ein Unternehmen mit hohen CO2-Emissionen durch den Investoreinfluss davon überzeugt wird, die CO2-Emissionen zu reduzieren, kann eine größere Veränderung herbeigeführt werden als durch eine Investition in ein Unternehmen, das bereits niedrige CO2-Emissionen aufweist und nichts daran ändert. Eine Investition mit einem positiven Investor Impact bedeutet also nicht zwangsläufig, einfach in die verantwortungsvollsten Unternehmen am Markt zu investieren.

Wie können Investoren einen positiven Einfluss erzielen?

Die Analyse des Investor Impacts hat gezeigt, dass Investoren größtenteils keinen direkten Einfluss auf die realen Ergebnisse in der Welt haben, sie können aber Einfluss auf Unternehmen ausüben und somit den Company Impact verändern. Diese Veränderung des Company Impacts funktioniert dabei primär über zwei Ansätze:

1. Unternehmen mit positivem Impact zum Wachstum verhelfen oder
2. Unternehmen dazu ermutigen, sich zu verbessern.

Beide Ansätze können zu einer Verbesserung des Company Impacts beitragen, unterscheiden sich aber sowohl in der Art des Beitrags als auch in der Umsetzung für den Investor.

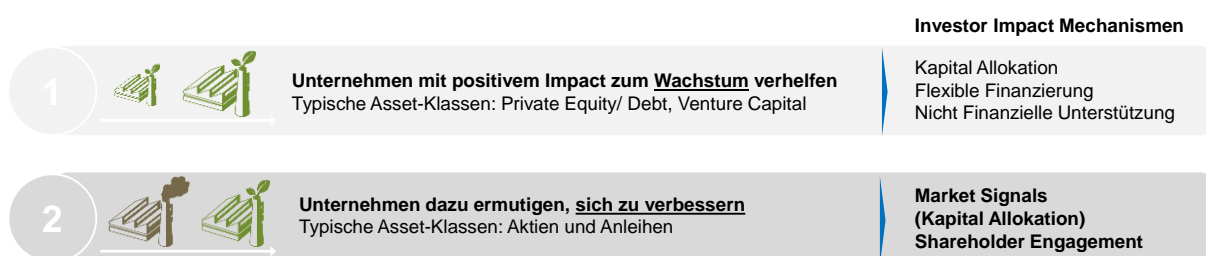


Abbildung 3: Investor Impact Einfluss Mechanismen.

(Quelle: Center for Sustainable Finance & Private wealth Universität Zürich 2021. Finreon Research)

Wenn es darum geht, Unternehmen mit einem positiven Impact zum Wachstum zu verhelfen, erzielen Investoren die größte Wirkung, indem Sie ihr Kapital vorwiegend jungen "grünen" Unternehmen zur Verfügung stellen, welche Kapital benötigen und nicht ohne Weiteres eine ausreichende Finanzierung von anderen Investoren erhalten. Typische Anlageklassen für die Wachstumsfinanzierung sind daher vorwiegend in Private Equity, Private Debt oder Venture Capital zu finden.

Anders verhält es sich aber bei größeren und oftmals börsennotierten Unternehmen. Die Meisten basieren auf etablierten Geschäftsmodellen, welche keine oder nur sehr wenige Finanzierungsrestriktionen aufweisen. Daher gilt es bei Aktien- oder Renten-anlagen eher, eine Verbesserung in Sozial- oder Umweltaspekten zu fördern. Neben der aktiven Einflussnahme als Teilhaber einer Unternehmung, dem sogenannten Shareholder Engagement, können Investoren vor allem durch ihre Investitionsentscheidungen einen Preisdruck über die Kapitalmärkte und somit einen indirekten Einfluss auf Unternehmen generieren. Während das Shareholder Engagement aus Gründen der Umsetzbarkeit tendenziell größeren institutionellen Investoren vorbehalten ist, bleibt dem Privatinvestor vorwiegend die Möglichkeit, indirekt über seine Kapitalallokation Einfluss zu nehmen. Inwiefern die Investitionsentscheidung Einfluss auf die Realwirtschaft hat (z.B. Reduktion der CO₂-Emissionen) ist empirisch schwer nachzuweisen und wurde oft als Gegenargument für eine nachhaltige Investitionsstrategie vorgebracht.

Neueste empirische Evidenz der Universität Augsburg (Rohleder et. al. 2021) konnte jedoch zeigen, dass der Verkauf von CO₂-intensiven Aktien nicht nur zu einem nachhaltigen Preisdruck bei den betroffenen Unternehmen führt, sondern auch zu einer Reduktion ihrer CO₂-Emissionen und somit zu einem Einfluss in der Realwirtschaft. Die Forscher konnten somit erstmals nachweisen, dass durch den Verkauf von Aktien nicht nur die Aktienkurse der Unternehmen sinken, sondern auch ihre CO₂-Emissionen.

Welche Investitionsideen lassen sich aus den Erkenntnissen ableiten?

Dank der neusten akademischen Forschung lassen sich interessante neue Investitions-ideen entwickeln, welche gezielt wichtige Nachhaltigkeitsziele beispielsweise im Bereich Klimawandel und CO₂-Reduktion adressieren. So führt der neue Finreon SGKB Carbon Focus Fonds den Ansatz, über die Kapitalallokation einen Einfluss auf Unternehmen auszuüben, konsequent zu Ende. Der Finreon SGKB Carbon Focus Fonds investiert dabei nicht **nur in Unternehmen mit einem positiven Nachhaltigkeitsprofil**, sondern **verkauft zusätzlich ein breit diversifiziertes Portfolio an CO₂-intensiven Titeln**. Das daraus resultierende Kapital wird anschließend sektorneutral und zu gleichem Anteil in ein **Portfolio aus Unternehmen mit niedrigem CO₂-Fussabdruck** investiert. Durch die so resultierenden positiven und negativen (Short-) Gewichte wird im Vergleich zum klassischen marktbasieren Ansatz **ein doppelter Marktdruck** auf CO₂-intensive Geschäftsmodelle ausgeübt: Diese werden nicht nur untergewichtet oder aus dem Portfolio ausgeschlossen, sondern sie werden zusätzlich «abgestraft», indem sie verkauft werden. Auf diese Weise entsteht eine Anlagelösung, die einen erhöhten Druck auf CO₂-intensive Geschäftsmodelle ausübt, **ohne dabei renditeseitige Kompromisse** eingehen zu müssen. Für die Investoren ergibt der Long-Short-Mechanismus damit ein wirksames Instrument, um ihren finanzierten CO₂-Fussabdruck und die damit zusammenhängenden Risiken nicht nur zu reduzieren, sondern bei tiefem Tracking-Error und tiefen Kosten einfach und vollkommen zu neutralisieren. Zusätzlich zum eingesetzten Long/Short-Mechanismus wird in ein nachhaltiges Aktienportfolio investiert, welches durch verschiedene Nachhaltigkeitsfilter (Ausschluss von Kontroversen, Best-in-Class ESG Selektion, Climate Change Optimierung, SDG-Filter) optimiert wird. Zudem übt Finreon **Stewardship** über das gesamte Universum aus – neben der Wahrnehmung von Stimmrechten im Aktienportfolio wird **ein innovativer Engagementansatz** ausgeübt, wobei die ca. 200 leerverkauften Titel aktiv über den Verkauf sowie die jeweiligen Gründe informiert werden. Der Finreon SGKB Carbon Focus Fonds wird bereits von zahlreichen institutionellen Investoren eingesetzt und hat sich seit der Lancierung im Januar 2022 **erfolgreich bewährt**.

Anwendungsbeispiele der Carbon Focus Lösung

Anwendungsfall 1: Dekarbonisierungsinstrument

Ausgangslage: Ein Investor mit einem bereits breit diversifizierten Portfolio möchte eine effiziente, konsequente Reduktion des finanzierten CO₂-Fußabdrucks erreichen, ohne seine Asset Allokation substantiell umzustellen.

Umsetzung: Die **Reduktion des finanzierten CO₂-Fußabdrucks** des Anlageportfolios wird anhand einer kleinen Allokation in den Finreon SGKB Carbon Focus Fonds umgesetzt. Dabei variiert die Höhe der Allokation in den Baustein mit dem gewünschten Umfang der Reduktion des finanzierten CO₂-Fußabdrucks. Bei einer Reduktion des finanzierten CO₂-Fußabdrucks lediglich der Aktien-Allokation resultiert bspw. ein tieferer notwendiger Anteil des Bausteins als bei einer Dekarbonisierung des gesamten Portfolios. Engagement und Stimmrechtswahrnehmung sind in Anwendungsfall 1 nur positive Nebeneffekte und nicht Hauptbedürfnis für die Investition. Abbildung 4 zeigt, wie mit einem Einsatz **von lediglich ca. 10% des Finreon SGKB Carbon Focus Fonds** die Aktien-Allokation, ohne starke Eingriffe in die Asset Allokation, dekarbonisiert werden kann.

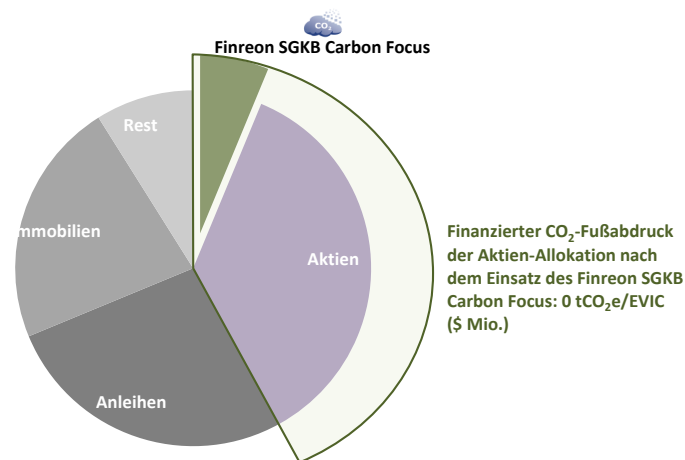


Abbildung 4: Dekarbonisierung der Aktienquote ohne Eingriffe in die SAA

(Quelle: Finreon Research)

Anwendungsfall 2: Bestehende ESG-Strategie wird um einen zusätzlichen nachhaltigen Satelliten ergänzt

Ausgangslage: Die Investorin verfolgt bereits diverse nachhaltigkeitsorientierte Strategien in ihrem Portfolio und möchte ihr Portfolio zusätzlich noch um einen komplementären Baustein mit aktiver Nachhaltigkeitsstrategie ergänzen.

Umsetzung: Mit einer Investition in den Finreon SGKB Carbon Focus Fonds erzielt die Investorin einen **verstärkten Druck auf nicht nachhaltige Unternehmen**. Dies wird einerseits mittels Marktsignalen (Verkauf von CO₂-intensiven Unternehmen) sowie dem innovativen Engagement-Ansatz von Finreon erreicht. Dabei werden die ca. 200 leer-verkauften Unternehmen aktiv über den Verkauf sowie die jeweiligen Gründe informiert. Dies kann als **optimale Ergänzung zu bereits bestehenden ESG-Strategien** (unter anderem klassisches Engagement) dienen. Die zusätzliche Reduktion des finanzierten CO₂-Fußabdrucks ist in Anwendungsfall 2 nur ein positiver Nebeneffekt und nicht Haupt-Treiber zur Investition. Abbildung 5 zeigt, wie durch eine kleine Allokation in den Finreon SGKB Carbon Focus Fonds ein zusätzliches, innovatives Nachhaltigkeitselement in das Portfolio integriert werden kann, ohne dabei die bestehende Nachhaltigkeitsstrategie signifikant zu beeinflussen.

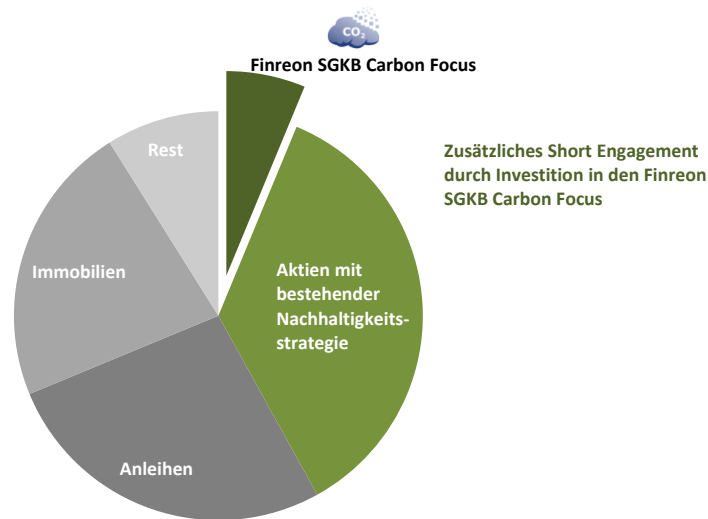


Abbildung 5: Erweiterung der Nachhaltigkeitsstrategie mit zusätzlichem Short Engagement.

(Quelle: Finreon Research)

Literaturverzeichnis:

- Heeb, F., & Kölbel, J. (2020). The investor's guide to impact. Universität Zürich, Center for Sustainable Finance & Private Wealth. Retrieved June, 13, 2022.
- Rohleder, M., Wilkens, M., & Zink, J. (2022). The effects of mutual fund decarbonization on stock prices and carbon emissions. Journal of Banking & Finance, 134, 106352.

Über die Partner:

Finreon entstand 2009 als Spin-Off der Universität St.Gallen (HSG) und gilt heute als etablierte und kompetente Partnerin, wenn es um innovative Anlagekonzepte im Bereich der Vermögensverwaltung und im Advisory von Investoren geht. Die Lösungen von Finreon basieren auf langjähriger Praxiserfahrung und neusten Erkenntnissen aus der Forschung mit modernen Finanzmarkttheorien. Das Team besteht aus Doktoranden und Absolventen der Universität St.Gallen, der ETH Zürich und weiterer Hochschulen, welche vielfach auch selbst in der Forschung tätig sind und dadurch einen kontinuierlichen Wissenstransfer sicherstellen. Ein wichtiger Partner ist die **St. Galler Kantonalbank Deutschland AG**. Die St.Galler Kantonalbank Deutschland AG wurde 2009 gegründet und operiert bundesweit aus München sowie aus Frankfurt am Main. Die einzige in Deutschland ansässige Schweizer Kantonalbank verfügt über eine Vollbanklizenz, konzentriert sich aber gezielt und konsequent auf die Vermögensverwaltung. Die Kunden besitzen die Möglichkeit, die Anlagen in Deutschland und/oder der Schweiz zu verwahren, bei gleichzeitiger Betreuung aus Deutschland heraus.

Kontakt:**Finreon AG**

Oberer Graben 3
9000 St.Gallen
Schweiz

T: +41 71 230 08 06

info@finreon.ch

www.finreon.ch

St.Galler Kantonalbank Deutschland AG

Prannerstrasse 11
80333 München
Deutschland

Myliusstr. 33-37
60327 Frankfurt
Deutschland

T: +49 69 9072010-26

frankfurt@sgkb.de

www.sgkb.de

**Disclaimer**

© Finreon 2023. Alle Rechte vorbehalten. Diese Publikation richtet sich ausschließlich an professionelle und semi-professionelle Anleger und ist nicht für Privatanleger bestimmt. Die Publikation dient ausschließlich Marketingzwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Angaben beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen und keine Aussage in dieser Publikation ist als solche Garantie zu verstehen. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Alleinige Grundlage für den Anteilerwerb sind die Verkaufsunterlagen zu den jeweiligen Investmentvermögen, die kostenlos bei Universal Investment sowie im Internet unter www.universal-investment.com erhältlich sind. Dies ist kein Angebot oder keine Aufforderung zur Zeichnung von Anteilen oder Aktien eines Investmentvermögens. Die dargelegten Informationen sollten nicht als zuverlässig in diesem Sinne erachtet werden, dass sie im Hinblick auf die etwaige Annahme eines Zeichnungsangebots unvollständig sind und noch geändert werden können. Eine Zusammenfassung Ihrer Anlegerrechte finden Sie auf www.universal-investment.com/de/Unternehmen/Compliance/Anlegerrechte. Zudem weisen wir darauf hin, dass Universal Investment bei Fonds, für die sie als Verwaltungsgesellschaft Vorkehrungen für den Vertrieb der Fondsanteile in an-deren EU-Mitgliedstaaten getroffen hat, beschließen kann, diese gemäß Artikel 93a der Richtlinie 2009/65/EG und Artikel 32a der Richtlinie 2011/61/EU, insbesondere also mit Abgabe eines Pauschalangebots zum Rückkauf oder zur Rücknahme sämtlicher entsprechender Anteile, die von Anlegern in dem entsprechenden Mitgliedstaat gehalten werden, aufzuheben. Dieses Dokument und die hierin 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 Vereinigten Staaten, Großbritannien, Kanada oder Japan, sowie seine Übermittlung an US-Residents und US-Staatsbürger, ist untersagt.

FREO Group: Stranded Assets und neue Nutzungsanforderungen bei Gewerbeimmobilien: Lösungen der FREO für institutionelle Investoren

Prof. Dr. Hartmut Leser,
Partner, CIO, CEO Deutschland FREO Group

Die FREO Group ist seit über 20 Jahren erfolgreich im Immobiliensektor tätig mit einem ebenso langen wie hervorragenden Track Record für Investments im deutschen und paneuropäischen Bereich. Das Unternehmen entstand durch den Management - Buyout eines Teils der Firma Feri in Bad Homburg vor ca. 20 Jahren und fokussiert sich seitdem ausschließlich auf institutionelle Kapitalgeber. Bis vor kurzem hat die FREO Group vorrangig Gelder von ausländischen Investoren angelegt, zu denen die weltweit anspruchsvollsten Anleger wie etwa angelsächsische Private Equity-, Alternative- oder Staatsfonds gehören. Diese Klientel investiert in umfangreiche Entwicklungs- und Sanierungsprojekte, die die FREO eigenständig findet, analysiert und ggf. mit ihrem Team von über 80 hochqualifizierten Mitarbeitern umsetzt.

Im Zuge ihrer strategischen Weiterentwicklung baut die FREO das bereits etablierte Geschäft mit ausländischen Investoren aus und bietet ihre Leistungen auch institutionellen Investoren im deutschsprachigen Raum und im zweiten Schritt in ganz Europa an. Der wichtigste Schwerpunkt wird dabei der tiefgreifende Umbau der Immobilienlandschaft sein, der in den kommenden Jahrzehnten aus zwei Gründen unausweichlich sein wird:

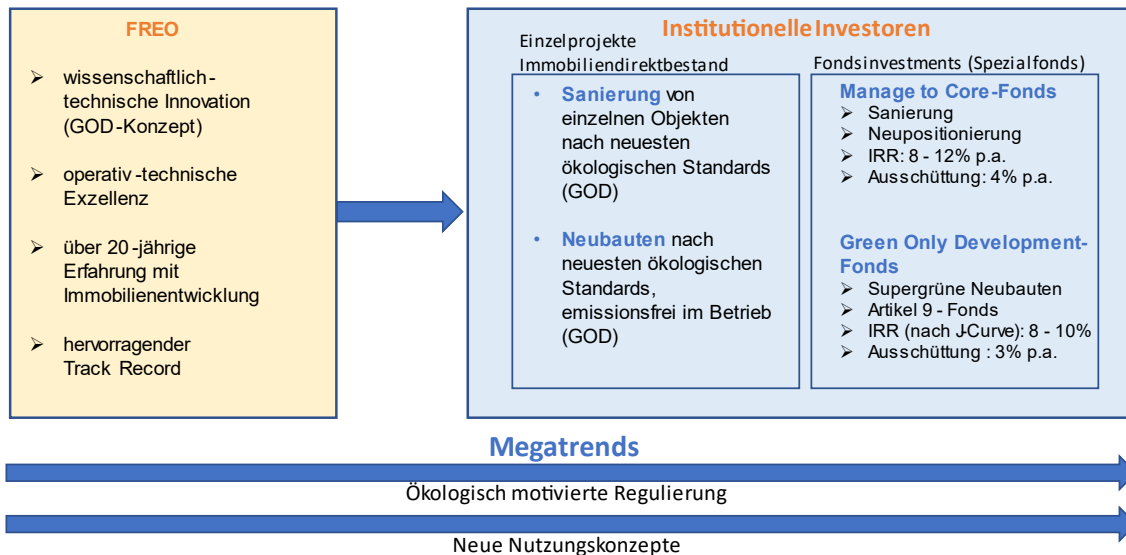
- Erstens, die Co2-Belastung der Umwelt durch den Gebäudesektor muss weitgehend reduziert werden. Die zunehmend strengere klimapolitische Regulierung wird eine Co2 - minimale Strukturierung des Gebäudebestandes erzwingen und den Kampf gegen „stranded assets“ zu einem der wichtigsten Punkte auf der strategischen Agenda institutioneller Investoren machen.
- Zweitens, der Gebäudebestand muss schneller und nachhaltiger als bisher an Megatrends wie z.B. die Digitalisierung angepasst werden. Insbesondere der Bürosektor wird sich auf Home Office als bleibendes Phänomen und eine neue Balance am Arbeitsmarkt für hochqualifizierte Fachkräfte einstellen müssen.

Diese Aspekte werden in unmittelbarer Zukunft zu einer umfangreichen Sanierungs- und Neubauwelle führen, die mehr denn je innovative und ökologisch effiziente Entwicklungsleistungen erforderlich macht. Wenn die notwendigen Veränderungen am Gebäudebestand nur zu deutlich höheren Kosten herbeizuführen sind, wird mit einem Wohlstandsverlust für die Gesellschaft zu rechnen sein – vom Schicksal der Immobilienbranche ganz zu schweigen. Deshalb werden Anbieter, die ihre Innovationskraft und ihr praktisches Umsetzungsgeschick auch auf das Thema Kosteneffizienz richten können, im Wettbewerb besonders gut positioniert sein.

Die FREO hat sich in den letzten Jahren auf diese neue Marktsituation vorbereitet: In enger Zusammenarbeit mit der ETH-Zürich wurde das Green Only Development (GOD) – Konzept entwickelt, das darauf abzielt, durch die Nutzung von Innovationen ein deutlich über dem verbreiteten Zertifikateslevel liegendes ökologisches Qualitätsniveau zu erreichen und durch die Umsetzung von Low Tech – Konzepten die Kosten von Erstellung, Betrieb, Sanierung und Entsorgung von Gebäuden deutlich zu senken. So ist es z.B. möglich, bei Büroneubauten die Co2- Emissionen im Betrieb auf Null zu reduzieren sowie die gesamten Lebenszykluskosten um ca. 40 % zu reduzieren. Da die Gebäude einen hohen Nutzungswert aufweisen, sind in der Regel Mieten oberhalb des Marktniveaus zu erzielen. Beides zusammen führt zu sehr attraktiven Renditen für Investoren. Dass diese Konzepte in der Praxis funktionieren zeigen eine ganze Reihe von Referenzobjekten. GOD® wird kontinuierlich weiterentwickelt, mit dem Ziel, Kunden alle erprobten ökologisch orientierten Innovationen im bautechnischen Instrumentenkasten anzubieten.

Die Fondsprodukte und Leistungen, die die FREO ihren Kunden vor diesem Hintergrund anbieten kann, beruhen auf der Innovationskraft und den technischen und operativen Fähigkeiten der FREO in der Immobilienentwicklung sowie der über 20-jährigen Erfahrung der Firma. Sie zielen darauf ab, den Immobilienbestand der Kunden in jeder Hinsicht zukunftsfähig zu machen bzw. Neubauten optimal und kostengünstig auf regulatorische und nutzungsbezogene Megatrends auszurichten. Mit ihrem Fondsangebot ermöglicht die FREO Institutionellen, als Investor vor diesen Trends zu profitieren.

Produkte & Leistungen der FREO für institutionelle Investoren



Im Rahmen von Neubauten und Sanierungen innerhalb und außerhalb des Fondsbereichs greift die FREO auf das Green Only Development (GOD) zurück.

Zunehmend populär wird der Trend, Objekte aus dem Direktbestand in einen Spezialfonds einzubringen und zu sanieren, aber auch attraktive Projekte von außerhalb zu erwerben und zukunftsfähig zu gestalten. Die Anlagepolitik dieser Spezialfonds ist auf eine Mischung aus Bestandshaltung mit einer kontinuierlichen Weiterentwicklung der sanierten Objekte in Verbindung mit einem moderaten Umschlag ausgerichtet. Green Only Development - Fonds erwerben von der FREO entwickelte Neubauten ohne Treibhausgasemissionen im Betrieb und betreiben diese weiter. Auch hier ist eine moderate Umschlagshäufigkeit geplant.

Vereinfachend und zusammenfassend könnte man die vorgestellten Ansätze im Immobilienbereich als das Ei des Kolumbus für institutionelle Investoren auffassen, da sie die Erstellung von Gebäuden mit herausragendem Gebrauchs- und Imagewert ermöglichen und im Vergleich zu konventionellen Gebäuden drastisch niedrigere Erstellungs-, Betriebs- und Entsorgungskosten vorhalten. Ähnliches gilt für Sanierungen, die auf derselben Grundlage beruhen. Da solche Objekte zumindest mittelfristig knapp bleiben und gleichzeitig bei potenziellen (Gewerbe-)Mietern begehrt sein dürften, sind für Investoren erhebliche Renditevorteile gegenüber konventionellen Gebäuden zu erwarten. Die skizzierten Ansätze durchbrechen zudem die Logik einer klimapolitischen Diskussion, die oft unter ideologischem Vorzeichen geführt wird und zielführende Aktivität zwingend mit Systemwechsel und materieller Askese gleichsetzen. FREOs Angebot bringt die Klimadiskussion auf die dem Problem angemessenere wissenschaftlich-technische Ebene zurück. Von dort aus betrachtet begegnen wir Herausforderungen mit technischen Innovationen, die eine deutliche CO²-Reduktion bewirken und gleichzeitig die Produktivität und Rentabilität in institutionellen Immobilienportfolios erhöhen.

Kontakt:



Prof. Dr. Hartmut Leser

Partner, CIO, CEO Deutschland FREO Group

Tel.: +49 (0)69/717126-22

E-Mail: h.leser@freogroup.com

FREO Germany GmbH

Goetheplatz 1 | 60313 | Frankfurt

www.freogroup.com



HAHNAG.DE

IMMOBILIEN? KÖNNEN WIR!



Seit 1982 ist die Hahn Gruppe als Asset und Investment Manager tätig. Wir sind auf Handels- und Mixed-Use-Immobilien spezialisiert, die wir über die gesamte Wertschöpfungskette hinweg managen. Zum Vorteil der institutionellen Investoren und der privaten Anleger, die bereits in unsere über 190 Fonds investiert haben. Zurzeit haben wir rund 8 Mrd. Euro Assets under Management. Wir sichern das Kapital und bauen die Erträge kontinuierlich und nachhaltig aus. So verstehen wir Wertarbeit mit Immobilien. [hahnag.de](https://www.hahnag.de)

 **Hahn
Gruppe**

Wertarbeit mit Immobilien

Hahn Gruppe: Handelsimmobilien-Investments: Der Lebensmitteleinzelhandel bringt Stabilität in das Portfolio

Investments in Handelsimmobilien bieten institutionellen Anlegern im aktuellen Marktumfeld interessante Einstiegschancen, wenn sie bei der Objektauswahl auf den lebensmittelorientierten Einzelhandel setzen.

Die Hahn Gruppe ist spezialisiert auf versorgungsorientierte Handelsimmobilien mit Ankermietern aus dem Lebensmitteleinzelhandel. Zu den favorisierten Objekttypen zählen Fachmarktzentren, Nahversorgungszentren, SB-Warenhäuser, Verbrauchermärkte sowie Supermärkte und Discounter. Diese Immobilien und deren Betreiber erfüllen überwiegend den täglichen Bedarf der Menschen und weisen entsprechend hohe Besucherfrequenzen auf. Zugleich gewährleisten sie stabile Mieterträge für den Eigentümer und Vermieter. Im Folgenden erhalten Investoren einen Einblick in diese interessante Assetklasse.

EDEKA, REWE, Kaufland - Starke Player im Lebensmitteleinzelhandel

Der Lebensmitteleinzelhandel (LEH) macht mit rund 200 Mrd. Euro Umsatz etwa ein Drittel des gesamten deutschen Einzelhandels aus und wird von einer Handvoll großer Konzerne bestimmt: EDEKA, REWE, die Schwarz Gruppe (Kaufland & Lidl) sowie ALDI Süd und Nord sind bundesweit tätig und erzielen einen Umsatzanteil von rund 80 Prozent (siehe Abbildung 1). Der Rest entfällt auf kleinere, regional tätige Gesellschaften. Alle zusammen managten zum Jahreswechsel 2021/2022 mit den verschiedenen Betriebsformen Discounter, Supermarkt, Verbrauchermarkt und SB-Warenhaus mehr als 34.000 Ladengeschäfte in Deutschland (IRi Grundgesamtheiten Deutschland 2022).

01 Top 5 im Lebensmitteleinzelhandel 2021

	Umsatz in Mrd. Euro	Veränderung ggü. Vorjahr
EDEKA	69,2	2,7 %
Schwarz-Gruppe	48,0	5,0 %
REWE Group	45,1	-0,1 %
ALDI	30,3	1,4 %
METRO Group (C&C-Märkte)*	5,1	-1 %

Quelle: bulwiengesa nach TradeDimensions, teils Datenrevision 2021
*exklusive der Real-Märkte



Abbildung 1

Anders als viele Player im Non-Food-Einzelhandel sind die LEH-Akteure weiterhin auf Wachstumskurs. Sie investieren kräftig in ihre Ladenflächen, expandieren, modernisieren und steigern kontinuierlich das Einkaufserlebnis sowie den Komfort für die Kunden. In den regelmäßigen LEH-Expertenbefragungen der Hahn Gruppe wird dieser Expansionsdrang beständig untermauert. Im Ausland sind ALDI, Kaufland & Co. ebenfalls sehr wachstumsorientiert unterwegs und erobern neue Märkte, weil sie es verstehen, sehr kundenorientiert und zugleich effizient zu arbeiten. Ein ergänzendes Segment sind die Drogeriemärkte. Hier sind in erster Linie dm, Rossmann, Müller und Budnikowsky als Marktführer zu nennen, die über ein dichtes Filialnetz verfügen.

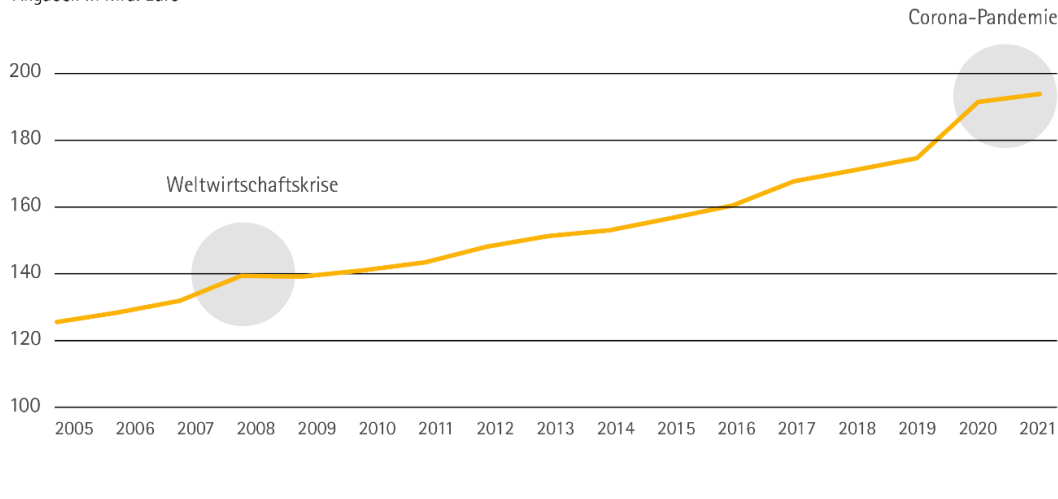
Zusammen mit dem LEH können die Drogeriemärkte an einem Standort Synergien nutzen und werden zur One-Stop-Shopping-Location für schnelllebige Konsumgüter.

Stetiges LEH-Branchenwachstum und geringer Online-Anteil

In den vergangenen Jahrzehnten konnten die LEH-Unternehmen ihre Umsätze stetig steigern – weitgehend unabhängig von der konjunkturellen Entwicklung in Deutschland (siehe Abbildung 2).

02 Bruttoumsatz im Lebensmitteleinzelhandel in Deutschland

Angaben in Mrd. Euro



Quelle: Eigene Darstellung nach IRI - Grundgesamtheiten Deutschland 2022, S. 7

Abbildung 2

Ihre Systemrelevanz und die damit einhergehende langjährige konjunkturelle Resilienz sowie die bonitätsstarken und investitionsfreudigen LEH-Unternehmen zeichnen die langjährige Stabilität des deutschen Lebensmitteleinzelhandel aus. Der vergleichsweise geringfügige Wettbewerb durch den Onlinehandel mit einem Anteil von rund 2 Prozent stärkt zudem das stationäre Geschäft. Hier wirkt sich aus, dass für die meisten Kunden der nächste Lebensmittelmarkt meist in unmittelbarer Nähe liegt. Die Convenience ist groß und andererseits sind die Kosten für die Lieferung nach Hause aufgrund der aufwendigen Logistik verhältnismäßig hoch. Dies mussten zuletzt die Schnell-Lieferdienste Gorilla, Getir, Flink & Co erkennen, die mit eingetrübten Wachstumsaussichten noch weit von der Profitabilität entfernt sind. Verdient wird weiterhin auf der Fläche.

Stationärer Handel wächst 2022 real und nominal

Der stationäre Einzelhandel und der Distanzhandel in Deutschland haben gemäß HDE (Handelsverband Deutschland) im vergangenen Jahr 2022 insgesamt 631,9 Milliarden Euro umgesetzt (Vorjahr: 589,5 Mrd. Euro). Obwohl der deutsche Einzelhandel damit erneut einen kräftigen Anstieg und Rekordumsatz verzeichnen konnte, lag preisbereinigt eine leichte Abschwächung um 0,8 Prozent vor. Ursächlich hierfür war nicht die Entwicklung der Ladengeschäfte, sondern ein realer Rückgang des Onlinehandels um 6,9 Prozent. Der stationäre Einzelhandel legte hingegen bei einem Gesamtumsatz von 546,9 Mrd. Euro (Vorjahr: 502,8 Mrd. Euro) real um 0,7 Prozent zu. Insgesamt belastend wirkten sich die hohe Inflation, ein gestiegenes Zinsniveau sowie die stark erhöhten Energie- und damit Lebenshaltungskosten aus, die bei den Verbrauchern in der zweiten Jahreshälfte zu einer Zurückhaltung bei den Konsumausgaben führten.



Gute Argumente für LEH-geprägte Immobilienobjekttypen

Aufgrund der guten wirtschaftlichen Entwicklung ihrer Hauptmieter überzeugt die Assetklasse der großen Lebensmittelmärkte und Fachmarktansiedlungen, welche auch als „großflächiger Einzelhandel“ bezeichnet wird, durch eine hohe Stabilität und Investitionssicherheit. Sie umfasst insbesondere die Immobilienobjekttypen Fachmarktzentren, SB-Warenhäuser, Verbrauchermärkte und Non-Food-Fachmärkte. Für ein Investment sprechen insbesondere die folgenden Argumente:

Versorgung im Mittelpunkt

Der Schwerpunkt der Einzelhandelsangebote der Handelsimmobilien liegt auf Waren und Dienstleistungen, mit denen die Grundbedürfnisse der Menschen in Bezug auf das Leben und Wohnen abgedeckt werden. So haben Lebensmittel und Drogerieartikel höchste Relevanz für den täglichen Bedarf der Menschen und werden entsprechend häufig konsumiert.

Solide Bilanzen der Mieter

Die Hauptmieter sind überwiegend führende und international tätige Einzelhandelskonzerne. Dazu zählen beispielsweise EDEKA, Kaufland, REWE oder ALDI. Diese großen Handelskonzerne verfügen alle über eine gute Bonität und gehen grundsätzlich langfristige Mietverträge ein, teilweise mit Laufzeiten von weit über zehn Jahren. Für die Investoren ergeben sich daraus langfristig gesicherte Einkommensströme.

Regionale Stärke der Objekte

Der Wettbewerb im stationären Einzelhandel wird intensiv geführt. Langfristig setzen sich vor allem Standorte durch, die eine marktführende Stellung in ihrem Einzugsgebiet einnehmen. Die Hahn Gruppe investiert deshalb nur in bedeutende Handelsstandorte mit Ankermietern, die eine Mindestgröße von 1.500 m² aufweisen. Die Standorte sollten eine hohe Sichtbarkeit, eine gute Verkehrsanbindung und ausreichend PKW-Stellplätze aufweisen.

Bestandsschutz außerhalb der Innenstädte

Mit dem Ziel, den Kaufkraftabflüssen aus den Innenstädten entgegenzuwirken, ist der Neubau von großflächigen Einzelhandelsimmobilien mit einer Verkaufsfläche von mehr als 800 m² außerhalb innerstädtischer Kerngebiete in Deutschland gesetzlich stark reglementiert und auf ausgewiesene Sondergebiete beschränkt. Die restriktive Genehmigungspraxis der Städte und Gemeinden stellt einen gewissen Wettbewerbsschutz für existierende Standorte dar.

Geringe Miet- und Mietnebenkosten

Da Fachmarktzentren, Nahversorgungszentren oder alleinstehende Lebensmittelmärkte tendenziell weniger aufwendig gemanagt werden müssen als beispielsweise Shopping-Center, fallen die Mietkosten und die Mietnebenkosten für die Filialisten hier grundsätzlich geringer aus. Im sehr wettbewerbsintensiven Einzelhandel steigert dieser Kostenvorteil die Attraktivität der entsprechenden Handelsimmobilien. Trotzdem müssen die Kunden bei diesem Objekttyp nicht auf Komfort, Convenience und Service beim Einkauf verzichten.

Inflationsschutz durch indexierte Mietverträge

Mit den großen Ankermietern werden grundsätzlich indexierte Mietverträge abgeschlossen. Diese sehen vor, dass die Miete in regelmäßigen Abständen an die Inflationsrate angepasst wird. Das bedeutet, dass die Miete mit der allgemeinen Preissteigerung steigt, wodurch der reale Wert der Mieteinnahmen für den Vermieter weitestgehend erhalten bleibt. Durch diese Indexierung wird das Risiko einer Wertminderung der Mieteinnahmen durch Inflation minimiert und somit ein wichtiger Schutzmechanismus für Vermieter bzw. Eigentümer von Gewerbeimmobilien etabliert.

Fazit

Großflächige Handelsimmobilien mit einem starken Fokus auf den Lebensmitteleinzelhandel bieten durch ihren defensiven Charakter gute Investmentchancen. Die erfolgreichen Mieter dieser Objekte bilden die Grundlage für stabile und weitgehend wertgesicherte Ausschüttungen. Da die Mietverträge eine Kopplung der Miete an die Preisentwicklung vorsehen, resultiert daraus zudem ein gewisser Inflationsschutz. Zusammenfassend ermöglichen die Investments - unabhängig von gesamt- und immobilienwirtschaftlichen Zyklen - eine besonders nachhaltige Wertentwicklung.

Das Investment Management der Hahn Gruppe

Seit 2008 managt die Hahn Gruppe Immobilienfonds für institutionelle Anleger. Den Anfang machte der gemeinsam mit der LRI Invest S.A. gegründete HAHN FCP-FIS - German Retail Fund. Seitdem hat die Hahn Gruppe sowohl offene als auch geschlossene Spezial-AIF aufgelegt. Das Fondsgeschäft mit institutionellen Anlegern ist mittlerweile auf ein Volumen von über 2 Mrd. Euro angewachsen.

Im Geschäft mit institutionellen Kunden gibt es eine Vielzahl von Möglichkeiten, ein Investment zu strukturieren. Die Hahn Gruppe verfügt über die erforderlichen übergreifenden Kompetenzen, um für ihre Investoren nachhaltig ertragsstarke Investments zu konzipieren und diese mit hauseigenen Experten zu managen.

Die Investmentprodukte sind für ein breites Spektrum von Anlegern ausgelegt, darunter Versicherungen, Pensionskassen, Versorgungswerke, Stiftungen, Family Offices und Banken (Depot A). Unsere Fondsexperten stellen die Risikoklassen, Fondslaufzeiten und Fremdkapitalquoten individuell auf die Investmentziele der jeweiligen Investorengruppe ab.

Exzellenter Track-Record

Die institutionellen Immobilienfonds der Hahn Gruppe haben in der Vergangenheit im nationalen Fonds-Benchmarking in ihrer Assetklasse teilweise deutlich überdurchschnittliche Renditen erzielen können. Über die Laufzeit von rund 15 Jahren weist beispielsweise der 2008 gegründete, erste Fonds der German-Retail-Fund-Reihe, eine durchschnittliche jährliche Rendite (IRR) von über 7 Prozent auf. Auch für die Zukunft sind die Portfolios der institutionellen Immobilienfonds gut aufgestellt, um nachhaltig attraktive Renditen zu erwirtschaften.

Kontakt

DeWert Deutsche Wertinvestment GmbH (KVG der Hahn Gruppe)

Buddestr. 14

D.51429 Bergisch Gladbach

www.hahnag.de



Thomas Mitzel

Geschäftsführer

Telefon: +49 2204 9490-141

E-Mail: tmitzel@de-wert.de



Atilla Kilinc

Produktentwicklung & Vertrieb

Institutionelle Investoren

Telefon: +49 2204 9490-250

E-Mail: akilinc@de-wert.de

Helaba Invest: Mehr Nachhaltigkeit wagen – Lösungsansätze der Helaba Invest

Handeln aus Gewissheit

Gefühlt ist der Klimawandel in Deutschland angesichts des bisherigen kühlen und regnerischen Jahresverlaufs beendet. Die Wirklichkeit ist leider eine andere: Wasserknappheit in Norditalien, Hitzewellen in Spanien und Asien sowie fortgesetzte, weltweite Gletscher-schmelze sind nur einige Beispiele dafür, dass der Klimawandel sich unvermindert fort-setzt. Der Weltklimarat hat diese subjektiven Eindrücke erneut wissenschaftlich untersucht. In dem im Jahr 2015 abgeschlossenen Pariser Klimaabkommen verpflichteten sich die beigetretenen Staaten völkerrechtlich, die Erderwärmung bis zum Ende des Jahrhunderts auf deutlich unter 2 Grad Celsius, möglichst jedoch auf 1,5 Grad Celsius gegenüber dem vorindustriellen Niveau zu begrenzen. Tatsächlich kommt der Weltklimarat aktuell zu dem Schluss, dass die angepeilten 1,5 Grad Celsius bis 2100 bereits in zehn (!) Jahren er-reicht werden könnten. Es wird erwartet, dass die bislang in den einzelnen Ländern eingeführten, offensichtlich unzureichenden Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels zu einer Erwärmung von 3,2 Grad Celsius bis zum Jahr 2100 führen. Da solche, sehr langfristigen Prognosen mit hohen Unsicherheiten behaftet sind, wird die Spanne auf 2,2 Grad Celsius bis 3,5 Grad Celsius veranschlagt.

Betrachtet man die bereits aktuell harten Konsequenzen extremer Wetterereignisse bei dem vergleichsweisen niedrigen Temperaturanstieg, wird deutlich, wie dramatisch sich dies weiterentwickeln dürfte. Neben den bloßen Klimaeffekten ist zudem mit einer enormen Migrationsbewegung zu rechnen, mit mannigfaltigen Risiken für die Zielländer.

Unser nachhaltiges Bestreben

Angesichts der zuvor genannten Erkenntnisse ist Helaba Invest der festen Überzeugung, dass nur eine auf Nachhaltigkeit ausgerichtete Orientierung die Zukunftsfähigkeit sicherstellen kann. Als professioneller Asset Manager wollen wir daher mit Nachhaltigkeitsaspekten berücksichtigenden Fondskonzepten unsere Kunden aktiv dabei unterstützen, ihre eigenen nachhaltigen Ziele zu erreichen. Dies gilt auch für die Erfüllung stetig steigender regulatorischer Anforderungen.

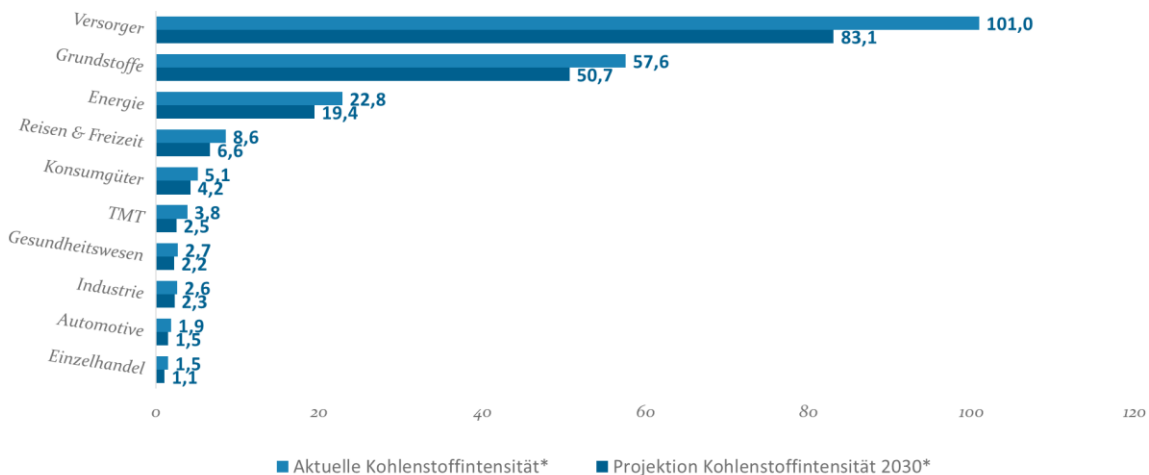
Wenngleich die Dringlichkeit von Nachhaltigkeit höchste Priorität hat, kann für die meisten Investoren nicht außer Acht gelassen werden, dass sie auch Erträge erwirtschaften müssen. Aus diesem Grund arbeiten wir für unsere Kunden daran, Nachhaltigkeit systematisch mit Rendite zu vereinbaren.

Guter Wille, Visionen und die Wirklichkeit

Erfreulicherweise ist auch bei vielen Investoren die Überzeugung stark gestiegen, sich über entsprechende Investments engagieren zu wollen. Dabei gibt es zuhauf Visionen, wie der Klimawandel schnell abgemildert werden soll. Aber wie sehen machbare Möglichkeiten aus? Dazu betrachten wir zunächst die aktuelle Situation. In der nachfolgenden Grafik sind die Sektorgewichte des iBoxx EUR Non-Financials sowie deren aktuelle und künftige Kohlenstoffintensität dargestellt. Wenig überraschend liegen energieintensive Branchen hier vorne:

Kohlenstoffintensität iBoxx EUR Non-Financials gewichtet nach Sektoren

tCO₂(e)/ USD Mio. Umsatz



Quelle: Markit (S&P), MSCI

Wie können Kapitalanleger nun agieren, um sinnvolle Beiträge zur Begrenzung des negativen Erderwärmungstrends zu leisten? Darauf basierend ein vereinfachtes Beispiel:

Angenommen unsere Wirtschaft würde nur aus zwei Unternehmen aus den o.g. Sektoren bestehen: ein Technologieunternehmen, das von Natur aus wenig Treibhausgas ausstößt, und ein Versorger, der aktuell den Großteil des Stroms über fossile Brennstoffe produziert. Dieser ist allerdings gewillt, innerhalb von zwei Dekaden die Stromproduktion komplett auf erneuerbare Energien umzustellen und hat bereits erste Schritte in diese Richtung unternommen. Wie sollten sich Investoren, die ihren künftigen ökologischen Nutzen steigern möchten, in dieser Wirtschaft idealerweise verhalten? Da wir grundsätzlich nur Gutes mit unseren Geldern unterstützen wollen, wäre möglicherweise der erste Gedanke, in das Technologieunternehmen zu investieren, da dieses bereits grün und sauber ist, und hier mit der finanziellen Förderung kein wesentlicher ökologischer Schaden entsteht. Da es sich allerdings um eine Investition handelt, sollten wir den Status quo ein Stück weit außen vor lassen und stärker die zukünftige Wirkung einbeziehen: Würden sich alle Investoren der Wirtschaft zu dem Tech-Investment entschließen, hätten wir ein gut kapitalisiertes Technologieunternehmen. Der künftige ökologische Nutzen wäre allerdings gering, da wir als Gesellschaft weiterhin Strom konsumieren würden, der aus fossilen Brennstoffen erzeugt werden würde. Denn dem Versorger würden die finanziellen Mittel fehlen, um die Stromproduktion auf erneuerbare Quellen umzustellen. Für einen möglichst hohen ökologischen Nutzen in Zukunft sollten wir also den Versorger bei dessen ambitionierten Plänen unterstützen, statt das Technologieunternehmen noch grüner zu machen.

Dieses vereinfachte Beispiel lässt sich auch auf andere Branchen übertragen, in dem „schnelle Erfolge“ durch Verkauf energieintensiver Branchen bzw. Unternehmen aus einem Portfoliobestand erzielt werden könnten. Dabei werden aus unserer Sicht neben den zuvor beschriebenen Aspekten (Finanzierung, künftige Entwicklung) auch aktuelle Notwendigkeiten ungenügend berücksichtigt. So würde beispielsweise die Eliminierung von Zementherstellern aus einem Portfolio einen sehr stark reduzierenden Effekt auf den CO₂-Wert des Portfolios haben. Aber ist dies eine sinnvolle Lösung? Wir meinen nicht, da durch den Finanzierungszug in der extremen Konsequenz auch keine Wohnhäuser, Produktionsstätten oder Infrastrukturprojekte mehr gebaut werden könnten.

Wie wird es besser und was ist zu tun?

Wie kann festgestellt werden, ob sich ein Unternehmen tatsächlich bessert und diesen Pfad mit hoher Wahrscheinlichkeit weiter fortsetzen wird? Um das qualifiziert beurteilen zu können, beschäftigt sich Helaba Invest tiefgreifend mit den Geschäftsmodellen, den Strategien und den Zielen von Firmen. Über

regulatorische Vorgaben wurde erreicht, dass Unternehmen in ihren Nachhaltigkeitsberichten über relevante Klimafragen berichten müssen.

Dazu zählen Daten zum Treibhausgasausstoß, die sich systematisch aufbereiten lassen. Dadurch gelingt es einzuschätzen, in welche Richtung sich ein Unternehmen beim Thema Treibhausgasemissionen bewegt. Wir können Unternehmen ausfindig machen, die grüne Projekte vorantreiben und so die CO₂-Emissionen im Zeitverlauf senken – je höher die Dynamik, desto besser. Für den Blick in die Zukunft ist es wichtig, ob es dezidierte und ambitionierte Klimaziele gibt und ob bereits glaubhaft und nachvollziehbar an der Erreichung dieser Ziele gearbeitet wird. Das Bestreben, 2050 klimaneutral zu sein, sollte sich in der Strategie widerspiegeln.

Darüber hinaus lassen sich die ökologischen Bestrebungen direkt über zweckgebundene Investitionen unterstützen. Dazu eignen sich insbesondere Green Bonds, deren Emissionserlöse ausschließlich in grüne Projekte der Emittenten fließen. Mittlerweile ist es für Emittenten grüner Anleihen üblich, regelmäßig eine Wirkungsanalyse der verwendeten Mittel zur Verfügung zu stellen. So lässt sich schnell erkennen, welchen ökologischen Mehrwert die grüne Finanzierung im Vergleich zur herkömmlichen bewirkt hat.

Auch ist es unsere Aufgabe kontinuierlich Forderungen an unsere Investitionen zu knüpfen, insbesondere über Corporate-Engagement. Über den gemeinsamen Dialog mit Unternehmen adressieren wir ökologische Defizite und Ziele und können z.B. auf die Implementierung technologischer Maßnahmen zur Senkung des CO₂-Ausstoßes hinwirken.

Insgesamt können durch diese Vorgehensweise „schlechte“ und „gute“ Emittenten gefiltert und entsprechend im Portfolio gewichtet werden.

Zwei alternative Lösungen der Helaba Invest für Corporate Bonds

Der HI-Green Bond-Fonds und der HI-Corporates Carbon Solutions-Fonds beachten umfassend nachhaltige Aspekte. So berücksichtigen sie beide die für alle von Helaba Invest selbst gemanagten Fonds geltende HI-ESG Investment-Policy. Darüber hinaus halten beide die im Zielmarktkonzept verankerten Anforderungen ein. Darunter fallen z.B. Ausschlüsse von Emittenten, bei denen sehr schwere Verstöße gegen den UN Global Compact vorliegen. Darüber hinaus sind auch Unternehmen nicht investierbar, die umsatzabhängig in bestimmten Geschäftsbereichen, wie z.B. der Herstellung kontroverser Waffen, Rüstungsgütern, Kohleverstromung oder Tabakproduktion, tätig sind. Den Anlageschwerpunkt stellen bei beiden Fondskonzepten Corporate Bonds aus dem Investmentgrade-Bereich dar. Allerdings unterscheiden sie sich auch deutlich in bestimmten Bereichen.



HI-Green Bond-Fonds

Wie der Name vermuten lässt, investiert dieser institutionelle Publikumsfonds mindestens 75% der Assets in Green Bonds. Emissionserlöse von Green Bonds fließen ausschließlich in grüne Projekte des Emittenten. Erneuerbare Energien machen dabei einen Großteil dieser Projekte aus. Zusätzlich gibt es weitere nützliche Felder, wie die Steigerung der Energieeffizienz, die Forschung an alternativen Energieträgern oder die Unterstützung der Kreislaufwirtschaft, in die über Green Bonds investiert werden kann. Die ökologischen Ziele des Fonds werden somit im Wesentlichen direkt über zweckgebundene Investitionen der Emittenten unterstützt. Neben grünen Unternehmensanleihen investiert der HI-Green Bond-Fonds auch in grüne Finanzanleihen. Da Banken viele „grüne Kundenkredite“ über Green Bond-Emissionen refinanzieren, liegt der Anteil im Benchmarkuniversum bei ca. 35%. Ein weiteres Indexschwergewicht stellen mit ca. 33% Energieversorger dar, da deren Finanzierungsbedarf bei der Transformation von fossilen zu klimaneutralen Energieträgern besonders hoch ausfällt. Im Rahmen der Anlagestrategie investiert der Fonds auch in USD-Anleihen (Indexanteil ca. 30%), die offene FX-Quote ist jedoch auf Fondsebene auf 5% limitiert.

Über sogenannte Green Bonds/Financing Frameworks, in denen die Verwendung der Emissionserlöse der grünen Anleihen geregelt ist, können wir tiefer in die Projekte und deren ökologische Wirkung eintauchen. Beispielsweise nutzt ein großer amerikanischer Industriegasehersteller die Emissionserlöse aus Green Bonds für die CO₂-neutrale Erzeugung von Wasserstoff. Dazu wird bei den ursprünglichen Erzeugungsmethoden (Kohlevergasung und Dampfreformierung), die Kohle respektive Erdgas für die Erzeugung von Wasserstoff nutzen, das freiwerdende CO₂ abgefangen und weiterverarbeitet. So entsteht so-geannter blauer Wasserstoff. Wenn möglich, wird die Herstellung von Wasserstoff auf das Elektrolyseverfahren umgestellt, das, wenn durch erneuerbare Energien angetrieben, überhaupt keine Emissionen verursacht. Dadurch lässt sich sogenannter grüner Wasserstoff gewinnen. Da die herkömmlichen, kohlenstoffintensiven Herstellungsmethoden aktuell noch einen hohen Anteil des Treibhausgasausstoßes des Unternehmens ausmachen, lassen sich durch die Umstellung auf moderne, kohlenstofffreie Methoden enorme Mengen an CO₂ einsparen.



HI-Corporates Carbon Solutions-Fonds

Dieses Fondskonzept ist aus unserer Sicht besonders realitätsnah und zukunftsorientiert. So zielen wir in puncto Nachhaltigkeit weniger auf Ausschlüsse von Unternehmen, die aktuell möglicherweise noch keinen günstigen CO₂-Fußabdruck aufweisen. Vielmehr liegt der Fokus auf Unternehmen, die eine kontinuierliche und glaubhafte Verbesserung ihres CO₂-Fußabdrucks aufweisen. Außerdem investieren wir verstärkt in Unternehmen, die über smarte Technologien zur Bewältigung des Klimawandels verfügen. Beispielsweise investieren wir in einen Zementhersteller, dessen innovatives Produktionsverfahren bis zu 30% der anfallenden CO₂-Emissionen einspart. Durch die Verwendung von Strom aus erneuerbaren Energien wird der Treibhausgasausstoß im Zeitablauf zusätzlich deutlich reduziert. Ein weiteres, sehr anschauliches Beispiel findet sich im Sektor Containerschiff-fahrt. So arbeitet eine europäische Reederei daran, Schiffsmotoren auf alternative Treibstoffe (insbesondere grünes Ammoniak) umzurüsten. Insgesamt plant das Unternehmen

dadurch, bis 2040 CO2-neutral zu werden, auch um zunehmend härtere Anforderungen seiner Großkunden bezüglich CO2-neutraler Lieferketten erfüllen zu können. Auf Portfolioebene des HI-Corporates Carbon Solutions-Fonds streben wir mit dieser Vorgehensweise eine CO2-Reduktion von 8% p.a. an. Das Anlageuniversum ist auf Euro-denominierte Anleihen aus dem Corporates Non-Financials-Bereich begrenzt.

Zwei Lösungen der Helaba Invest mit einem Ziel

Sowohl der HI-Green Bond-Fonds als auch der HI-Corporates Carbon Solutions-Fonds streben mit ihren Investments an, dass die Klimatransition realitätsnah und zukunftsorientiert gelingen wird. So leisten beide Fonds mit ihren besonderen Anlagestrategien einen wertvollen Beitrag dazu, dass die Wende im Klimawandel gelingen kann. Neben dieser gesellschaftlichen Rendite erscheint auch die finanzielle Rendite mit einer aktuellen Effektivverzinsung im Bereich von etwa 4% sehr attraktiv.

Insofern sollte für Investoren tatsächlich eine „doppelte Rendite“ zu erzielen sein!

Helaba Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH, JUNGHOF, Junghofstr. 24, 60311 Frankfurt



Ernst Neff
Produktmanager Fixed Income &
Nachhaltigkeit
Tel.: 069 / 29970 151
Email: ernst.neff@helaba-invest.de



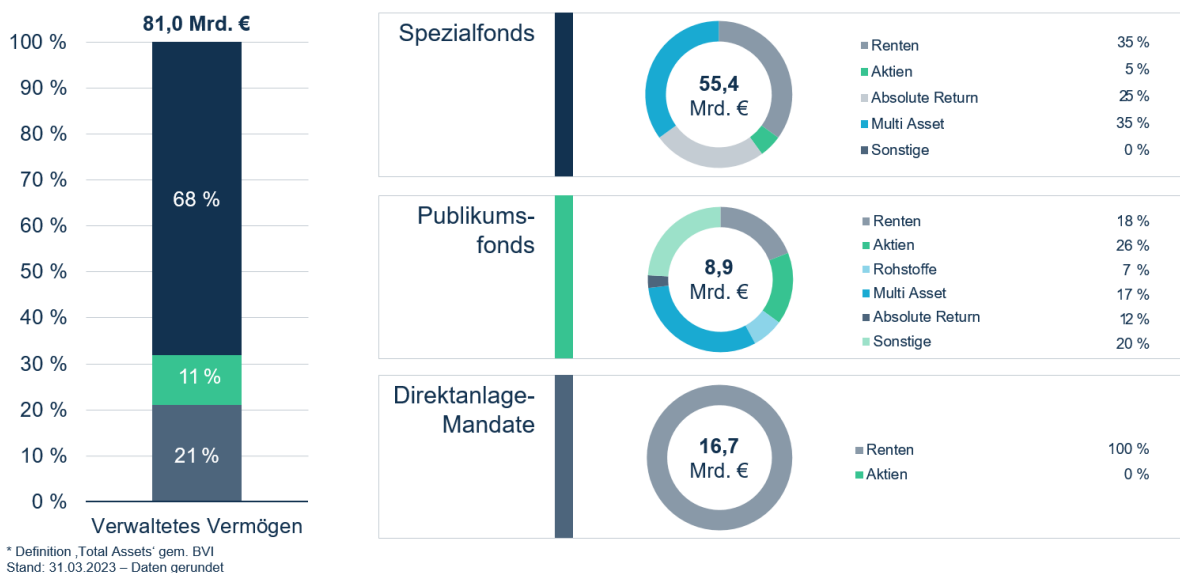
Julian Wortmann
Fondsmanager
Asset Management Credit
Tel.: 069 / 29970 377
Email: julian.wortmann@helaba-invest.de

LBBW Asset Management: Direktanlagemanagement mit der LBBW AM

Unternehmensüberblick

Die LBBW Asset Management (LBBW AM) ist eine 100%ige Tochter der Landesbank Baden-Württemberg (LBBW) und übernimmt im LBBW-Konzern die zentrale Verantwortung für das Asset Management. Mit einem Volumen von rund EUR 80 Mrd. "Total Assets" per 31.03.2023 gehört sie zu den bedeutenden Asset Managern Deutschlands. 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 Kernkompetenzen liegen in den Bereichen europäische Aktien und europäischen Renten. Wesentliche Strategiebausteine sind Multi Asset Ansätze, Wertsicherungskonzepte sowie Nachhaltigkeitslösungen.

Total Assets*



Total Assets per 31.03.2023

Mit unserer langjährigen Erfahrung und Expertise sind wir professioneller Partner bei Spezialfondslösungen für Versorgungseinrichtungen, Versicherungen, Sparkassen und Banken, öffentlich-rechtliche Institutionen, Vermögensverwalter, Stiftungen, und kirchliche Einrichtungen. Mit knapp EUR 17 Mrd. Assets under Management gehört die LBBW AM zu einem der führenden versicherungsunabhängigen Manager von Direktbestandsanlagen. Das Geschäftsfeld wurde bereits 2012 erschlossen und seitdem kontinuierlich ausgebaut.

Outsourcing der Direktanlage

Institutionelle Anleger verfügen üblicherweise über einen Direktanlagebestand sowie über eine Vielzahl von Spezialfonds zur Abdeckung ihrer strategischen Asset Allokation. In den letzten Jahren haben sich auch die regulatorischen Vorgaben für die Direktanlagen weiter erhöht. Von daher stehen viele Versorgungseinrichtungen vor der Frage, ob es für eine effiziente Steuerung der Direktanlagebestände zweckmäßig ist, weitere interne Kapazitäten aufzubauen oder aber über eine gezielte Outsourcing-Lösung nachzudenken.

Für das Outsourcing gibt es mehrere konkrete Beweggründe. Zum einen ermöglicht die Einbindung externer Spezialisten oft einen besseren Kapitalmarktzugang und zum anderen die individuelle Bereitstellung von

Researchdienstleistungen in Bezug auf Bonitätseinschätzungen und -ratings. Durch die Einbindung externer Partner werden interne Managementressourcen geschont, um diese Kapazitäten für andere Themenstellungen, wie z.B. den Aufbau von alternativen Investments zu schaffen.

Die Anforderungen an den Partner können dabei sehr weitreichend sein. Von der Unterstützung bei der Titelselektion und Bonitätsanalyse, über die Abwicklung des Handels bis hin zu umfangreichen, sehr individualisierten Reportinganforderungen, wie sie nur eine leistungsfähige KVG automatisiert erfüllen kann.

Anlagephilosophie und Prozess

Direktbestandsmandate folgen in der Regel einem Buy-and-maintain Ansatz. Es wird also nicht versucht, durch Kauf- und Verkaufsentscheidungen zusätzliche Erträge zu erzielen, sondern auf Grundlage fundierter Analysen Investitionsentscheidungen zu treffen, die die notwendigen Ertragsziele des Investors abbilden und die bis zum Fälligkeitsdatums des Papiers (maintain) Bestand haben sollen und können. Da die Rendite mit der Anlageentscheidung (buy) bis zum Datum der Fälligkeit (maintain) fixiert ist, zielt das Monitoring auf die Einhaltung, sowohl der anlegerspezifischen als auch der regulatorischen Mandatsvorgaben ab. Neben Kriterien wie Länder, Branchen und Größenallokationen wird das Rating zu einer bestimmenden Größe bzw. die Einhaltung von Rating-Vorgaben.

Reporting, Berichtswesen und die Art der Bereitstellung von Daten sind im Bereich Direktbestandsmanagement ebenfalls sehr mandatspezifisch und hängen von den konkreten Anforderungen des Kunden, seiner organisatorischen und technischen Infrastruktur oder der Größe des jeweiligen Mandates ab. Grundsätzlich lässt sich die Art der Zusammenarbeit wie folgt darstellen:

- Verwaltung der Mandatsbestände auf den zentralen bestandsführenden Systemen des Kunden direkt durch den Asset Manager (sofern die technische Möglichkeit besteht).
- Verwaltung der Mandatsbestände auf den zentralen bestandsführenden Systemen des Kunden und Zulieferung kundenspezifischer Bilanzdaten
- Verwaltung der Mandatsbestände auf den zentralen bestandsführenden Systemen des Kunden und Zulieferung eines klassischen Spezialfondsreportings auf Grundlage des Schattenfonds
- Verwaltung der Mandatsbestände in einem echten Spezialfonds, aber mit Buy-and-Maintain Ansatz

Da es sich bei Direktbestandskunden meist um Versicherungen oder Pensionskassen handelt, sollte der Asset Manager mit den anlegerspezifischen Anforderungen und regulatorischen Vorgaben sehr gut vertraut sein und darüber hinaus auch über die systemtechnischen Voraussetzungen verfügen.

Zugang zum Anlageuniversum

Im Rahmen eines Buy-and-maintain Ansatzes ist die Komponente „Buy“ in der Regel verbunden mit dem Ersterwerb der jeweiligen Anleihe. Neben dem Erwerb von klassischen Inhaberpapieren stehen auch Schuldscheindarlehen weiter im Fokus des Anlegerinteresses. Im Bereich Schuldscheindarlehen bedarf dies einer speziellen Expertise und guten Vernetzung im Markt. Mit einer Bank als Muttergesellschaft, die zu den Marktführern in diesem Bereich gehört, können wir dieses Themenfeld sehr intensiv analysieren und unseren Kunden einen entsprechenden Mehrwert liefern.

Umsetzung der strategischen Anlagepolitik

Implementierung der Rahmenvorgaben

Die konkrete Soll-Struktur der Anlagen bestimmt sich durch die Strategische Asset Allokation (SAA) und den ausführlichen Dialog mit dem Kunden. Diese wird in den Anlagerichtlinien hinterlegt. Dabei hat die Umsetzung auch die bilanziellen Auswirkungen auf der Kundenseite zu berücksichtigen.

Auswahlprozess bei der Titelselektion

Der Asset Manager bildet sich mittels hausinterner Researchkapazitäten eine eigene unabhängige Meinung über die Titel des Anlageuniversums. In diese Meinungsfindung können darüber hinaus die Ergebnisse weiterer externer Research- und Ratinganbieter einfließen.

Portfoliokonstruktion unter Einbeziehung von Schuldscheindarlehen (SSD) und Namensschuldverschreibungen (NSV)

Anleger in Schuldscheindarlehen tendieren dazu, ihre Schuldscheine bis zur Fälligkeit zu halten. Der Sekundärmarkt für Corporate-Schuldscheine stellt sich daher im Vergleich zum Markt für klassische Anleihen deutlich illiquider dar.

Unser Ansatz in Bezug auf Schuldscheindarlehen ist nicht darauf ausgerichtet, im Rahmen der Risiko-Rendite-Portfolio-Optimierung das optimale Portfolio aufzubauen. Wir streben auch nicht danach, die effiziente Grenze zwischen Risiko (Volatilität) und Rendite zu finden. Der Hauptgrund dafür liegt in der mangelnden Handelbarkeit in dieser Wertpapiergattung. Denn selbst wenn Daten über das gesamte Universum verfügbar wären, um das theoretisch optimale Portfolio aufzubauen, wäre man nicht in der Lage, die benötigten Papiere zu kaufen. Denn Schuldscheindarlehen sind in der Regel lediglich am Primärmarkt verfügbar.

Das aus unserer Sicht optimale Portfolio muss vielmehr die individuellen Gegebenheiten des Anlegers berücksichtigen. So konzentrieren wir uns in der Portfoliokonstruktion beispielsweise auf die Deckung der Verbindlichkeiten und die Reduzierung des Wiederanlagerisikos. Ebenfalls fließt die Fragestellung mit ein, ob die aktuelle Rendite die Zahlungsverpflichtungen aus den Verbindlichkeiten abdeckt. Der Fokus liegt also in erster Linie auf langfristigen Aspekten der kundenspezifischen Rahmenbedingungen.

In Bezug auf die geringe Handelbarkeit von Schuldscheindarlehen helfen Optimierungstechniken, um ein für den Anleger passendes Liquiditätsprofil zu erhalten. Häufig können Schuldscheindarlehen durch liquide Anleihen desselben Emittenten ersetzt werden, um die Handelbarkeit des Portfolios zu verbessern. Durch die gezielte Kombination von Schuldscheindarlehen und Anleihen kann somit für jeden Kunden das passende Portfolio (im Hinblick auf Laufzeiten, Ratings, Rendite, Liquidität, Sektoren etc.) erstellt werden.

Mandatsspezifische Ausgestaltung der Zusammenarbeit

Der Grad der Zusammenarbeit zwischen dem Anleger und der LBBW AM richtet sich nach den konkreten Wünschen bzw. Zielen des Kunden. Zusätzlich zum reinen Direktbestandsmanagement können die Investoren bei uns aus einem sehr weitreichenden Leistungskatalog weitere Beratungs- und Serviceleistungen in Anspruch nehmen.

Direktbestandsmanagement	Zusätzliche Module
<ul style="list-style-type: none">• Management des Direktbestands als Buy and Maintain Mandat im Rahmen der noch zu definierenden Anlage-richtlinien• Aktive Umschichtungen / Portfoliooptimierung in Absprache mit dem Kunden• Enger Kundenkontakt mit regelmäßigem Austausch auf operativer und strategischer Ebene• Umfangreiches Reporting (Vergleichbar mit Spezialfondsreporting)	<ul style="list-style-type: none">• SAA Beratungsdienstleistung über das LBBW Advisory Team• „Bonitätsanalyse“: „LBBW Ampel“ (Scorecard) des LBBW Research zur internen Verwendung• Holistischer ESG Ansatz durch Implementierung spezifischer Nachhaltigkeitskriterien über LBBW AM Portfoliomanagement hinaus (LBBW Advisory Team)

Reporting und Kundenbetreuung

Im Rahmen des Direktbestandsmanagements werden je nach Kundenwunsch sehr weitreichende Reporting-Dienstleistungen erbracht, die teilweise weit über das Monatsreporting eines Spezialfonds hinausgehen. Leistungen können hierbei unter anderem sein:

Datenbereitstellung für Abschlüsse nach HGB und IFRS:

- Kapitalanlagespiegel mit Reserven/Lasten je Bilanzposition
- Angabe der Einzelbestände je Bilanzposition inklusive Bewertungsreserven sowie Währungsangaben
- Übersicht der Wechselkurse für das Hauptbuch
- Angaben der GuV-Positionen pro Bestand aufgeteilt nach ordentlichem Ergebnis, Zu- und Abschreibungen, Gewinnen und Verlusten aus dem Abgang von Kapitalanlagen nach HGB, IFRS und Steuervorschriften
- Ermittlung des Risikoabschlags nach IFRS 9 getrennt nach Bilanzpositionen in Absprache und nach Vorgabe des Anlegers
- Vollständiger, abgestimmter Buchungsbeleg nach HGB in Excel inklusive der Sachkontennummer des Anlegers zur Übernahme in das Buchhaltungssystem des Anlegers

Die steuerliche Betreuung umfasst folgende Themenfelder:

- Prüfung und Reporting von Steuerzahlungen für Kapitalanlagen (inländische KEST inkl. SolZ, anrechenbare ausländische Quellensteuer, rückforderbare ausländische Quellensteuer, erstattete ausländische Quellensteuer).
- Rechtzeitige Beschaffung und Erstellung von Ansässigkeitsbescheinigungen oder Vollmachten, die eine Doppelbesteuerung (beispielsweise gleichzeitige Erhebung von KEST und Quellensteuer) vermeiden.
- Aufgliederung der verbuchten Quellensteuern nach den jeweiligen Quellenstaaten.

Schattenfonds

Die Verwaltung des Mandats mittels eines Schattenfonds ermöglicht die Bereitstellung der gleichen Informationen, wie Anleger sie auch von klassischen Spezialfonds kennen.

Fazit

Die Nachfrage nach Outsourcingpartnern für die Direktanlage nimmt weiter zu. Versorgungswerke und Versicherungen benötigen weitere Ressourcen für die Optimierung ihrer gesamten Kapitalanlage. Die LBBW AM bietet als versicherungsunabhängiger Asset Manager seit über 10 Jahren spezifische Expertise auf diesem Gebiet an und verfügt neben dem notwendigen Kapitalmarktzugang auch über die Voraussetzungen, passgenaue Servicedienstleistungen im Rahmen eines Outsourcingmodells anzubieten.

Kontakt:

LBBW Asset Management

Investmentgesellschaft mbH

Pariser Platz 1 – Haus 5

70173 Stuttgart

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

Website: www.lbbw-am.de

Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft:



Christophe Frisch, Generalbevollmächtigter

Leiter Vertrieb

Tel.: +49 (0)711 22910-3214

Fax: +49 (0)711 22910-9214

E-Mail: christophe.frisch@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



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

Reale Vermögenswerte als *effektive* Lösung

Wälder und landwirtschaftlich genutzte Flächen wirken als natürliche Kohlenstoffsенке – eine der Möglichkeiten, wie die Natur zur Reduzierung der CO₂-Bilanz in einem Portfolio beitragen kann.

Erfahren Sie, wie Anleger mit unserer Unterstützung diese Chancen wahrnehmen können.

 manulifeim.com/institutional

Nur für professionelle und/oder qualifizierte Anleger. Im Vereinigten Königreich: Herausgegeben und genehmigt von Manulife Investment Management (Europe) Limited. Eingetragen in England unter der Nr. 02831891. Sitz: One London Wall, London EC2Y 5EA. Zugelassen und reguliert von der Financial Conduct Authority. Im EWR: Herausgegeben und genehmigt von Manulife Investment Management (Ireland) Limited. Sitz: Second Floor, 5 Earlsclott Terrace, Dublin 2, D02 CK83, Irland.

Manulife Investment Management: Carbon credit use is reshaping timberland investments

Carbon markets are entering a period of accelerated evolution that now requires the incorporation of carbon values.

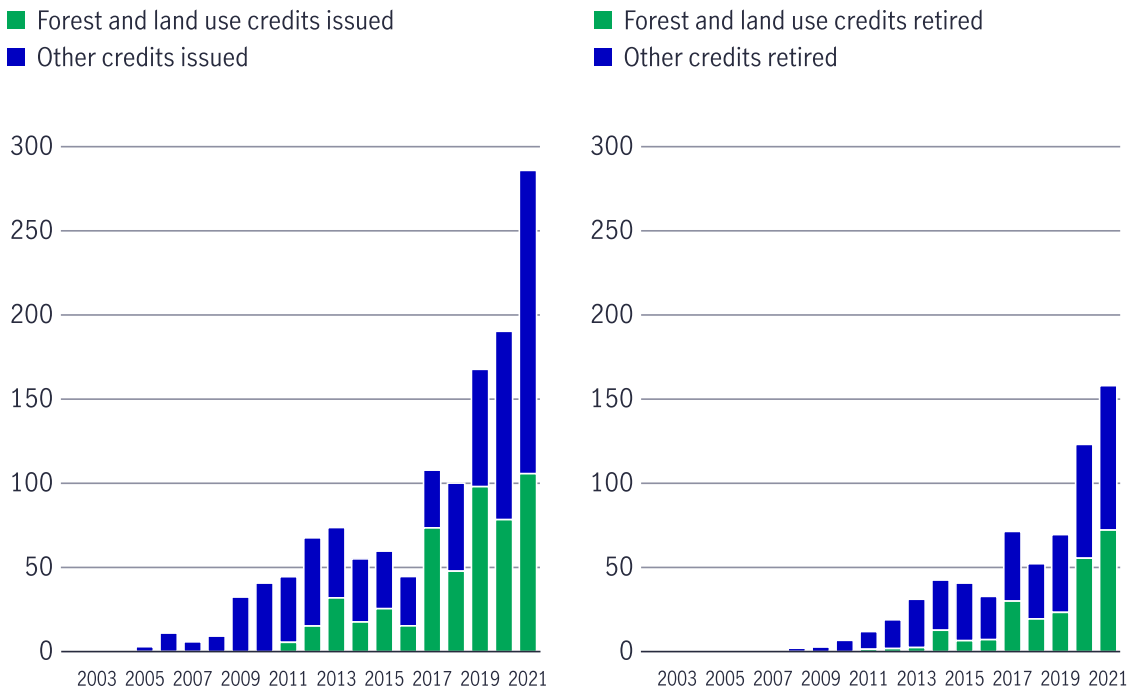
The volume of carbon credit trading has grown dramatically over the past few years. As demand surges, prices have risen, and the carbon marketplace has become more transparent—and functional. The rapid development of carbon credit markets and increasing commitments by governments and corporations to create explicit goals for greenhouse gas (GHG) emissions reduction have underlined their necessary role in global decarbonisation, supporting the anticipated upward appreciation in the price of carbon in coming decades. The development of increasingly clear and consistent standards-setting requirements for carbon credit projects together with more robust certification and verification of project results provide a foundation for investor confidence and continued growth for carbon markets.

Dramatic growth in carbon credit demand is increasing competition in timberland transactions

Forestry projects represent a major component in the present and future supply of tradeable carbon credits. The ability of forests to cost-efficiently capture and store large volumes of CO₂ for the long term is increasingly recognized by timberland investors and managers who are already starting to incorporate potential carbon values into their valuation and investment strategies. Timberland’s ability to support net zero goals alongside generating financial returns is becoming an observable factor in increasing competition in timberland transactions. To effectively invest and operate in coming decades, timberland owners will need to prioritize staying informed, engaged, and responsive to highly dynamic carbon markets.

Accelerating growth seen in traded voluntary carbon credits

Number of voluntary carbon credits issued and retired (millions)



Source: [Berkeley Voluntary Registry Offsets Database, Version 5, April 2022.](#)

Between 2016 and 2021, growth in voluntary carbon credit issuance accelerated, increasing by over 300%. In 2021, [285 million carbon credits were issued](#), and the first quarter of 2022 alone saw the additional issuance of 79 million carbon credits. Annual demand (retirements) of carbon credits—a measure of a purchaser’s one-time use of a carbon credit to compensate for, or neutralize, emissions—has also increased rapidly, experiencing breakneck growth since 2016. In 2021, 158 million carbon credits were retired, [up 28%](#), from 123 million in 2020. Future demand for carbon credits is forecast to grow exponentially between now and mid-century to meet corporate net zero target dates [according to a study](#) by research company BloombergNEF, with corporations driving this [steep demand growth](#).

Renewable energy and forestry projects dominate the current supply of tradeable carbon credits

A measure of the global voluntary carbon credit supply is the 5,000+ carbon projects registered with the four main programs (American Carbon Registry, Climate Action Reserve, Verra, and Gold Standard), with renewable energy and forestry projects representing over half of the total projects registered to date. As of Q1 2022, over 625 individual voluntary forestry and land use carbon projects have been registered, representing a combined 556 million carbon credits, or 40% of total issued credits.¹

[Three-quarters](#) of these forestry and land use carbon credits are developed from projects classified as reducing emissions from deforestation and forest degradation (REDD+), falling into the avoided emissions category, and are located in developing countries. Given the questionable past performance of several REDD+ projects, these may [face higher scrutiny](#) in the future. Of the [remaining 25%](#) of registered forestry and land use carbon credit projects, 16% are classified as improved forest management projects, with the remaining share of projects classified as afforestation/reforestation (8%), wetland restoration (0.2%), and grassland management (1%).

Improving confidence in the quality of both carbon credits and governance

The voluntary carbon market is seeing greater investor acceptance as more specific and accessible price information becomes available. The expansion of market services specific to carbon credits is providing a foundational framework for making carbon credits comparable to other traded commodities.

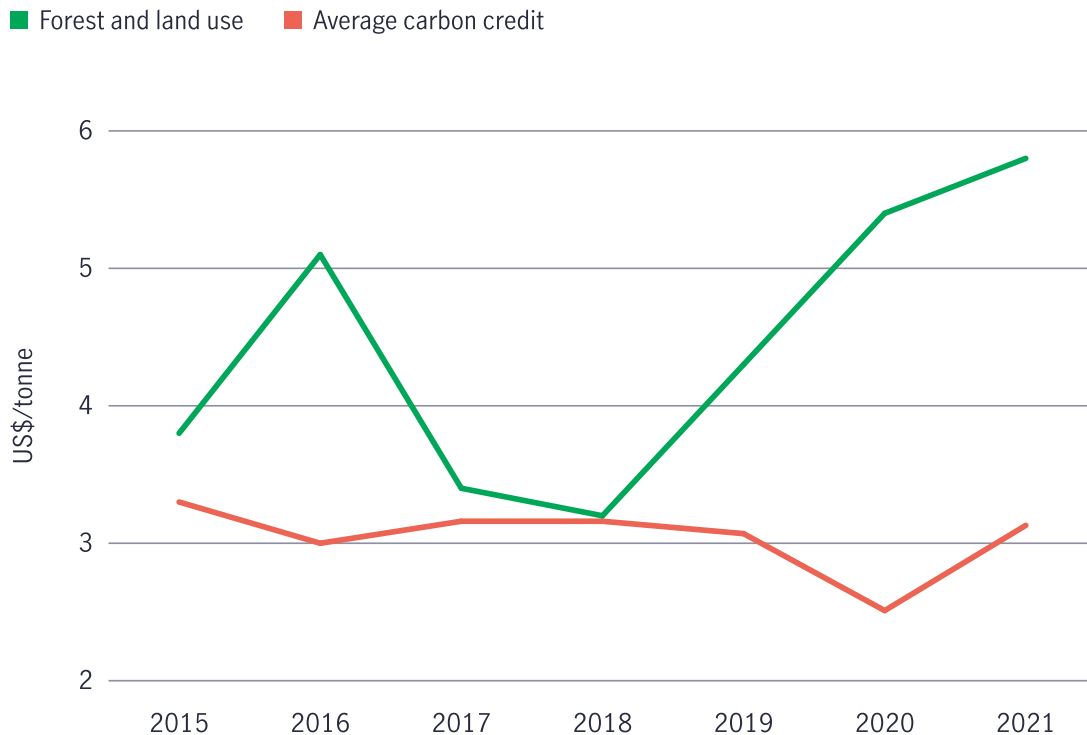
This improved market infrastructure has been accompanied by an increase in disclosure and reporting standards, third-party carbon credit certification, and carbon project rating services. While the improved transparency, consistency, and verification of carbon credit trading are supporting the growth of future demand, policy and technological developments are also signalling significant changes to the future supply of carbon credits: Distinctions are being drawn between credits that represent the removal of GHGs from the atmosphere versus credits that represent emissions avoidance. Carbon policy is moving in the direction of explicitly favouring projects that generate removal credits, such as those from forest carbon sequestration or direct air capture, and placing higher hurdles on certifying avoidance projects, such as avoided deforestation (REDD+) and the use of renewable energy projects that potentially displace fossil-fueled power plants.

The costs of solar and wind power have dropped precipitously over the past decade and are now [competitive](#) with fossil fuel power in most developed economies, diminishing the rationale for their use in generating carbon credits. In the future, the use of renewable energy projects for the issuance of carbon credits will likely be limited to emerging economies, particularly in Africa, where carbon finance can support project feasibility. Since REDD+ and renewable energy have been large components of the overall supply of carbon credits, new restrictions on these types of projects will likely shift demand to high-quality forest projects and other new classes of carbon credit projects. Markets are becoming more cognizant of the differences in quality arising from various project types and are assigning price premiums to higher-rated projects such as forest carbon sequestration.

¹ [Berkeley Voluntary Registry Offsets Database, Version 5, April 2022](#); Manulife Investment Management research, as of August 2022.

Carbon credit prices recognize forestry projects as a premium removal

Forestry and land use voluntary carbon price vs. all other project types



Source: "State of the Voluntary Carbon Markets 2021, Installment 1," Forest Trends, September 15, 2021; Manulife Investment Management research, as of August 2022.

Carbon moves from incidental to core consideration within timberland investment

Whether or not a particular timberland property is better suited primarily for commercial timber production or for carbon sequestration depends on an investor's goals and priorities, and the decision will also be heavily influenced by assumptions around the development of carbon policy and the future trajectory of carbon and timber values.

Timberland investors and managers have started to incorporate potential carbon values into their valuations and investment strategies: The inclusion of carbon values in the investment calculus of properties in certain regions with lower traditional stumpage values is suspected to have contributed to strikingly robust transaction prices in some recent timberland sales. For example, a large timberland property in the U.S. lake states, with no differentiating attributes from other properties in the region, traded for an implied purchase price of US\$1,017 per acre² in 2021, compared with the regional five-year average price of US\$636 per acre, a value that until now has varied little over the past five years.³ Manulife Investment Management's 2021 purchase of 90,000 acres of Maine timberland included the [commitment](#) to build carbon inventory to progress the company's climate action plan. And IKEA has secured 1.3 million acres in the U.S. South over the past four years with the [stated intent](#) of using the properties to meet corporate carbon net zero goals.

² "Timberland Markets Report," Fastmarkets RISI, April 7, 2022.

³ NCREIF Timberland Index, as of Q4 2021.

With prices for carbon credits expected to rise, the economic rationale for carbon-focused investment in timberland will improve, enabling investors with carbon-oriented objectives to be increasingly competitive with those focused on commercial timber production. Currently, carbon-focused U.S. timberland investors are more competitive in regions with significant timber resources but less concentrated commercial demand, and as the relative price of carbon credits converges with the values generated by a particular region's timber production, stumpage prices in that region could be pushed higher to motivate landowners to continue to produce timber for in-place forest product facilities. Lumber, wood panels, and other forest product mills may also need to adapt to changes in timber supply due to a shift to more carbon-oriented timberland management regimes, as well as to changes in demand tied to a shift away from concrete and steel construction to wood-based building systems with a much lower carbon profile.

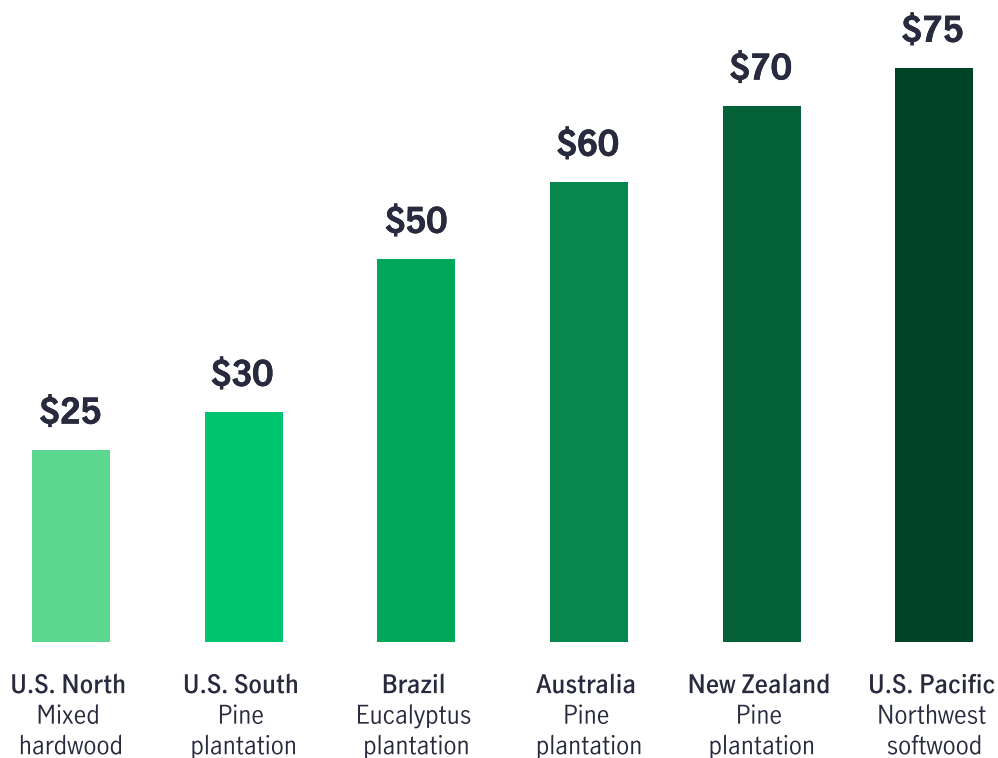
With the growing commitment to carbon-focused management by different types of private timberland owners, regional timber availability may become more constrained and could result in forest product companies adapting raw material sourcing strategies to increase security of supply. Mills could increase acquisitions and direct management of nearby, or logistically feasible, timberlands and more actively engage with large, neighbouring timberland owners in formal, long-term supply agreements.

Timberland owners are likely to demand higher carbon prices to compensate for delayed harvesting

In core timberland supply regions such as the U.S. South or Pacific Northwest, our research estimates that carbon credit prices for forest carbon removal projects would need to rise from recent average levels of US\$7 per tonne to motivate timberland owners to accept a long-term delay in harvesting in favour of accumulating carbon stocks on their properties. If the price of forest carbon credits were to reach an average of US\$30 per tonne, potential carbon returns would approach parity with current expected returns for traditional timber production management on a U.S. southern pine plantation.

Carbon prices necessary to shift from traditional timberland investment management vary

Price of carbon (US\$/tonne)



Source: Manulife Investment Management research, July 2022. Break-even prices represent the level of carbon price at which carbon projects yield returns equivalent to timber production-focused management.

Many aspects of the forest carbon market are still actively in development, but timberland owners will need to build out their resources to stay current, engaged, and capable of responding to markets and policy developments if they're to successfully incorporate carbon values into their investment strategy and on-the-ground management plans. Areas adding risk and requiring a keen focus include evolving quality and integrity standards, and governance to meet carbon additionality requirements.

Timberland markets are already adapting to new patterns of investing and managing timberland to account for carbon values. And incorporating carbon values into the timberland investment process and property management plans provides greater optionality for reaching a range of financial and environmental goals. Meanwhile, the rapid growth of new wood-based building systems for multistorey buildings is creating a significant extension to the long-term storage capacity of CO2 captured by forests in the built environment. Depending on how this new layer of carbon sequestration is incorporated into global net zero accounting, the dividing line between the management of timberlands for carbon sequestration, as opposed to timber production, may become more blurred. This further supports timberland owners retaining optionality in their longer-term management planning, and the explicit inclusion of carbon values into all aspects of the timberland investment process builds on well-established sustainable management practices that are the bedrock of the timberland asset class.

Contact:

Nicole Kudlek, Managing Director, Head of Sales and Relationship Management Germany

Head of German Branch, Manulife Investment Management

E nicole_kudlek@manulifeam.com

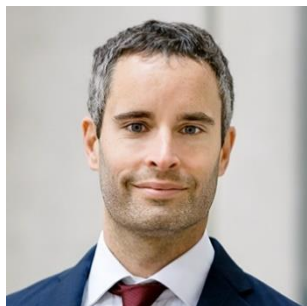
M +49 173 280 30 45

T +49 69 5095 5676



Thomas G. Sarno

Global Head of Timberland Investments
Manulife Investment Management



Eric Cooperström

Managing Director, Impact Investing and Natural Climate Solutions, Timberland and Agriculture
Manulife Investment Management



Mary Ellen Aronow

Director of Forest Economics, Timberland
Manulife Investment Management

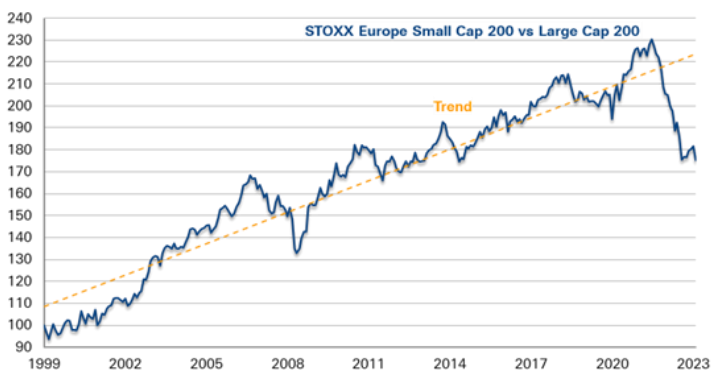
In the UK: Issued and approved by Manulife Investment Management (Europe) Limited. Registered in England No.02831891. Registered Office: One London Wall, London EC2Y 5EA. Authorised and regulated by the Financial Conduct Authority. In the EEA: Issued and approved by Manulife Investment Management (Ireland) Limited. Registered office located Second Floor, 5 Earlsfort Terrace, Dublin 2, D02 CK83, Ireland.

Metzler Asset Management GmbH: Europäische Nebenwerte: Renaissance der strukturellen Gewinner

Das Jahr 2022 entwickelte sich zu einer großen Herausforderung für europäische Nebenwerte. Per Ende Dezember stand bei Small Caps ein Minus von rund 24 Prozent auf dem Kurszettel¹. Dagegen verloren Large Caps² nur etwa 7,9 Prozent. Inflation, Rezession und steigende Zinsen ließen Investoren risikoaverser werden. Entsprechend mieden sie Small Caps aufgrund ihrer geringeren Liquidität. Künftig dürften Nebenwerte weiterhin mit ihrem höheren Wachstums- und Margenprofil, ihrer größeren Innovationskraft und ihrer stärkeren unternehmerischen Dynamik punkten. Das dramatisch schlechtere Abschneiden in 2022 eröffnet Einstiegschancen für Langfristanleger.

Extreme Underperformance von Small Caps gegenüber Large Caps

In einem gewissen Sinne war eine Underperformance von europäischen Small- und Mid Caps im Jahr 2022 zu erwarten gewesen. So entwickeln sich europäische Nebenwerte aufgrund ihrer geringeren Liquidität insbesondere am Anfang von rezessiven Phasen meist schlechter als Large Caps.



Im Jahresverlauf 2022 erreichte das Performancedifferential zwischen europäischen Small Caps und Large Caps bis zum Ende des dritten Quartals ein Niveau von knapp -20% zu Lasten der Nebenwerte und damit ein Ausmaß, das es in dieser Form in der Historie noch nicht gegeben hatte. Nach einer kleinen Zwischenerholung bis Ende Februar 2023 blieben die Nebenwerte im März 2023 dann wieder deutlich hinter den Standardwerten zurück.

Quellen: Bloomberg, Metzler; Stand 31.03.2023.

Die Zwischenerholung war bedingt durch überraschend gute Konjunkturdaten in Europa zu Beginn des Jahres, da Small Caps in Aufschwungsphasen dazu tendieren, sich überproportional zu entwickeln. Allerdings trübte die Bankenkrise in den USA und Europa die Perspektiven für Nebenwerte wieder ein, da nun mit einer Konjunkturschwäche als Folge einer sinkenden Kreditvergabe gerechnet wird. Die starken Zinserhöhungen seitens der Europäischen Zentralbank aufgrund der anhaltend hohen Inflationsraten dürften darüber hinaus auch noch zur Abschwächung der Konjunktur beitragen. Aktuell erwartet der Markt, dass die Notenbank ein bis zwei weitere Zinsschritte von jeweils 25 Basispunkten vornehmen wird, was mit einer gewissen zeitlichen Verzögerung entsprechende Bremsspuren beim Wachstum in der Eurozone zur Folge haben dürfte.

In diesem Kontext ist die jüngste Underperformance von Small Caps erklärbar, die sich in einem Umfeld geprägt von einer konjunkturellen Abschwächung schwerer tun. Insofern könnten die kommenden ein bis zwei Quartale für europäische Nebenwerte auf relativer Ebene schwierig bleiben. Allerdings antizipieren die Aktienmärkte typischerweise das Ende einer konjunkturellen Schwäche bereits einige Monate im Voraus. Entsprechend gut stehen dann die Chancen für eine merkliche Erholung und Outperformance europäischer Small und Mid Caps. Daten aus den USA bestätigen dieses Bild und zeigen, dass Rezessionen Chancen bieten, günstig in Nebenwerte zu investieren. Laut einer Analyse der Bank of America, in der alle Rezessionsphasen in den USA seit 1936 untersucht wurden, erzielten Small und Mid Caps sogar schon während einer Rezession eine bessere Wertentwicklung als Large Caps.

¹ STOXX EUROPE SMALL 200 in Euro

² STOXX EUROPE LARGE 200 in Euro

Attraktive Bewertungen und möglicherweise überschätztes Risiko für Nebenwerte

Als Folge der Marktentwicklung ist die Bewertung von europäischen Small und Mid Caps wieder attraktiver geworden: Sie handeln nun mit einem deutlichen Abschlag gegenüber dem Durchschnitt ihrer eigenen Historie und auch gegenüber dem Durchschnitt der relativen Bewertung zu Large Caps – sowohl auf Basis des Kurs-Gewinn-Verhältnisses als auch auf Basis des Kurs-Buchwert-Verhältnisses.

Europäische Small Caps mit attraktiver Bewertung



Im Nebenwerte-Universum lassen sich oftmals innovative Marktführer finden, die eine starke Preissetzungsmacht haben – ein Pluspunkt von sehr hoher Bedeutung in Zeiten hoher Inflation. Hinzu kommt: Nebenwerte unterliegen seltener als Large Caps staatlichen Regulierungen und können daher flexibler in schwierigen Zeiten agieren.

Quellen: Bank of America, Metzler; Stand 31.03.2023

Strukturelle Gründe für die Outperformance von Nebenwerten weiterhin von Bestand

Was generell für eine Investition in Nebenwerte über den Zyklus spricht, ist die sehr große Auswahl an interessanten Titeln – über 90 Prozent der europäischen Unternehmen zählen zur Kategorie der Nebenwerte. Viele sind Weltmarktführer in ihren jeweiligen Nischen mit überdurchschnittlichem Wachstum. Sie werden, da sie am breiten Markt nicht sonderlich bekannt sind, auch als „Hidden Champions“ bezeichnet. Oft halten Management und Gründer selbst große Anteile an diesen Unternehmen – Geschäftsstrategien sind daher meist langfristig ausgerichtet, und die Unternehmensführung hat strategische Prioritäten fest im Blick.

Nebenwerte glänzen zudem durch ihre hohe Innovationskraft, die es ihnen ermöglicht, Veränderungen in einer dynamischen Welt schnell umzusetzen. Die Klima- und Energiekrise in Europa beispielsweise erfordert rasches Handeln und eine schnelle Abkehr von fossilen Energieträgern. Nebenwerte tragen mit ihren Innovationen entscheidend dazu bei, die Herausforderungen der Energiewende zu meistern und die europäische Wirtschaft zukunftssicher aufzustellen. Zudem entwickeln sich diese neuen Technologien oftmals zu echten Exportschlagern, was eine internationale Expansion der Unternehmen ermöglicht. All diese Punkte untermauern die attraktive und klar überlegene Gewinnwachstumsdynamik der Small- und Mid Caps im Vergleich zu Large Caps.

Bei Nebenwerten bestehen darüber hinaus häufig signifikante Informationsineffizienzen, da diese Unternehmen nur bei wenigen Aktienanalysten auf der Coverage-Liste stehen. Das eröffnet dem fundamental und langfristig orientierten Anleger die Chance, frühzeitig die Gewinner von morgen zu identifizieren und diese in ihrer Entwicklung zu begleiten.

Stock-Picking weiterhin entscheidend

Das Marktumfeld hat sich in 2022 signifikant geändert und ist nun geprägt von strukturell höherer Inflation bei vorerst weiter steigenden Zinsen. Hinzu kommen große strukturelle Herausforderungen; beispielsweise verschieben sich Wertschöpfungsketten weltweit, und die Energiewende nimmt immer stärker an Fahrt auf. Diese Gemengelage unterstreicht einmal mehr die Bedeutung des Stock-Picking.

Grundsätzlich dürfte das jetzige Umfeld Qualitätsfirmen mit gutem Management begünstigen. An Bedeutung zunehmen wird aber der Blick auf die Bewertung der Unternehmen. In den vergangenen Jahren des günstigen Kapitals ließ sich fast jeder Preis rechtfertigen, solange die Gewinne weiter gesteigert werden konnten.

Gleichzeitig war Wachstum auch einfacher zu erwirtschaften, da selbst für niedrig rentierende Projekte eine Finanzierung zu bekommen war. Dies wird sich künftig spürbar ändern: Die richtige Balance zwischen Wachstum und Bewertung zu finden, wird aus unserer Sicht von entscheidender Bedeutung sein.

Investmentthemen im Fokus

Qualitätstitel dürften künftig ihre Stärken ausspielen: Mit ihrem stärkeren Fokus auf langfristigen Geschäftsbeziehungen, Technologieführerschaft, gesunden Bilanzen und krisensicherem Management sind diese Firmen in der Lage, in Krisenzeiten ihre Position zu stärken und ihre Marktführerschaft auszubauen. Wichtig für Investoren ist dabei, die Bewertungsrelationen genau im Blick zu behalten und ins Verhältnis zur Wachstumsdynamik zu setzen.

Insbesondere im Segment der Nebenwerte gibt es eine Reihe von Unternehmen mit einer führenden Stellung in ihrer jeweiligen Branche, die aus konjunkturzyklischen und Liquiditätsgründen mit einem deutlichen Bewertungsabschlag handeln. Dies bietet für langfristig orientierte Anleger attraktive Investitionsmöglichkeiten in Unternehmen, die in Bezug auf ihre Technologie, ihr Produktportfolio und ihre Unternehmensführung absolute Marktführer sind.

Fazit

Auch künftig dürfte es für Small und Mid Caps spannend bleiben. Zwar bleibt exaktes Timing nach wie vor sehr schwierig, jedoch sind die aktuellen Kurse im historischen Vergleich attraktiv, und es lassen sich in Nischen echte Perlen finden. Stock-Picking gewinnt wieder an Bedeutung, und eine gezielte Einzeltitelauswahl dürfte sich in diesem Umfeld auszahlen.

Kontakt

Philip Schätzle Geschäftsführer / Managing Director +49 69 2104-1533 PSchaetzle@metzler.com	Tobias Mansky Institutional Sales Manager +49 69 2104-1691 Tobias.Mansky@metzler.com
--	--

Rechtlicher Hinweis | Stand: Mai 2023.

Diese Information richtet sich an professionelle Kunden und geeignete Gegenparteien, nicht an Privatanleger. Die Metzler Asset Management GmbH übernimmt keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Informationen. Weitere Informationen entnehmen Sie unseren rechtlichen Hinweisen [metzler.com/disclaimer-mam](https://www.metzler.com/disclaimer-mam).

Die Nachhaltigkeitsberichte und weitere Informationen zur CSR-Strategie der Metzler Gruppe sind einsehbar unter www.metzler.com/konzern-nachhaltigkeit, Informationen zu Nachhaltigkeit bei Metzler Asset Management unter www.metzler.com/esg

Nikko Asset Management: Towards a Greener Future: Building Credibility and Demand for Sustainability-Linked Bonds



By Holger Mertens, Head Portfolio Manager – Global Credit

May 2023

The green bond market has witnessed significant evolution and diversification. In 2008 the World Bank issued the first labelled Green Bond, pioneering a new approach to financing projects with environmental benefits, such as renewable energy or energy efficiency initiatives. In 2010, at Nikko AM, we formed a partnership with the World Bank to launch our first Green Bond Fund, which focused exclusively on investing in World Bank Green Bonds.

The market has continued to evolve with new types of bonds emerging to address broader social, environmental and sustainability issues. Social Bonds have been introduced to finance projects aiming for a positive social impact, such as affordable housing, education, or healthcare. ICMA has also provided guidance on climate transition finance, focused on instruments for companies looking to evolve from “brown” to “greener”. We have also seen the development of Sustainability Bonds which encompasses both Green and Social Bonds. However, it was the Sustainability-Linked Bonds (SLBs) that are linked to the issuer’s broader sustainability performance and were a departure from their more popular “Use of Proceeds” siblings that have garnered most market attention (and scrutiny).

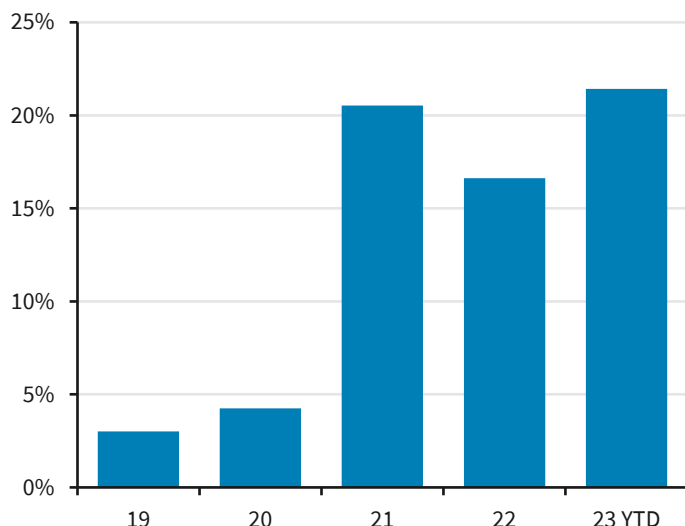
For sustainable fixed income investors, the widely accepted minimum standard to invest in a bond have been set by the International Capital Market Association (ICMA) principles. These principles define the criteria for Green Bonds, Social Bonds, Sustainability Bonds, Sustainable-Linked Bonds and Climate Transition Finance, serving as guidelines for issuers to determine the purpose and structure of an ESG bond issuance. However, for most investors, compliance with the ICMA principles, which ideally should be verified by an independent consultant, present just the starting point for when a bond is getting considered for the investment portfolio. Further research is always required, including a credit quality assessment and an in-depth scrutinizing of a corporation’s sustainability strategy.

Sustainable-Linked Bonds: Innovatively Designed Yet Vulnerable to Gaming

The bond type within the group of ICMA principal bonds that has garnered the most investor debate in recent months is the SLB. The concept behind SLBs is compelling, as issuers define sustainable targets for their business and agree to accept a coupon step-up as a penalty if the targets are not met. SLBs have made up approximately 20% of ‘ESG’ bond issuance volume since 2021 (see Figure 1). They differ from Green, Social,

and Sustainability Bonds in that the proceeds are not earmarked for specific sustainable projects but rather for general corporate purposes, opening up the market for hard-to-abate sectors and other companies that would otherwise find issuing green or social bonds difficult. The pre-defined sustainable targets are implemented to ensure that companies are actively working toward a more sustainable future.

Figure 1: SLB issuance as a percentage of total ESG bond issuance



Source: Bloomberg, Dealogic, Barclays Research, Nikko AM (May 2023) Note: excludes local currency debt

The concept of accepting penalties when sustainable targets are not met is a recent innovation. However, SLBs have come under scrutiny as investors found that quite often the sustainable targets defined by the issuers were easy to beat and therefore easy to game. Commerzbank¹ pointed out in a recent research paper that SLBs issuers tend to have higher greenhouse gas (GHG) emissions (Scope 1 and 2) compared to the average GHG emissions of Stoxx 600 members. Furthermore, the reduction targets of SLB issuers were less aggressive than the Stoxx 600 average. Other problems with SLBs are the timing of the test dates for their sustainable targets and the lack of an independent target verification mechanism. Often, the test date occurs closer to the maturity date, leaving only one or two years to collect the coupon step-ups. Some issuers even have the optionality to call the bonds after the penalty is triggered, further shortening the collection period. As an example, Enbridge, the US midstream energy company, launched an SLB in March with a maturity date of March 2033, but the first test is only scheduled for September 2031, with an option for a 3-month par call thereafter. Another critical consideration are the low penalty payments. Commerzbank calculated in their research that the average maximum annualised penalty is just below 15 basis points (bps).

Easy-to-beat goals, low penalties, and no independent verification mechanism have led to a slowing of the acceptance of SLBs in the market. Investors to date have been reluctant to include them in their EU SFDR Article 9 funds given the market interpretation around Use of Proceeds and Do No Significant Harm (DNSH). This reluctance is also reflected in bond pricing, while Green Bonds trade at a premium to Brown Bonds, SLBs do not and they are even sometimes cheaper than Brown Bonds.

¹ SLBs at the crossroads, Stephan Kippe, CFA, Commerzbank

Any reference to a particular security is purely for illustrative purpose only and does not constitute a recommendation to buy, sell or hold any security. Nor should it be relied upon as financial advice in any way.

Building a Stronger Foundation: Structural Improvements for SLBs to Drive Demand

SLBs require further structural improvements to become an attractive sustainable investment class within the ESG universe. The Climate Bonds Initiative (CBI), a non-profit organisation, summarised in a recent publication on their website what it takes for SLBs to increase in credibility and to see higher demand from sustainable investors. Firstly, an SLB with an environmental angle is only as powerful as the entity's underlying transition plan and the ambition of associated performance targets. Secondly, SLB targets should include all material scopes of greenhouse gas (GHG) emissions (scope 1-3). Thirdly, it's advisable to avoid GHG economic intensity targets and select absolute GHG emissions targets or intensity targets with a unit of production as the denominator. Lastly, it's important to avoid weak features in the bond structure, for example a call before the first KPI test or step ups only kicking in at the maturity date.

The most recent issuance from TDC, the Danish telecom operator, offered an SLB structure that has the potential for wider acceptance as it aligns closely with the CBI recommendations. Firstly, TDC has implemented an ambitious climate strategy aiming to reach net-zero across its entire value chain (Scope 1, 2 and 3) by 2030. These targets received external independent validation from SBTi (Science Based Targets initiative) and Sustainalytics, which provided the Second-Party Opinion, classified the targets as "Highly Ambitious" – its highest rating. The reduction goals outlined in the bond indenture appear ambitious and in line with disclosed the 2030 net-zero pathway, with TDC aiming for a reduction of its Scope 1 and 2 Greenhouse Gas emission (GHG) by 80% and Scope 3 by 35% by 2027. If the company fails to reach these targets, the bonds will remain outstanding for another 3 years and allow investors the opportunity to harvest the step-up. The only criticism to note is the step-up amount of only 12.5bps, which could have been higher. Nevertheless, this structure demonstrates more meaningful progress compared to other deals witnessed in recent months.

There is still a lot of work ahead for investors to engage with issuers to better incorporate the CBI and ICMA recommendations to increase the appeal of SLBs for sustainable investors. Barclays highlighted in a recent publication that not all SLB issuers have fully embraced the ICMA SLB standards. Nonetheless it's a worthwhile effort to develop alternative bond structures to the "use of proceeds" category. The appeal of SLBs is clearly the fact that they require the issuer as a whole to move toward a more sustainable future and the willingness to accept penalty payments if targets are not met. However, the defining of those targets needs more work before SLBs will make their way more fully into sustainable investment portfolios.

Finally, it is important to emphasize that SLBs are not only important for corporate credit issuers, but even more so for sovereign issuers. A single sustainable investment project most often is not critical to an entire country. What is more relevant, is how the country as a whole treats its natural resources and the wider environment. Last year Uruguay and Chile issued SLBs targeting nationally determined emission cuts – an exciting development that showcases the potential for SLBs.

Any reference to a particular security is purely for illustrative purpose only and does not constitute a recommendation to buy, sell or hold any security. Nor should it be relied upon as financial advice in any way.

Kontakt:

Deutschland — Nikko Asset Management Luxembourg S.A. (Deutsche Filiale)

Tower 185, Friedrich-Ebert-Anlage 35-37

D-60327 Frankfurt am Main

Michael Steiner

Director Business Development

Telefon: +49 (0) 69 505047 301

E-mail: michael.steiner@nikkoam.com

Important information: This document is prepared by Nikko Asset Management Co., Ltd. and/or its affiliates (Nikko AM) and is for distribution only under such circumstances as may be permitted by applicable laws. This document does not constitute personal investment advice or a personal recommendation and it does not consider in any way the objectives, financial situation or needs of any recipients. All recipients are recommended to consult with their independent tax, financial and legal advisers prior to any investment.

This document is for information purposes only and is not intended to be an offer, or a solicitation of an offer, to buy or sell any investments or participate in any trading strategy. Moreover, the information in this document will not affect Nikko AM's investment strategy in any way. The information and opinions in this document have been derived from or reached from sources believed in good faith to be reliable but have not been independently verified. Nikko AM makes no guarantee, representation or warranty, express or implied, and accepts no responsibility or liability for the accuracy or completeness of this document. No reliance should be placed on any assumptions, forecasts, projections, estimates or prospects contained within this document. This document should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgment. Opinions stated in this document may change without notice.

In any investment, past performance is neither an indication nor guarantee of future performance and a loss of capital may occur. Estimates of future performance are based on assumptions that may not be realised. Investors should be able to withstand the loss of any principal investment. The mention of individual securities, sectors, regions or countries within this document does not imply a recommendation to buy or sell.

Nikko AM accepts no liability whatsoever for any loss or damage of any kind arising out of the use of all or any part of this document, provided that nothing herein excludes or restricts any liability of Nikko AM under applicable regulatory rules or requirements.

All information contained in this document is solely for the attention and use of the intended recipients. Any use beyond that intended by Nikko AM is strictly prohibited.

Luxembourg and Germany: This document is communicated by Nikko Asset Management Luxembourg S.A., which is authorised and regulated in the Grand Duchy of Luxembourg by the Commission de Surveillance du Secateur Financier (the CSSF) as a management company authorised under Chapter 15 of the Law of 17 December 2010 (No S00000717) and as an alternative investment fund manager according to the Law of 12 July 2013 (No. A00002630).

Vontobel Asset Management: Sind Unternehmensanleihen bereit für eine Erholung in 2023?



Mondher Bettaieb Lorient

Head of Corporate Bonds, Portfolio Manager
Vontobel Asset Management



Christian Hantel

Portfolio Manager

Kurz und bündig

- Institutionelle Anleger wenden sich wieder Fixed Income zu und setzen als ersten Schritt vermehrt auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen.
- Die Anlage in hochwertige Unternehmensanleihen heisst, in Unternehmen zu investieren, die besser positioniert sind, um einer möglichen Rezession standzuhalten.
- Wir sind im Hinblick auf die Investment-Grade-Märkte in Europa und den USA angesichts abnehmender Zinsvolatilität – und der aktuellen Bewertungen – weiterhin sehr optimistisch.

Nach der umfassenden Neubewertung im Jahr 2022, dem schlechtesten Jahr für Anleihen überhaupt, könnten Unternehmenstitel nun profitieren.

Im vergangenen Jahr haben institutionelle Anleger Anleihen weitgehend gemieden. Da die Turbulenzen von 2022 überstanden sind und die Notenbanken die Zinserhöhungen offenbar bald abgeschlossen haben, wenden sie sich nun aber wieder Fixed Income zu und setzen als ersten Schritt vermehrt auf Investment-Grade-Unternehmensanleihen. Dies dürfte sich in geringerer Zinsvolatilität und stabileren Kreditrisiko-Spreads niederschlagen.

Die Anlage in hochwertige Unternehmensanleihen heisst, in Unternehmen zu investieren, die besser positioniert sind, um einer möglichen Rezession standzuhalten. Allerdings ist anzumerken, dass das Wirtschaftswachstum aufgrund der Turbulenzen im Bankensektor im März leicht an Dynamik verloren hat.

Es bleibt abzuwarten, inwieweit sich das Wachstum tatsächlich abschwächen wird. Sowohl in den USA als auch in Europa erweist sich der Arbeitsmarkt nach wie vor als recht stabil, was einem möglichen Abschwung entgegenwirken dürfte.

Darüber hinaus haben sich die Kreditrisiko-Spreads erneut verengt und weisen in einigen Fällen ein nahezu rezessives Niveau auf, was zusätzlichen Schutz bietet.

Zudem dürfen Anleger nicht vergessen, dass die Unternehmen seit dem Ausbruch der Covid-19-Pandemie im Jahr 2020 ihre Bilanzen gestärkt haben und dementsprechend nun wesentlich besser aufgestellt sind.

Wir bleiben hinsichtlich Unternehmensanleihen zuversichtlich. Sie dürften weiterhin ein sehr attraktives «Carry» bieten. Eine weitreichende Finanzkrise ist nicht zu erwarten, da die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) nun auf die Bremse treten dürfte. Ihrem Vorsitzenden Jerome Powell zufolge, könnten strengere Kreditvergabebedingungen den gleichen Effekt haben wie ein oder mehrere Zinsschritte.

In Europa wird die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinsen wahrscheinlich weniger stark als weithin erwartet anheben müssen, da die Turbulenzen im Schweizer Bankensektor der europäischen Wirtschaft etwas zugesetzt haben dürften.

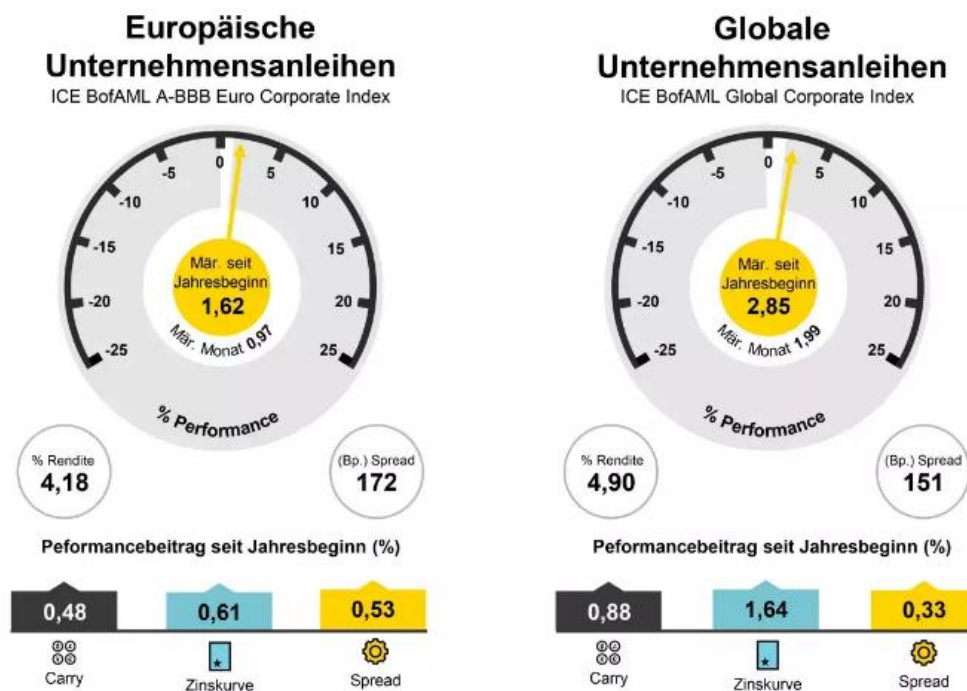
Insgesamt sollten umsichtigere Zentralbanken den Anlegern gute Relative-Value-Chancen in unseren Märkten bieten, vor allem dann, wenn sie die Rally zu Jahresbeginn verpasst haben.

Unser «Bond-Cockpit» unterstützt bei der Navigation am Anleihenmarkt

Die nachstehende Grafik bedient sich der Analogie zu einem Cockpit, um die drei Renditemotoren europäischer und globaler Unternehmensanleihen basierend auf den Referenzindizes zu veranschaulichen.

Die Motoren funktionieren so, wie sie es in Zeiten leicht erhöhter Spread-Volatilität tun sollten. Wir waren der Auffassung, dass sich 2023 vom Vorjahr unterscheiden würde, und so ist es interessant zu beobachten, dass sich die Korrelation von Kreditrisiko-Spread und Benchmark-Rendite von Staatsanleihen weiter negativ entwickelt.

Anders als im Jahr 2022 wurde der Spread-Ausweitung im März durch geringere Renditen von Staatsanleihen Einhalt geboten. Diesglich die geweiteten Kreditrisiko-Spreads teilweise aus und sorgte für weiterhin positive Gesamttrenditen



Quelle: Bloomberg, März 2023

Europäische Anleihen mit zahlreichen Chancen

In unserem europäischen Segment lassen wir weiterhin Vorsicht walten. Wir sind jederzeit in der Lage, unsere bestehenden geringfügigen Absicherungen, beispielsweise durch US-Futures und Crossovers, auszubauen, sollten sich die Aussichten für die Wachstumsdynamik eintrüben. Unser Markt preist jedoch Spreads auf nahezu rezessivem Niveau ein. Aus Sicht der Gesamtrendite dürften sich die Kreditrisiko-Spreads gut entwickeln. Ein durchschnittliches Niveau von 180 Basispunkten gilt außerdem als stabilisierend und im Falle eines sehr schwachen Wachstums in Europa könnten sich die Spreads potenziell um 40 Basispunkte vom aktuellen Niveau verengen.

Es bestehen zahlreiche attraktive Relative-Value-Chancen. Der etablierte europäische Bankensektor nähert sich seinem äußersten Punkt von fast 200 Basispunkten, während die Bereiche Telekommunikation, Versorger und Transport bei etwa 150 Basispunkten weiterhin attraktiv sind. Letztere sind vielversprechender als zyklische Titel mit BBB-Rating, deren Aufschläge sich auf einem historischen Tiefstand befinden.

In Bezug auf nachrangige Titel und AT1-Anleihen bleiben wir sehr optimistisch und rechnen mit einer weiteren Erholung der Spreads von den geringen Bewertungen im März (zum Redaktionsschluss lag die Verengung der Spreads bei 80 Basispunkten).

Optimistisch sind wir insbesondere, da Banken wie die Deutsche Bank angekündigt haben, im März 2023 eine ihrer Tier-2-Anleihen zu unwirtschaftlichen Bedingungen zu kündigen. Auch UniCredit bestätigte eine anstehende Kündigung und erhielt die Genehmigung der EZB für einen Aktienrückkauf in Höhe von über EUR 3 Milliarden. Solche Maßnahmen tragen dazu bei, das Vertrauen in das AT1-Segment wiederherzustellen und die Spread-Erholung weiter voranzutreiben. Bei hybriden Industrieanleihen gehen wir davon aus, dass sie indirekt von der AT1-Volatilität im März und dem Ausfall der Credit Suisse profitieren werden, da sie für bestimmte Anleger nun die bevorzugte Alternative zu AT1-Anleihen sind.

Nachfrage nach hochwertigen globalen Anleihen bleibt hoch

Globale Investment-Grade-Unternehmensanleihen aus Industrieländern starteten phänomenal in das Jahr 2023. Anleger investierten Rekordsummen in hochwertige Unternehmenstitel.

Dieser Trend ist angesichts der Sorgen um regionale US-Banken etwas abgeflaut. Grundsätzlich ist der gesamte US-Bankensektor unseres Erachtens aber in der Lage, Schwankungen wie im März standzuhalten. Ist die Volatilität erst einmal verarbeitet, dürften die erweiterten Kreditrisiko-Spreads neues Interesse an globalen Anleihen wecken. Im März wurden wesentlich weniger Unternehmensanleihen ausgegeben. Das Emissionsvolumen dürfte aber in den kommenden Wochen wieder steigen.

Angesichts der erhöhten Renditen und erweiterten Spreads bietet der Markt unserer Auffassung nach eine zunehmend stärkere Streuung. Nach fast zehn Jahren wurden die Kreditrisiko-Spreads in jüngster Zeit auch außerhalb des neunzigsten Perzentils gehandelt. Bei einigen Teilsektoren wie Finanz- gegenüber Nicht-Finanzwerten fiel die Handelsspanne so breit aus wie seit mehreren Jahren nicht mehr. Insgesamt dürfte dies kurzfristig das Interesse an der Anlageklasse stärken, bevor die neuesten makroökonomischen Daten ein klareres Bild ergeben.

Mit globalen BBB-Anleihen Wertpotenzial erschließen

Nach unserer Überzeugung können Investoren mit globalen Investment-Grade-Anleihen ein großes Wertpotenzial und hohe Gesamtrenditen erschließen.

Bei Investment-Grade-Portfolios bevorzugen wir das BBB-Segment. Hier erzielen Anleger tendenziell attraktive Risikoprämien – im Wissen, dass Unternehmen üblicherweise bestrebt sind, ihr Rating zu halten oder zu verbessern.

Eine Herabstufung von Investment Grade zu High Yield ist in der Regel mit einem deutlichen Anstieg der Refinanzierungskosten verbunden. Unternehmen neigen dazu, dieses Risiko möglichst zu vermeiden. Es liegt daher an uns, sicherzustellen, dass wir bei Anlagen in Anleihen nicht auf einen «Fallen Angel» stoßen. Das

ist eines der Risiken, auf die Anleger achten müssen. Derzeit beobachten wir jedoch keine wesentlichen M&A-Aktivitäten, die häufig ein wichtiger Grund für Ratingherabstufungen sind.

Außerdem stellen höhere Zinsen und Renditen momentan kein großes Risiko für gut bewertete Unternehmen dar. Dies weil die sogenannte Zinsdeckungsquote – die Fähigkeit, Kupons auf ausstehende Anleihen zu zahlen – so hoch ist wie nie.

Kontakt:



René Weinhold

Mitglied des Vorstandes

Tel. +49 (0)69 69 5996 32 64

E-Mail: rene.weinhold@vontobel.com



Christian Hoeg

Managing Direktor Institutional Business Deutschland

Tel. +49 (0)69 69 5996 32 60

E-Mail: christian.hoeg@vontobel.com



Selcuk Acar

Direktor Institutional Business Deutschland

Tel. +49 (0)69 69 5996 32 61

E-Mail: selcuk.acar@vontobel.com

Bank Vontobel Europe AG

WestendDuo, Bockenheimer Landstraße 24

60323 Frankfurt am Main

vontobel.com/am

Wichtige Hinweise

Dieses Marketingdokument wurde durch ein oder mehrere Unternehmen der Vontobel-Gruppe (zusammen "Vontobel") für institutionelle Kunden in DE und LU 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 («K(I)ID»), dessen Satzung und dem aktuellsten Jahres- 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, oder an qualifizierte Anleger gemäss Bundesgesetz über die kollektiven Kapitalanlagen (KAG) in der Schweiz.

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, zum Beispiel 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 **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 (Anleger)informationen («K(I)ID»). Sie können diese Dokumente auch auf unserer Website unter vontobel.com/am herunterladen. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte finden Sie in englischer Sprache unter www.vontobel.com/vamsa-investor-information.

Quelle: Bloomberg Index Services Limited. BLOOMBERG® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Bloomberg Finance L.P. und seiner verbundenen Unternehmen (zusammen «Bloomberg»). BARCLAYS® ist eine Handels- und Dienstleistungsmarke von Barclays Bank Plc (zusammen mit seinen verbundenen Unternehmen «Barclays»), die unter Lizenz verwendet wird. Bloomberg bzw. seine Lizenzgeber einschliesslich Barclays sind Eigentümer aller Schutzrechte an den Bloomberg-Barclays-Indizes. Weder Bloomberg noch Barclays genehmigen oder unterstützen das vorliegende Material oder gewährleisten die Richtigkeit oder Vollständigkeit darin enthaltener Informationen. Ausserdem werden keinerlei ausdrückliche oder stillschweigende Gewährleistungen im Hinblick auf die damit zu erzielenden Ergebnisse eingeräumt und lehnen beide Parteien im gesetzlich zulässigen Umfang jegliche Haftung oder Verantwortung für damit in Zusammenhang stehende Verletzungen oder Schäden ab.

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 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 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 diesem 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, öffentlich aufgeführt, weiterverbreitet oder in anderer Art und Weise übermittelt werden. Vontobel lehnt, soweit gemäss dem geltenden Recht möglich, jegliche Haftung für direkte oder indirekte Schäden oder Verluste ab, welche sich aus den hier zur Verfügung gestellten Informationen oder dem Fehlen ebensolcher ergeben. Haftungsansprüche, die gegen Vontobel infolge unterlassener oder unvollständiger Übermittlung dieser Informationen oder allfälliger Probleme mit diesen Informationen oder wegen Fahrlässigkeit, Vertragsbruch oder Gesetzesverstössen gegen uns geltend gemacht werden könnten, beschränken sich, im Ermessen von Vontobel, 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 oder überreicht noch in den USA verbreitet werden.

Zuverlässig zukunftsweisend.

Mit mehr als 50 Jahren Erfahrung im Fondsgeschäft ist Ampega führender Anbieter und Emittent von Fonds für private und institutionelle Kunden.

Wir glauben daran, dass nachhaltige Entscheidungen nicht nur verantwortungsbewusster, sondern auch langfristig erfolgreicher sind. Das macht uns zu einem verlässlichen und starken Partner.

Gemeinsam entwickeln wir aus Ihren Herausforderungen neue Potenziale.

ampega.

Talanx Investment Group

1. Hintergrund und Zielsetzung der Studie

Wie sagten die klugen Lateiner so schön:

„Tempora mutantur et nos mutamur in illis“.

Also „Die Zeiten wandeln sich und wir verändern uns in ihnen“.

Diese metaphorische Formel hat unser Bundeskanzler übersetzt in ein einziges Wort: „Zeitenwende“, immerhin das (Un-) Wort des Jahres 2022; dies allerdings im Zusammenhang mit dem Beginn des Aggressionskrieges Russlands gegen die Ukraine im Februar 2022.

Der Terminus „Zeitenwende“ wird von dem Gedanken getragen, dass nach dem Ende einer Zeitperiode nun ein neues Zeitalter beginnt.

Was uns wieder hoffnungsvoll Hermann Hesse und sein Bonmot „Jedem Anfang wohnt ein Wunder inne“ in den Sinn bringt. Nach dem Motto: Die Hoffnung stirbt zuletzt.

Doch wie sieht der Faktencheck de facto aus?

In einer noch nie dagewesenen Weise werden im Grunde alle Lebensbereiche durchgerüttelt und auf den Prüfstand gestellt.

Dies beginnt bei dem bis vor dem Russland-Ukraine-Konflikt sicher geglaubten Frieden auf der Weltbühne. Der russische Präsident hat die Büchse der Pandora geöffnet und damit neue Konfliktherde provoziert. Dies betrifft das grundsätzliche Verhältnis zwischen Ost- und Westmächten und reicht bis zu dem potentiell schwelenden China-Taiwan-Konflikt.

Der Bogen spannt sich bis auf die nationale Ebene der deutschen Politik. In Erwartung eines als sicher vorausgesagten Wirtschaftswachstums, ab dem Jahr 2022 als „Neuanfang“ im Dezember 2021 postuliert, stellt sich die sog. „Ampel“ aus SPD, Grünen und FDP als von parteiinternen Eigeninteressen geleitetes heterogenes Triptychon ohne jedwede Führungskultur dar.

Der unsägliche Ukraine-Russland-Krieg hat mit all seinen menschlichen Tragödien und den darüber hinauswirkenden Implikationen natürlich seinen Beitrag zu dem schwächelnden Außenbild von Deutschland beigetragen.

Auf der internationalen Bühne beherrschte zudem der Umgang Chinas mit dem Covid-Virus („Zero-Covid-Politik“) die weltwirtschaftlichen Entwicklungen. Die Bevölkerung lehnte sich gegen das Regime auf und Chinas Wirtschaft drohte der Kollaps.

Entgegen aller mantraartig seitens der EZB vorgetragenen Prophezeiungen eines lediglich „vorübergehenden“ Anstiegs der Inflationsraten erwiesen sich die inflationären Entwicklungen als deutlich resilienter. Für die Zentralbanken bedeutete dies eine wahre Zäsur ihrer bislang eisern durchgehaltenen Niedrigzinspolitik. Auf das Thema „Inflation“ gehen wir noch näher ein.

International betrachtet musste aber auch der EURO Tribut zollen; er rutschte zeitweise sogar unter die Parität im Verhältnis zum US-\$.

Doch der internationalen Dysfunktionalitäten nicht genug, erwies sich auf deutscher Bühne, dass die langjährige Politik der Ära Merkel Deutschland in allen Belangen nicht konsequent genug auf krisenhafte Zeiten vorbereitet hatte.

In der Energiepolitik wurde der bislang als sicher geglaubte günstige Bezug von russischem Gas nach Beginn des Ukraine-Konfliktes völlig auf den Kopf gestellt. Genau zu diesem Zeitpunkt zeigte sich, dass Deutschland keineswegs auf die klimaneutrale Wende mit alternativen Energiequellen vorbereitet war.

Gleiches trifft auf die Verteidigungspolitik zu. Die organisatorisch schwach aufgestellte Bundeswehr mit einem dysfunktionalen Beschaffungswesen lässt sich auch nicht mit Geld zuschütten, nicht einmal mit den seitens der Bundesregierung versprochenen 100 Mrd.€.

Und diese leidvollen Erkenntnisse ziehen sich wie ein roter Faden durch alle Aspekte unseres Lebens bis hin zu der Sozialpolitik.

Aber die große gemeinsame Klammer all dieser Erkenntnisse und Entwicklungen und den Dreh- und Angelpunkt bildet die INFLATION; und zwar mit Blick auf die aktuelle wie die künftige Entwicklung an den Finanzmärkten.

Die geopolitischen Verwerfungen in Form des Russland-Ukraine-Krieges sowie die desaströse Corona-Politik waren zunächst die Haupttreiber für die weltweit grassierende Inflation. Nicht nur Gas- und Ölpreise sind um das zifache angestiegen, auch Rohstoffpreise und damit einhergehend die Preise für Lebensmittel haben nicht nur den Unternehmen, sondern auch den Bürgern weltweit enorm zugesetzt.

Den Zentralbanken ist zugutezuhalten, dass sie konsequent gegen die inflationären Trends angekämpft haben; die FED, die den Leitzins frühzeitig bereits im 4.Quartal 2021 und dann innerhalb von neun Monaten exponentiell von 0,25% auf 4,5% (am oberen Ende der Bandbreite) anzog sowie mit Zeitverzug die EZB, die schließlich den Einlagezins aus dem negativen Zinstal (minus 0,5%) auf zwei Prozent anheb.

Die Inflation hat sich entgegen erster Erwartungen hartnäckig gehalten. Die Lieferkettenprobleme haben ihre Wirkung entfaltet: dazu kam die Deglobalisierungs-Strategie vieler Unternehmen, wieder mehr auf verkürzte Lieferketten und eigene Vorprodukthaltung - und damit auf die kostspieligere Variante - zu setzen.

Ende 2022 verzeichneten wir in den USA eine Inflationsrate von knapp 6%, in Europa gar von über 8%. Problematisch ist der Blick auf die Kerninflationsrate (also die Inflationsrate unter Herausrechnung der Lebensmittel- und Energiepreise), die insbesondere in Europa in 2022 noch bei an die 4% lag und für 2023 sogar darüber bei um die 4,5% geschätzt wird.

Trieben die stark steigenden Renditen der Anleihen die Kurse in 2022 in den Keller, so wird von heute aus betrachtet mit einer Entspannung der Lage gerechnet. Seit Ende des 1.Quartals dieses Jahres sind die Inflationsraten rückläufig. Und ab Mitte des Jahres 2023 wird allgemein mit einem noch deutlicheren Rückgang der Renditen gerechnet und damit einhergehend auch mit einer entspannteren Leitzinspolitik der Notenbanken. Für die USA wird sogar davon ausgegangen, dass die FED von weiteren Leitzinsanhebungen ganz absehen wird. Davon dürfte Europa noch ein Stück weit entfernt sein. Aber auch hier wird mit moderateren Anstiegen gerechnet. Kontraproduktiv gestalten sich die im 1.Halbjahr 2023 geführten Lohnverhandlungen und hier insbesondere die Lohnforderungen von um die 10% von Seiten der Gewerkschaften im Öffentlichen Dienst. Dies provoziert eine Lohn-Preisspirale. Allerdings stoßen die hohen Forderungen der Gewerkschaftsseite auf einen engen Arbeitsmarkt, der letztlich auch auf die demografischen Trends einer alternden Gesellschaft zurückzuführen ist. Arbeits- und vor allem auch Fachkräfte werden dringend gesucht, was die Lohnverhandlungen schwierig gestaltet und weitere Lohnerhöhungen wahrscheinlicher machen dürfte.

Die Zentralbanken sind in einem wahren Dilemma, einerseits durch eine zu lasche Zinspolitik und niedrige Leitzinsen der Inflation weiter Spielraum nach oben zu geben, andererseits – und diese Gefahr wird aktuell sehr deutlich wahrgenommen – durch zu starke Zinsanhebungen, also die Politik der „Falken“, der wirtschaftlichen Entwicklung erheblichen Schaden zuzufügen.

Einen Paradigmenwechsel haben die Zentralbanken, vorneweg die FED, aber bereits durch das Zurückführen ihrer Anleihekaufprogramme vollzogen. Die seinerzeit fast grenzenlos durchgezogenen Anleihekaufprogramme mit dem Zweck, die Renditen niedrig zu halten, dürften auf längere Zeit der Vergangenheit angehören. Auch die EZB hat diesen Schwenk vollzogen. Das Gebot der Stunde der Zentralbanken lautet: Abbau der Bilanzsummen. Bereits im Frühjahr 2022 stellte die EZB das 1,85 Bio. € starke PEPP-Programm (Pandemic Emergency Purchase Program) ein und sie unterstrich so den Willen, die Märkte nicht mehr unbegrenzt mit Liquidität zu fluten.

Nicht zu unterschätzen ist zudem der Preissteigerungsfaktor aufgrund der Anstrengungen, die Gesellschaften und auch die Wirtschaft in Linie mit dem Klimawandel hin zu Erneuerbaren Energien voranzubringen. Die Investitionen sind enorm und kostenintensiv und treiben die Inflation an. Der gleiche Effekt wird aus dem Drang der -vor allem energieintensiven- Industrie zu einer größeren Unabhängigkeit weltweiter Lieferketten resultieren.

Dieses Unterfangen seitens der Wirtschaft, sich aus der Abhängigkeit der Lieferketten freizumachen, scheint zu funktionieren. Auch wenn sich die EZB in ihrer Rolle als konsequente Bekämpferin der Inflation klar positioniert hat, so zeigen aktuelle Analysen, dass wir vermutlich bereits in 2023 von einer Rezession

verschont bleiben. Die Industrie hat sich - im Gegensatz zu mancher Regierung - wieder mal als flexibel und anpassungsfähig erwiesen.

Neu hinzugetreten im Universum der globalen Einflussfaktoren ist die Krisenbewältigung rund um den Bankensektor. Die gestiegenen Zinsen haben die Silicon Valley Bank in Kalifornien, einem auf Start-Up-Finanzierungen spezialisierten Bankhaus aufgrund eines klassischen „Bank runs“ (Konteninhaber zogen ihr Geld ab) zugesetzt; in Europa musste sich die Credit Suisse nach erheblichem Missmanagement unter das Dach der UBS begeben. Zudem scheinen Banken, insbesondere die in engen Märkten wie in Schweden, vor Shortsellern nicht verschont zu bleiben.

Die akuten Krisenszenarien schüren die Volatilität an den Kapitalmärkten, insbesondere an den Aktienmärkten. An der Stelle sei nochmal an John Pierpont Morgan („JP Morgan“, 1837 bis 1913) erinnert, der zu den Kapitalmärkten die Aussage machte: „Ob es uns gefällt oder nicht, die Märkte werden schwanken“.

Ein kurzer Blick zurück verdeutlicht die volatile Gemengelage, der wir zurzeit ausgesetzt sind:

Von dem legendären Montag, dem 16. März 2020, also dem Beginn der Corona-Krise, und einem DAX-Rückgang von über 12% (DAX-Stand im Tief bei 8.441 Punkten) hat sich der DAX bis heute auf wieder über 16.000 Punkte erholt; dies allerdings unter hohen Volatilitäten und einem Jahr 2022 mit unerfreulichen Verläufen an den Börsen.

Der Kollateralschaden über fast alle Assetklassen im Jahr 2022 war enorm.

Von Beginn des Jahres 2022 bis in das Jahr 2023 hinein verzeichnete etwa im Aktiensektor der NASDAQ Verluste von über 30%, der S&P von über 20%, die US-Staatsanleihen gaben um 15%, Deutsche Staatsanleihen und Europäische Unternehmensanleihen um 17% nach. Der Bitcoin geriet mit um die 60% unter die Räder.

Der aktuell neu hinzu getretene Ukraine Konflikt treibt auch in Bezug auf im Asset Management zunehmend relevante Themen wie „ESG / Nachhaltigkeit“ nicht geahnte Blüten. So wird aktuell selbst von konservativ ausgerichteten Portfoliomanagern die Frage erörtert, inwieweit man den bislang quasi als Narrativ gehandelten Ausschluss von Aktien aus der Rüstungsindustrie nun vor dem Hintergrund einer notwendigen Abwehrbereitschaft eines Landes gegen Aggressoren nicht doch unter der Rubrik „nachhaltig“ einsortieren könnte.

Der Klimaschutz wird andererseits in dem aktuellen Umfeld Monstranz-artig hochgehalten und richtigerweise künftig für unverzichtbar betrachtet. Gerade der Ukraine Konflikt hat die Versäumnisse der Vergangenheit transparent gemacht, im Vertrauen auf eine fortlaufende -selbst in Kriegszeiten? – Lieferung fossiler Energieträger wie Öl, Kohle oder Gas aus durchaus zweifelhaften Quellen (wie dem russischen Staatskonzern Gazprom) festzuhalten. Diese Abhängigkeit hatte und hat nach wie vor fatale Folgen für die Wirtschaft in einigen europäischen Ländern, vorneweg Deutschland.

Blicken wir nochmal kurz auf das Jahr 2021 zurück, das von Anfang bis Ende von der pandemischen Lage gekennzeichnet war, so bewiesen in diesem Zeitraum die Aktienmärkte trotz des schwierigen Umfeldes noch eine erstaunliche Resilienz, was den institutionellen Portfolien zugutekam.

Von Anfang 2021 bis Ende 2021 verzeichnete der DAX alleine eine Steigerung um 13% auf knapp 15.900 Punkte, also fast den Stand von Ende März 2023. Noch beeindruckender stieg der DOW Jones in 2021 auf ca. 36.340 Punkte, was prozentual einem Anstieg von sogar 17% entsprach. Der Start in das Jahr 2022 mit zunehmenden Rezessionsängsten und dem Ausbruch des Russland-Ukraine-Krieges quasi zur Mitte des 1. Quartals 2022 gestaltete sich jedoch extrem herausfordernd. Der DAX erreichte ein Tief von gut 12.800 Punkten zu Anfang März, zum gleichen Zeitpunkt fand sich der DOW Jones bei einem Tief von 32.600 Punkten ein.

Während sich die Aktienmärkte bis Anfang April 2022 wieder fingen, spielte sich das eigentliche Dilemma bereits auf der Zinsseite ab. Hatten wir uns mitten in der Corona-Krise an das Narrativ der auf unabsehbare Zeit prognostizierten Niedrigzinsen eingestellt, so haben wir mit dem Ausbruch des furchtbaren Ukraine-Krieges die Achillesverse der Globalisierung mit voller Härte zu spüren bekommen.

War es zu Beginn der Pandemie noch das Problem der nicht mehr reibungslos funktionierenden „Lieferketten“, so sprachen wir Ende 1. und im 2.Quartal 2022 de facto über „Lieferstopps“ und „Embargos“, die die Preise

weltweit und flächendeckend von Rohstoffen bis zu Lebensmitteln in die Höhe treiben. Damit hatten die Konsequenzen oder möglichen Auswirkungen eine völlig neue Dimension erreicht.

Die eigentliche Zäsur mit korreliert schwächeren Märkten über fast alle Assetklassen bildete der für uns alle unvorstellbare Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine.

Das über allen Märkten schwebende Damoklesschwert ist zudem der massive Anstieg der Staatsverschuldung. Die weltweit initiierten konjunkturbedingten Ausgaben wie die Rettungs- und Konjunkturpakete gehen einher mit tendenziell rückläufigen Steuereinnahmen; auch wenn die deutsche Regierung sich derzeit nicht über die aktuellen Steuereinnahmen beschweren kann. Verstärkend treten nun die aktuellen Ausgabeprogramme der Regierungen hinzu; man denke nur an das 100 Mrd. € Aufstockungspaket im deutschen Verteidigungshaushalt, was unweigerlich zu noch höheren Staatsdefiziten führt.

Der auch über das letzte Jahr und ganz aktuell zu verzeichnende Anstieg der Staatsverschuldung an allen Fronten (Verteidigung, Verkehr, Klimaschutz, Soziales usw.) wird perspektivisch in den nächsten Jahren auf hohem Niveau verharren, mit Quoten (im Verhältnis zum BIP) von zum Teil weit über 100% etwa in den USA, Spanien oder Italien und Frankreich.

Die Aussichten für das laufende Jahr 2023 sind differenziert zu betrachten.

Ganz wesentlich werden die wahren Ausmaße der wirtschaftlichen Einbußen von der Dauer und dem Ausgang des Russland-Ukraine-Krieges abhängen. Je schneller dieser beendet ist, desto schneller lässt sich eine relative Normalisierung der Produktionsabläufe wieder herstellen.

Welche Konsequenzen haben wir nun als Anleger aus diesem toxischen Gemisch eines inflationären Umfeldes und den teilweise explosiven geopolitischen Entwicklungen zu ziehen?

Dies beschäftigt uns als Investoren natürlich in ganz besonderem Maße. Schließlich sprechen wir bei „Spezialfonds“ über einen Markt in Deutschland von knapp 2 Bio. €. Gut zwei Drittel dieser Gelder unterliegen mehr oder weniger einem Asset-Liability-Matching, d.h. am Ende des Tages müssen die eingenommenen Gelder (z.B. Beiträge von Ärzten oder Anwälten an ihre Versorgungswerke oder Beitragszahlungen in Versicherungsprodukte) und die erzielten Renditen ausreichen, um Zahlungsverpflichtungen aufgrund von Versorgungs- oder Versicherungszusagen (Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen, Pensionskassen, Versicherer etc.) bedienen zu können.

In diesem volatilen Umfeld benötigen Anleger, insbesondere institutionelle, wieder ein kalkulierbares Kapitalmarktumfeld, das auch von der politischen Seite flankiert wird. Aus der Sicht der Kapitalmarktteilnehmer ist immer entscheidend, den Blick nach vorne zu richten.

Mit unserer TELOS Spezialfondsmarkt-Studie (2023) möchten wir einen Beitrag zu mehr Transparenz leisten, indem wir aktuelle Themen adressieren und vielleicht an der einen oder anderen Stelle auch Lösungsansätze präsentieren können. Auch bietet die Studie einen Überblick darüber, welche Assetklassen und auch Anlagestile andere Investoren bevorzugen.

Interessant ist etwa ein Blick auf die Asset Allokation. Während die Rentenpapiere vor dem Hintergrund des bis Anfang letzten Jahres niedrigen Zinsniveaus in institutionellen Portfolien soweit möglich immer weiter reduziert wurden, sind die Aktien - Exposures ausgeweitet worden. Auch illiquide Assets stießen in den letzten Jahren zunehmend auf Interesse.

Die nunmehr attraktiveren Zinserträge durch sichere Rentenanlagen wie Staatsanleihen oder Investmentgrade Unternehmensanleihen haben institutionelle Investoren zu einem Umdenken bewogen. Fixed Income-Ansätze werden wieder stärker in den Fokus gerückt, teils aktiv gemanagt, teils auch als „Buy & Maintain“ - Approaches gefahren.

Auf der Aktienseite hat die seit längerem angekündigte Renaissance der Value-Titel Einkehr gehalten. Hingegen haben die über die letzten Jahre präferierten Growth-Titel teils erheblich Federn lassen müssen.

Erkennbar ist aber auch, dass einige bislang den Growth-Aktien zugeordnete Titel inzwischen auch Value-Qualitäten an den Tag legen und eine strenge Trennung von Growth und Value und eine entsprechende Einordnung in bestimmte Schubladen immer schwieriger wird.

Die TELOS Spezialfondsmarkt-Studie bietet seit über 22 Jahren den gesamten institutionellen Markt der Spezial-AIF ab. Natürlich wurde unser Fragenkatalog an institutionelle Anleger über die Jahre erweitert; dies haben wir bewusst in einem moderaten Rahmen gehalten und daher eher einmal eine Frage oder ein anzukreuzendes Kriterium durch ein anderes mit aktuellerem Bezug ersetzt. Im Vordergrund steht die Anlagepolitik, die aktuelle Aufstellung in der Asset Allokation sowie die perspektivische Orientierung. Aber auch Themen wie die Zufriedenheit mit den beauftragten Asset Managern und die sicher damit verbundene – eventuell erhöhte – Bereitschaft zu einem anstehenden Managerwechsel, stehen im Fokus bis hin zur Planung, neue Spezialfonds in der nächsten Zeit aufzulegen.

Der Erhebungszeitpunkt unserer diesjährigen Studie lag im Frühjahr 2023 und damit in zeitlichem Bezug zu dem ausgesprochen schwierigen Umfeld des Jahres 2022. Immerhin ist das Jahr 2023 etwas stabiler gestartet mit teils starken Zugewinnen im Aktienbereich; so erlebten z.B. einige Growth-Titel in den USA, aber einzelne Titel auch hierzulande und auf den europäischen Märkten, eine Renaissance.

Diese nunmehr zweiundzwanzigste TELOS-Spezialfondsmarkt-Studie gehört nicht nur dank ihrer Historie zu den „Klassikern“ im institutionellen Markt in Deutschland.

Die Zielrichtung der TELOS-Studie besteht nämlich nicht nur darin, wie bereits erwähnt den Status Quo im institutionellen Bereich zu ermitteln, sondern vielmehr darauf aufbauend die aktuellen Trends auszumachen und Rückschlüsse für künftige Entwicklungen zu ziehen. In dem extrem herausfordernden Umfeld wie jetzt in den ersten Monaten des Jahres 2023 sind perspektivische Aussagen auf der Basis von ganz aktuell eingefangenen Meinungsbildern institutioneller Entscheidungsträger von umso größerer Bedeutung.

Unser Fragebogen, der die Basis unserer Erhebung bildet, wurde wieder an aktuelle Strömungen wie das sich stetig dynamisch entwickelnde Thema „Nachhaltigkeit“ angepasst. In diesem Jahr dürfen wir uns bei erneut über 70 institutionellen Entscheidungsträgern für ihre Teilnahme und Beantwortung unserer Fragen 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 wie gewohnt mit übersichtlichen grafischen Darstellungen untermauert, um einen gut erfassbaren und schnellen Gesamtüberblick über sämtliche von TELOS abgefragten Themenblöcke zum deutschsprachigen institutionellen Kapitalanlagemarkt zu erhalten. Zur weiteren Verbesserung der Übersichtlichkeit haben wir in der vorliegenden Ausgabe analog zu anderen TELOS Studien (z.B. Kundenbetreuungs-Studie) zu jedem einzelnen Thema oder Kapitel einen Dreiklang gewählt, so dass

- zunächst eine kurze Einführung zu dem einzelnen Thema und dem damit verbundenen Hintergrund erfolgt,
- sich daran die grafische Aufbereitung anschließt und
- zuletzt eine Kommentierung der Grafik erfolgt.

Wie bereits im Jahr zuvor stellen wir unter der Überschrift „Wissenswertes“ aus unserer Sicht interessante Sach- und Fachinformationen komprimiert dar.

Die folgenden Punkte stehen im Fokus unserer Befragung:

- Volumen der angelegten Gelder mittels Spezial-AIF, Publikumsfonds oder Direktanlagen
- die Asset Allokation 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 mit der

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

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 2023 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

Das Jahr 2022 bedeutet eine echte Zäsur in der jetzt langjährigen, stets positiven Fortentwicklung der Volumina im Spezialfondssektor. Seit 2012 bis Ende 2021 stiegen die Spezialfonds in der Gesamtstatistik über alle Fondsgattungen hinweg an, beginnend 2012 mit noch knapp unter 1 Bio.€ (982 Mrd.€) bis Ende 2021 mit summa summarum knapp 2,2 Bio.€.

2022 verzeichneten wir einen Rückgang des Spezialfondsvolumens auf 1,943 Bio.€. Dies entspricht einem Rückgang gegenüber Dezember 2021 von 245 Mrd.€ oder gut 11%. Damit wurde die Grenze der 2 Bio. € auch wieder unterschritten.

Entscheidend waren unter anderem das Einläuten des Endes des Niedrigzinsumfeldes, das institutionellen Anlegern die Entscheidung, Gelder in Spezialfonds zu allokalieren, noch so leicht gemacht hatte. Der sehr funktionale KVG-Markt bot in dem schwierigen Kapitalmarktumfeld als juristisch gefestigter administrativer Rahmen immerhin noch eine gute Stütze.

Den Asset Managern wurden über das Jahr 2022 (nach 80 Mrd. € in 2020 und 144 Mrd. € im Jahr 2021) im zurückliegenden Jahr 2022 gerade noch 62 Mrd. € an frischen Geldern zugeführt; und das -wie wir noch sehen werden- ist im Grunde auch nur einer Anlegergruppe zu verdanken!

Die 62 Mrd.€ Zuführung in Spezialfonds stellen den niedrigsten Wert der Bereitstellung neuer Gelder in Spezialfonds seit über zehn Jahr dar.

Die gesamte Steigerung des Spezialfondsvolumens lag im Jahr 2021 bei 230 Mrd. € (inklusive Kurssteigerungen); legendär war der Zuwachs von 2018 auf 2019 mit über 250 Mrd. €.

Jetzt über die zwölf Monate des Jahres 2022 mussten die institutionellen Investoren Verluste von knapp über 300 Mrd. € in Kauf nehmen.

Gehen wir noch einmal rund zehn Jahre zurück, so wurde 2013 die 1 Bio.€ - Marke im Spezialfondsmarkt gerissen; dagegen nimmt sich das Spezialfondsvolumen von 1,954 Bio. € noch vergleichsweise hoch aus.

Schließlich startete die Geschichte des Spezialfondsgeschäfts im Grunde erst seit Anfang der neunziger Jahre; sodass seit nunmehr gut drei Dekaden das Vehikel des Spezialfonds offiziell und de lege lata auch von Nicht-Sozialversicherungsträgern als juristisches Anlagevehikel genutzt werden kann.

Die rein in Spezialfonds verwalteten Assets haben sich seit 2013 damit immer noch annähernd verdoppelt.

Werfen wir an der Stelle bereits einen Blick auf die einzelnen institutionellen Anlegergruppen, so stechen in 2022 insbesondere die Altersvorsorgeeinrichtungen hervor, die ungefähr 90% (!) des gesamten Mittelaufkommens zum Wachstum der Spezialfonds (bzw. „Spezial-AIF“ nach dem Kapitalanlagegesetzbuch KAGB, das das Investmentgesetz abgelöst hat) beigesteuert haben.

WISSENSWERTES:

Das gesamte Fondsvolumen (Spezial- plus Publikumsfonds) 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. €
- Zum 31.12.2020 ergab sich für Publikums- wie Spezialfonds ein Gesamtvolumen von 3,85 Bio. €, was gegenüber dem Endstand 2019 ein Plus von 450 Mrd. € bedeutete.
- Das Gesamtvolumen in Publikums- sowie Spezialfonds addierte sich auf 4,31 Bio. €, was gegenüber dem Endstand 2020 ein Plus von 460 Mrd. € bedeutete
- Der 2021-er Vergleich zwischen den in Publikumsfonds (31.12.2021: 1.471 Mrd. €) mit einem Jahresplus von immerhin 292 Mrd. € und in Spezialfonds investierten Geldern (31.12.2021: 2.229 Mrd. €) mit einem Jahreszuwachs in Höhe von rund 230 Mrd. € offenbarte noch einmal die Vormachtstellung der Spezialfonds mit knapp 60% des Gesamtvolumens (nur Publikums- und Spezialfonds). Nichtsdestotrotz haben die Investments in Publikumsfonds im letzten Jahr 2021 einen markanten Schub erfahren. Dies spricht eindeutig dafür, dass ein deutlich breiteres Publikum von Privatanlegern auf fondsgestützte Kapitalanlagen umgeschwenkt hat, ob aus Gründen der Vorsorge für das Alter oder schlicht aus der Alternativlosigkeit anderer Anlagealternativen.
- 2022 ging der Gesamtmarkt inklusive Publikums- wie Spezialfonds um 500 Mrd.€ von 4,31 Bio.€ auf gut 3,8 Bio.€ zurück., was einem Minus von knapp 12% entspricht. Das Volumen in Publikumsfonds addierte sich zum 31.12.2022 auf noch 1,28 Bio.€ nach 1,47 Bio.€ in 2021 und das der Spezialfonds wie gesagt auf 1,94 Bio.€ nach 2,23 Bio. € ein Jahr zuvor. Summa summarum haben die Spezialfonds ihre Vormachtstellung im deutschen Fondsmarkt unter Beweis gestellt. Rechnet man die nicht als Spezialfonds aufgesetzten Mandate hinzu, so macht der institutionelle Markt rund zwei Drittel aller Fonds in Deutschland aus.
- Bei den Publikumsfonds wurden von Privatinvestoren die Aktienengagements um ganze 100 Mrd.€ auf 532 Mrd.€ zurückgefahren, nachdem sie Ende 2020 von 459 Mrd. € auf 632 Mrd. € zum 31.12.2021 hochgeschwungen waren. Die im letzten Jahr noch proklamierte „Wiederentdeckung“ der Aktie bei privaten Anlegern hat damit ein jähes Ende gefunden.
- Die Rentenanlagen summierten sich bei den Privatanlegern Ende 2022 noch auf 188 Mrd.€ nach 231 Mrd.€ Ende 2021. Auch Gemischte Fonds mussten in dem schwierigen Umfeld im Jahr 2022 Federn lassen und lagen nach insgesamt 403 Mrd. € am 31.12.2021 jetzt noch bei 359 Mrd. € zum 31.12.2022.

Zu den bereits erwähnten 1,94 Bio.€ in offenen Spezialfonds kommen noch etwa 529 Mrd. € (nach 610 Mrd.€ Ende 2021) an frei verwalteten Mandaten außerhalb von Fondslösungen sowie 51 Mrd.€ an geschlossenen Spezialfonds hinzu, in denen institutionelle Anleger ebenfalls engagiert sind.

Die so errechneten, den institutionellen Geldern von Versicherern, Banken, Unternehmen, Pensionskassen, Versorgungswerken, Stiftungen oder kirchlichen Einrichtungen zuzurechnenden rund 2.472 Mrd.€ entsprechen 65% des Gesamtfondsmarktes von rund 3,804 Bio. € (alle Informationen: Quelle BVI Statistik).

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, meist 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. Allerdings zeigten die Asset Manager in der Pandemie nicht zuletzt vor dem Hintergrund des auch in der Kommunikation schwierigen Umfeldes auch bezüglich des (Mindest-) Volumens Flexibilität. Bei gemischten Mandaten konnten so auch Startvolumina von 25 bis 30 Mio.€ vereinbart werden. Laut BVI - Statistik werden an die 70% der Spezial-AIF-Gelder in KVG-Fonds administriert.

Das enorme Volumenswachstum bei den Spezialfonds ist ganz wesentlich dem Instrument der Master-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Master-KVG) zuzuschreiben. Deren 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 bei der gesamten Verwaltung und Fondsbuchhaltung, Bewertung auch komplexer Strukturen wie Senior Loans bis zum Reporting mit dem immer wichtiger werdenden Reporting von ESG-Daten, Risiko Management sowie Einhalten der regulatorischen Anforderungen bilden seit 2002 das Fundament für die Dynamik des Spezialfondsmarktes.

Das vom Ukraine-Russland-Konflikt und der Inflation geprägte Jahr 2022 hat den KVGen sicher mehr geholfen als geschadet. Vergleichbar mit dem Jahr 2021 verzeichneten KVGen größeres Interesse an der Einrichtung einer KVG-Struktur sowohl von Seiten kleinerer institutioneller Anleger sowie auch von Seiten öffentlich-rechtlicher Institutionen.

Aktuell werden rund 1,35 Bio. € und damit gut zwei Drittel aller Spezialfondsmandate in Master-Fonds administriert.

2.2 Anteilseignerstruktur

Das Netto-Mittelaufkommen des Jahres 2022 in Höhe von 62 Mrd. € vergleicht sich mit 131 Mrd.€ im Jahr 2021 und lag damit nur noch bei knapp der Hälfte des Vorjahresniveaus.

Mit einem Gesamtvolumen von 528 Mrd.€ decken die Versicherer unterhalb des Vorjahresniveaus noch 27% (Vorjahr knapp 30%) des gesamten institutionellen Marktes ab. Im Vorjahr lagen die Mittel der Versicherungsgesellschaften noch bei 665 Mrd. €.

Damit sind die in Spezialfonds investierten Gesamtassets der Versicherer insbesondere aufgrund von Kursverlusten um fast 140 Mrd.€ zurückgegangen.

Unterstellen wir wie im Vorjahr, dass zwei Drittel der gesamten Spezialfondsmarktgelder (gut 1,94 Bio. €), also knapp 1,3 Bio. €, dem Sektor Altersvorsorge zuzurechnen sind, so decken die Versicherer damit einen Anteil von 40% (2021 noch 45%) aller Versorgungsgelder in Spezialfonds ab, mithin spürbar niedriger als das Vorjahreslevel.

Nachdem die Versicherer bereits im Jahr zuvor ihre über lange Jahre unbestritten dominante Position im institutionellen Bereich nicht mehr aufrechterhalten konnten, haben sie ihre Position als Platzhirsch im Spezialfondssektor über das Jahr 2022 erdrutschartig aufgeben müssen.

Denn die Altersvorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerke oder Zusatzversorgungskassen haben die bereits in 2021 erzielte Pole Position nicht nur verteidigen, sondern über die zwölf Monate im Jahr 2022 erheblich ausbauen können. Die Altersvorsorgeinstitutionen verstärkten ihre in Spezialfonds allokierten Assets

mit einem reinen Mittelaufkommen in Höhe von knapp 56 Mrd.€ (Vorjahr: 38 Mrd. €) auf ein Gesamtvolumen von 669 Mrd. €. Dazuzurechnen sind noch Pensionskassen sowie kapitalgedeckte Direktzusagen (Asset funding). In Relation zu den insgesamt 1,943 Bio. € in Spezialfonds entspricht dies über 34% (Vorjahr: 31%), bezogen auf die errechneten 1,3 Bio. € sogar 51% der Mittel.

Altersvorsorgeeinrichtungen verwalten somit nach 685 Mrd. € Spezialfondsgeldern zu Ende 2021 nunmehr 669 Mrd. €. Natürlich mussten auch hier Kursverluste über das Jahr 2022 hingenommen werden. Im Grunde waren die Altersvorsorgeeinrichtungen dank ihrer aktiven Investments in 2022 die institutionelle Anlegergruppe, die quasi im Alleingang für in 2022 zu verzeichnendes Mittelaufkommen stand.

Wie die Versicherer trugen auch die anderen institutionellen Anlegergruppen wenig zur Steigerung der Spezialfondsaufkommen bei (in Klammern ist das Netto-Mittelaufkommen ausgewiesen) (Quelle: BVI Statistik):

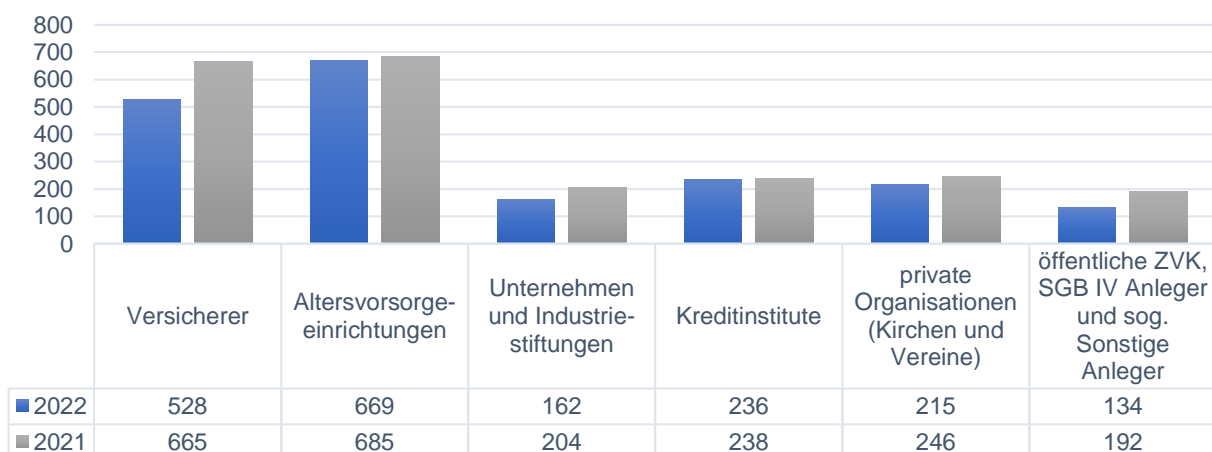
- die „Privaten Organisationen“ wie Kirchen oder Verbände von 246 Mrd.€ auf 215 Mrd. € (minus 31 Mrd. €),
- die Sonstigen wie Öffentlichen Institute oder SGB IV Anleger (u.a. Berufsgenossenschaften) von 192 Mrd. € auf 134 Mrd. € (minus 58 Mrd.€),
- Bei den „Kreditinstituten“ war ein leichter Rückgang von 238 Mrd.€ auf 236 Mrd. € (minus 2 Mrd.€) zu verzeichnen
- die Gruppe der „Unternehmen der Industrie“ lagen bei 162 Mrd. € Spezialfondsvolumen nach 204 Mrd. € (minus 42 Mrd. €).

Altersvorsorgeeinrichtungen und in etwas gedämpfterer Form als in den Jahren zuvor die Versicherungen mit insgesamt über 1,2 Bio. € und gut 61% der gesamten Spezialfondsmittel demonstriert unverändert die herausragende Bedeutung von Altersvorsorgegeldern im Bereich der Spezialfonds. Die Rückschläge an den Kapitalmärkten haben im Grunde wenig an der prozentualen Verteilung verändert.

Versicherer haben gut 8 Mrd. € zum Mittelaufkommen in Spezialfonds, die Kreditinstitute knapp 16 Mrd. €, beigetragen; Die Gruppe der Unternehmen haben demgegenüber allerdings aktiv knapp 16 Mrd. € den Spezialfonds entzogen.

Bezogen auf die Gesamt-Assets in Spezialfonds, also Vorsorgegelder und anderweitig in Spezialfonds investierte Mittel, sieht die Aufteilung über die gesamten 1,943 Bio. € wie folgt aus:

Spezialfondsvolumen (in Mrd. €)



Bezogen auf das Gesamt-Mittelaufkommen über alle Fondsarten (Publikums- und Spezialfonds) machten die rein in Spezialfonds investierten institutionellen Gelder noch 51% aus. Die in Publikumsfonds investierten 1,28 Bio. € decken ein Drittel der Gesamtassets (3,804 Bio. €) ab.

Nach dem „Boomjahr“ 2021 (mit 118 Mrd. € Mittelaufkommen) wurden den Publikumsfonds de facto um die 3 Mrd.€ aktiv entzogen. Kaum verwunderlich litten die Rentenfonds am stärksten (mit fast 18 Mrd. € aus den

Fonds genommenen Geldern). Profitieren konnten Mischfonds mit rund 12,5 Mrd. € aktiv allokierten Geldern aus privater Hand.

2.3 Demographie der Teilnehmer

Die Teilnehmer an unserer Studie stellen wieder einen authentischen Durchschnitt der institutionellen Investoren im deutschen Spezialfonds-Markt dar.

Abweichend von der Aufsplittung der aus der BVI-Statistik herangezogenen Zahlen (siehe voriges Kapitel) haben wir wieder eine aus unseren Erfahrungen aus der Begleitung von Ausschreibungsmandaten angepasste Gruppierung zugrunde gelegt. Die Gruppen der Investorenschaft setzte sich zum einen aus Versicherern, Altersvorsorgeeinrichtungen sowie Kreditinstituten zusammen. Dazu haben wir noch die Industrieunternehmen/Corporates als Gruppe definiert. Darüber hinaus wurde noch zwischen den Gruppen der „Family Offices / Stiftungen, den SGB IV-Anlegern (wie Berufsgenossenschaften oder Krankenkassen), sowie „Sonstigen Einrichtungen“ (z.B. kirchliche Einrichtungen, Verbände)“ unterschieden. Die in der Grafik verwendeten Prozentzahlen beziehen sich auf die Anzahl der den einzelnen Gruppen zuzuordnenden Teilnehmer und nicht auf die verwalteten Assets.

Die *Banken* machen nach der Zahl der Teilnehmer wieder den größten Anteil mit 46% aus (Vorjahr: 37%). Die *Versicherer* als eine - wie wir im vorigen Kapitel gesehen haben - nach den angelegten Assets im Spezialfondsmarkt starke, aber nicht mehr alleine dominante, Anlegergruppe stellen mit 11% (Vorjahr: 25%) gut jeden neunten institutionellen Teilnehmer unserer Umfrage.

Die *Vorsorgeeinrichtungen* machten gut 11% aus nach 15% im Jahr 2021.

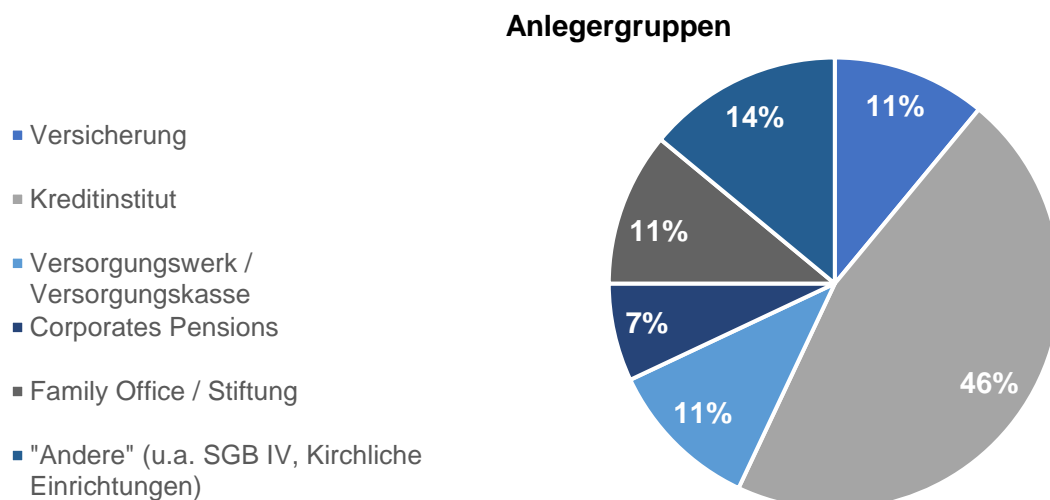
Jeder zehnte Investor (Vorjahr: 4%) der Teilnehmer stammen aus dem *Family Office-Bereich*.

7% der Investoren sind der Gruppe der *Corporates Pensions* (Pensionskassen sowie Pension Funds) zuzurechnen.

SGB IV-Investoren machen 7% der Befragten aus, *kirchliche Einrichtungen* sowie „*Sonstige*“ jeweils 4% der teilnehmenden Investoren.

Die befragten Investoren – über 70 an der Zahl - repräsentieren ein Anlagevermögen von insgesamt über 500 Mrd. €. Der Spezial-AIF-Anteil liegt bei ca. 260 Mrd. €, die angegebenen Direktanlagen bei 240 Mrd. € und die Investments in Publikumsfonds bei lediglich 8 Mrd. €.

Die Aufteilung spiegelt ein repräsentatives Bild des Spezialfondsmarktes wider.



3. Verteilung des Anlagevermögens der Investoren

Den Rahmen für die unterschiedlichen institutionellen Anlegergruppen, die wir im vorigen Kapitel dargelegt haben, sowie das unternehmensspezifisch definierte Risikopotential werden anhand der besonderen gesetzlichen Rahmenbedingungen festgelegt. Dies gilt typischerweise für Versicherer, Kreditinstitute oder Altersvorsorgeeinrichtungen (die sich meist am VAG orientieren). Im Rahmen der TELOS - Studie gehen wir von einer Verteilung der gesamten Assets der jeweiligen Teilnehmer auf die folgenden Vermögensmassen aus:

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

Wie gesagt, sprechen wir über eine in dieser Studie vertretene Vermögensmasse von gut 500 Mrd.€.

Werfen wir einen näheren Blick auf die drei genannten Vermögensmassen an, so müssen wir in diesem Jahr wie auch speziell im Vorjahr feststellen, dass Publikumsfonds nur noch eine „subsidiäre“ Position in der institutionellen Gesamtallokation ausmachen. Eine Integration von Publikumsfonds in das Gesamtportfolio kann bei kleineren Anlegeradressen Sinn machen, die die kritische Untergrenze eines Spezialfonds von rund 50 Mio.€ oder (zum Teil auch angeboten) auch 30 Mio.€ nicht aufbringen können. Denkbar sind Erstinvestments in Publikumsfonds aber auch, wenn es tatsächlich um einen „Einstieg“ in speziellere, zum Beispiel alternative, Assetklassen wie Private Equity oder Real Estate Private Debt geht.

Seit nunmehr über zwei Dekaden verfolgen wir mit Interesse das Verhältnis der insbesondere in Spezialfonds angelegten Gelder gegenüber den im Hause des institutionellen Investors gemanagten Direkt- oder Eigenanlagen.

Im Jahr 2020, dessen Corona-Auswirkungen auch die Antworten der Teilnehmer der Vorjahres-Studie mit beeinflusst hatte, prognostizierten wir, dass die Virus-Krise über die Folgejahre zu Um- und Neuallokationen hin zu einem stärkeren Engagement in Spezialfonds führen könnte.

Und so liegt der Schwerpunkt der Gesamtassets institutioneller Anleger in diesem Jahr auch auf den Spezialfondsmandaten, die in 2023 für fast 51% der gesamten Allokation stehen. An der Stelle sei zur sauberen statistischen Einordnung angemerkt, dass einige wenige Teilnehmer auf institutioneller Seite über Gesamtassets und Spezialfonds in einer Größenordnung oberhalb 100 Mrd.€ liegen; was am Ende einerseits das Gesamtbild etwas verwässern kann, andererseits aber an dem eindeutigen Trend zur Spezialfondsanlage nicht zu ändern vermag.

Die Direkt- bzw. Eigenanlagen, die im Jahr 2021 noch bei 48% gemessen wurden, stehen jetzt wieder mit 48% zu Buche.

Die Teilnehmer an unserer Studie ließen zum 31.12.2022 mithin gut die Hälfte ihrer Anlagen im Rahmen von Spezial-AIF managen. Zum Vergleich sei interessehalber angemerkt, dass es vor sechs Jahren gerade 33% der angelegten Mittel waren und damit nur jeder dritte Euro, der innerhalb diskretionärer Mandate gemanagt wurde. Auf die Aufteilung in den einzelnen Gruppen der institutionellen Anleger gehen wir noch ein.

Eine entgegengesetzte Richtung schlug die Entwicklung auf der Publikumsfondsseite ein. Soweit institutionelle Anleger auf das Produkt des Publikumsfonds zurückgreifen, sprachen wir zwar immer über niedrige Prozentsätze. Nach einer letztjährigen Quote von nur noch 1% verzeichneten wir in diesem Jahr eine Quote von wiederum lediglich 2%. Offensichtlich haben viele institutionelle Anleger bedingt auch durch die Pandemie von Neuinvestitionen abgesehen und hier hat der Publikumsfondsmarkt in besonderer Weise gelitten. Dies im Gegensatz zu den Spezialfonds, bei denen Gelder in vielen Fällen bereits bestehenden Spezial-AIF zusätzlich zugeführt wurden. Zudem ist darauf hinzuweisen, dass im Gegensatz zu den Vorjahren nur noch wenige Teilnehmer an unserer Studie -auch wenn nur mit einem kleinen Teil ihrer Geldmittel- auch auf Publikumsfonds zugreifen.

Wie bereits angedeutet, greifen kleine institutionelle Adressen auf sog. I-Share-Klassen zu. Die Erläuterung hierzu entnehmen Sie bitte den folgenden Bullet Points. Beim Blick auf die Asset Manager fällt auf, dass gerade spezialisierte Boutiquen im Asset Management geringes 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 Publikumsfondstranchen 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 oder illiquiden Assets 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.

WISSENSWERTES

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.

Unter anderem vor dem Hintergrund der bei den Teilnehmern der aktuellen Studie zu erkennenden Dominanz der Spezialfonds sind bei den einzelnen Anlegergruppen zum Teil erhebliche Abweichungen der Inanspruchnahme von Fonds bzw. der Nutzung von Direktanlagen zu erkennen.

Auf die Allokation bei den Spezialfonds gehen wir in den folgenden Kapiteln noch im Detail ein. Vorab können wir an dieser Stelle Folgendes festhalten:

Versicherungsunternehmen neigen üblicherweise dazu, Assets stärker in ihren Direktanlagen zu halten. In den letzten Jahren managten die Versicherer im Durchschnitt um die 60% bis 70% ihres Vermögens mit Hilfe eigener Expertise. In den Direktanlagen finden sich aufgrund der höheren Verzinsung in stärkerem Maße Unternehmensanleihen, Hypotheken und Schuldscheindarlehen, aber natürlich auch Staatsanleihen. Das angestiegene Zinsniveau lädt Versicherungsunternehmen ein, sich in diesen Assetklassen verstärkt zu engagieren.

Das Engagement im Private Debt-Bereich und damit auf der illiquiden Seite hat ebenfalls ein stabil hohes Niveau erreicht. Die Nutzung von Spezialfonds in 2022 ist mit im Schnitt 30% relativ gefestigt geblieben. Die Bandbreite liegt in diesem Jahr bei großen Versicherungshäusern mit um die 20% bis in der Spitze 50% fremd gemanagter Spezialfonds. Der Anteil der seitens der Versicherungsbranche gehaltenen Publikumsfonds liegt im Bereich unterhalb 100 Mio.€, also nochmal deutlich weniger als in den Vorjahren und damit eine Marginalie im Kontext der Gesamtassets.

Versorgungseinrichtungen sind noch stärker als in den Jahren zuvor erkennbar im Spezialfondsbereich investiert. Sie lassen etwa 80% bis 90% ihrer gesamten Anlagegelder durch Spezialfonds abdecken, um die 10% werden über Eigenanlagen abgedeckt. Spezialfonds spielen damit bei Altersvorsorgeinstitutionen demnach die absolut dominante Anlageform. Publikumsfonds spielen wie bei den Versicherern praktisch keine Rolle.

WISSENSWERTES

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. Es gibt jedoch auch bei den Versorgungswerken Institutionen im hohen, teils schon zweistelligen Mrd.€ - Bereich, die sich absolut vergleichbar mit Versicherern Kapitalanlage-Know-how bis hin zu Alternativen Anlageprodukten wie Private Debt, Private Equity und auch Infrastruktur aufgebaut haben. Im Durchschnitt bewegen sich Investitionen in Publikumsfonds bezogen auf die gesamten gehaltenen Assets unterhalb 100 Mio. €.

Der Anteil an in der Direktanlage verwalteten Assets liegt bei Banken traditionell recht hoch und machte in der letztjährigen Studie im Durchschnitt noch mehr als zwei Drittel (70%) aus. In diesem Jahr hat sich das Blatt zugunsten in Anspruch genommener Spezialfonds gewendet. Die Quote der in Spezialfonds betreuten Assets pendelte im Schnitt bei um die 50%.

In der Spitze flossen in Einzelfällen auch weit über 50% (zum Beispiel Depot A) in Spezialfonds. Alles in allem hat der Spezialfondsanteil bei den Banken über die letzten zwölf Monate klar zugelegt. Kleinere Institute scheinen eher zu Spezialfonds zu tendieren. Nur ganz vereinzelt vertrauen Bankinstitute unter anderem auf Publikumsfonds, Tendenz fallend.

Family Offices und Stiftungen beauftragen nach wie vor zumeist Asset Manager oder Vermögensverwalter mit dem Management von Spezialfonds. Der Trend zu Spezialfondsvergaben ist weiter intakt und so greifen Family Offices mit weit über 50% ihrer Anlagen in Spezial-AIF großvolumig auf dieses Instrument zu. Direkt gehaltene Assets bewegen sich im kleinteiligeren Millionen € - Bereich, in der Spitze bis zu 15% der Gesamtassets. Kleinere Family Offices legen auch bis zu einem Drittel ihres Vermögens in Publikumsfonds an. Einige unserer teilnehmenden Family Offices verfügen über mehrere Spezialfonds.

Sonstige Anleger (Öffentliche Einrichtungen, SGB IV-Anleger und Kirchen) vertrauen auch in 2022 stärker auf das Instrument des Spezialfonds als auf Eigenmanagement. Der Anteil der Spezialfonds liegt bei ca. 50%. Kirchen sowie Anleger aus dem SGB IV-Bereich (z.B. Berufsgenossenschaften, Krankenkassen) verfügen zum Teil über ein breites Spektrum gut diversifizierter Spezialfonds. Kommunen und Städte wiederum neigten auch in 2022 eher zu Eigenanlagen. Publikumsfonds nehmen keinen erkennbaren Stellenwert ein.

3.1 Höhe des Anlagevermögens in Spezialfonds

Die Kapitalmarktentwicklungen und die korreliert schlechte Performance über praktisch alle Assetklassen hat nach dem im Jahr zuvor noch fulminanten Sprung über die 4 Bio.€ - Grenze über alle Assets hinweg betrachtet nun zu erheblichen Einschnitten in den Portfolien institutioneller Anleger geführt. Folge war wieder ein klares Unterschreiten der magischen Grenze von 4 Bio.€.

Das Minus von Ende 2021 bis zum 31.12.2022 schlug mit gut 500 Mrd. € zu Buche, kommend von 4,31 Bio. € auf 3,8 Bio. €. Davon fallen 1,94 Bio. € und damit gut die Hälfte der in Fonds investierten Gesamtgelder auf den Spezialfonds. Nachdem im Jahr davor (2021) die Corona-Auswirkungen der Entwicklung des Spezialfonds nicht nur nicht geschadet, sondern für einen ordentlichen Anschub gesorgt hatten, hat 2022 einen Paradigmenwechsel herbeigeführt. Die Ursachen in Form der inflationären Tendenzen und schließlich die mit dem Russland-Ukraine-Krieg verbundenen negativen Auswirkungen sind bekannt.

Damit hat der Markt der diskretionären, institutionellen, Mandate erstmals nach zehn Jahren Erfolgsstory einen Rückschlag erlitten.

Vorreiter im Spezialfondssektor waren allerdings wiederum die Altersvorsorgeeinrichtungen, die ihren Spezialfonds alleine über 55 Mrd. € auf 669 Mrd. € (31.12.2022) zuführten und damit praktisch im Alleingang die Federführung bei den Zuführungen zu Spezialfonds übernommen haben; die Versicherungsbranche trat mit gerade gut 8 Mrd. € bezogen auf die aktiven Neuinvestitionen in Spezialfonds mehr oder weniger auf der Stelle. Dramatisch ist der Rückgang bei den insgesamt in Spezialfonds angelegten Geldern von im vorletzten Jahr (31.12.2021) noch 665 Mrd. € auf zusammen gerade noch 528 Mrd. € Ende 2022.

Banken führten in 2022 noch knapp 16 Mrd.€ neue Mittel zu (2021: plus 26 Mrd.€) und bei privaten Organisationen wie Kirchen wurden gerade 0,4 Mrd.€ aktiv neu allokiert.

Der prozentuale Rückgang des Spezialfondsvolumens liegt bei 11,2% (Vorjahr: plus 9,5%) und addierte sich Ende 2021 wie bereits ausgeführt auf 1,94 Bio.€.

Die in unserer Studie von Seiten der teilnehmenden institutionellen Investoren angegebenen Spezialfonds nehmen in diesem Jahr mit einem Volumen von 260 Mrd.€ 52% des Gesamtvolumens an Assets ein. Im vorigen Jahr lag der Prozentsatz ebenfalls bei knapp über 50%. Diese Stabilisierung demonstriert eindrucksvoll die Stärke des deutschen Spezial-AIF-Marktes gerade auch in einem Marktumfeld, wie wir es in 2022 erleben mussten und das von hoher Unsicherheit geprägt war.

Für das Jahr 2023 lässt sich eine halbwegs seriöse Prognose kaum herleiten.

Fest steht, dass das noch vor über einem Jahr scheinbar in Stein gemeißelte Niedrigzinsumfeld gehört für einen längeren Zeitraum der Vergangenheit an. Die große und entscheidende Frage ist, wie sich die Inflation und damit einhergehend das Zinsniveau weiter entwickeln wird. Im Frühjahr waren rückläufige Entwicklungen an der inflationären Front erkennbar. In den USA fing die Inflation sogar auf gut 5% zurück. Entscheidend wird sein, wie sich die Kerninflation darstellen wird, also die Inflation unter Herausrechnung der Heiz- und der Lebensmittelpreise. Hier gibt es sicher noch keine Entwarnung. Die Kerninflation lag in den USA überraschenderweise sogar über der Inflationsrate. Dies zeigt, dass die Preise etwa auf dem Wohnungsmarkt, im Lohn- wie im Dienstleistungssektor noch zu hoch sind.

Der Ukraine-Konflikt ist an den Börsen in gewisser Weise eingepreist. Kaum ist vorstellbar, wie dieser Konflikt gesichtswahrend für alle Seiten gelöst werden soll. Eine echte wirtschaftliche Belastung ergibt sich aus diesem Abnutzungskrieg dennoch nicht.

War die Lieferkettenproblematik und die so erkennbare Deglobalisierung mit weltweit stark angestiegenen Rohstoffpreisen über das Jahr 2022 noch der Katalysator für das Anheizen der Inflation, so haben sich die Industrien über diesen Zeitraum auf eine Flexibilisierung ihrer Beschaffungsmodalitäten eingestellt.

Die damit einhergehenden niedrigeren Inflationszahlen führen auch auf Seiten der Zentralbanken zu einem langsamen Umschwenken. Die Fed, bereits seit dem 2. Halbjahr 2021 ein strikter Verfechter der Falkenpolitik mit einem konsequenten Anstieg der Leitzinsen, könnte den Leitzins spätestens ab der 2. Jahreshälfte 2023 zumindest stabil halten. Die EZB bewegt sich nach wie vor auf dünnerem Eis.

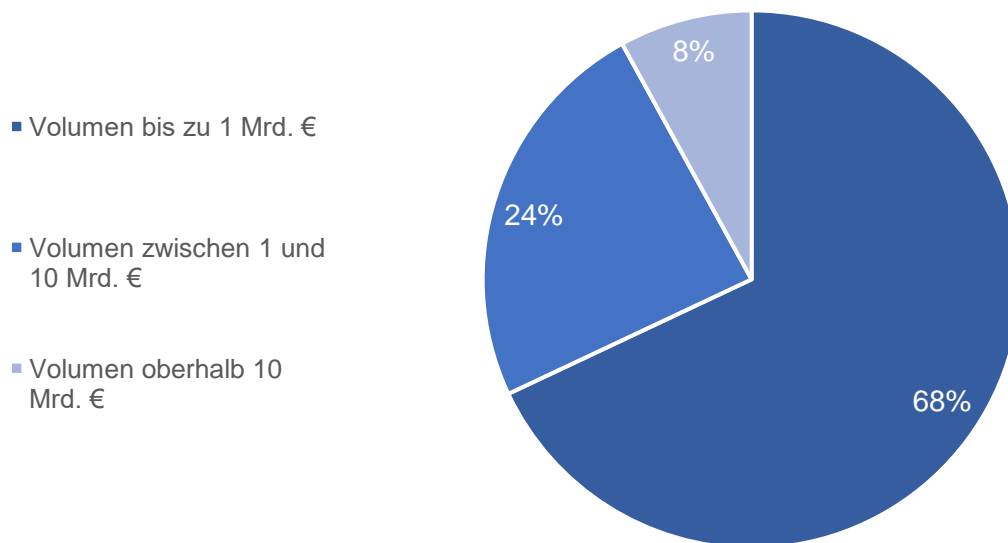
Erst mit Startproblemen und von dem Irrglauben einer „vorübergehenden“ Inflationsentwicklung beseelt, drehte die EZB an der Zinsschraube. Dies brachte europäische Staaten in arge Bedrängnis und nicht umsonst macht das Schreckensszenario einer bevorstehenden Rezession die Runde.

Höhere Zinsen sind grundsätzlich Gift für die Aktienmärkte, die sich aber als ausgesprochen resilient, spricht widerstandsfähig, erwiesen haben. Ein Blick auf den DAX zu Mitte Mai 2023 zeigt ein gewohntes Bild im Vergleich zu dem Zeitpunkt Ende 2021 / Anfang 2022, also noch vor dem von Russland provozierten Krieg gegen die Ukraine, mit um die 16.000 Punkten. Auch Gold als Garant in unsicheren Zeiten erweist sich als Stabilisator von Portfolien. Mit Anbruch der 2. Quartals 2023 lässt sich feststellen, dass sich neben der Unsicherheit auf Anlegerseite aber wie geschildert auch eine gewisse Zuversicht andeutet. Viele Marktteilnehmer haben mit einer glatten Fortsetzung des schwierigen Umfeldes aus 2022 gerechnet. Einige Akteure auf der Investorenseite greifen zu den schon in früheren Zeiten beliebten Investitionen im Anleihen (Staatsanleihen, aber auch Corporates IG, auch Non-IG und HY), indem sie sich die attraktiven Zinssätze auch im Sinne einer Buy & Maintain-Strategie sichern. Anleihen bilden bei vielen institutionellen Investoren bereits qua Gesetz die maßgebende Assetklasse im Gesamtportfolio (VAG-Anleger, SGB IV-Investoren).

Auch alternativen, also illiquiden, Assets bzw. deren Asset Management-Spezialisten werden in diesem Umfeld nach wie vor Gelder anvertraut. Die Bestätigung für diese These wird später in dieser Studie nachgeliefert. Komplexere Assetklassen beflügeln auch im Jahr 2023 den Spezialfondsmarkt.

Im Durchschnitt war jeder institutionelle Anleger unserer 2023-er Studie mit rund 3,7 Mrd. € in Spezialfonds investiert (Vorjahr: 3,6 Mrd. €). Die Aufteilung nach der Größenordnung des Spezialfondsvolumens über die Teilnehmer stellt sich wie folgt dar:

Volumen (AuM) in Spezialfonds



Wie im Jahr zuvor verfügen alle Teilnehmer unserer Studie über Spezialfonds.

Der Anteil der Anleger mit einem Spezialfonds-Volumen bis zu 1 Mrd. € ist gegenüber dem Vorjahr von 66% auf jetzt 68% der Investoren angestiegen. In dieser Gruppe finden sich wie im Jahr zuvor zum großen Teil Banken wie Volksbanken und Sparkassen, einige kleinere Versicherer, überwiegend SGB IV-Institutionen, aber auch kleinere Corporate (-Pensions) sowie Family Offices.

In dem Bereich zwischen 1 Mrd. € und 10 Mrd. € finden sich 24% unserer Teilnehmer, darunter größere Versicherungshäuser, mehrere Institutionen aus der Altersvorsorge wie Versorgungswerke und zudem größere Corporate (-Pensions) und auch Banken.

Einrichtungen mit einem verwalteten Volumen von 10 Mrd. € und darüber rekrutierten sich einmal aus der Gruppe der Versicherer und der Banken sowie vereinzelt der Versorgungswerke.

Unsere bereits zu Beginn der Corona-Krise (Mai 2020) geäußerte Prognose, nachdem institutionelle Anleger aufgrund der schwierigen Lage zunehmend Manager mit dem Management von Spezialfonds mandatieren werden, hat sich auch in der Post-Corona-Zeit nach dem Ausbruch des Ukraine-Russland-Konfliktes im Februar 2022 als richtig erwiesen.

Gefragt waren und sind nach wie vor auf der liquiden Seite Aktien (häufig auch in Multi Asset-Mandaten integriert), dazu Anlagen aus den Emerging Markets (die wieder an Attraktivität gewonnen haben), aber auch in zunehmendem Maße Corporates aufgrund ihrer Spreads gegenüber Sovereigns und auch High Yield Anleihen mit hohen Zinsträgern; bei den illiquiden Assets stehen Infrastruktur-Anlagen im Fokus, während aufgrund der höheren Kreditzinsen Immobilien mit Vorsicht genossen werden, was aber auch darauf zurückzuführen ist, dass die meisten institutionellen Investoren bereits ihre zulässigen Real Estate-Quoten ausgereizt haben.

Der Regulierungsdruck bei Versicherern sowie Banken nimmt weiter zu. Die im Frühjahr aufkeimende Bankenkrise mit der Silicon Valley Bank in den USA vorneweg, sowie auch der umstrittenen Zwangsübernahme der Credit Suisse durch die UBS haben die Unsicherheit auf Anlegerseite erhöht.

Die Forderung nach einem höheren Eigenkapitalanteil ist nach den Erfahrungen der Krisen sicher gerechtfertigt und die Vorteile einer guten EK-Ausstattung haben sich vom Beginn der Corona-Krise bis heute gezeigt. Versicherer müssen unter dem Regime von Solvency II allerdings große Teile ihrer Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren halten, die sie meist in Eigenregie managen. Zu Details der Asset Allokation kommen wir später.

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

- einen Asset Manager mit einem Spezialfondsmandat zu beauftragen, der attraktive Renditen abzüglich seiner Gebühr auch nur unter Inkaufnahme erhöhter Risiken erzielen kann oder
- das Management vor dem Hintergrund des gestiegenen Zinslevels in die eigenen Hände zu nehmen (Direktbestand).

WISSENSWERTES

a) Aufteilung des Portfoliomanagements:

Von den in Spezialfonds verwalteten institutionellen Geldern werden 73% (2021: 74%) von Asset Managern gemanagt, die in Deutschland ansässig sind; entsprechend wird gut ein Viertel der diskretionären Spezialfondsmandate von im Ausland ansässigen Managern gemanagt.

42% der Spezialfonds werden von Asset Managern mit eigenen Anlageentscheidungen in Deutschland verwaltet, weitere 31% der Spezialfonds werden von Dritten (Vermögensverwaltern) gemanagt, deren Portfoliomanagement aber in Deutschland angesiedelt ist. Schließlich werden 27% der Spezialfondsgelder von Dritten mit Portfoliomanagement im Ausland gesteuert.

b) Master-KVG:

Laut BVI Statistik (zum 31.12.2022) werden gut zwei Drittel der Spezialfonds-Gelder innerhalb von KVG-Strukturen als „Segmente“ geführt und sind demnach dem Master-KVG Business zuzuordnen. Statistisch betrachtet sind danach ein Drittel der Spezialfondsmittel noch „offen“ für künftige Master-Fonds.

3.2 Höhe der Direktbestände

Wie bereits im Rahmen der letztjährigen Studie festgestellt, haben wir beim Blick auf die Nutzung von Eigenanlagen tatsächlich eine Zäsur ante und post Corona vorzunehmen. Die in all den Jahren vor Corona festgestellte Dominanz der Anlagen in Direkt- oder Eigenbeständen hat mit dem März 2020 eine Zäsur erfahren. Diese Tendenz ist in der vorliegenden 2023-er Studie bestätigt worden. Geschuldet ist diese Veränderung dem Umdenken institutioneller Anleger in dem extrem anspruchsvollen und volatilen Kapitalmarktumfeld seit März 2020.

Einerseits haben professionelle Investoren in der Anfangsphase der Krise die Ruhe bewahrt und ihre Asset Allokation beibehalten, soweit nicht gravierende andere Gründe wie etwa akuter Liquiditätsbedarf zu einer spontanen Liquiditätsbeschaffung nötigten. Andererseits haben sich eine Reihe institutioneller Investoren einhergehend mit den teils massiven Volatilitäten der Märkte verstärkt Gedanken darüber gemacht, in welcher Form sie ihre Gelder in Zukunft verwalten wollen; einher gingen diese Überlegungen meist mit einer Aktualisierung der ALM-Studie. Man darf nämlich nicht aus dem Auge verlieren, dass rund zwei Drittel der institutionellen Geldmittel auf die eine oder andere Art eine Verpflichtungsseite bedienen müssen und damit einer Asset-Liability-Betrachtung Stand halten müssen. Bezogen auf das Volumen in den Spezialfonds in Höhe von 1,94 Bio.€ entsprechen zwei Drittel 1,3 Bio.€.

Direkt- oder Eigenanlagen werden in der Praxis von den institutionellen Anlegern in eigener Verantwortung ohne Einschaltung eines Fremdmanagers angelegt. Von den in unserer Studie vertretenen 508 Mrd.€ nehmen die Eigenanlagen 240 Mrd.€ und damit 48% (Vorjahr 2021: 48%, 2019 noch 53% und 2018: 50%) der gesamten Assets ein. Die Prozentzahlen aus den Vorjahren verdeutlichen, dass die Eigenanlagen im Normalfall um die plus-minus 50% liegen.

Die Versicherer bilden wie in den Jahren zuvor die Anlegergruppe, die mit Abstand die höchsten Assets im Direktbestand verwalten, zum Teil im höheren zweistelligen Milliardenbereich. Dahinter rangiert wie im Vorjahr 2021 die Gruppe der Banken, anschließend im zum Teil auch höheren Milliarden €-Bereich Corporate Pension,

während auch Versorgungswerke ihre Eigenanlage kaum selbst managen, allenfalls im niedrigen 100 Mio.-€-Umfang.

Die in den vergangenen Jahren immer wieder bemühte Faustformel, wonach bei steigendem Anlagevolumen auch die Quote der im Direktbestand verwalteten Assets nach oben geht, lässt sich in der Form nicht mehr aufrechterhalten. Bei den Versicherungshäusern zeigt sich eine breite Streuung der Nutzung von Spezialfonds teils in erhebliche Mrd.-€-Bereiche, genauso vice versa in Eigenanlagen. Teilweise bewegen sich die Direktbestände auch nur im Bereich mehrerer hundert Mio.-€.

Bei den an unserer Studie teilnehmenden „Einrichtungen der Altersvorsorge“ liegt die Größenordnung im Direktanlagebereich bei allenfalls 10%. Die wieder hohe Anzahl an von einigen Versorgungswerken angegebenen Spezialfondsmandaten mit dem aktuellen Zusatzschub durch die nochmal erschwerte Lage an den Kapitalmärkten durch den Ukraine-Russland-Krieg unterstreicht noch einmal die zuvor schon angesprochene klare Affinität für die Beauftragung von Asset Managern. Dies hat auch die zuvor dargelegte Statistik des BVI belegt, die aufgezeigt hat, dass die Vorsorgeeinrichtungen fast im Alleingang für die neuen Mittelzuführungen bei Spezialfonds gesorgt haben bzw. markant über denen der institutionellen Anleger etwa aus den Sektoren Versicherer, Banken oder Family Offices lagen.

Bei den „Banken“ erfolgt die wesentliche Anlagepolitik in Eigen- und Direktbeständen, die rund zwei Drittel der Gelder ausmachen. Weniger als ein Drittel ihrer Gelder werden Spezialfonds anvertraut.

„Stiftungen und Family Offices“ investieren wieder in stärkerem Maße in Spezialfonds und zwar zwischen 50% und 70% ihrer Mittel; ein Drittel verblieb im Eigenmanagement des eigenen Hauses.

Corporate (-Pensions) vertrauen auf beide Anlageformen, Spezial-AIF sowie Eigenmanagement. Beide halten sich in diesem Jahr die Waage.

3.3 Höhe des Anlagevolumens in Publikumsfonds

Wie wir im Allgemeinen Teil gesehen haben, ist das gesamte in Publikumsfonds angelegte Vermögen über das Jahr 2022 um 13% auf nunmehr 1,28 Bio.-€ zurückgegangen (2021: 1,47 Bio.-€).

Diese Abflüsse sind zum allergrößten Teil auf die Initiative privater und nicht institutioneller Investoren zurückzuführen. Im institutionellen Bereich ist der Publikumsfonds-Anteil erheblich zurückgegangen.

Aus den Zahlen der vergangenen Jahre wissen wir, dass Publikumsfonds traditionell im institutionellen Sektor eine eher untergeordnete, keinesfalls eine strategische, Rolle einnehmen. Im Vorjahresvergleich verzeichneten Publikumsfonds bei unseren Teilnehmern mit angegebenen nur 8 Mrd. € gegenüber 6 Mrd. € im letzten Jahr mit jetzt noch gut 1% der Gesamtassets einen deutlichen Rückgang in der Gesamt-Allokation.

Unter dem Strich lässt sich sagen, dass ungefähr jeder zweite Investoren auch Publikumsfonds in seiner Asset Allokation berücksichtigt.

Mit Ausnahme der Banken gilt diese Richtschnur über die sonstigen Anlegergruppen hinweg (Versicherer, Altersvorsorge etc.). Doch die tatsächlich investierten Beträge bewegen sich in den allermeisten Fällen im Mio.-€-Bereich. Gemessen an den insgesamt 1%, die Publikumsfonds an den gesamten verwalteten Assets einnehmen, wird deutlich, dass vom Volumen her betrachtet nur wenige AuM in Publikumsfonds angelegt sind.

Vor dem Hintergrund letzterer Feststellung geht es für alle Asset Manager, die über ihr Angebot im Bereich Publikumsfonds einen Schritt in das institutionelle Geschäft in Deutschland beschreiten wollen, natürlich immer noch um einen Milliarden € großen Markt im deutschen institutionellen Anlagesektor.

Wie wir anhand der Volumenentwicklungen über die letzten Jahre gesehen haben, schwankten die Assets in Publikumsfonds alleine bei unseren Teilnehmern zwischen 2016 und heute zwischen 15 Mrd.-€ und im Vorjahr 6 Mrd.-€. Ein Grund für die Reserviertheit von Seiten institutioneller Investoren mag tatsächlich der allgemeinen Verunsicherung angefangen von der Pandemie bis zur jetzigen Lage geschuldet sein, die von Inflation, Lieferkettenproblemen und der kriegerischen Auseinandersetzung geprägt ist.

Über die letzten Jahre, vor allem diejenigen, die kaum direkte Kontakte zuließen, wurden erfahrungsgemäß Gelder eher bereits mandatierten Manager in existierende Spezialfonds anvertraut. Die Initiative, neue Spezialfonds-Manager zu beauftragen, litt in diesen gut zwei Jahren genauso wie die Investition in neue Publikumsfonds.

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. Gerade für 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 sogar Anfang des dreistelligen, Millionen-Euro-Bereichs gefordert wird.

Die in aller Regel von Seiten der Asset Manager angebotenen kostengünstigeren I-Share-Klassen zum Beispiel für Senior Loans oder auch für Immobilienfonds etwa unter Nutzung von Dachfonds-Konzepten erleichtern die Entscheidung, in eine Assetklasse auch über das juristische Vehikel des Publikumsfonds zu gehen.

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.

Ziehen wir hierzu mal ein Beispiel aus der Großen TELOS Gebühren-Studie heran, so wiesen bei einem 50 Mio. € Spezialfondsmandat für die Assetklasse Staatsanleihen Global die Spannen zwischen dem günstigsten und dem teuersten Anbieter einen „Gap“ von 15 BP auf, nämlich die Differenz von 15 BP am unteren und 30 BP am oberen Ende (Median: 22 BP). Es ist absolut vorstellbar, dass I-Share-Klassen von Publikumsfonds am oberen Ende dieser Bandbreite angeboten werden. Ein wesentliches Kriterium ist natürlich am Ende auch die Investitionssumme.

Insoweit müssen wir zuwarten, wie sich die Situation in einem Jahr darstellt, ob dann nach einem Ausklang der Corona-Krise das Publikumsfondsgeschäft nicht nur im privaten Bereich, sondern auch bei institutionellen Anlegern wieder auf das alte Niveau anziehen kann.

Der Vorteil von Spezialfonds gilt natürlich nach wie vor. Institutionelle Anleger verfügen jederzeit über die Möglichkeit eines aktiven Eingriffs in die Anlagepolitik, was sich per se bei Publikumsfonds verbietet. 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 E-Reporting oder Web-Reporting einen zeitnahen Überblick über den Stand des Portfolios zu verschaffen.

Einige Anlegergruppen wie insbesondere Versicherer, Banken und auch Vorsorgeeinrichtungen verfügen über eine hohe Anzahl an Publikumsfonds. In der Spitze kann die Anzahl im zweistelligen Bereich liegen.

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 um die 11.000 Fonds innerhalb der EU in den letzten Jahren weiter zugenommen. Der Wettbewerb hat auch in Deutschland deutlich 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.

WISSENSWERTES

ZUM 31.12.2022 waren 1,28 Bio. € in Publikumsfonds investiert. Zum 31.12.2021 waren es noch 1,47 Bio.€. Dies entspricht einem Minus von 13% oder 190 Mrd.€. Dies ist auch für den Publikumsfondsmarkt ein herber Rückschritt.

Es dominierten Ende 2022 die Aktien-Fonds mit 532 Mrd.€ (2021: 632 Mrd.€) vor den Misch-Fonds mit 359 Mrd.€ (2021: 402 Mrd.€) und den Renten-Fonds mit 188 Mrd.€ (2021: 231 Mrd.€). Immobilien-Publikums-Fonds wiesen einen Jahres-Endbestand von immerhin 131 Mrd.€ nach 125 Mrd. € im Jahr 2021 auf (jeweils Quellen: BVI Statistik).

4. Spezialfondsmandate in 2022/2023

4.1 Aufteilung der Spezialfonds nach Assetklassen

a) Hintergrund:

Institutionelle Investoren sind dafür bekannt, ihre Assets mit ruhiger Hand zu steuern. ALM-Studien werden herangezogen, um die aktuelle Positionierung der verschiedenen Assetklassen auf den Prüfstand zu stellen. Martialische Veränderungen in der Asset Allokation bilden eher die Ausnahme. Nichts desto trotz sehen wir in diesem Jahr, als über ein Jahr nach dem Beginn des Ukraine-Russland-Krieges gewisse Anpassungen. Diese vollziehen sich überwiegend auf der Anleihe Seite, was nicht verwundert.

Die „guten, alten Zeiten“ des von niedrigen Zinsen geprägten Umfeldes gehören auf unabsehbare Zeit der Vergangenheit an. Prägend für die noch vor zwei Jahren als „in Stein gemeißelten“ Prognosen weiterhin niedriger Zinsen waren zum einen die wirtschafts- und konjunkturpolitischen Maßnahmen der Regierungen rund um den Globus sowie die Hoffnung und auch Indikationen, dass man dank der Impferfolge die Probleme weltweit langsam in den Griff bekommen sollte. Inflationäre Tendenzen waren zwar auch zum damaligen Zeitpunkt bereits erkennbar, so in den USA; dies änderte aber vom Grunde her nichts an den niedrigen Zinsprognosen für die kommenden Jahre. Die Zentralbanken, vorneweg die FED in den USA, schauen zudem seit kurzem auf die durchschnittliche Inflationsrate der letzten Jahre und nicht mehr nur auf das aktuelle Umfeld. Das ließ vor einem Jahr ein Anziehen der Zinsen am kurzen Ende eher unwahrscheinlich erscheinen.

Dazu traten die pandemiebedingt aufgelegten Konjunkturprogramme, wieder an der Speerspitze die USA mit einer unter der Regierung von Präsident Biden gleich zu Anfang der Regierungszeit verordneten Konjunkturspritze in Höhe von 1,9 Bio. US-\$, die anschließend von einem weiteren Investitionsprogramm von 2 Bio. US-\$ insbesondere für Infrastrukturprojekte flankiert wurde.

In Europa erschien zudem ein nachhaltiger Zinsanstieg schon vor dem Hintergrund der hohen Verschuldungsquoten der südeuropäischen Länder mehr als unwahrscheinlich. Europa krankt an der fehlenden Einheitlichkeit in der konjunkturellen Entwicklung von 26 sehr unterschiedlichen Ländern. Daran hat sich bis heute nichts geändert.

Die Unterschiede sind mit Ausbruch der Corona-Krise noch deutlicher zutage getreten. Die in fast allen Ländern beschlossenen Konjunkturstützungs-Programme machen sämtliche Maastricht-Kriterien auf Jahre hinaus obsolet. Die Einhaltung einer Verschuldungsquote von maximal 60% des BIP ist auch in Deutschland in weite Ferne gerückt. Inzwischen hat sich hierzulande ein Schuldenberg von mehreren hundert Mrd. Euro aufgetürmt.

Doch selbst vor dem Hintergrund der pandemiebedingten Schwierigkeiten war man sich zu Ende 2021 sicher, dass sich die gesamtwirtschaftliche Lage wieder kurz-, zumindest mittelfristig, aufhellen würde. Wachstumsraten von um die 4% machten die Runde, inflationäre Tendenzen wurden kaum gesehen.

Durch den Russland-Ukraine-Konflikt änderte sich die gesamtwirtschaftliche Lage schlagartig. Angefangen mit den globalen Problemen bei den Lieferketten stiegen die Preise für Waren jedweder Art, von Lebensmitteln bis zu Energieträgern bei Gas, Öl und auch Kohle im deutlich zweistelligen Prozentbereich an. Die

dramatischen Auswüchse mit Preissteigerungen von bis zu 80% im Rohstoffsektor sind zwar zurückgegangen. Dennoch verharren wir nach wie vor auf einem hohen Preislevel, dies vorneweg bei Lebensmitteln, die uns alle im Alltag einholen. Dies rief wie zu erwarten die Gewerkschaften auf den Plan mit der Folge, dass die Lohn-Preis-Spirale ihren unausweichlichen Anfang nahm.

Die Wirtschaftswachstums-Prognosen werden seitdem den aktuellen Gegebenheiten angepasst. Und was vor wenigen Wochen nach als halbwegs gut fundierte Prognose erachtet wurde, wurde dann auch wieder einkassiert und durch neue Erkenntnisse angereichert und kalkuliert.

Es verwundert so gesehen nicht, dass die aktuellen Schätzungen des IWF und anderer Organisationen für die Eurozone nur noch von einem Wachstum unterhalb 1% für 2023 und für 2024 von plus 1,5% ausgehen. Die Wirtschaftsprognose für Deutschland fällt in dieser unsicheren Lage sogar noch düsterer mit minus 0,1% in 2023 und plus 1,1% in 2024 aus.

Institutionelle Anleger haben immer mehr Probleme mit ihren Anleiheportfolios. Einerseits wird diese Assetklasse als sicherer Hafen betrachtet, nicht zuletzt auch innerhalb der gesetzlich geltenden Regelwerke wie dem VAG. Andererseits drücken die Zinserhöhungen auf die Anleihekurse, was in 2022 in dramatischem Abschreibungsbedarf von an die 20% auch bei Staatsanleihen resultierte.

Die Krise treibt Anleger weiter in den Spezialfonds. Unsere im vorigen Kapitel gemachten Aussagen zur Relation von selbst gemanagten Direktbeständen zu Spezialfondsinvestments hat den Bias zum diskretionär gemanagten Mandat nochmal unterstrichen.

Insbesondere Einrichtungen, die am Ende des Tages eine Verpflichtung zu bedienen haben wie Versicherer und Vorsorgeeinrichtungen (Versorgungswerke, Zusatzversorgungskassen oder Pensionsfonds) leiden in dieser Phase. Der weitere Ausbau der Nutzung des Vehikels des Spezialfonds und eine damit einhergehende Anpassung der Asset Allokation der Kapitalanlagen im gesetzlich zugelassenen Rahmen (VAG, SGB IV) ist die logische Konsequenz.

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.

WISSENSWERTES

Bereits in der Vergangenheit ab Beginn dieses Jahrtausends waren es oftmals geldpolitische oder makroökonomische Krisen, die unmittelbare Wirkung zeigten wie

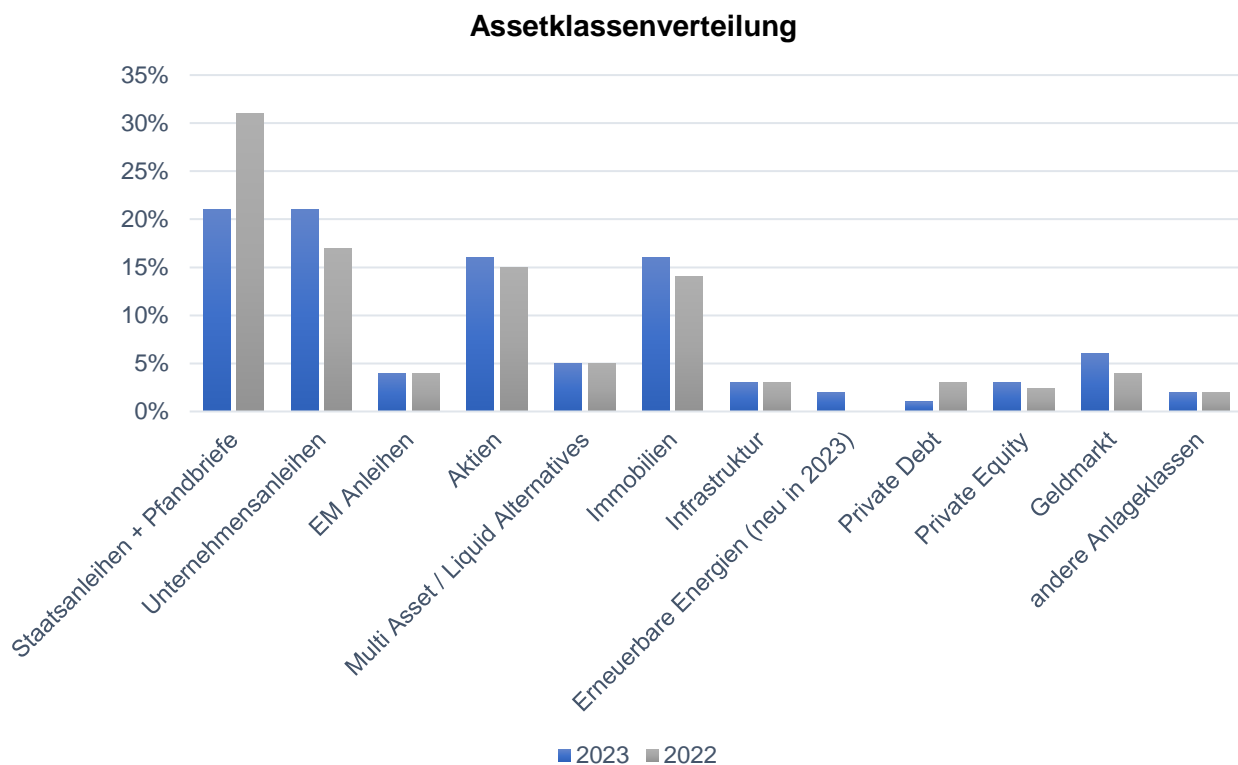
- *die Rezessionen von 2001 und 2008*
- *die Griechenlandkrise in 2011,*
- *im August 2015 das Anziehen der Fed in ihrer restriktiveren Geldpolitik, die sie Ende 2016 / Mitte März 2017 fortgesetzt, dann aber abgebremst, hat,*
- *der Brexit vom 23. Juni 2016, der am 31. Januar 2021 vollzogen wurde und*
- *auch die Nachwehen der protektionistischen Maßnahmen der US-Politik noch unter Präsident Trump mit erheblichen Auswirkungen auf den globalen Handel. Hier besteht allerdings die Hoffnung auf Besserung unter Präsident Biden, deutlich moderater als in den letzten Jahren und in anderer Tonlage zu agieren, wenn auch ganz aktuell wie auf dem G7 Gipfel im Mai 2023 eher wieder Molltöne angesagt waren:*
- *zu guter Letzt verschärft der Ukraine-Konflikt aufgrund der horrenden Preisanstiege auf breiter Front (Energie, Lebensmittel, Metallwaren) die wirtschaftliche Lage der aufgrund der Globalisierungseuphorie in immer größere Abhängigkeiten geratenen Staaten weltweit.*

Bei der Zuordnung haben wir nach verschiedenen Assetklassen differenziert unterschieden. Neu aufgenommen als Assetklasse haben wir die Allokation im Bereich „Erneuerbare Energien“.

Bei der Beantwortung der Frage nach der Aufteilung der Assets in die einzelnen Assetklassen haben wir auch in diesem Jahr die Möglichkeit angeboten, eine Spannweite anzukreuzen, um ein möglichst genaues Bild der Anlagepolitik zu gewinnen. Beispiel: „Anlagen in Aktien (entwickelte Länder)“, und hier abgestuft nach „gar nicht investiert“ über „< 5%“, „5% - 10%“ usw. bis „90% - 100%“. Die nachfolgenden Balkendiagramme zu den wesentlichen Assetklassen verdeutlichen unsere Vorgehensweise.

Das folgende Balkendiagramm weist aus, wie viel Prozent in den einzelnen Assetklassen allokiert wurden.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Die Assetklassen „Staatsanleihen“ und „Pfandbriefe“ wurden wie im letzten Jahr in einer Kategorie zusammengefasst.

Rentenpapiere, seinerzeit als sog. safe haven in den Portfolien angesehen, durchlitten im letzten Jahr 2022 wie zuvor beschrieben teils erhebliche Abschlüsse. Aktuell machen Staatsanleihen / Pfandbriefe zusammen gerade noch 21% der Gesamtassets aus nach 31% im Jahr davor. Ein Großteil des prozentualen Rückgangs ist sicher mit den Kursverlusten im zweistelligen Prozentbereich zu erklären.

Das gestiegene Zinsniveau macht für Investoren auch eine Strategie des Buy & Maintain interessant, also länger laufende Zinspapiere im Bestand zu halten. Hier müssen wir die weiteren Entwicklungen abwarten. Vor dem Hintergrund hoher Volatilitäten auch im Rentenbereich ist für alle Anleger Gebot der Stunde, Asset Manager mit einem professionellen und erfahrenen Credit Research Team heranzuziehen.

Der Trend raus aus den vermeintlich sicheren Anleihen hat sich damit über das Jahr 2021 stabilisiert.

Corporates gewinnen in dieser Zinsphase noch mehr an Bedeutung, nicht zuletzt aufgrund der höheren Spreads. Die diesjährige Quote in Unternehmensanleihen IG und HY liegt bei 21% nach 17% im letzten Jahr.

Fast alle Teilnehmer unserer Studie sind schon aus aufsichtsrechtlichen Gründen oder aufgrund der Anlagebedingungen dennoch in Staatsanleihen / Pfandbriefen investiert. Die höchsten Quoten im Verhältnis zu den Gesamtassets bilden die Banken mit in der Spitze bis zu über 60%; Versicherer folgen mit Quoten

ebenfalls von über 50%, Vorsorgeeinrichtungen liegen eher im knapp zweistelligen Prozentbereich. Corporates / Unternehmensanleihen werden mit einem Anteil bis zu 25% / 30% von Banken, Versicherern, Corporate Pensions und Vorsorgeeinrichtungen genutzt.

EM Anleihen machen auf Augenhöhe mit der Quote aus dem Vorjahr 4% der gesamten Anlagen aus gegenüber 3% im Vorvorjahr zuvor. Knapp 60% der Anleger sind in EM Anleihen engagiert.

Die Aktienquote stieg von 15% auf 16% an (davon aktuell 15% Developed Markets / 1% EM); der Anteil an den Gesamtassets beträgt bei Häusern aus dem Corporate Pension-Bereich und vor allem bei Vorsorgeeinrichtungen um die 30%. 90% der Teilnehmer nutzen Developed Markets Aktien und 40% der Investoren Emerging Markets Equities, dies allerdings im niedrigen einstelligen Prozentbereich.

Der Anteil von dem Absolute-Gedanken unterliegenden Multi-Asset-Ansätzen sowie den Liquid Alternatives liegt in diesem Jahr auf Vorjahresniveau, nämlich bei 5%. Rund 40% der Anleger investieren in Balanced Mandate. Diese Renaissance von Balanced Portfolios hängt unmittelbar mit den Entwicklungen der Kapitalmärkte im Jahr 2022 zusammen, in dem sich index-bezogene bzw. passive Strategien der negativen Sogwirkung nicht entziehen konnten. Aktiven Ansätzen wird mehr Vertrauen geschenkt auf die teils nicht erfolgreich praktizierten Overlay Mandate, die sich gerade nach Downside-Phasen oftmals schwertun, wieder in dem Markt zu kommen und die Upsides in einem kurzen Zeitraum wieder mitzunehmen.

Illiquide Assetklassen konnten sich in dem negativen Umfeld in 2022 gut behaupten, teilweise mit Zuwächsen:

Letzteres trifft auf Immobilien zu. Real Estate Investments in Immobilien stehen mit jetzt 16% nach 14% im Vorjahr und damit einem Plus von absolut 2% zu Buche! Fast alle Teilnehmer (Vorjahr 2021: 90%) sind in Real Assets investiert. Der Anteil beträgt u.a. bei Banken, Corporate Pensions und auch Versorgungswerken 20% bis 30% des gesamten Vermögens.

Mehr als zwei Drittel (2021 noch jeder zweite) der Investoren beteiligt sich an Infrastruktur-Investments mit jetzt im Schnitt 3%. Diese Quote hat sich über die Jahre stabilisiert. Im Grunde sind alle institutionellen Anlegergruppen über das eine oder andere Vehikel in Infrastruktur investiert, teils mit bis zu 10% ihrer Gesamtassets.

Private Equity-Anlagen, die traditionell nur einen geringen Teil des Portfolios ausmachten, liegen bei 3% der gesamten Assets und damit über dem in 2021 gemessenen Wert von 2%. 50% der Teilnehmer (nach 40% in 2021) ist in Private Equity bereits investiert, wenn auch - wie zu erwarten – in der Regel unterhalb der 10%-Grenze der angelegten Mittel, in Ausnahmefällen aber auch bis zu 15%.

Der Private Debt (und Senior Loans) Bereich ließ wie im Vorjahr etwas Federn. Gut ein Drittel unserer Teilnehmer (wie in 2021) vereinen im Durchschnitt noch 1% nach 2% im Jahr zuvor in ihren Anlagen.

Die Trends, die aus den ermittelten Zahlen herauszulesen sind, sind vor dem Hintergrund des Ukraine-Russland-Konfliktes mit den bereits beschriebenen Auswirkungen zu betrachten.

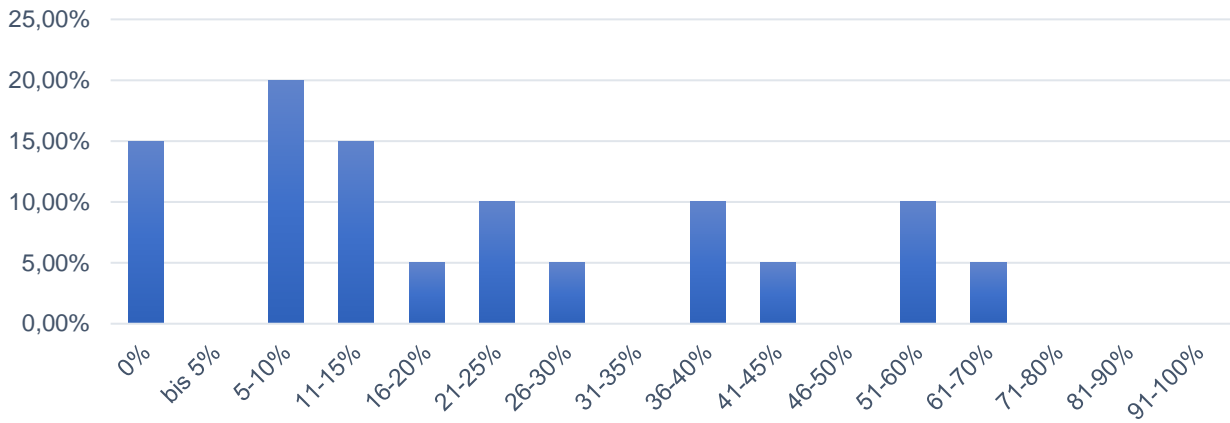
Auffällig ist der markante Rückgang bei Staatsanleihen und Pfandbriefen, die natürlich mit den gefallen Rentenkursen zusammenhängen. Solange die Zentralbanken an ihrer rigiden Zinspolitik mit tendenziell eher nochmal anziehenden oder zumindest stabil hohen Leitzinsen festhalten, wird sich das Bild auch nicht aufhellen. Die hohen Kerninflationen geben den Zentralbanken wenig Spielraum für Zinssenkungsmaßnahmen, sodass von dieser Seite keine kurssteigernden impacts zu erwarten sind.

Die Öffnung hin zu „Alternatives“ ist seit einigen Jahren spürbar. Illiquide Assets haben sich als Stabilisator in institutionellen Gesamtallokation einen festen Platz erkämpft. Dies untermauert auch die 2%-Quote der Investments in „Erneuerbare Energien“. Jeder zweite Teilnehmer nimmt diese Assetklasse bereits aktiv in Anspruch.

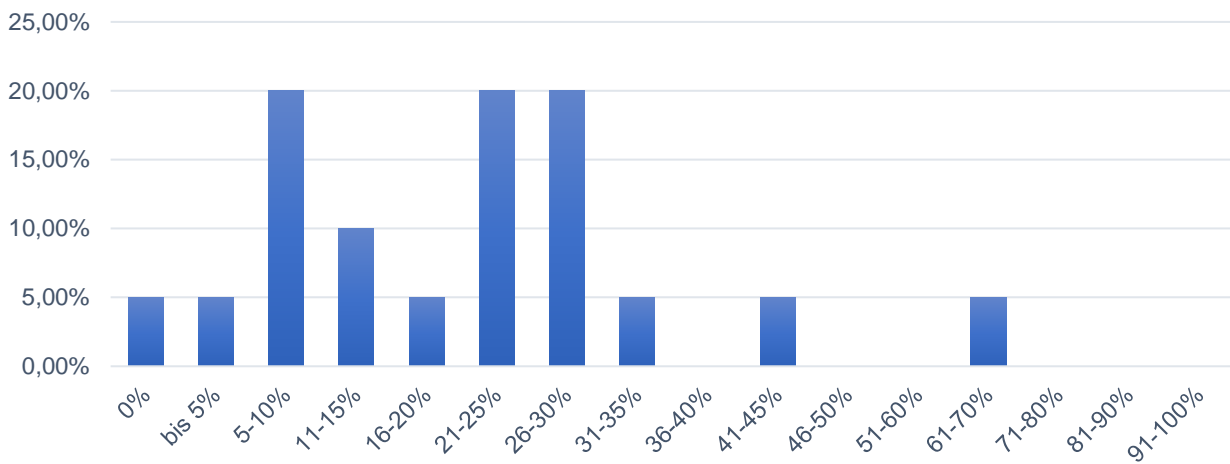
Insgesamt decken Alternatives oder illiquide Assets jetzt 25% (2021: 21%) der gesamt allokierten Gelder bei institutionellen Investoren ab.

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

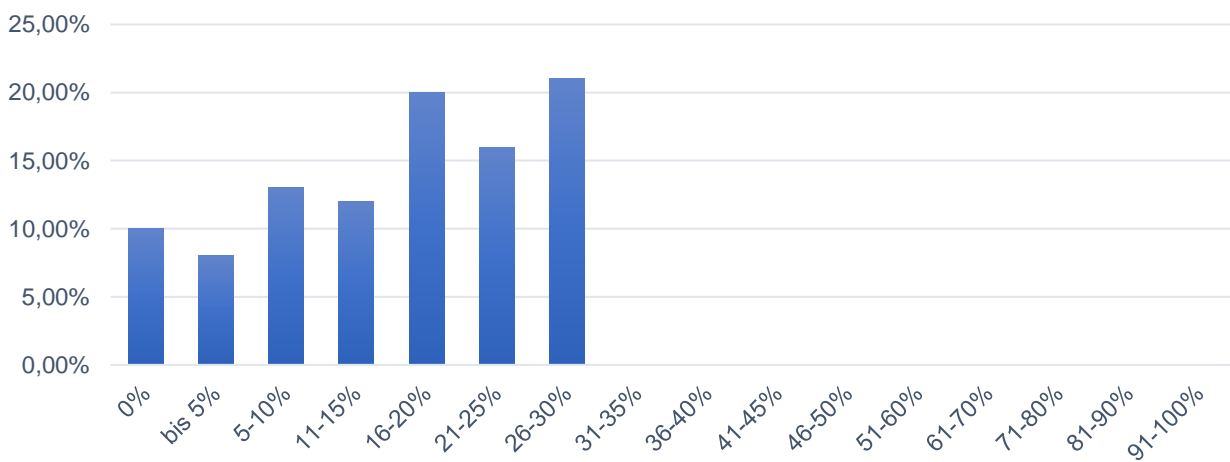
Staatsanleihen + Pfandbriefe



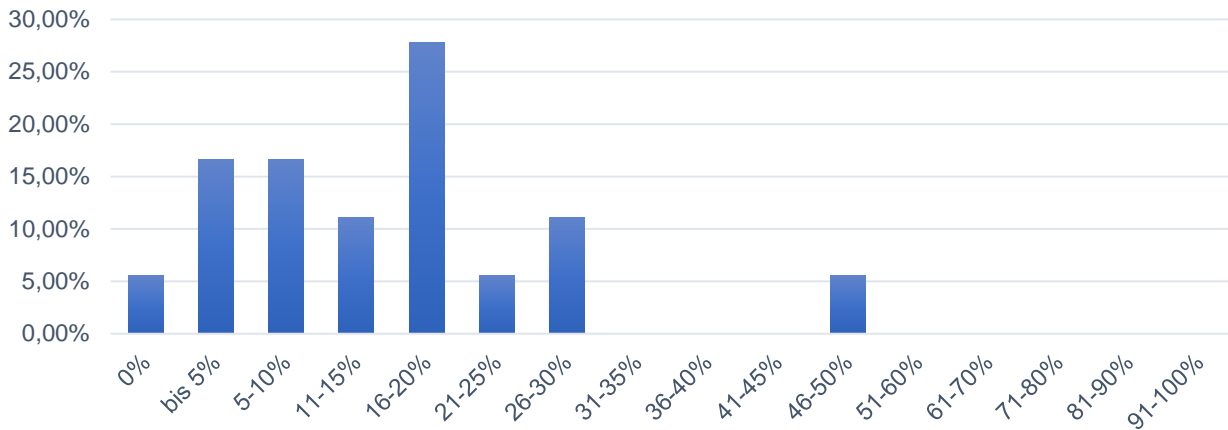
Unternehmensanleihen



Aktien



Immobilien



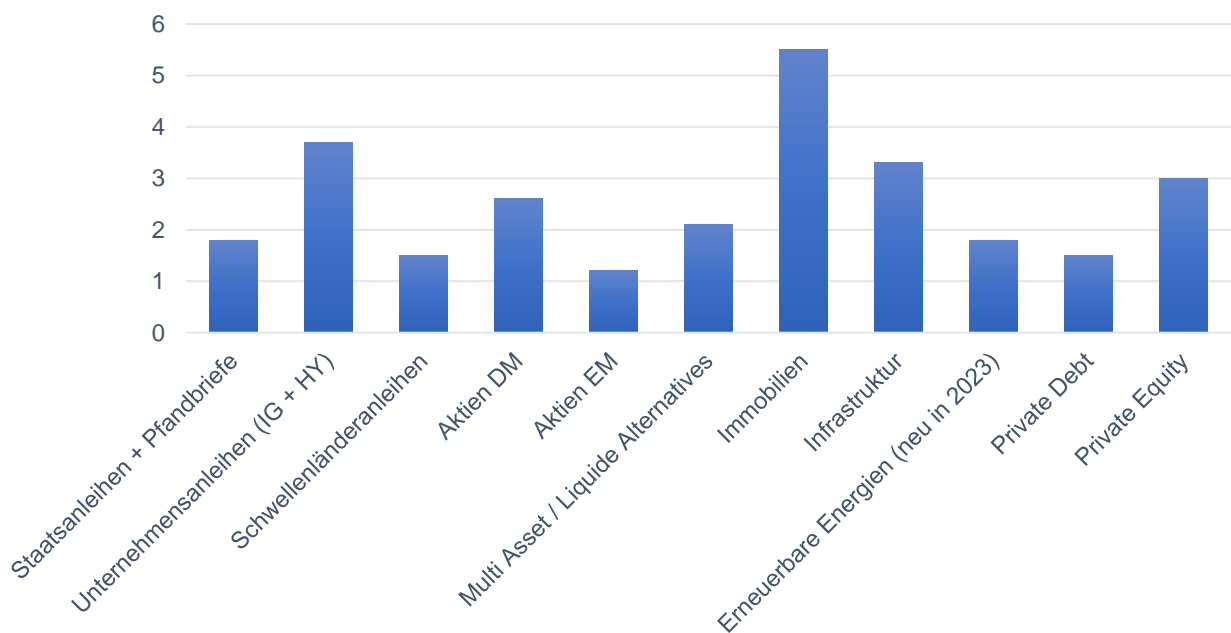
Anzahl der Spezialfonds-Mandate:

a) Hintergrund:

Nicht nur die investierten Mittel, sondern auch die Anzahl der Spezialfondsmandate, bieten über die ermittelten investierten Assets nach ihrer Höhe ein Indiz für die Attraktivität einer Assetklasse. Je spezieller die Assetklasse, desto kleinvolumiger ist meist das investierte Vermögen. Wie in den Jahren zuvor sind wir differenziert nach Assetklassen vorgegangen, auf die wir bereits in dem vorigen Kapitel rekurriert haben. Folgend widmen wir uns der Frage, wie viele Spezialfonds der Anzahl nach in den einzelnen Assetklassen allokiert sind. An dieser Stelle spielen die dahinterstehenden Volumina also keine Rolle. Erfahrungsgemäß investieren auch institutionelle Anleger aus Diversifikationserwägungen heraus eher kleinere Beträge in mehreren illiquiden Assets, während im liquiden Sektor bei zum Beispiel Aktienmandaten größere Volumina angesetzt werden.

b) Grafische Aufbereitung:

Durchschnittliche Anzahl von Mandaten



c) Analyse:

Unterschieden wurde nach den nachfolgend aufgezählten Assetklassen:

Reine Rentenmandate

- Spezialfonds in Staatsanleihen / Pfandbriefen machen der Anzahl gemessen nach im Vergleich zum Jahr 2021 wieder gut 10% (2021: 9%) aller im Rahmen dieser Studie erfassten diskretionären Mandate aus. Im Schnitt verfügte jeder unserer Teilnehmer im Durchschnitt über gut drei (in 2021 zwischen zwei und drei) reine Rentenfonds.
- Nehmen wir die IG Unternehmensanleihen (inklusive HY) hinzu (13% der Spezialfonds), so liegt der Anteil gegenüber dem Jahr zuvor mit zusammen genommen 23% etwas höher als im Vorjahr (gut 19%).
- In reinen EM Anleihen finden sich gut 2% aller hier vertretenen Spezialfonds.
- Nur noch 55% (Vorjahr: 70%) unserer Teilnehmer sind in Staatsanleihen / Pfandbriefen und Unternehmensanleihen (IG / HY) engagiert und knapp jeder zweite Anleger in EM Anleihen.
- Das Engagement in Staatsanleihen hat von Seiten institutioneller Investoren nachgelassen, auch wenn sich die Anzahl der im Schnitt gehaltenen Fonds leicht gesteigert hat. Risikobehaftete und rentierlichere Assetklassen auch im Rentenbereich werden weniger in Anspruch genommen. Tatsächlich hat das Interesse an Renten über alle Anleiheklassen hinweg nachgelassen.

Reine Aktienmandate

- Waren es im letzten Jahr noch 15% der Spezialfonds, das sich rein auf den Aktienbereich konzentrierte, so lag die Quote nun bei ungefähr 10%, was jedem zehnten Spezialfonds entspricht.
- Dabei sind knapp 9% den Aktien DM zuzuordnen; knapp 1% der Mandate sind in Aktien EM angelegt.
- Bei der zuvor ermittelten prozentualen Aufteilung nach Assetklassen hatten wir eine Quote von 16% in Aktien global (DM und EM) festgestellt. Unter dem Strich entfallen auf die einzelnen Aktien-Mandate höhere Volumina als in den Jahren zuvor.
- 70% der Teilnehmer (Vorjahr: 80%) verfügen über reine Aktienmandate in den Developed Markets, in EM Aktien hingegen jetzt knapp 20%.
- Im Durchschnitt sind die Hälfte der Versicherer in Aktien DM engagiert; ansonsten sind annähernd alle Versorgungswerke und Banken und auch die Corporate Pensions in Aktien DM investiert. Dies trifft gleichermaßen auf Family Offices und kirchliche Einrichtungen zu.

Multi Asset / Liquid Alternative (Absolute Return) – Mandate

- Multi Asset werden -ähnlich wie Liquid Alternatives- seit einiger Zeit immer mehr mit dem Absolute Return-Gedanken assoziiert. Balanced Portfolios prägen die Allokation institutioneller Anleger wieder deutlich mehr als in den Jahren zuvor. Das mag mit einer relativen Unzufriedenheit vieler institutioneller Investoren mit der Steuerung ihrer Gesamtallokation mittels Overlay-Mandaten zusammenhängen. Lieber vertraut man einem aktiven Asset Manager wieder die Allokation innerhalb eines juristischen Mandates an. Die unter dieser Rubrik angebotenen Ansätze reichen von klassischen Balanced-Ideen mit einem Schwerpunkt im Rentensektor -dazu bis zu 30% Aktien- bis hin zur Integration von weiteren Assetklassen wie Währungen, Rohstoffe, Infrastruktur, der Beimischung von Immobilienfonds und inzwischen vereinzelt auch von Krypto-Währungen. Letztere können

selbst bei sehr niedrigen Investments zu einer Optimierung der Sharpe Ratio beitragen. Mittels aktiv gemanagter Balanced Portfolios soll damit eine höhere und stabilere Rendite erzielt werden. Heute werden unter Liquid Alternative / Absolute Return primär Ansätze verstanden, die oftmals als Performancetreiber optionsgetriebene Elemente dazu nehmen bzw. mit einem verstärkten Derivateinsatz operieren und hedgefondsartige Anlagestrategien verfolgen – dies jedoch in einem regulierten UCITS-Mantel.

- Nach unserer Umfrage machen Multi Asset -/ Absolute Return Fonds 5% nach 8% im Jahr zuvor aus, rein bezogen auf die Anzahl der Spezialfonds.
- Rund 40% der teilnehmenden Investoren beauftragte entsprechend speziell auf diese Assetklasse ausgerichtete Mandate.

Reine Immobilienmandate

- Auch das krisengeschüttelte Jahr 2022 vermochte die Investments in Immobilien nicht erschüttern. Immobilien-Investments genießen unverändert die Aufmerksamkeit der institutionellen Anleger. Die Assetklasse wird nicht erst seit Ausbruch der Pandemie als Kompensation für das niedrige Zinsniveau betrachtet. Vor dem aktuellen Hintergrund der post-Corona-Zeit und des Anbruchs inflationärer Tendenzen werden auch die Perspektiven dieser Assetklasse differenzierter diskutiert. Das erhöhte Zinsniveau nimmt Immobilien einen Teil ihrer Attraktivität. Der noch in Niedrigzins-Zeiten zu erzielenden Leverage-Effekt entfällt praktisch. Dennoch wird der Bereich Wohnen aufgrund auskömmlich zu erzielender hoher Mieteinnahmen nach wie vor für sehr lukrativ erachtet. Die Attraktivität von Büroimmobilien wird vor dem Hintergrund, dass das Arbeiten aus dem Home Office durchweg reibungslos funktioniert hat und wohl auch Nachwirkungen über den Tag von Corona hinaus zeitigen wird, eher mit Vorsicht bedacht. Umso mehr diversifizieren Immobilienfonds heute in stärkerem Maße weltweit, auch bis in asiatische Regionen.
- Aktuell hat das Zinsniveau auch im Lichte des Russland-Ukraine-Konfliktes spürbar angezogen. Dies wird die Bereitschaft zu Investitionen in den Haus- oder Wohnungsbau eher beschränken. Andererseits wird Wohnraum händeringend gesucht, was die Nachfrage anfährt. Diese im Widerspruch stehenden Antipoden hinterlassen fraglos ihre Spuren. Den kurzfristig zu beobachtenden Abschreibungen auf Immobilien im einstelligen Prozentbereich stehen mittelfristig der attraktive Wohnungsmarkt als Sicherheitspuffer gegenüber; hinzu tritt, dass Immobilien in guten Lagen über die letzten zehn Jahre enorm an Wert hinzugewonnen haben (und ein gewisses Maß an Abschreibungen vertragen können) und dass der ausgetrocknete Neubau-Markt Immobilien weiter als werthaltiges Investment absichert. Wohin sich das Zinslevel noch weiter entwickeln kann, wird in starkem Maße von der Dauer des Konfliktes in der Ukraine und den weitergehenden geopolitischen Folgen abhängen.
- Auch in diesem Jahr verzeichnen wir eine sehr hohe Anzahl an „Reinen Immobilienfonds“ - Mandaten, die bei 30% (2021 bereits bei 22%) aller Spezialfonds unserer Teilnehmer liegt. Diese Messzahl steht im Einklang mit der -wie zuvor analysiert- wieder starken Immobilienquote von 16% im Verhältnis zu den Gesamtassets. 75% der Teilnehmer sind in Real Estate Fonds investiert.

Alternative Investments

- Bei den „Alternativen Investments“ haben wir - von Immobilien abgesehen (siehe vorigen Abschnitt) - zwischen den Sub-Assetklassen Private Equity, Infrastruktur und Loans/Private Debt“ differenziert. 19% und damit fast jedes fünfte Mandat fiel auf eine der drei hier behandelten Assetklassen.

- Jeder zweite Teilnehmer verfügt wie im Vorjahr über einen oder mehrere Fonds in Infrastruktur; bei Private Equity sind 40% der Anleger investiert, bei Private Debt sind es gut ein Viertel der teilnehmenden Investoren.
- Für alle drei Assetklassen gilt, dass die meisten Anleger -wenn sie einmal investiert sind- dann auch in mehrere Fonds (teils im zweistelligen Mio. €-Bereich) investieren.
- Die stabil hohe Anzahl an Fonds im Bereich der Alternativen Anlagen korreliert mit dem relativ stabilen Volumen von jetzt ca. 7% (gegenüber 8% im Vorjahr) im Verhältnis zu den Gesamtassets.

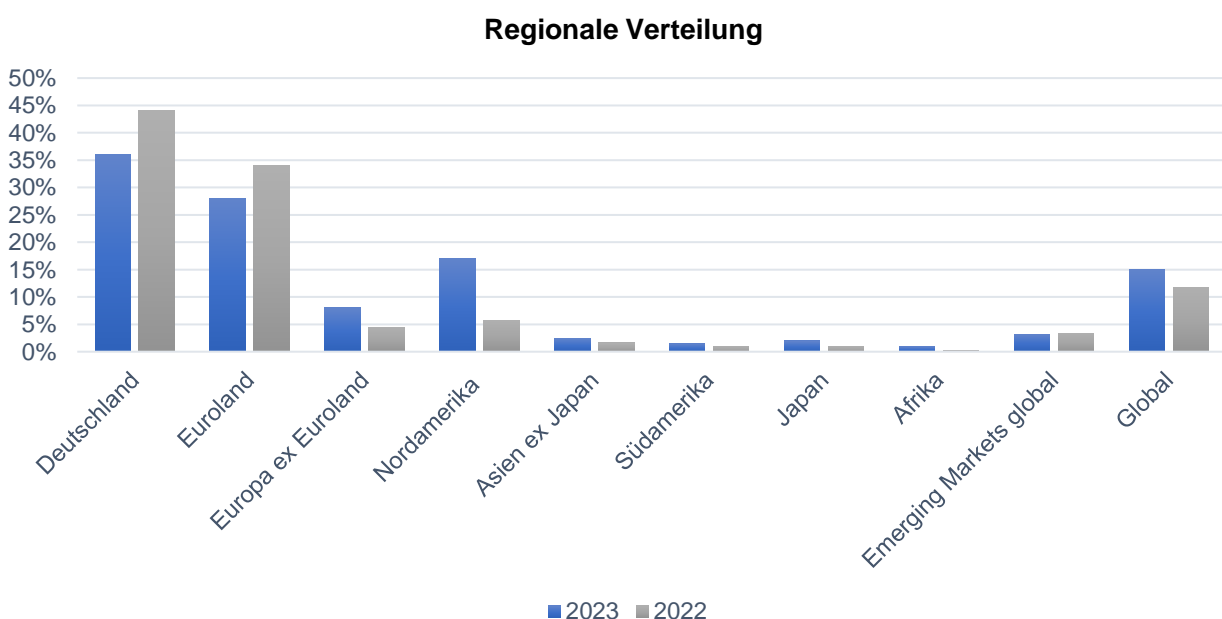
In Kapitel 5 werden wir später beleuchten, welche Anlageklassen die einzelnen Anlegergruppen künftig bevorzugen.

Regionale Verteilung:

a) Hintergrund:

- In dem hier folgenden Kapitel wird untersucht, wie sich die Assets der Teilnehmer „regional“ verteilen.
- Wir haben dabei die grundsätzliche regionale Verteilung (in Prozentpunkten gerechnet) der in Spezialfonds investierten Gelder in den Mittelpunkt gestellt und nicht nochmal nach Assetklassen differenziert.
- Im letzten Jahr 2021 dominierten mit 44% der Gelder „Deutschland“ und mit 34% „Euroland“. „Nord-Amerika“ (6%) und „Europa ex Euroland“ folgten mit 5%. „Global“ gaben 12% an.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Deutschland

- Das Jahr 2022 hat nicht nur an den Märkten für Verunsicherung und zum Teil erheblichen Kursverlusten geführt, sondern hat sich auch auf die regionale Allokation der institutionellen Anleger ausgewirkt. Waren es im Vorjahr (2021) noch 44% der Gelder, die in Deutschland angelegt wurden, so entschieden sich jetzt die Investoren, nur noch 36% in deutsche Titel zu allokierten. Dieser Wert vergleicht sich ungefähr mit dem Vorjahreswert aus 2020 mit ca. einem Drittel Deutschland-Exposure. Das gilt aus unseren Erfahrungen heraus assetklassenübergreifend.
- Je nach Anlegergruppe fallen die Schwergewichte unterschiedlich aus. Größere Adressen verfügen in der Regel über eine stärkere Gewichtung in Euroland oder Europa ex Euroland. Daran hat sich im Vergleich zum Vorjahr nichts geändert. Dies gilt für eine Reihe von Versicherern, die an unserer Umfrage teilgenommen haben; sie sind aber wie im Vorjahr genauso wie die Banken auch stark in deutschen Wertpapieren investiert. Im Schnitt sind Versicherer mit 10% bis 25% in deutschen Titeln investiert, in der Spitze mit bis zu 50%.
- Einige Banken liegen mit ihren Deutschland-Investitionen bei über 80%. Versorgungswerke legen um die 25% in deutschen Werten an.
- Im Bereich um die 30%, also einem Drittel ihrer Gelder, haben Family Offices, SGB IV-Anleger und Kirchen ihren Deutschland-Fokus ausgerichtet.

Euroland

- Der Euroland-Anteil in den institutionellen Portfolien hat sich mit 28% etwas unter dem Vorjahreswert (34%) eingependelt. Vor fünf Jahren lag die Quote ebenfalls unterhalb der 30%-Grenze (27,5%).
- Praktisch alle institutionellen Anlegergruppierungen sind stark in Euroland investiert. Bei einzelnen Anlegern finden sich Anteilsgewichtungen von bis zu 60% im Euroland-Raum.
- Versicherer bilden mit einem Eurolandanteil von bis zu 60% die Spitze. Kreditinstitute liegen in der Spitze bei 40% Anteil in Euroland, am unteren Ende bei 5%. Um die 25% bis 35% legen auch Versorgungswerke, Family Offices um die 25% in dieser Region an; SGB IV Anleger als klassische Rentenanleger diversifizieren gerade in Euroland als Alternative zu Deutschland, in der Spitze vereinzelt mit bis zu 60%.
- Kirchliche Einrichtungen bewegen bis zu 15% in Euroland-Investments in ihren Portfolien.

Europa ex Euroland

- Deutlich oberhalb dem Vorjahreswert (4,5%) sind deutsche institutionelle Anleger im Europa ex Euroland-Markt mit jetzt wieder 8% investiert. Dieser Region kommt gerade im Vergleich zu Euroland eine deutlich geringere Bedeutung zu.
- Mit Ausnahme des einen oder anderen SGB IV-Investors sind in dieser Region alle teilnehmenden Investoren engagiert.
- Der Großteil der Versicherer, Banken, Vorsorgeeinrichtungen und Family Offices investiert einstellige Prozentquoten in Europa ex Euroland; teilweise liegt die Quote auch einmal bei bis zu 15%.

Nord- und Südamerika

- Größter Profiteur der Verunsicherung aus dem Jahr 2022 heraus ist die Region Nord-Amerika. Über alle Anlegergruppen hinweg stieg der Anteil von im Vorjahr 5,7% auf aktuell 16%. Anlagen in Süd-Amerika haben sich von 1% auf aktuell 1,5% leicht erhöht.
- 85% der Teilnehmer verfügen über Investments in Nordamerika, etwa 60% über solche in Südamerika.
- Insbesondere Nordamerika ist für viele Investoren nicht zuletzt aufgrund der immer noch höheren Zinsen von Interesse. Allerdings ist das Währungsrisiko \$ vs. € einzukalkulieren, das den Zinsvorteil schnell zu Nichte macht; und ein Währungs-Hedge frisst die nominale Mehrperformance in der Regel auf.
- Institutionelle Investoren von Versicherungsunternehmen über Versorgungswerke sind im Schnitt mit bis zu 25% investiert, Family Offices und auch Banken, aber auch Kirchen mit um die 50% ihrer Spezialfondsgelder. Die zuvor genannten Anlegergruppen legen auch in Süd-Amerika Mittel an, allerdings wie im Jahr 2021 im einstelligen Prozentbereich.

Emerging Markets Global

- Anlagen in den Emerging Markets lagen im letzten Jahr bei genau 3,4% der Assets. Die Quote hat sich marginal auf 3,2% vermindert.
- Versicherer und Banken sind bis zu 10% in den EM investiert; bei Family Offices liegt die Quote im einstelligen Prozentbereich, bei Kirchen auch über 10%.
- Zwei Drittel unserer Teilnehmer verfügen über Investments in den Emerging Markets.
- Man darf nicht außer Acht lassen, dass die Emerging Markets nach wie vor stark an den Entwicklungen in den USA hängen. Ein stärkerer Dollar bei höheren US-Zinssätzen hat in der Vergangenheit teilweise zu massiven Geldströmen aus den EM in die USA geführt.

Übrige Regionen

- Um die 75% der institutionellen Anleger verfügen über Investments in Japan oder Asien ex Japan, allerdings in keinem Fall im zweistelligen Prozentbereich.
- Die Quote japanischer Investments hat sich von im Vorjahr 1% auf knapp 2% erhöht. Asien ex Japan bewegt sich mit jetzt 2,5% gegenüber 1,6% fast ein Prozent über dem Vorjahres-Level.
- Anlagen in Afrika fristen mit jetzt 1% (Vorjahr: 0,3%) immer noch ein Nischendasein. Jedoch gaben immerhin fast 40% unserer Anleger an, in Afrika aktiv zu investieren.

4.2 Nachhaltigkeit der Kapitalanlagen

a) Hintergrund:

Die Berücksichtigung von „Nachhaltigkeit / ESG“ in Investment-Fonds ist nicht erst seit gestern ein akutes Thema. In den letzten Jahren hat die Thematik an Dynamik gewonnen und zwar weit vor dem Beginn der Corona-Krise, die der weiteren positiven Entwicklung von ESG in Portfolien auch keinen Abbruch tun konnte. Seit vier Jahren räumen wir Nachhaltigkeit in der Spezialfondsmarkt-Studie bereits ein gesondertes Kapitel ein.

Wenn wir von einer positiven Entwicklung von ESG sprechen, so müssen wir an der Stelle aber auch konzedieren, dass nicht alles Gold ist, was glänzt. Einen „Goldstandard ESG“ in dem Sinne gibt es nämlich

noch nicht. Das ist besonders deutlich geworden vor dem aktuellen Hintergrund der „European Green Bond Standards“. Am 28. Februar 2023 wurde zwischen der Europäischen Kommission und den EU-Mitgliedstaaten eine vorläufige Einigung über die Verordnung zur Einrichtung eines European Green Bond Standards gefunden. Vorbehaltlich der formellen Verabschiedung durch das Europäische Parlament wurden konkrete Anforderungen an Anleihe-Emittenten von Green Bonds formuliert. Beispiel: Green Bond Anleihe-Emittenten müssen mindestens 85% der durch die Begebung der Anleihe eingenommenen Gelder in wirtschaftliche Aktivitäten investieren, die den Anforderungen der EU Taxonomie entsprechen.

Ob diese Verordnung am Ende der allein gültige Standard sein wird, ist jedoch noch nicht ausgemacht. Schließlich existieren bereits etablierte Regelwerke wie die Green Bond Principles der ICMA (International Capital Markets Association).

Die Diskussion um die Green Bond Standards bildet nur ein Beispiel um viele Fragen zur Legaldefinition des Begriffs Nachhaltigkeit und der Umsetzung in Investment-Fonds. Jedenfalls zeigen diese Tendenzen auf, dass die Behandlung und insbesondere die Integration von Nachhaltigkeit im Fondsmanagement „fortlaufend im Fluss ist“; dies gilt heute umso mehr.

So wurden bei der Beurteilung sog. Ausschlusskriterien in Bezug auf Unternehmen oder Staaten, inwieweit diese als nachhaltig einzustufen sind oder nicht, Ermessensspielräume aufgemacht. Nichtsdestotrotz schienen gewisse „Ausschlüsse“ doch in Stein gemeißelt, also ohne Interpretationsspielraum. Dazu gehört sicher die Atomenergie. Dass diese Sparte -von der EU abgesegnet- künftig als ESG-konform gilt, ist nicht nur für die meisten Investoren ein Affront. Natürlich gibt es immer auch Argumente, warum eine alternative Betrachtung legitim sein kann, so etwa, dass Atomstrom im Gegensatz zu Öl oder Gas keine Treibhausemissionen hervorruft und insofern „sauber“ ist. Die jüngste Diskussion in Deutschland um das Abschalten der letzten drei Atommeiler zu Mitte April 2023 machte die unterschiedlichen Auffassungen nochmal sehr deutlich.

Vor dem Hintergrund des enormen Gefahrenpotentials von Atomenergie ist diese „Neubewertung“ - zudem von offizieller Instanz und Seite - aber schlechterdings schwer nachvollziehbar und erscheint geradezu abstrus. Zwei Folgebetrachtungen sind interessant: zum einen scheint sich die Terminologie der Nachhaltigkeit vor dem Hintergrund des Zeitgeistes in der Tat „im Fluss“ zu befinden; zum anderen aber lassen sich insbesondere viele institutionelle Investoren von diesem Umdenkungsprozess wenig beeindruckt und deklinieren mit ihren Spezialfondsmanagern ihre eigenes Nachhaltigkeitsraster, das von den Fondsmanagern zu beachten ist.

Selbst gestandene Profis aus dem Fondsmanagement sinnieren inzwischen auch vor dem Hintergrund des Ukraine-Konfliktes, ob man dem Thema „Waffen (-produktion)“ als Abwehrinstrument nicht auch einen nachhaltigen Stempel aufdrücken könne.

Auch die aktuellen Rückzugsgefechte der Asset Management-Branche in Bezug auf die Klassifizierung gem. Art. 9 der Offenlegungs-Verordnung verdeutlicht das Dickicht und die Verunsicherung um transparent nachvollziehbare Regulierungen, was letztlich unter Investitionen zu verstehen sein soll, die einen Beitrag zu sozialen und ökologischen Zielen beisteuern sollen. Nachdem durchsickerte, dass die EU-Kommission für die nach Art. 9 klassifizierten Fonds eine 100%-ig nachhaltige Investition für notwendig erachtet, zog ein Großteil der Branche bereits nach Art.9 eingestufte Fonds zurück und ließ diese auf der niedrigeren Stufe nach Art.8 einstufen. Greenwashing hin oder her: mit solchen Extremforderungen ist weder der Branche noch den nachhaltigen Investitionsbeiträgen geholfen.

Den Teilnehmern stellten wir zu diesem Komplex drei Fragen:

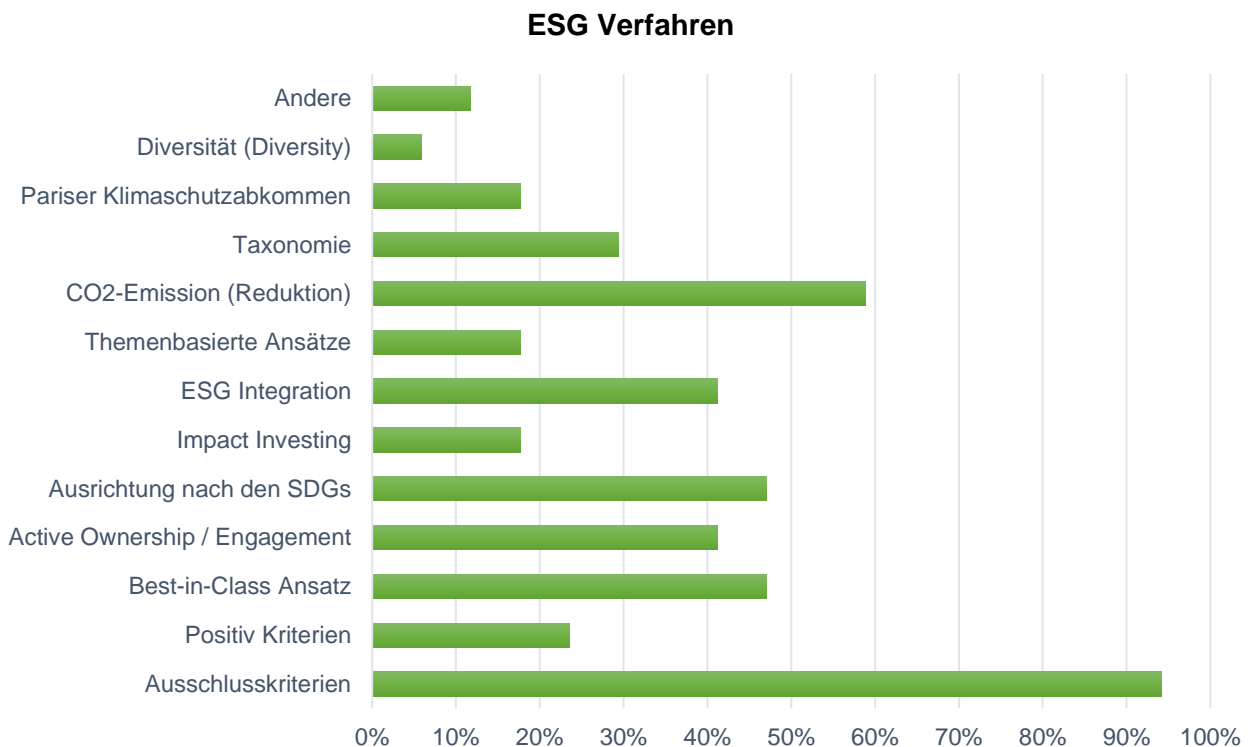
- Welche Nachhaltigkeitsverfahren favorisiert Ihr Haus bzw. ihre Asset Manager?
- Wie viel Prozent der Kapitalanlagen werden (über alle Assetklassen hinweg) nachhaltig gemanagt?
- In welchen Assetklassen kommen Nachhaltigkeitskriterien zum Tragen?

Nachhaltigkeitsverfahren:

Aufgrund der enormen Dynamik in den letzten Jahren haben sich bis heute um die zehn Nachhaltigkeitsverfahren etabliert, nach denen Unternehmen, aber auch Länder, auf Nachhaltigkeit hin untersucht werden. In diesem Jahr haben wir erstmals drei neue Ansätze ergänzt und zwar die Beachtung des Pariser Klimaschutzabkommens, die Beachtung der Taxonomie sowie Diversität:

- Ausschlusskriterien (z.B. nach Negativkriterien wie Waffenproduktion)
- Positive Kriterien (z.B. positive Beiträge durch Unternehmen zum Umweltschutz)
- Best-in-Class-Ansatz (Auswahl von Unternehmen einer Branche mit z.B. den besten ökologischen oder sozialen Leistungen)
- Active Ownership / Engagement (d.h., die Überzeugung von Unternehmen zu nachhaltigem Verhalten durch den direkten Dialog zu stärken)
- Impact Investing (gezielte Investitionen in Unternehmen mit dem Ziel, positive Auswirkungen auf die Umwelt zu erzielen)
- ESG Integration (systematische Beachtung von Umwelt-, Sozial - oder Governance-Aspekten)
- Themenbasierte Ansätze (bewusste Investments in z.B. klimafreundliche Technologien oder Mikrofinanz)
- Pariser Klimaschutzabkommen
- Taxonomie
- Diversität

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

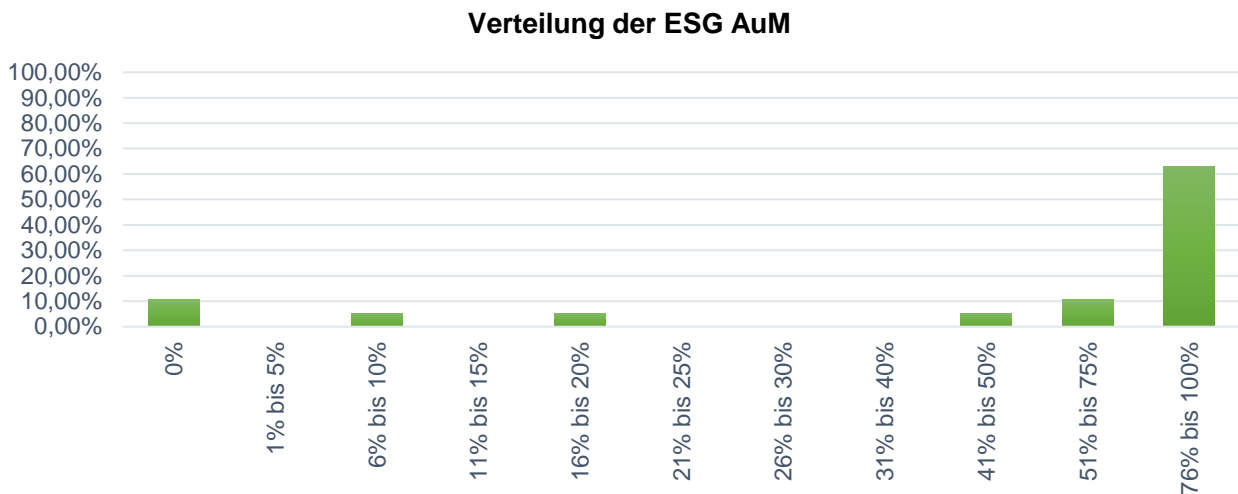
- Die Definition von Ausschlusskriterien ist nach wie vor das Verfahren, das am leichtesten und transparent nachvollzogen werden kann. So verwundert nicht, nach bereits im letzten Jahr 95% der Teilnehmer, die das Ausschlussverfahren präferieren, in der aktuellen Studie auch wieder 94% in diesem Ansatz die eindeutige Präferenz sehen. Daran ändert auch die eingangs dieses Kapitels analysierte Diskussion nichts, inwieweit bestimmte bislang als eindeutig nicht nachhaltig eingestufte Felder plötzlich einen ESG-Status erhalten sollen. Ausgeschlossen aus dem Anlageuniversum werden bei diesem Verfahren sowohl nicht ESG-konforme Unternehmen wie auch Länder, in denen z.B. ein hoher Grad an Korruption nachweisbar gemessen wird. Hierzu bedient man sich renommierter Index-Anbieter wie MSCI mit dem „World ESG Index“.
- Gut zu beurteilen ist auch das Pendant zu den Ausschlüssen, nämlich die „Positiv-Kriterien“. Mit aktuell 24% der teilnehmenden Investoren greifen jetzt im Vergleich zum Vorjahr (2021 mit 40%) deutlich weniger Institutionelle auf dieses Verfahren zurück.
- Annähernd 60% unserer Teilnehmer griffen im Jahr zuvor auf das „ESG Integrations-Verfahren“ zu, das die Orientierung anhand von Regelwerken zur ESG Integration sucht. Aktuell sind es nur noch gut 40%.
- Im letzten Jahr stellten wir ein geringeres Interesse an aktiveren ESG-Ansätzen im Sinne eines „Active Ownerships oder Engagements“ fest (15%), bei denen die Asset Manager direkt mit den Unternehmen über eine Verbesserung z.B. ihrer CO₂-Bilanz sprechen. Aktuell zeigt die Tendenz genau in die andere Richtung. 41% unserer Teilnehmer zeigen nun Interesse an diesem aktiven Engagement der Asset Manager, die Unternehmen zu einer Optimierung ihrer ESG-Bilanz anzuregen.
- Impact Investing: Die seit dem 10. März 2021 in Kraft getretene EU - OffenlegungsVO verpflichtet Vermögensverwalter, aber auch Versicherer und andere Finanzdienstleister, die Anleger über Nachhaltigkeitsrisiken aus den Bereichen Umwelt, Soziales oder Unternehmensführung (ESG) zu informieren. Unter Art. 8 der Verordnung fallen Produkte, die grob gesprochen ESG-Merkmale in dem Fonds berücksichtigen; auf Seiten der Fondsbranche selbst besteht eine klare Tendenz dahin, einen Teil oder auch optimalerweise die gesamte Produktpalette Art. 8 - fähig auszurichten.

Art. 9 - fähig sind solche Produkte, die „nachhaltige Investitionen“ oder „Impact Investing“ aktiv verfolgen – im Gegensatz zum „Engagement“, das wie gesehen deutlich an Dynamik erfahren hat, stößt das Impact Investing mit nur 18% (2021: 20%) der Anleger nach wie vor auf wenig Gegenliebe, Spezialfonds mit dieser Ausrichtung im ESG-Bereich zu managen. Die in dem vorigen Abschnitt „Hintergrund“ gemachten kritischen Anmerkungen zu den Problemen bei der Klassifizierung nach Art. 8 oder 9 der Offenlegungs-Verordnung tragen sicher ihren Teil zu diesem enttäuschend niedrigen Ergebnis bei.
- Das sog. „Proxy Voting“ oder auch die direkte aktive Wahrnehmung der Stimmrechte auf den Hauptversammlungen der Aktiengesellschaften durch den Asset Manager selbst gehört wie das Engagement und das Impact Investing in die Kategorie der aktiven Kommunikation mit den investierten Unternehmen, ihre Politik nachhaltiger auszurichten. Beim „Proxy“ Voting übernimmt ein Stellvertreter bzw. professioneller Drittanbieter die Wahrnehmung und Ausübung der Stimmrechte. Ein immer größerer Teil der Manager hat sich dem Grundsatz verschrieben, mittels der Stimmrechtsausübung insbesondere bei Fragen der Governance (u.a. Bezahlung der Aufsichtsrats- und Vorstandsmitglieder) mehr aktiven Einfluss zu nehmen.
- Die Regulierung rund um die „Taxonomie“ ist für immerhin knapp ein Drittel der Investoren interessant, auch wenn die sechs Ziele der Taxonomie noch nicht final dekliniert sind. Das Pariser Klimaschutzabkommen gilt für 18% der Teilnehmer als Leitfaden, während das Thema um die Diversität praktisch noch keinen positiven Widerhall findet (1%).

Nachhaltige Kapitalanlagen (in Prozent der Gesamtanlagen):

- Zunächst wollten wir von den Investoren erfahren, wie viel Prozent ihrer gesamten Assets nach Kriterien gemäß ESG von ihren Managern verwaltet werden, und dies völlig unabhängig von der Betrachtung einzelner Assetklassen.
- Die Teilnehmer konnten dabei angeben, dass sie keinerlei Anlagen nach Nachhaltigkeitsaspekten managen lassen und -soweit sie dies tun- (was der Regelfall war), in welchen Spannbreiten, beginnend mit 1% bis 5%, dann 5% bis 10% usw. bis zu der höchsten Stufe 75% bis 100%.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Selbst in dem schwierigen Umfeld des Jahres 2022 wurde den Investitionen in Nachhaltigkeit im Rahmen der Spezialfonds noch einmal mehr Aufmerksamkeit geschenkt als im Jahr 2021. Waren es vor einem Jahr noch 35% und damit jeder dritte Teilnehmer, der von seinem Manager die Berücksichtigung von Nachhaltigkeit im niedrigen prozentualen Bereich von bis zu 25% einforderte, so stellen wir in diesem Jahr eine klare Verschiebung der Balken nach rechts fest. Nur noch jeder vierte Teilnehmer verfügt über niedrige ESG-Anteile in seinen Spezialfonds von bis zu 25%.
- Es dominiert die Antipode auf der rechten Seite des Balkendiagramms. Im letzten Jahr gaben noch 15% der Teilnehmer eine ESG Investitionsquote zwischen 51% und 75% an. Weitere 37% waren im letzten Jahr zwischen 75% und 100% ihrer Anlagen im ESG Bereich investiert.
- Summa summarum liegen in diesem Jahr 74% oder drei Viertel der Teilnehmer bei ESG Anteilen oberhalb 50%. Ganze 63% und damit praktisch zwei von drei Anlegern halten über 75% ihrer Investments in ESG relevanten Assets.
- Nach wie vor 11% (wie im Jahr 2021) der Teilnehmer lassen ihre Fonds ohne jedwede ESG-Quoten managen. Im Gegensatz zu der Vorjahresverteilung sind es in diesem Jahr nur wenige (z. 5% der Anleger jeweils in den Bereichen 6% bis 10% bzw. 16% bis 20%) Investoren, die im niedrigen Prozentbereich (bis 35% der Gesamtassets) ESG-Anlagen vorhalten.
- Dieser positive Ausschlag der vorgegebenen höheren Prozent-Korridore ab 50% ESG-Anteilen spricht für eine eindeutige Stabilisierung der Integration von Nachhaltigkeit innerhalb der Spezialfonds. Die Dynamik hin zu einer stärkeren Berücksichtigung von ESG

ist ungebrochen. ESG im Portfoliomanagement wird immer mehr zum Commodity; daran führt auch für die Asset Management - Branche kein Weg vorbei.

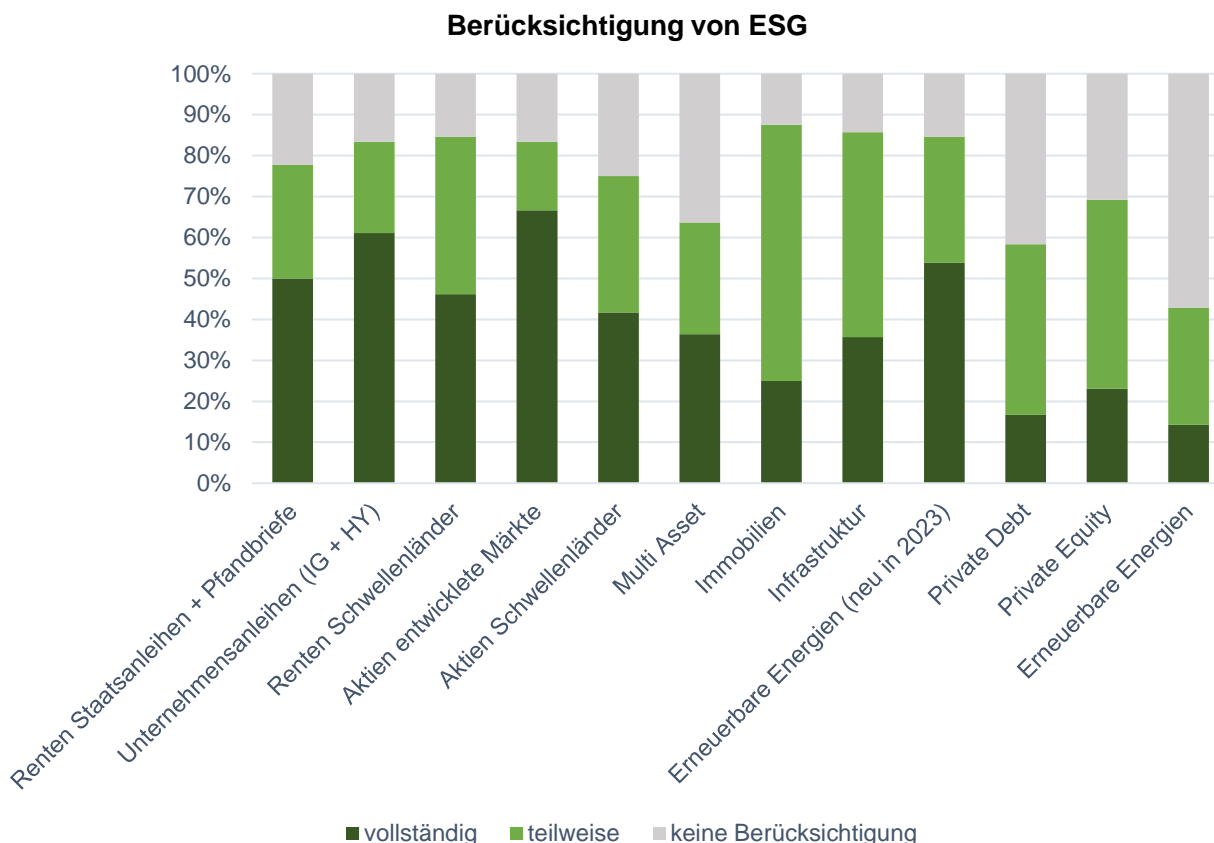
- Werfen wir einen Blick auf die einzelnen Anlegergruppen, so stechen Kirchen, Banken, Versicherer, Corporate Pensions sowie Versorgungswerke als diejenigen Teilnehmer hervor, die - natürlich auch durch die Regulatorik getrieben - ESG am meisten Bedeutung beimessen, meist in der höchsten Stufe (76% bis 100% ESG-Anteile). Einige SGB IV-Anleger haben in ihren Portfolien noch gar keine ESG-Anforderungen formuliert respektive umgesetzt. Dies wird sich mit der Umsetzung des 8.ÄnderungsG zum SGB IV sicher absehbar ändern. Family Offices liegen im mittleren Bereich um die 50% ihrer Assets, in denen Nachhaltigkeit konkret in den Portfolien umgesetzt wird.

Nachhaltigkeitskriterien und Assetklassen:

Die verstärkte Diversifikation der Assets auch zu illiquiden Assetklassen ist wie zuvor bereits gesehen bei allen institutionellen Anlegern auch seit Ausbruch der Corona-Krise und insbesondere in dem volatilen und vom Ukraine-Russland-Krieg dominierten Jahr 2022 weiter vorangeschritten. Aus diesem Grunde versuchten wir herauszufiltern, inwieweit ESG bei den unterschiedlichen liquiden wie illiquiden Assets eine Rolle spielt.

- Zur Auswahl gestellt haben wir sechs liquide (wie Renten und Aktien DM oder Renten und Aktien EM) und vier illiquide Assetklassen (wie Immobilien, Infrastruktur und Private Equity).
- Die Teilnehmer konnten ihr Kreuz in vier Kategorien machen; soweit sie in einer Assetklasse ESG Kriterien berücksichtigen, haben wir nochmal nach den Kategorien „vollständig“ und „teilweise“ (Berücksichtigung von ESG) differenziert.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Vorneweg sei gesagt, dass die Berücksichtigung von ESG über die einzelnen Assetklassen betrachtet beträchtlich zugenommen hat; auffällig ist, dass in der Kategorie „vollständige“ (Berücksichtigung von ESG) teilweise Quantensprünge im Abgleich zu den Zahlen aus 2021 zu verzeichnen waren.
- Im letzten Jahr hatten wir noch resümiert, dass die Integration von ESG in den Mandaten keineswegs eine Einbahnstraße sei. Betrachten wir uns jetzt im Jahr 2022 die ESG-Ausprägung in den einzelnen Assetklassen, so spiegeln die Ergebnisse diese durchaus kritische Vorjahresbetrachtung kaum noch wider.
- Über alle angebotenen Assetklassen hinweg fiel auf, dass die Quote der Teilnehmer, die „keine (ESG-) Berücksichtigung“ ankreuzten, bei einzelnen Assetklassen gegenüber dem Vorjahr spürbar nachgelassen hat.
- Unterschieden wurde zwischen den drei ESG - Investitionsstufen „vollständig / teilweise / keine Berücksichtigung“.
- Wie im Jahr 2021 gaben 80% unserer Teilnehmer an, in der Assetklasse Renten DM (Staatsanleihen / Pfandbriefe) sämtliche oder Teile ihrer Assets im Sinne der Nachhaltigkeit managen zu lassen. Die Kategorie „vollständig“ kreuzten aktuell 50% nach 33% im Vorjahr an.
- Waren es bei den Unternehmensanleihen letztes Jahr noch 27%, die ESG praktisch unberücksichtigt ließen, so ging diese Quote jetzt auf 17% zurück. Ganze 61% der Anleger berücksichtigen ESG „vollständig“; die Zahl lag im Jahr zuvor bei gerade 22%!
- Auffällig ist bei den „Renten EM“, dass die Quote der Integration von ESG von 30% im Vorjahr auf jetzt 46% anstieg. Nur 15% lassen ESG bei EM Renten gänzlich unberücksichtigt.
- Etwa 84% der Investoren lassen auch ihre Aktienmandate (Developed Markets) ganz (67%!) oder zum Teil unter Berücksichtigung von Nachhaltigkeit managen.
- Auch steigt die ESG-Berücksichtigungs-Quote bei „Aktien EM“ von annähernd 60% (2021) auf jetzt 75% der Anleger, davon alleine 42% in der Einstufung „vollständig“.
- Noch positiver als im Jahr zuvor fällt die Entwicklung bei den Immobilien aus. Gaben im Vorjahr bereits 86% der Teilnehmer an, dass beim Management ihrer Immobilien (-fonds) auf Nachhaltigkeit geachtet wird, so sind es aktuell über 88%. Aspekte sind im Bereich Real Estate auch soziale Fragen nach familienfreundlichen Lagen (mit ÖPNV-Anschluss etc.) genauso wie nach dem Wasser- und Stromverbrauch bzw. die Kontrolle der Verbrauchswerte.
- Wie im Rahmen der Gesamtallokation gesehen, werden Infrastruktur-Investments weiterhin als interessante Assetklasse für institutionelle Investoren angesehen (mit konstant 3% der Assets). Auch bei Infrastruktur wird Nachhaltigkeit immer mehr zum integralen Bestandteil der Anlagepolitik. Alleine vor dem klimapolitischen Hintergrund nehmen Solarenergie oder auch Biomasse einen immer höheren Stellenwert ein. So ist es gut nachvollziehbar, dass nach hohen 70% im Jahr zuvor jetzt wieder 86% der Investoren bei ihren Anlagen im Bereich Infrastruktur vollständig oder zumindest teilweise auf Nachhaltigkeit achten; was man in dieser speziellen Assetklasse als Stabilisierung auf sehr hohem Niveau bewerten darf.
- Über die einzelnen Investorengruppen hinweg fällt auf, dass wie schon angedeutet SGB IV-Anleger noch nicht so stark auf ESG-Aspekte achten; Versicherer, Banken sowie Versorgungswerke und auch Corporate Pensions zeigen einen sehr hohen ESG Integrationsgrad in ihren Spezialfonds auf; Family Offices kreuzten bei einigen Assetklassen auch „teilweise“ an. Die Einbeziehung von Nachhaltigkeit hat erfreulicherweise auch den Bereich der Emerging Markets, Aktien wie auch Renten, erfasst.

4.3 Anteil der aktiv/passiv gemanagten Mandate

a) Hintergrund:

Das Kapitalmarktumfeld im Jahr 2022 hat eher aktiven Managementansätzen in die Karten gespielt.

Auch die Situation um den Ukraine-Krieg und auch die politischen Auseinandersetzungen rund um Taiwan und China motivieren institutionelle Investoren einmal mehr, aktive Ansätze gegenüber indexbasierten Modellen vorzuziehen.

Insbesondere in Zeiten volatiler Kapitalmärkte wie im Moment keimt die Diskussion über die Vor- oder Nachteile von aktiven versus passiven Asset Management-Ansätzen immer wieder auf.

Von entscheidender Bedeutung ist dabei die Beantwortung der Frage, wie viele „aktive“ Manager tatsächlich in der Lage waren, Risiko aus dem Portfolio zu nehmen und so zum einen die Benchmark zu schlagen, zum anderen aber und noch viel entscheidender, die Verluste zugunsten des Anlegers in vernünftigen Grenzen zu halten. Ob dies durch den Einsatz derivativer Instrumente gelang oder indem rechtzeitig Cash-Positionen eingegangen wurden, ist für den institutionellen Anleger zunächst zweitrangig, solange sich der Asset Manager an die vereinbarte Strategie gehalten hat.

Die letzten von der Corona-Pandemie gezeichneten Jahre haben den Beweis angetreten, dass ein aktives Gegensteuern in der Schwächephase März bis Mai 2020 oder auch ganz aktuell in der herausfordernden Ukraine-Russland-Krise sehr wohl größere Verluste auszuhebeln vermochte. Ein Teil der Lösung konnte auch wie bereits geschildert darin liegen, Positionen abzubauen und Cash aufzubauen und diese mit dem richtigen Timing wieder zum Einsatz zu bringen. Inwieweit aktive Ansätze dann aber auch den Mut hatten, ab Mai bzw. spätestens Mitte 2020 wieder in den Aktienmarkt einzutreten und den V-artigen Kursanstieg mitzumachen, steht auf einem anderen Blatt. Spätestens ab Juli 2020 konnten passiv ausgerichtete Mandate eher gewinnen, zweierlei vorausgesetzt; zum einen, dass der Investor über die Zeit investiert blieb und zum anderen, dass die Branchenallokation stimmig war. Festzuhalten bleibt, dass eine Reihe von Overlay-Management-Mandaten den sehr kurzfristigen und spontanen Marktbewegungen wenig entgegenzusetzen hatten.

Im Jahr 2022 konnte es passiven Strategien kaum gelingen, sich dem korreliert praktisch über alle Assetklassen hinweg geltenden Abwärtssog zu entziehen. Dies führte in der institutionellen Ausrichtung auch dazu, dass sich – wie wir noch sehen werden – die Engagements in passiven Strategien gegenüber dem Vorjahr vermindert haben.

In volatilen Zeiten wie den aktuellen gilt bei der Gegenüberstellung aktiver vs. passiver Ansätze der Blick auf die Fondsmanagement-Gebühren. Hier stellt sich die Frage, ob der aktive Manager „sein Geld auch wert ist“. Im Zuge trotz deutlichen Anziehens der Inflationsraten und auch noch keiner absehbaren Kompensation auf der Zinsseite genießen Kostengesichtspunkte bei institutionellen Mandaten verständlicherweise eine hohe Priorität. 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.

Vor mehr als einer Dekade, im Jahr 2010, stieg das generelle Interesse an passiven Strategien, die mittels darüber gelagerter Overlay-Modelle gesteuert wurden. 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.

In volatilen Phasen wie ganz aktuell können aktiv orientierte Fondsmanager ihre Stärken zeigen.

Die Unsicherheiten von der Inflationsseite sowie geopolitische Dauerbrenner spielen aktiven Managern immer stärker in die Karten, da die Kapitalmarktteilnehmer nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Dauerzwistes zwischen den USA und China, dem Ukraine-Russland-Krieg, der Taiwan-Frage oder auch plötzlichen Ereignissen wie den Preissteigerungen an den Rohstoffmärkten seit Beginn des Jahres 2022 kaum vor Überraschungen gefeit sind. Aktive Manager wollen auf solche Sonderereignisse reagieren können.

Sie verweisen verständlicherweise auf deutlich bessere Chancen, ein echtes Alpha im Sinne einer Outperformance zu erzielen. Oftmals sind es größere Häuser, die über erhebliche Researchkapazitäten

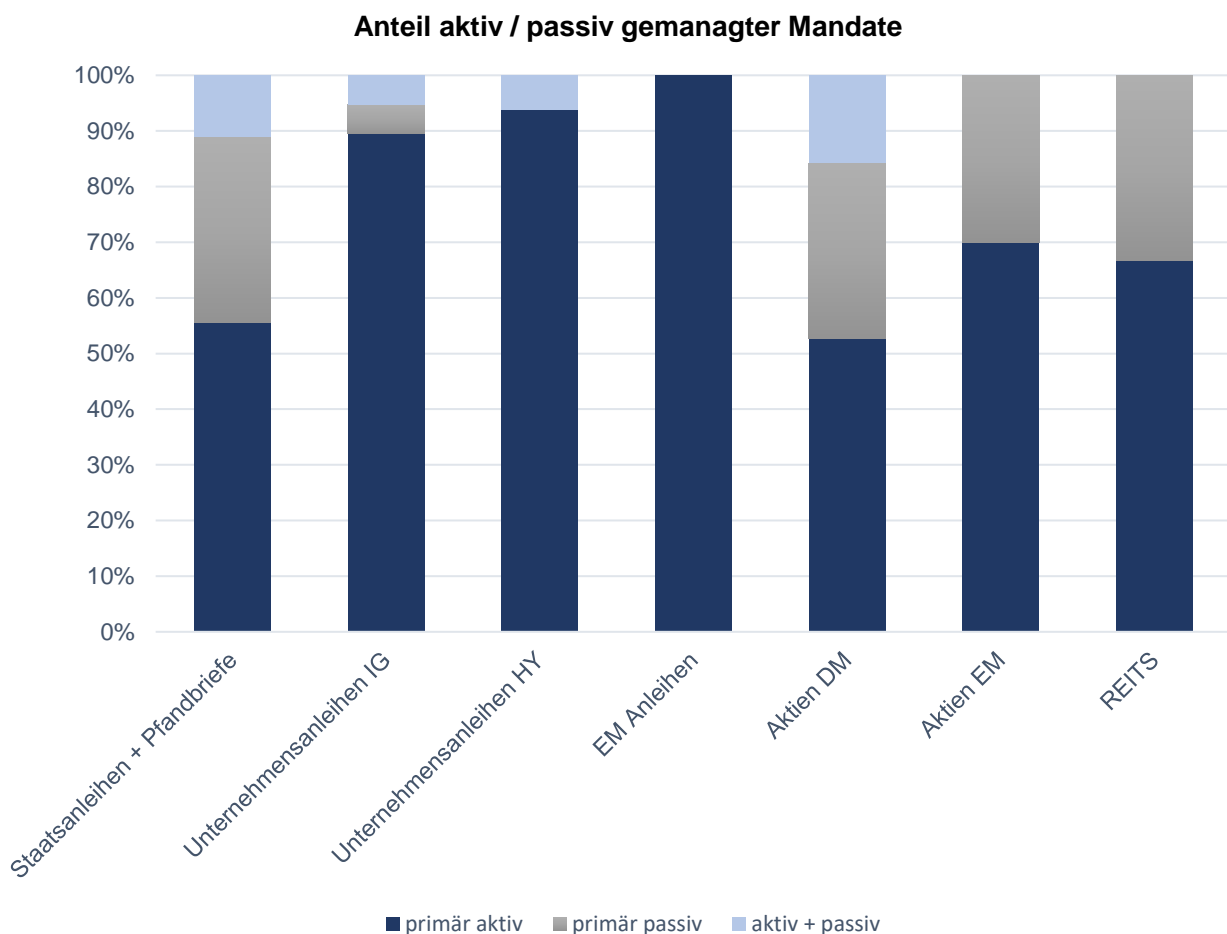
verfügen, ohne die eine fundamentale Unternehmensanalyse schwerlich darstellbar ist. In besonderem Maße trifft dies auf Einzeltitel in der zweiten Reihe etwa bei Small Caps (bis etwa 5 bis 7 Mrd. € Marktkapitalisierung) und Mid Caps (ca. 7 Mrd. € bis 20 Mrd. € Marktkapitalisierung) zu. Auf dem internationalen Parkett ist „Vor-Ort-Research“ ein nicht zu unterschätzender Vorteil.

Ein Thema, das auch in Zukunft 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 zeitweise an die 1 Bio. € Assets, keine Titel mehr in den Portfolien zu gestatten, die nach definierten Kriterien „nicht nachhaltig“ sind. Zwar existieren heute bereits eine Reihe von Nachhaltigkeits-Indices. Aber gerade bei diesem sich derzeit schnell weiterentwickelnden Thema nutzen Asset Manager bewusst auch selbst entwickelte Datenbanken, innerhalb derer sie Unternehmensdaten von verschiedenen ESG-Datenbanken mit eigenem Research verbinden und kombinieren. Diese Portfoliomanagemententscheidungen beruhen dabei auf sehr aktiven Ansätzen.

Auf dem sensiblen Feld der Gebührenstruktur kann das passive Management gegenüber teureren aktiven Ansätzen zweifelsohne seine Stärken 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.

Diverse Krisen über die letzten zwei Jahrzehnte haben den Trend hin zum aktiven Asset Management unterstützt. Ein Grund dafür ist die damit einhergehende Idee, immer stärker in speziellere, unter anderem illiquide, Assetklassen wie Loans, Immobilien oder Infrastruktur zu investieren, alles Assetklassen, die sich per se weniger für passive Ansätze anbieten.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Die erste Frage im Zusammenhang „aktiv vs. passives“ Asset Management an unsere Teilnehmer lautete, wie hoch der prozentuale Anteil ihrer „aktiv“ beziehungsweise „passiv“ gemanagten Spezialfondsmandate und auch Publikumsfonds ausfällt.

Nach wie vor lassen die Teilnehmer an unserer Studie zum überwiegenden Teil ihre Portfolios aktiv managen, im Einzelnen wie folgt:

- Sämtliche Teilnehmer unserer Studie verfügen – in verschiedenen Ausprägungen und Größenordnungen – wie im letzten Jahr über aktiv gemanagte Spezialfonds; im vorletzten Jahr waren es 3% unserer Teilnehmer; die rein passiv orientiert waren.
- Knapp 40% (Vorjahr: 33%) der Teilnehmer und damit immerhin zwei von fünf Anlegern gab an, gar keine passiv verwalteten Mandate zu nutzen. Gut 60% der Teilnehmer verfügen demnach auch über einen oder mehrere passiv gemanagte Spezialfonds.
- Mindestens 50% der Gesamtassets werden bei 75% unserer Teilnehmer aktiv gemanagt. Im Gegensatz dazu gab es keinen Teilnehmer, der mehr als 50% seiner gesamten Anlagen einem passiven Management zuordnet. In der Spitze gaben nur vereinzelt Teilnehmer an, zwischen 46% und 50% ihrer Gesamtanlagen passiv ausgerichtet zu haben.
- Ein Blick auf das Verhältnis der insgesamt unter der Kategorie „aktiv“ und der Kategorie „passiv“ gemanagte Mandate zeigt, dass rund 80% aller Gelder unserer Teilnehmer aktivem Management unterliegen und 20% passiv ausgerichteten Ansätzen.
- Unter dem Bilanzstrich lässt sich festhalten, dass passive Ansätze durchaus ihre Bedeutung in der institutionellen Anlagepolitik haben. Im Vergleich zum Vorjahr ging der Anteil im passiven Segment jedoch nochmal zurück.
- Etwa jeder dritte Investor greift bei den drei Assetklassen „Staatsanleihen“ sowie „Aktien DM“ und auch „Aktien EM“ unter anderem auf Passivmandate zu.
- In den Assetklassen „Unternehmensanleihen DM sowie HY-Anleihen“ spielen passive Strukturen praktisch keine Rolle. Gerade bei Corporates zählen institutionelle Investoren auf die Research-Expertise ihrer (aktiven) Manager.

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

- **Versicherer** präferieren wieder eindeutig die Beauftragung aktiver Anbieter. Dies war in den letzten Jahren nicht so klar. Insgesamt verfügen Versicherer über passive Mandate im niedrigen einstelligen Prozentbereich. Dies gilt zum großen Teil über alle Assetklassen hinweg. Es gibt einige Versicherer, im Bereich der Staatsanleihen und der Aktien DM neben einem aktiven auch über ein passives Mandat verfügen.
- Die **Banken** positionieren sich stärker im aktiven Asset Management. Nichts desto trotz finden sich Häuser, die um die 40% ihrer gesamten Assets auch passiven Spezialfonds anvertrauen. Passivmanagement wird von Seiten der Banken zum Teil primär bei Staatsanleihen, ebenso bei Unternehmensanleihen IG und in der Assetklasse Aktien DM genutzt.
- **Versorgungswerke** vertrauen teilweise mit bis zu 15%, ganz vereinzelt auch einmal mehr mit in der Spitze bis zu 70% ihrer Mandate, auf passive Ansätze. Insgesamt überwiegt ganz überwiegend das aktive Management. Bei Aktien Developed Markets und Staatsanleihen wird - fast analog zum Jahr zuvor - auch mal ein rein passives Mandat im niedrigen Prozentbereich erteilt. Einige Teilnehmer aus dem Vorsorgebereich sind auch für beide Ansätze, aktiv wie passiv, offen.

- **Family Offices / Stiftungen:** im Gegensatz zu der Vorjahresstudie investieren vereinzelt Family Offices bis zu 30% ihrer Anlagen in passiv verwalteten Fonds. Zum Tragen kommen passive Produkte spielen im Grunde Aktien DM und bei REIT's.
- **Corporate Pensions** vertrauen zum allergrößten Teil ihre Mandate aktiven Fondsmanagern an. „Primär passive“ Fonds kommen praktisch nicht vor.
- **SGB IV-Anleger** zeigen sich nach beiden Seiten hin offen für aktives wie auch für passives Management (mit Quoten zwischen 15% und 30%). Dies gilt zum Beispiel für Aktien DM und vor allem bei Staatsanleihen.

Bei der folgenden Betrachtung haben wir über alle vorgenannten Anlegergruppen hinweg nach den einzelnen Assetklassen differenziert, wobei wir uns in diesem Jahr auf die liquiden Assetklassen konzentriert haben. Die Ergebnisse passiven Managements im Bereich illiquider Assets ist seit Jahren ernüchternd niedrig und weist daher keine größere Aussagekraft auf. Die Bandbreite der abgefragten Assetklassen haben wir im Vergleich zum Vorjahr nochmal deutlich differenziert.

Die Frage lautete, wie viele ihrer Mandate die Teilnehmer an unserer Studie

- primär aktiv
- primär passiv oder
- aktiv und auch passiv

managen lassen.

Staatsanleihen / Pfandbriefe

53% (Vorjahr: 69%) der Anleger vergaben rein aktiv gemanagte Mandate, 35% (!) (Vorjahr 19%) der Investoren rein passive Spezialfonds; etwa jeder neunte Investor erteilte sowohl aktiv wie auch passiv gemanagte Fondsmandate. Das höhere Zinsniveau lädt offensichtlich auch professionelle Anleger wohl zu passivem Management bei Staatsanleihen ein.

Emerging Market Anleihen

Bei den EM Anleihen gaben wie im Jahr 2021 sämtliche Teilnehmer an, primär aktive Mandate zu vergeben.

Unternehmensanleihen Investment Grade / High Yield

In beiden Assetklassen spielen bei unseren Teilnehmern passive Ansätze eine untergeordnete Rolle. Dies gilt insbesondere für den High Yield Sektor. Bei den Unternehmensanleihen Investment Grade zeigt sich eine gewisse Öffnung. Rund 90% der Teilnehmer gaben an, rein aktive Fonds zu beauftragen, 6% vergaben passive Mandate und 3% spielten beide Seiten, aktiv wie auch passiv gemanagte Fonds. Beide erfordern gleichermaßen einen aktiven Blick auf die Unternehmen hinter den Anleihen und ihre Fähigkeit, die Schuldenlast auf Dauer tragen zu können.

Aktien Entwickelte Märkte / Emerging Markets

In beiden Assetklassen sind wie im Jahr zuvor einige Anleger auch rein passiv engagiert; bei Aktien DM sind die Hälfte der Teilnehmer primär in aktiven Mandaten engagiert; jeder dritte Teilnehmer nutzt rein passives Management. 16% vergeben aktive wie passive Aktien DM Fonds. Bei Aktien EM als speziellerer Assetklasse als bei den DM hingegen präferieren 70% rein aktives Management und 30% passive Ansätze. Oftmals sind es kleinere Investoren, die Investments in Aktien über passive Abbildung vornehmen.

Fazit:

Der generelle Trend hin zu aktivem Management ist durch das anspruchsvolle Kapitalmarktjahr 2022 zusätzlich beflügelt worden. In spezifischen Assetklassen wie Staatsanleihen und auch im Aktienbereich und da gerade bei den DM besteht aber absolut Bedarf an passiven Ansätzen; so erklärt sich, dass insgesamt 20% der von institutionellen Investoren getätigten Fondsinvestments passiv gemanagten Fonds zuzuordnen sind.

4.4 Anzahl beauftragter Asset Manager

a) Hintergrund:

Um es vorwegzunehmen: das 2022-er Umfeld hat inländische Asset Manager eher begünstigt als ausländische Anbieter. Die omnipräsenten Krisenherde angefangen von der nicht mehr wegzudiskutierenden Inflation bis zu geopolitischen Konfliktherden haben zwar zu einer breiteren Diversifikation in der Asset Alloktion gesorgt. Zugleich – und das haben wir bereits in den Corona-jahren 2020 und 2021 gesehen – wurden oftmals neue Mittel auf Anlegerseite an bereits mandatierte Asset Manager vergeben, ohne einen intrinsischen Beauty Contes durchzuführen. Man griff anlegerseitig also auf Bewährtes zurück und da kamen inländische Manager öfter zum Zuge.

Dennoch; erfahrungsgemäß nehmen ausländische Asset Manager der Anzahl nach bemessen und hier insbesondere global orientierte Häuser mit breit aufgestellten Researchkapazitäten eine sehr wichtige Rolle bei der Vergabe von Spezialfondsmandaten ein. Bereits seit über sechs Jahren sehen wir diesen Trend bestätigt. Von 2016 (mit 29%) bis 2021 (mit 43%) haben wir eine stetige prozentuale Steigerung der Anzahl von Spezialfondsmandaten gesehen, die von ausländischen Managern für deutsche institutionelle Anleger gemanagt werden. In der vorjährigen (2021) Studie schrumpfte der Anteil ausländischer Anbieter auf knapp unterhalb 40%, jetzt sind es knapp ein Drittel der Manger, die ausländischer Provenienz sind.

Für die Abgrenzung zwischen „inländischem“ und „ausländischem“ Asset Manager bietet sich eine zweiseitige Betrachtung an,

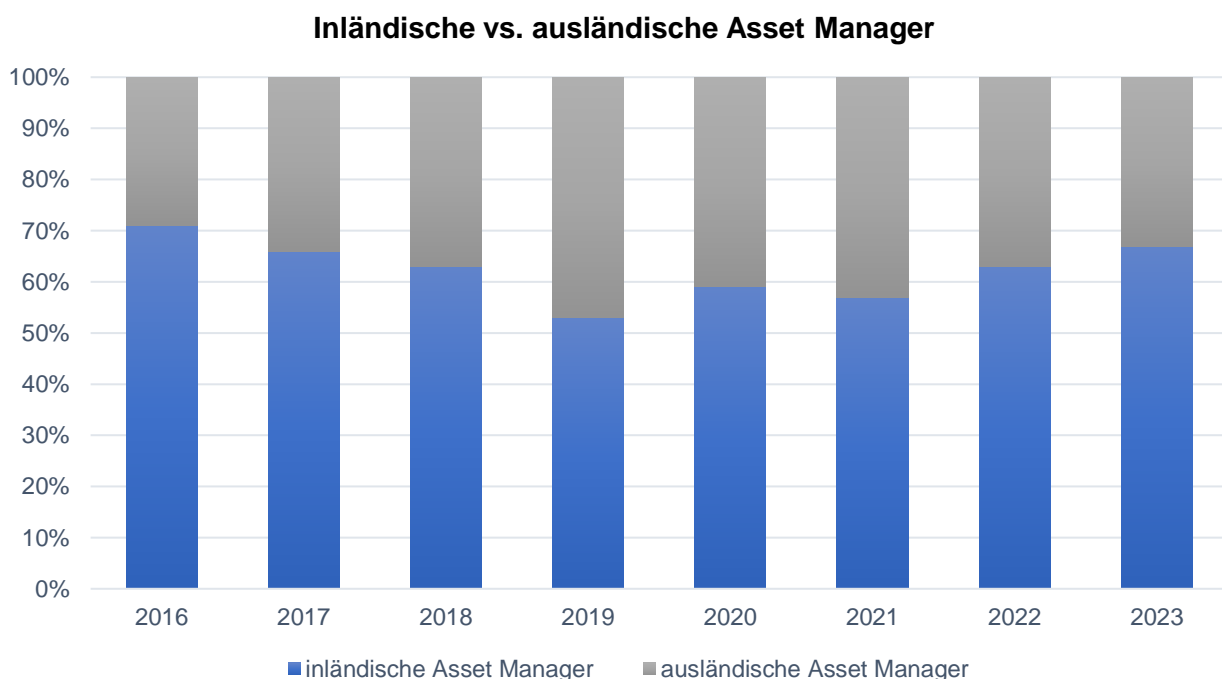
- zum einen der Sitz des Headquarters (in Deutschland oder im Ausland, etwa in London oder Paris) und
- zum anderen, ob das Portfoliomanagement-Team hauptamtlich hierzulande oder am Standort des Headquarters etwa in Zürich oder London angesiedelt ist.
- Zwischen diesen beiden klaren Grenzziehungen sind Anbieter einzuordnen, deren Hauptsitz (Headquarter) zwar im Ausland liegt, die aber oftmals schon seit mehreren Jahren vor Ort in Deutschland mit einer -juristischen- Einheit tätig sind und oftmals 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.

Was sind die Gründe für eine Beauftragung eines ausländischen Hauses?

- Der zunehmende Spezialisierungsgrad in der Asset Allokation spielt sicher eine Rolle, der gerade auch mit Beginn der inflationären Tendenzen und vor allen durch den Ukraine-Russland-Konflikt an Dynamik hinzugewonnen hat. Die aktuellen Steigerungsraten etwa in der Assetklassen Immobilien von 14% auf aktuell 16% spricht für sich und unterstreicht nochmal, dass institutionelle Investoren inzwischen eine größere Bereitschaft mitbringen, Investments in illiquiden Assetklassen wie Private Equity, Private Debt / Loans oder Infrastruktur zu tätigen. Wie bei der Darstellung der Verteilung der Gesamtassets unserer institutionellen Investoren gesehen, hat sich die Prognose als stabil erwiesen.

- Dazu kommt die stärkere Diversifikation in regionaler Hinsicht, angefangen von den USA, hier insbesondere Nord-Amerika mit 16% (Vorjahr: 8,4%) Anteil, aber auch Japan mit 2%, die Emerging Markets mit über 3% oder Asien ex Japan mit 2,5% gegenüber 1% im Jahr zuvor.
- Das weltweit höhere Zinsniveau fordert die Asset Management-Branche heraus, in diesem volatilen Umfeld renditeträchtige Fixed Income-Strategien zu entwickeln und die globalen Spreads zwischen verschiedenen Staaten im Anleihesektor wie auch zu den Corporates zu nutzen. Nicht zuletzt die wieder sehr attraktiven Anleiherenditen im Bereich HY erfordert hohe Researchkapazitäten zur Ermittlung der Krediteinstufung von Unternehmen auf Seiten der Asset Manager. Investitionen in globalere Assets bilden so gesehen gute Opportunitäten für ausländische Anbieter auf dem deutschen Spezialfondsmarkt.
- Der weiter expandierende Master-KVG-Markt in Deutschland bietet ausländischen Managern zusätzlich eine ideale Plattform, um das hiesige Geschäft zu forcieren. Gut zehn Master-KVGen auf dem deutschen Markt decken heute um die 1,3 bis 1,4 Bio. € des gesamten institutionellen Spezialfondsmarktes von knapp 2 Bio. € 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. Eine rechtlich einwandfreie Interaktion mit einer Master-KVG etwa in Form des präferierten Outsourcing-Modells für ein Segment im Rahmen eines Master-Spezialfonds ist damit sichergestellt.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Seit dem Jahr 2016 ist ein Aufwärtstrend erkennbar, auch ausländische Asser Manager vermehrt mit institutionellen Mandaten zu beauftragen. Der aktuell festgestellte Rückgang (gemessen nach der Anzahl der vergebenen Spezialfonds) bei den ausländischen Asset Managern auf knapp ein Drittel kann vor dem geschilderten Hintergrund der in den letzten Jahren suboptimalen Austausch- und Kommunikationsmöglichkeiten eventuell auch als eine kleine Konsolidierung angesehen werden. Warum dies? Institutionelle Investoren suchen verständlicherweise nach Sicherheit, wenn sie Asset Manager mit der Verwaltung treuhänderischer Gelder beauftragen. Ab dem

Zeitpunkt der Pandemiezeit über die letzten mehr als drei Jahre hat sich das Phänomen herausgebildet, dass neu zu vergebende Gelder in vielen Fällen an bereits mandatierte Häuser im Zuge einer Aufstockung bestehender Spezialfonds allokiert wurden. Von der Durchführung einer zugegebenermaßen wenig persönlichen Ausschreibung oder eines Beauty Contests mittels Video-Konferenz wurde, so unsere Erfahrung bei TELOS, in den allermeisten Fällen abgesehen. Von dieser Handhabung dürften deutsche Asset Manager deutlich mehr profiliert haben. Daher verwundert der Rückgang der an ausländische Häuser vergebenen Mandate wenig. Mit aktuell gemessenen gut 30% Anteil ausländischer Anbieter nach der Anzahl der mandatierten Häuser sollten wir realistischerweise von einer Konsolidierung auf hohem Niveau sprechen. Denn diese Quote trifft keine Aussage darüber, wie viele einzelnen Mandate von welchem Manager verwaltet werden. Mit Blick auf die Anforderungen an professionelle Vermögensverwaltung nicht zuletzt auch in illiquiden Produkten sind die Karten für ausländische Manager für die Zukunft gut gemischt. Der weiterhin zu erwartende Spezialisierungsgrad der Asset Allokation sowie eine hoffentlich eintretende Entspannung auf der Inflations- und damit auf der Zinsseite sollte ausländischen Manager unterstützen, noch fester Fuß zu fassen im deutschen Spezialfondsmarkt.

- Auf die längere Distanz von sieben Jahresperioden beträgt der Zuwachs absolut betrachtet 2%.
- Institutionelle Anleger mit einer zweistelligen Anzahl an Spezialfonds (bzw. Segmenten innerhalb einer KVG) beauftragen häufig inländische sowie ausländische Manager.
- Der Großteil der Teilnehmergruppen, annähernd drei Viertel der Teilnehmer, beauftragen (unabhängig von der Anzahl der Mandate an Spezialfonds) sowohl in- wie auch ausländische Asset Manager. Bei dieser Betrachtung geht es ausschließlich um die Frage, ob der Investor sowohl in- wie auch ausländische Manager mandatiert. Dazu gehören vorneweg Versicherungen, Banken, Vorsorgeeinrichtungen sowie Corporate (-Pensions).
- Nochmal zur Klarstellung: lediglich gut ein Viertel unserer Investoren (27%) gaben an, noch nicht mit einem ausländischen Asset Manager zusammenzuarbeiten. Im letzten Jahr war es immerhin knapp die Hälfte der institutionellen Investoren, die ankreuzten, nicht mit ausländischen Adressen zusammenzuarbeiten. Insgesamt werden somit mehr Asset Manager mandatiert. Hier erstaunt ein wenig die Zurückhaltung bei Family Offices, Kirchen, aber auch bei SGB IV Anlegern.
- Versicherer beauftragen relativ gleichgewichtet in- wie ausländische Anbieter. Große Versicherungsunternehmen verfügen über 10 und in der Spitze auch über mehr als 20 Anbieter aus dem Ausland. Die Versicherer sind die Gruppe mit dem höchsten Anteil an ausländischen Anbietern.
- Banken (Volks- und Raiffeisenbanken sowie Sparkassen) haben sich ausländischen Anbieter gegenüber stark geöffnet. Zwar arbeiten sie im Schwerpunkt mit deutschen Fondsgesellschaften zusammen; aber fast jede Bank gab an, auch ausländische Häuser beauftragt zu haben, auch wenn es der Anzahl nach weniger sind als inländische Manager.
- Sehr offen bei der Asset Management-Mandatierung zeigen sich auch die Altersvorsorgeeinrichtungen, die bis zu fünfzehn Spezialfonds genauso deutschstämmigen wie ausländischen Anbietern anvertraut haben.
- Ausländische Manager werden in größerem Ausmaß auch von Corporates (-Pensions) in Anspruch genommen, wenn auch hier von der Anzahl der beauftragten Häuser etwas geringer als inländische Manager.
- Cum grano salis lässt sich wie im Vorjahr nochmal unterstreichen, dass ausländische Manager ein umso stärkeres Gewicht erhalten, desto mehr Mandate von einem institutionellen Anleger insgesamt vergeben werden.

Die Akzeptanz der Beauftragung ausländischer Anbieter durch deutsche Anleger ist mithin ungebrochen, wenn es wie geschildert die gesamten Umstände den Häusern auch nicht einfacher machen. Nach Überwindung dieser Phase sollte sich ein Engagement im deutschen institutionellen Markt für ausländische Manager noch mehr rentieren.

Aktuell bemühen sich schätzungsweise 500 bis 600 Asset Manager und Vermögensverwalter um den deutschen Markt mit Fokus auf dem institutionellen Sektor. 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.

Inwieweit der Beratermarkt sich gegenüber dem Vorjahr verändert hat und wie die Aussichten für 2022/2023 aussehen, beleuchten wir im folgenden Kapitel.

4.5 Einsatz von Consultants

a) Hintergrund:

Schwierige Kapitalmarktzeiten, dazu die Verunsicherung an allen Fronten -angefangen bei übergeordneten geopolitischen Spannungsfeldern-, konjunkturelle Verunsicherung, Inflations Sorgen, Lieferkettenprobleme und protektionistische Nationalismen sowie zunehmende soziale Spannungen und damit eine scheinbar nicht endende Kette an Problemfeldern lassen den Beratungsbedarf im institutionellen Bereich ansteigen. Dies betrifft aber nicht nur das Gebiet der richtigen Ein- und Zuordnung von konjunkturellen oder sozialen Entwicklungen, sondern tangiert in vornehmster Weise auch die Asset Allokation der Portfolien von institutionellen Adressen. Wir hatten im Kapitel der aktuellen Allokation institutioneller Gesamtportfolien bereits erkennen können, dass es im Laufe der letzten zwölf zu Verschiebungen gekommen ist; beispielsweise einer weiteren deutlichen Reduktion von Staatsanleihen, demgegenüber einer Aufstockung der Corporates oder in Form eines weiteren Ausbaus von Immobilien-Investments. Dass hier noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht ist, sollte uns allen angesichts des nach wie vor hohen Zinsniveaus bewusst sein.

Institutionelle Investoren greifen aus diesem Grund bei der Suche nach dem richtigen Partner im Asset Management auf Berater oder Consultants zu. Dies betrifft sowohl die stärkere Inanspruchnahme auf der Asset Management - Seite sowie auf Seiten der Auswahl der passenden Anbieter im Verwaltungsbereich, also KVGen sowie Verwahrstellen. Je schwieriger das Kapitalmarktumfeld, desto eher sind institutionelle Investoren bereit, die Expertise von Consultants heranzuziehen.

Im Grunde stellen wir uns jedoch abseits der derzeitigen Krisensituation schon seit vielen Jahren die Frage, warum der institutionelle Markt in Deutschland nicht mehr Affinität zu Beratern bzw. Consultants gewinnt; so, wie wir das auch von anderen Ländern wie UK oder aus der Schweiz her kennen.

„Normale“ Zeiten vorausgesetzt, sprechen Insider seit langen Jahren von einem durchschnittlichen Wert von etwa einem Drittel der Anleger im institutionellen Sektor, die Berater in aller Regel bei der Suche nach dem passenden Asset Manager für eine ausgewählte Assetklasse beauftragen.

In Zeiten von Corona, also während der Pandemie, sind nicht nur die Kapitalmärkte in eine Art Schockstarre verfallen in ungewisser Erwartung, was auf uns zukommt. Gleichermäßen ließ das Interesse an einer Unterstützung durch externe Berater zurück.

Unterschieden haben wir in unserer Befragung zwischen der Inanspruchnahme von Beratern

- im Bereich des Asset Managements und
- dem der Administration, wie etwa anlässlich der Suche nach einer Master-KVG oder einer Verwahrstelle.

Maßgebend für einen positiven Ausblick für die Beraterbranche 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 rund 2 Bio. € und bietet damit selbst in diesem diffizilen Umfeld der letzten gut Jahre nochmal über annähernd 200 Mrd. € neue Verteilungsmasse bei den Spezialfonds,
- Ressourcenprobleme, bedenkt man insbesondere, dass mittelgroße institutionelle Institutionen mit um die 1 bis 2 Mrd. € mit einer personellen Ausstattung von zwei oder drei zuständigen Mitarbeitern für die Allokation die Gesamtverantwortung tragen,
- Die zunehmenden Anforderungen bei der Integration von Nachhaltigkeits-Kriterien im Zuge bestehender regulatorischer ESG-Rahmenbedingungen an die Marktteilnehmer auf Asset Manager- wie aber eben auch auf Investorensseite,
- und auch die zunehmende Spezialisierung auf der Allokationsseite bis hin zu illiquiden Assetklassen -wie die aktuelle Erhebung wieder gezeigt hat- und dem Einsatz von derivativen Instrumenten bis hin zur Nutzung von Overlay-Strukturen, aber auch ALM sowie LDI - Studien.

Insoweit scheint es aktuell nur allzu konsequent, davon auszugehen, dass das Marktumfeld, gepaart mit den höheren Ansprüchen auch an die zu investierenden Assetklassen, eine positive Auswirkung auf die Inanspruchnahme von Consultants ausübt.

Wurden wir in den letzten Jahren eher enttäuscht, da Investoren keinen größeren Bedarf an externer Unterstützung zeigten, so hat sich Blatt über das Jahr 2022 gedreht, auch wenn wir von den klassischen Vorbildern für einen funktionierenden Consultant-Markt wie UK und der Schweiz noch weit entfernt liegen. Diese Länder verfügen über eine entsprechende Regulatorik und auch Haftungsregeln; dies sind mithin Länder, in denen institutionelle Verantwortungsträger im Grunde kaum die Möglichkeit zum eigenen und freien Management ihrer Kapitalanlagen haben, ohne ihren Berater einzuschalten.

Die teilnehmenden Investoren wurden im Rahmen unserer Erhebung danach befragt, inwieweit sie bereits mit einem Consultant zusammenarbeiten. Die Investoren konnten die Frage mit Ja oder Nein beantworten.

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

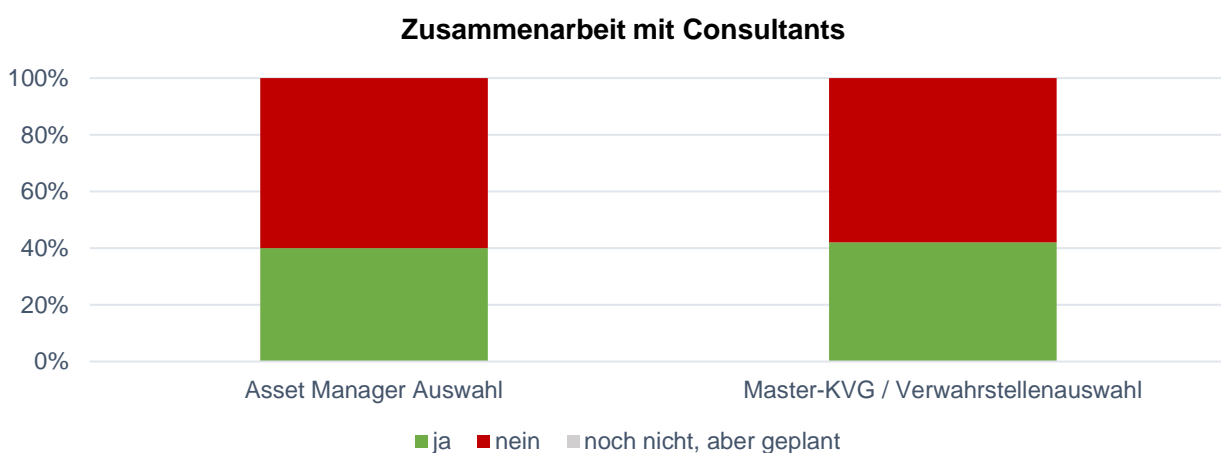
Diese Untersuchung haben wir jeweils für die Suche nach dem

- 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. Eine solche Differenzierung hätte kaum zu zusätzlichen Erkenntnissen geführt.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Nach einem enttäuschenden Ergebnis im letzten Jahr bekommt die Beraterbranche wieder deutlich mehr Wind in die Segel. Angesichts der Anforderungen der Institutionellen in dem ausgesprochen volatilen Kapitalmarktumfeld und auch mit Blick auf die Regulatorik oder ESG-Integration kann sich das Ergebnis in diesem Jahr sehen lassen. Nach unserer aktuellen Analyse nehmen wieder rund 40% der Teilnehmer die Dienste von Consultants im Asset Management und bei der Suche nach dem passenden Administrator in Anspruch und damit fast doppelt so viele wie noch im Vorjahr.

Asset Management

- Im Bereich „Asset Management“ liegt der Anteil der Investoren, die einen Berater in Anspruch nehmen, bei 40%. 2021 war es gerade jeder vierte Teilnehmer. Damit entspricht die Nutzung von Beratern wieder ungefähr dem Vor-Corona-Niveau aus den Jahren 2019 und 2020.
- Auf unsere Frage einer künftigen Zusammenarbeit mit Consultants („Planen Sie, künftig mit Consultants zusammenzuarbeiten?“) gab allerdings kein Investor ein positives Signal. Offensichtlich haben sich einige unserer Teilnehmer (5%), die im letzten Jahr noch ihre Absicht zur Einschaltung eines Consultants äußerten, dies auch in die Tat umgesetzt.
- Der negative Trend der Vorjahre ist damit unterbrochen worden.
- 60% der Investoren arbeiten demnach derzeit nicht mit Consultants zusammen und beabsichtigen dies auch nicht.

Unterscheidung nach Anlegergruppen:

- Versicherer greifen kaum auf Consultants zurück, da sie über entsprechende interne Expertise und Kapazitäten verfügen, um eigene Search-Prozesse zu organisieren. Dies gilt gleichermaßen für die Suche nach einer Master-KVG oder Verwahrstelle.
- Mehr als jede zweite Bank hingegen nutzt die Dienste von Consultants und zwar bei der Suche nach dem besten Asset Manager wie auch der Master-KVG / Verwahrstelle.
- Während Versorgungswerke sich eher zurückhaltend in Bezug auf die Unterstützung durch Berater zeigen, stehen Corporate Pensions den Beratungsservices offener gegenüber.
- Ähnlich Consultant-affin zeigen sich Family Offices / Stiftungen, Kirchen und auch SGB IV-Anleger. Die meisten Teilnehmer dieser Gruppen arbeiten mit Consultants sowohl bei der Asset Manager-Suche sowie auch bei der Auswahl der Master-KVG oder Verwahrstelle zusammen.

Master-KVG / Verwahrstelle

- Im Bereich Master-KVG und Verwahrstellen verzeichneten wir im letzten Jahr noch einen Wert für die Zusammenarbeit mit Consultants von 23%. Aktuell sehen wir einen Anstieg von absolut knapp 20% auf 42%. Dieser Wert korreliert mit der Asset Management-Seite und ist gut nachvollziehbar. Gerade die unsichere Gesamtlage an den Märkten hat unseren Erfahrungen nach dazu geführt, dass immer mehr Anleger überlegen, eine Master-KVG zu installieren und nicht umgekehrt, davon Abstand zu nehmen. Auch kleinere Häuser mit einigen 100 Mio.€ tendieren nach unseren konkreten Erfahrungen aus Ausschreibungen zu einer KVG-Mandatierung, meist auch im Zusammenhang mit einer Neuausschreibung der Verwahrstelle. Öffentlich-rechtliche Institutionen bzw. Körperschaften wie Städte / Gemeinden oder Berufsgenossenschaften sind zudem nach der Vergabe-Verordnung verpflichtet, auch Finanzdienstleister nach bestimmten Regularien öffentlich auszuschreiben. Auch die Integration von Nachhaltigkeit (u.a. im Rahmen des Reportings) spielt hierbei eine immer stärkere Rolle.

- Damit liegen die Zahlen der tatsächlichen Inanspruchnahme von Beratern im Administrationsbereich auf einem wieder hohen Niveau im Vergleich zum Vorjahr.
- Allerdings zeigte sich in der aktuellen Studie kein Teilnehmer mehr interessiert an einer künftigen Beauftragung eines Beraters zur Suche nach einer KVG oder Verwahrstelle.
- Die Zahl von 58% derjenigen Anleger, die nicht mit einem Berater im Admin-Business kooperieren und dies auch nicht vorhaben, vergleicht sich mit im letzten Jahr 77%.

Institutionelle Anleger vertrauen bei dem Auswahlprozess administrativer Häuser dabei immer noch in starkem Maße auf die eigene Expertise. Die ist insofern erstaunlich, 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 im Raum stehen. Entsprechend aufwändig stellt sich erfahrungsgemäß ein gezielt durchgeführter Search-Prozess 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 nach unseren Gesprächen mit institutionellen Investoren eher vermehrt mit Neuausschreibungen zu rechnen. Dies aus den folgenden Erwägungen heraus:

- zum einen haben immer mehr Anleger nicht zuletzt die Corona-Krise zu Überlegungen genutzt, inwieweit die seinerzeit ausgewählten Partner heute noch passen, einmal von der Servicetiefe her, zum anderen von der Gebühreseite her. Als typisches Beispiel können wie gesagt Berufsgenossenschaften angeführt werden, die in bestimmten Zeiträumen gehalten sind, ihre Partner mittels Ausschreibungen nach den Regeln der VergabeVO zu überprüfen. Gerade bei den „Fees“ haben sich zudem 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% bis 30% noch nicht gesättigt ist. Von den insgesamt knapp 2 Bio. € Spezialfondsgeldern sind plus-minus 500 bis 600 Mrd. € noch nicht innerhalb von Master-Mandaten integriert. Zumindest die Hälfte dieser Gelder bzw. der dahinterstehenden Investoren könnte mittelfristig 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 wie große Versicherer und Versorgungswerke, so stoßen sie in aller Regel den Search-Prozess selbst an. Diese Heterogenität der Vorgehensweise ist typisch für den deutschen Markt, den man trotz der erfreulichen aktuellen Werte man per se nicht als Consultant-dominiert bezeichnen kann.

Immer noch zeigt sich der Beratermarkt auch in dem aktuell schwierigen Umfeld als heterogenes Gebilde, das in einem unregulierten Markt agiert. 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. Infrastruktur, Private Equity, Loans, EM, High Yield, Smart Beta-Strategien) oder auch für bestimmte Stilrichtungen etwa im ESG-Bereich auf verschiedene Beratungshäuser zuzugreifen.

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

5. Trends für künftige Investments

5.1 Planung der Auflage neuer Mandate in 2022/2023

a) Hintergrund:

Die Asset Managern von institutioneller Seite anvertrauten Gesamtassets summierten sich Ende 2022 auf 1,94 Bio. €. Nach 2,2 Bio. € Assets Ende 2021 haben die korrelierten Downsides über praktisch alle Assetklassen hinweg mit einem Minus von 245 Mrd.€ tiefe Spuren hinterlassen.

In der aktuellen Studie zeigte sich ein Gutteil von 25% der institutionellen Anleger bereit, neue Mandate aufzulegen. Wir erinnern uns: Spezialfonds machen bei unseren Teilnehmern aktuell 51% der Gesamtassets aus.

Selbst mit den extremen Schwankungen an den Kapitalmärkten gaben sich institutionelle Investoren im Schnitt zu Beginn des Jahres 2022 noch recht positiv. Mit dem Ukraine-Russland-Konflikt kannten die Märkte dann aber erst einmal nur eine Richtung und so verlor der Dax bis Ende September 2022 annähernd 2.600 Punkte, bevor dann eine Erholung einsetzte.

Von Ende September verzeichnete der DAX ein ordentliches Plus und stieg von gut 12.200 Punkten bis auf rund 16.000 Punkte.

Insgesamt zeigten sich die Kapitalmärkte trotz der kriegerischen Auseinandersetzungen, der geopolitischen Spannungen im Taiwan-China-Konflikt sowie den Querschlägen an der Inflationsfront relativ resilient und stabil; zur Verwunderung mancher Marktteilnehmer. Hinzu treten die Unsicherheiten aus der Bankenkrise, die im April 2023 aufkam, ausgehend von den USA (Silikon Valley Bank), aber auch in Europa (Übernahme Credit Suisse durch die UBS).

Die Investoren konnten 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.

Schauen wir uns die Zahlen unserer Erhebung noch vor einem Jahr an, so gaben 32% der Investoren an, neue Fonds auflegen zu wollen. 18% der Anleger waren sich darüber noch nicht im Klaren und 50% wollten 2021 keine neuen Spezialfonds auflegen. Die Unsicherheiten auf der Inflationsseite sorgten in diesem Jahr für ein weniger optimistisches Bild. Zwei Drittel der Investoren beabsichtigt nicht, neue Spezialfonds in den kommenden zwei Jahren aufzulegen, 25% votierten dafür und 10% zeigten sich noch unentschlossen, so dass ein Potential von einem Drittel der Investoren für neue Fondsaufgaben steht bzw. stehen könnte.



In jeder Herausforderung steckt eine Chance. Wir begleiten Sie.

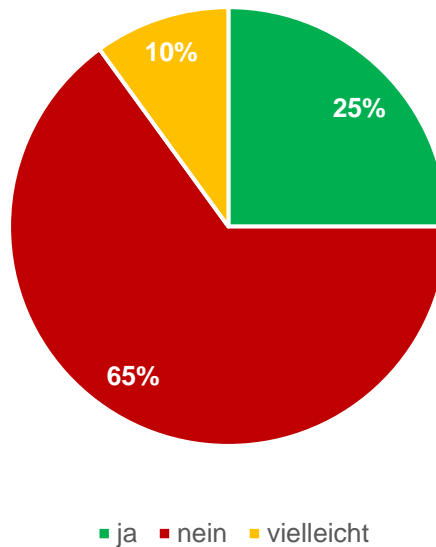
Die Welt ist in Bewegung: Märkte und Geschäftsmodelle verändern sich rasanter denn je. Umso wichtiger, einen Partner zu haben, der Ihre Ziele fest im Blick behält. Mit der LBBW an Ihrer Seite meistern Sie die Herausforderungen des Wandels und bleiben langfristig erfolgreich. Die LBBW unterstützt Sie als Verwahrstelle für Wertpapier-spezial- und Publikumsfonds bei der Anlage Ihrer Vermögen. Mit mehr als 50 Jahren Erfahrung, Lagerstellen in über 55 Ländern und der Fähigkeit, auch anspruchsvolle Lösungen sicher,

schnell und verantwortungsbewusst umzusetzen, sind wir der richtige Partner für die Ihnen anvertrauten Gelder. Mit einem Gesamtvolumen von mehr als 163 Mrd. EUR¹ Asset under Verwahrstelle – davon rund 95% Spezialfonds – ist die LBBW im institutionellen Geschäft weiter auf Erfolgskurs. Nutzen auch Sie unsere Expertise und nehmen Sie Ihre Zukunft am besten noch heute selbst in die Hand. Wir freuen uns auf Ihren Anruf unter **Telefon 06131 64-27961**.

¹ Per 31. Dezember 2022.

b) Grafische Aufbereitung:

Neuauflagen innerhalb von 24 Monaten geplant



c) Analyse:

- Es fällt auf, dass die Anzahl der Unentschlossenen über den letzten 12-Monats-Zeitraum nochmal nachgelassen hat und zwar von bereits niedrigen 18% im Vorjahr auf jetzt 10%. Aber wo geht die Reise hin?
- Vor dem Hintergrund der aktuellen Sicherheit ist das eine Viertel an Institutionellen, die neue Fonds auflegen möchten, stellvertretend, in welche Assetklassen die Gelder zu allokierten sind.
- 65% der Investoren konnten sich nicht vorstellen, ein neues Mandat aufzulegen.
- Dabei muss man nochmal zwei Dinge in das Gedächtnis rufen: a) zum einen hatten viele institutionelle Investoren ihren Allokationsprozess in strategischer Hinsicht bereits nach der Finanzkrise 2007/2008 und auch 2011 neu ausgerichtet, b) gerade auch in der Zeit seit Ausbruch der Corona - Krise neigten Anleger dazu, bestehende Spezialfondsmandate aufzustocken und keine neuen Asset Manager zu mandatieren. Wohl den Vermögensverwaltern, die über einen breiten Kundenstamm verfügen.

Eine Unterscheidung nach den einzelnen Anlegergruppen bringt folgende Erkenntnisse:

- Über 60% der Versicherer, die an unserer Erhebung teilgenommen haben, wollen neue Fonds auflegen. Ein Drittel der Versicherer weiss jetzt schon, dass die Neuaufgabe von Fonds nicht in Betracht kommt.
- Der überwiegende Teil der Einrichtungen aus der Gruppe Corporates (-Pensions) stehen Neumandatierungen positiv gegenüber und erwäge eine Neuaufgabe von Spezialfonds.
- 50% der Vorsorgeeinrichtungen wie Versorgungswerke und auch Zusatzversorgungskassen äußerten sich klar pro Auflage neuer Spezialfonds, die andere Hälfte der Teilnehmer aus dieser Anlegergruppe zeigte sich gegenüber einer Neuvergabe von Mandaten nicht aufgeschlossen.
- Die Unsicherheit überwiegt bei der Gruppe der Banken, von denen 70% in der nächsten Zeit keine neuen Mandatsvergaben anstrebt, 15% sind noch unentschlossen und weitere 15% wollen neue Spezialfonds auflegen.
- Die teilnehmenden SGB - Anleger teilen sich hälftig in diejenigen, die Spezialfonds neu auflegen werden und in diejenigen, die dies nicht beabsichtigen. Das starre Anlagekorsett der

Anlagennormen (§§ 80 ff. SGB IV) auf der einen Seite sowie die wenig zufriedenstellende Zinssituation verleidet den öffentlich-rechtlichen Institutionen wie SGB IV - Investoren die Lust nach der Auflage neuer Spezialfonds. Die Novellierung der Anlagevorschriften des SGB IV eröffnet SGB IV – Anlegern im Bereich der Anlage für die Ausfinanzierung der Pensionsgelder immerhin eine Aktienquote von bis zu 30% sowie die regionale Erweiterung auf die OECD - Länder, was die Motivation auch mit Blick auf künftige Investments verstärken könnte.

- Family Offices wollen sich in den kommenden zwei Jahren eher zurückhalten, was neue Mandatierungen angeht.
- Es gilt grundsätzlich das, was wir im letzten Jahr konstatierten. Nämlich, dass es allen institutionellen Anlegern in dem aktuellen Umfeld und mit den aktuell bestehenden Unsicherheiten nicht leichtfällt, in dem Kapitalanlage-Dreieck „Rendite – Risiko – Liquidität“ zu bestehen. Wir haben bei der Frage nach der aktuellen Allokation der Assets festgestellt, dass erkennbar und spürbar von Seiten der Investoren konkrete Umschichtungen auch in illiquide Assetklassen stattgefunden haben. Dies ist in der aktuellen Lage unumgänglich, um eine höhere Rendite erzielen zu können.
- Des Weiteren fragten wir unsere Teilnehmer, ob sie im Falle der Vergabe neuer Spezialfondsmandate eher deutsche oder ausländische Manager berücksichtigen wollen. 68% (Vorjahr 40%) haben keine Präferenz zum Ausdruck gebracht. 21% (Vorjahr: 55%) und damit lediglich jeder fünfte Anleger und deutlich weniger als im Jahr zuvor entschied sich eher für eine Vergabe an deutsche und jetzt 11% nach 5% im Vorjahr für die Vergabe an ausländische Anbieter. Dies bedeutet eine erkennbare Verschiebung hin zu einer Öffnung zu ausländischen Anbietern!
- 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.“
- Jeweils ein Drittel der Versicherer votierte für eine Präferenz für deutsche Manager, genauso wie für ausländische Vermögensverwalter bzw. ein Drittel der Versicherungsunternehmen gab „keine Präferenz“ an.
- Banken zeigten sich völlig offen für Mandatierungen an deutsche oder ausländische Adressen. Im letzten Jahr neigten noch vier Fünftel der Banken zu deutschen Managern.
- Die Vorsorgeeinrichtungen zeigen überwiegend „keine Präferenz, soweit aber eine Präferenz angegeben wurde, fiel diese pro ausländische Häuser aus.
- Family Offices sowie SGB IV-Anleger sind für beide Seiten offen. Kirchliche Einrichtungen tendieren eher zu deutschen Adressen.

5.2 Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei künftigen Investments

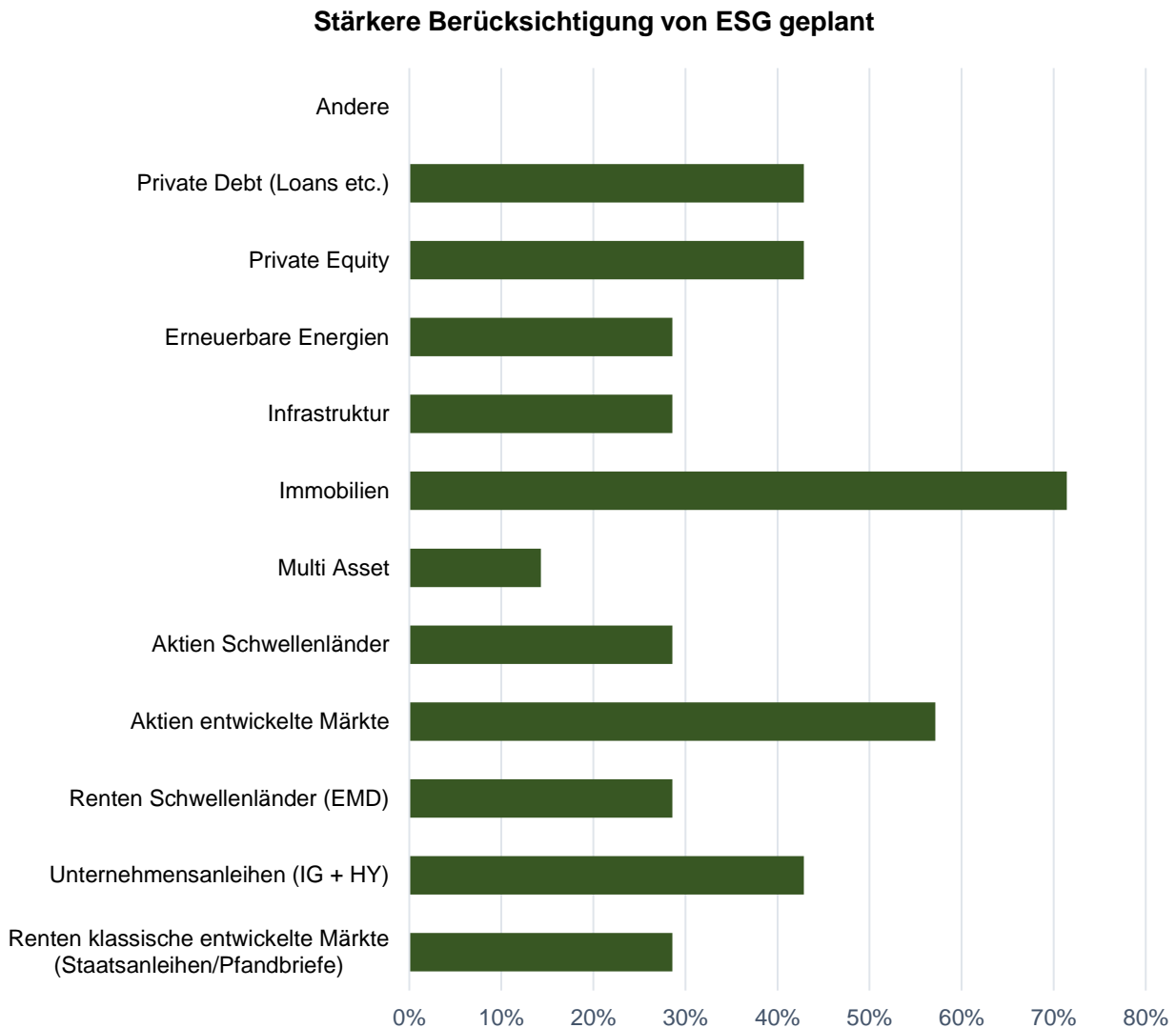
a) Hintergrund

Im Kapitel 4.2. sind wir verschiedenen Fragen rund um das Thema der Berücksichtigung von Nachhaltigkeit nachgegangen, unter anderem, welche Nachhaltigkeitsverfahren die Teilnehmer unserer Studie favorisieren, insbesondere aber auch, wie viel Prozent der Kapitalanlagen in welchen Assetklassen in den drei Abstufungen „a) vollständige / b) teilweise oder c) gar keine Berücksichtigung“ unter Beachtung von Nachhaltigkeitskriterien zum Tragen kommen.

Im vorliegenden Analyseblock wollen wir untersuchen, in welchen Assetklassen die Investorengruppen konkret auf die Integration von Nachhaltigkeit achten wollen.

An der Stelle sei nochmal in das Gedächtnis gerufen, dass nur noch wenige Investoren ESG in ihren Fonds überhaupt keine Bedeutung schenken und dass nur noch jeder vierte Anleger über eine geringe ESG-Quote unterhalb 25% seiner Gesamtassets verfügt.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Wie positionieren sich die institutionellen Anleger vor dem geschilderten faktischen und regulatorischen Hintergrund im Hinblick auf ihre Investments in den einzelnen Assetklassen?

- Schauen wir auf die einzelnen Investorengruppen, so stechen Versicherungen besonders positiv hervor. Sie beabsichtigen, durch die Bank weg und über alle Assetklassen hinweg ihr ESG Exposure zu verstärken. Banken sowie Family Offices / Stiftungen konzentrierte sich auf die großen Assetklassen wie Staatsanleihen, Corporates, Aktien DM sowie zum Beispiel Immobilien. Versorgungswerke gaben sich etwas bedeckter.
- Staatsanleihen/Pfandbriefe: erstaunlicherweise gaben jetzt nur noch 29% aller Teilnehmer an, dass sie sich in Bezug auf ESG Integration stärker positionieren wollen (Vorjahr: 50%).
- Unternehmensanleihen: hier ergab sich ein mit dem Vorjahr (50%) vergleichbares Bild (43%).
- Renten EM: gleichauf mit dem Niveau der Staatsanleihen legen Institutionelle auch Wert darauf, dass im Bereich der EM auf die ESG-Integration geachtet wird, 29%.
- Aktien DM: über die Hälfte der teilnehmenden Investoren (57%) möchte Nachhaltigkeit bei Aktien DM berücksichtigt wissen. Im Jahr zuvor waren es lediglich 44%.

- Multi Asset: leicht über Vorjahreslevel (12%) wollen sich institutionelle Anleger im Bereich ESG engagieren (14%).
- Immobilien: im Bereich Real Estate besteht anlegergruppenübergreifend mit jetzt über 70% (Vorjahr 88%) Einigkeit, dass ESG-Kriterien bei der Auswahl der Objekte unbedingt einzuhalten sind.
- Infrastruktur: 29% der Anleger legen Wert auf die Beachtung von ESG-Kriterien.
- Private Equity / Private Debt: Jeweils hohe 43% der Investoren wollen künftig mehr auf die Integration von Nachhaltigkeit achten. Die Werte liegen deutlich über den Vorjahreswerten mit 12% (Private Debt) und 31% (Private Equity).

5.3 Präferierte Assetklassen

Aufstockungspotentiale und Präferenz bei der Wahl des Anbieters

a) Hintergrund

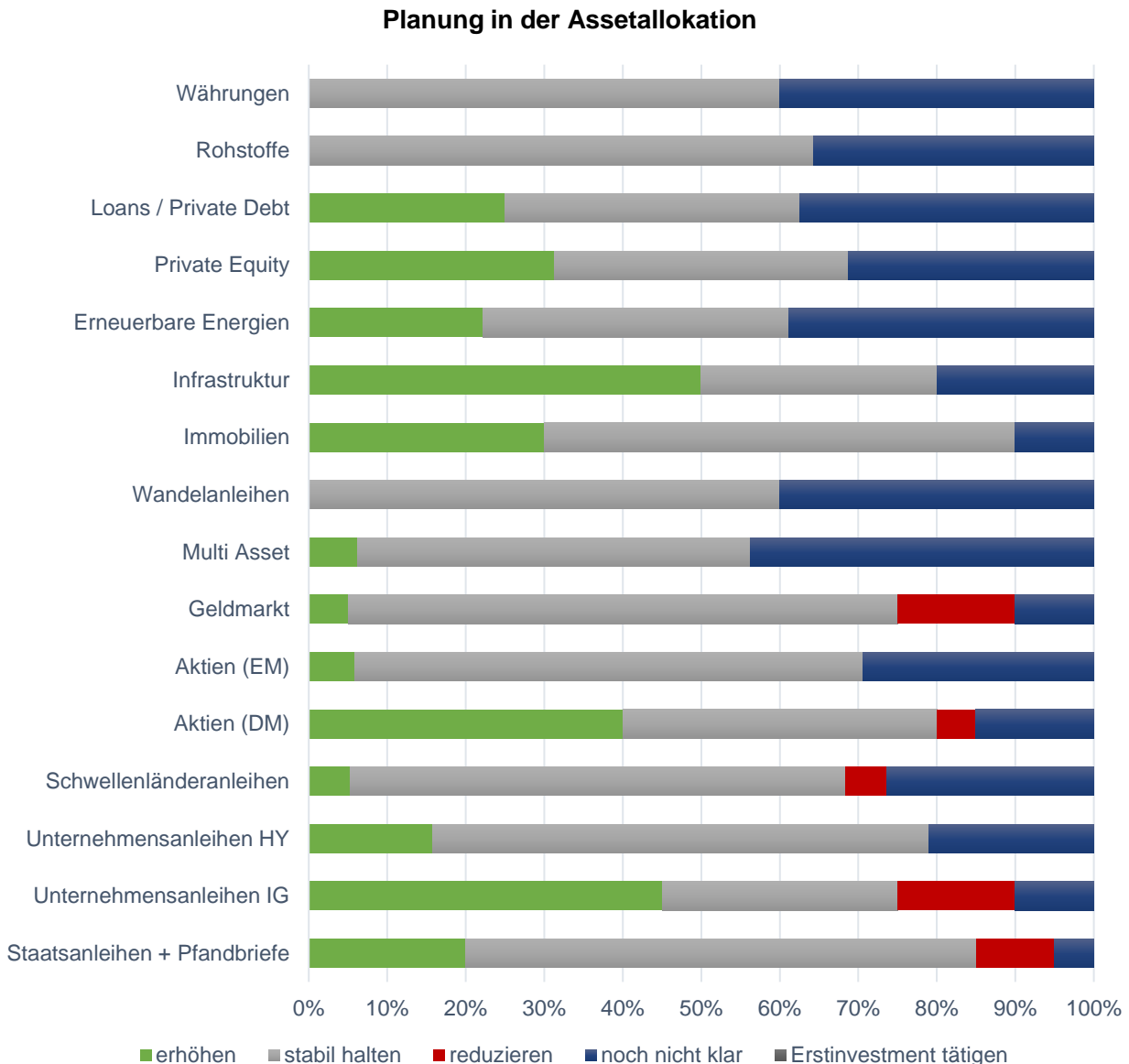
Die Zinswende wirkt sich auch auf das künftige Anlageverhalten institutioneller Anleger aus. Dabei wird die juristische Form des Spezialfonds auch künftig die favorisierte Fondsalternative für deutsche institutionelle Investoren darstellen. Auch in diesem Jahr lässt sich diese Aussage anhand des Umstandes untermauern, dass über 50% der Gesamtassets unserer Investoren im Spezial-AIF investiert waren. Daran hat auch das schwierige Börsenjahr 2022 nichts geändert. Ein Gutteil institutioneller Anleger blickt noch verhalten in das Jahr 2023 und auch perspektivisch auf 2024. Die inflationäre Entwicklung nehmen zwar spürbar ab; das gilt für die USA wie auch für Europa. In den USA zeigen sich aber rezessive Tendenzen, sodass Fachleute davon ausgehen, dass die FED ihre Zinspolitik im 2. Halbjahr 2023 stabilisieren wird; wann es zu den ersten Zinssenkungen kommt, bleibt abzuwarten. Von diesem Szenario sind wir in Europa noch ein gutes Stück weit entfernt. Die Wirtschaft zeigt sich robust. Somit ist die Ausgangssituation für die EZB eine andere als die der FED in den USA. Europa muss noch weiter auf die Zinsbremse treten.

Mit dem Blick auf künftige Investments wollten wir von den Teilnehmern wissen, inwieweit sie ihre Assets in den einzelnen Assetklassen im Laufe des Jahres 2023 sowie bis Ende 2024 verändern möchten. Vier Kategorien konnten angekreuzt werden:

- erhöhen
- in etwa stabil halten
- reduzieren
- noch nicht klar
- Erstinvestment in dieser Assetklasse

Die folgende Grafik zeigt die Präferenzen über sechzehn Assetklassen hinweg. Neu aufgenommen haben wir in diesem Jahr die Assetklasse „Erneuerbare Energien“.

b) Grafische Aufbereitung



c) Analyse

Die Beantwortung der Frage, welche Assetklassen im Fokus der institutionellen Anleger auch künftig stehen werden, muss natürlich auch im Lichte der inflationären Entwicklung und den akuten geopolitischen und wirtschaftlichen Auswirkungen betrachtet werden. Mit Blick auf die Vorjahrestudie (2022) bildete die Summe an Unsicherheitsfaktoren, angefangen bei den pandemischen Maßnahmen zur Bekämpfung wie etwa die strikte Abschottung in China, bis hin zu den damit verbundenen Lieferkettenproblemen keine zuverlässige Basis für nachhaltige Investments in der nahen Zukunft. So war die zunehmende Reserviertheit bei den Anlegern vor einem Jahr zu erklären, ablesbar auch an den gestiegenen Prozentzahlen (an Teilnehmern), die die Kategorie „stabil halten“ gewählt hatten. Dies gilt über fast alle Anlageklassen hinweg. Exemplarisch sei aus der Vorjahresstudie die Assetklasse „Infrastruktur“ herausgegriffen, für die vor einem Jahr 40% der Teilnehmer „stabil halten“ angaben. Die derzeitige Krise um den Ukraine-Konflikt trägt natürlich nicht dazu bei, diesen gordischen Knoten schneller durchzuschlagen.

Gerade institutionelle Investoren müssen sich einerseits eine Meinung zu der weiteren Entwicklung der einzelnen liquiden wie illiquiden Assetklassen bilden und zum zweiten eine Abwägung gegen das vorhandene Risikobudget vornehmen.

Hier die wichtigsten Erkenntnisse in komprimierter Fassung:

- Bei der Assetklasse „Staatsanleihen / Pfandbriefe“ gab es einen Paradigmenwechsel im Vergleich zu der Lage vor einem Jahr. Nun sind institutionelle Anleger schon traditionell stark in der Assetklasse „Staatsanleihen / Pfandbriefe“ investiert. Nach den durch das anziehende Zinsniveau zu verzeichnenden Wertverlusten über das Jahr 2022 schauen die Investoren nun auf das attraktivere Zinsniveau mit Zinssätzen um die 3%. Heute beabsichtigen 20% der Anleger, ihr Engagement in dieser Assetklasse zu erhöhen. Ein Großteil von 65% (Vorjahr: 50%), also zwei von drei Investoren, will seine Staatsanleihequote stabil halten. Nur noch 10% (letztes Jahr noch über 40% der Anleger) wollen die Quote konkret reduzieren. Unsere aktuelle Erhebung zeigt, dass die Skepsis der Investoren in dieses klassische Anlageinstrument im aktuellen Umfeld gegenüber dem Vorjahr praktisch vollkommen geschwunden ist.
- Auch im „Corporate“-Bereich tendieren aktuell 45% der Investoren (Vorjahr: kein Anleger) zu einem Ausbau im Bereich IG; bei Corporate HY sind es 16% gegenüber 10% im Jahr zuvor. Etwa ein Drittel der Teilnehmer (30%) will sein Engagement konstant halten (Bereich IG), sogar 63% im Bereich HY). Nur 15% der Teilnehmer haben vor, den Anteil im Bereich IG zu reduzieren.
- Bei Emerging Markets zeigt sich ein fast identisches Bild zum Vorjahr; mit einem geringeren Interesse am Ausbau der Assets im Bereich Anleihen (EMD) mit 5% gegenüber 11% im Jahr zuvor genauso wie bei Aktien EM mit ebenfalls 5% gegenüber 11% im Vorjahr, die ihr Exposure ausbauen wollen. Ein Großteil von zwei Drittel der Anleger beabsichtigt, sein Engagement bei EM Anleihen und EM Equities stabil zu halten.
- Aktien Developed Markets wird nach wie vor großes Vertrauen entgegengebracht. Im letzten Jahr tendierten 36% der Anleger zu der Assetklasse mit dem Votum „ausbauen“, die diesjährige Quote beläuft sich auf 40%. Weitere 40% der Anleger wollen ihr Aktienexposure aber stabil halten. Kein Investor neigt zur einer „Reduktion“ seiner Aktienquote.
- Die Assetklasse „Geldmarkt“ unterliegt je nach Volatilität an den Kapitalmärkten gewissen Schwankungen. Dass sich institutionelle Anleger ihr Pulver trocken halten wollen, zeigt der hohe Prozentsatz von 70% der Teilnehmer, die ihren Geldmarkt-Anteil „stabil halten“ wollen. 5% wollen ihre Quote sogar aufstocken.
- Bei der Assetklasse „Multi Asset“ zeigen sich zwar noch 44% der Anleger unentschlossen (Vorjahr: 22%). Stabil halten wollen 50% der Anleger ihren Anteil an Multi Asset Mandaten, 6% denken an einen Ausbau der Assetklasse.

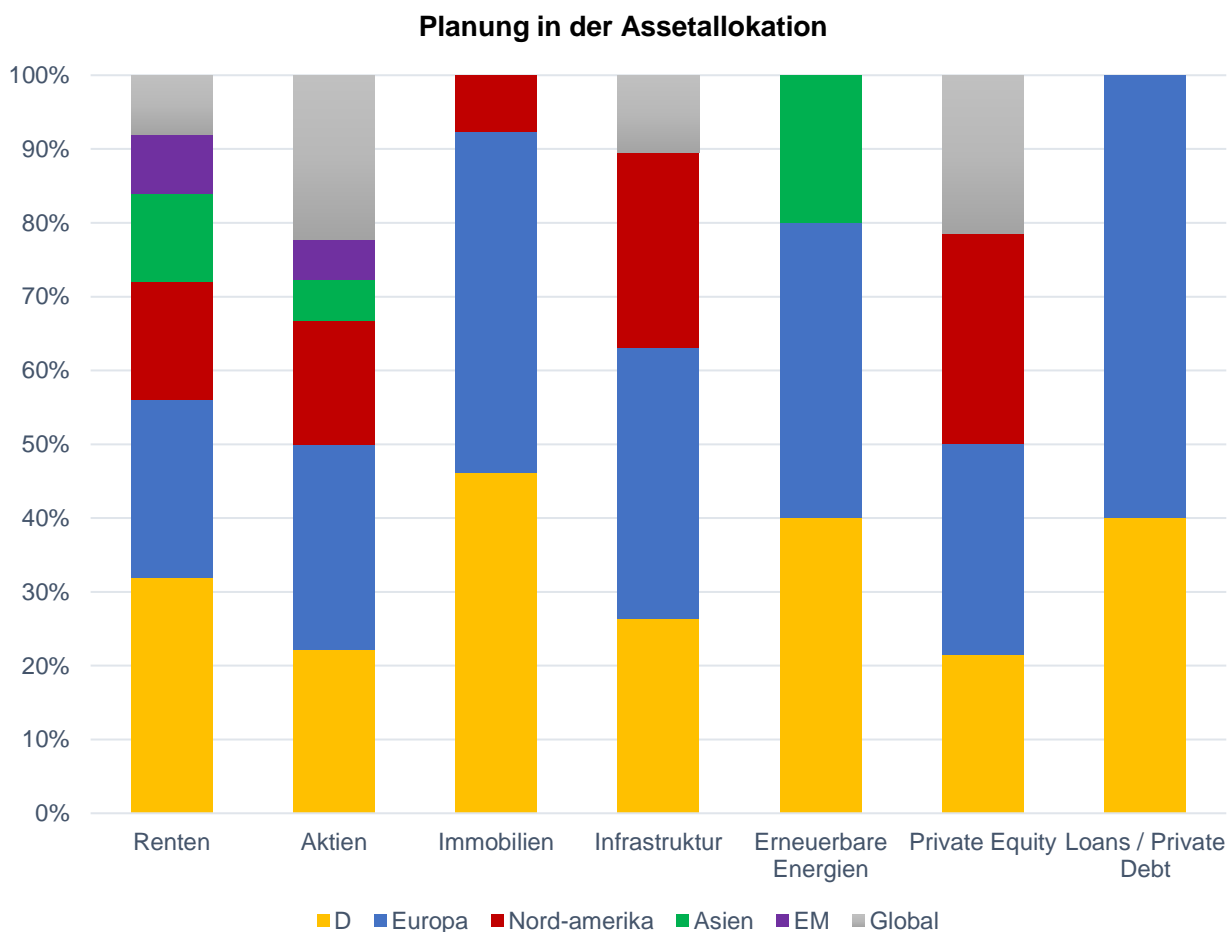
Folgend beleuchten wir die wesentlichen Erkenntnisse im Rahmen der *illiquiden* / Alternative Assets:

- Auch in dem neuen Umfeld gestiegener Zinsen lässt sich feststellen, dass über alle vier hier zur Option gestellten Assetklassen Immobilien (30%, Vorjahr: 45%) / Infrastruktur (50%, Vorjahr: 40%) / Private Equity (31%, Vorjahr: 24%) / Private Debt (25%, Vorjahr: 44%) weiterhin hohes Interesse an einem Ausbau dieser Assets besteht. Die Vergleichszahlen zum Vorjahr machen aber ebenso deutlich, dass die Investoren auch bei den Alternative vorsichtiger geworden sind. Die gute Nachricht lautet, dass wie im Vorjahr kein Investor eine Reduktion in Erwägung zieht. Bei Private Equity und Private Debt zeigen sich cum grano salis ein Drittel der Anleger nicht sicher, inwieweit sie der Assetklasse nähertreten oder ihr Engagement ausbauen.
- 38% der Anleger wollen ihren Anteil in der Assetklasse „Währungen“ halten; genauso viele zeigen sich noch unsicher. Gerade bei Investitionen in EM stellt sich die Frage nach einem Währungshedge oder auch nach dem Emittenten z.B. von EM Anleihen; insoweit ist in jedem Fall abzuwägen, inwieweit sich mithin Zusatzrenditen über Währungen erzielen lassen.
- Bei der Frage eines Einstiegs oder Ausbaus bei „Rohstoffen“ zeigten sich fast 36% der Investoren noch unentschlossen, 64% wollen ihr Rohstoff-Exposure stabil halten.
- Bei der im letzten Jahr neu aufgenommenen Assetklasse „Erneuerbare Energien“ plant mehr als jeder fünfte Anleger (22%) ein Investment, 39% der Teilnehmer sind aber noch unentschlossen.

Der ungebrochene Trend zur Spezialisierung in den Assetklassen sowie die Bereitschaft, höhere Risiken in der Wahl der Assetklassen einzugehen, birgt auch Chancen für ausländische Asset Manager, die wie zuvor gesehen heute schon einen festen Platz beim Management institutioneller Portfolien einnehmen.

Nachdem wir im Kapitel 4.1 bereits auf die aktuelle regionale Positionierung eingegangen sind, wollten wir nun wissen, wie die Planungen hinsichtlich der lokalen und regionalen Zielgebiete für die künftige Investitionen aussehen. Dabei haben wir acht Regionen vorgegeben

- Deutschland
- Europa
- Nord-Amerika
- Süd-Amerika
- Asien
- Afrika
- Emerging Markets
- Global.



Hier die wichtigsten Erkenntnisse in der Zusammenfassung:

- Der Bias geht bei Renten mit 57% unserer Teilnehmer nach wie vor eindeutig nach Deutschland sowie mit 43% Europa. Auch Nord-USA, das wie zuvor gesehen auch schon ein hohes Exposure in den Portfolien aufweist, wurde von immerhin 29% der Teilnehmer (Vorjahr: zwei von fünf Anlegern) angeführt, was auf das angezogene Renditeniveau im amerikanischen Raum zurückzuführen ist. Dazu präferieren Renten EM und Renten Global jeweils 14% der Investoren.
- Bei Aktien ist der Trend zur Globalisierung spürbar. 44% (Vorjahr: 57%) der Investoren neigen zu einem „Global“ aufgestellten Portfolio. 56% der Anleger planen Aktieninvestments in Europa (Vorjahr: 64%), aber auch wieder Nord-Amerika (33%) stößt auf Interesse. Rein Deutschland-orientierte Investments beziehen auf Vorjahresniveau 44% der Teilnehmer in ihre Planungen ein.
- Die Streuung der künftigen Immobilienengagements konzentriert sich neben dem deutschen Markt auch wieder sehr stark auf den europäischen Raum; dies aber spürbar, wenn jetzt jeweils 86% der Anleger Europa und Deutschland als präferierte Standorte angeben. USA als Standort findet bei 14% unserer Teilnehmer Anklang.
- Bei den nachfolgenden Ergebnissen in den Assetklassen „Infrastruktur, Private Equity und Private Debt“ ist zu beachten, dass zu den regionalen Präferenzen nur etwa ein Viertel unserer gesamten Teilnehmer der Studie Angaben gemacht haben.
- In der Assetklasse Infrastruktur werden neben Deutschland (71%) und Europa (100%) in Zukunft auch Nord-Amerika (71%) sowie „Globale“ Investments (29%) stärker im Fokus stehen. Die stärkere Orientierung über den Globus macht bei Infrastrukturprojekten nach der Überwindung der Pandemie wieder mehr Sinn, da sich beispielsweise für die Errichtung von Solaranlagen oder Biokraftwerken zur Erzeugung von Strom in asiatischen Ländern wie Thailand, Kambodscha oder Indien sehr gute Grundbedingungen finden und gerade ärmeren Bevölkerungsteilen die Nutzung von effizienten Stromquellen zugutekommen. Bei diesen Projekten spielt auch die Erfüllung nachhaltiger Kriterien eine immer größere Rolle.
- Eine vergleichbare Schwerpunktsetzung wie bei Infrastruktur finden wir bei Private Equity und Private Debt vor. Bei beiden Assetklassen dominiert das Interesse künftiger Anlagen in EUROPA (Private Equity: 100%, Private Debt: 100% der Anleger); deutsche Standorte werden von plus/minus 70% der Investoren favorisiert. Hier möchten die Anleger also in gewisser Weise „domestic“ bleiben. Bei Private Equity geht der Blick bei allen unseren Teilnehmern künftig mehr auch in Richtung Nord-Amerika als Wiege von Private Equity Investments. Aber auch die zu erwartende „Globale“ Orientierung ist auffällig höher als vor einem Jahr (zum Beispiel Private Equity: 75%). Die Chancen außerhalb Deutschlands, das nicht zu den klassischen PE-Hochburgen zählt, werden für zukünftige Investitionen als attraktiver eingeschätzt.

Der aufgezeigte stärkere Grad an Spezialisierung sowohl bei der Wahl künftiger Assetklassen wie auch bei der regionalen Verteilung der Investments wird auch ausländischen Managern wie schon an anderer Stelle hervorgehoben den Zugang zu institutionellen Anlegern erleichtern.

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 Commitment 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 fünfzehn Consultants, die sich um die Betreuung deutscher institutionelle Anleger bemühen. Zuvor haben wir bereits feststellen können, dass etwa jeder vierte Investor - und damit wieder mehr als im Vorjahr - im Portfoliomanagement Berater nutzt. Der Consultant bildet eine Art verlängerten Arm des Anlegers. Die Erfahrungen aus der Corona-Krise, verbunden mit einer Zunahme von Investitionen in spezielle, teils illiquide, Assetklassen, sollte dem Consultantmarkt weiteren Aufschwung verleihen.

Unsere Schätzungen gehen nach wie vor dahin, dass á la longue Consultants etwa ein Drittel des Spezialfondsmarktes abdecken. Unsere aktuellen Zahlen zur Einschaltung von Consultants im Asset Management wie auch bei administrativen Dienstleistungen (Master-KVG oder Verwahrstelle) haben eindeutig einen positiven Trendkanal pro Beraterbranche aufgezeigt. Dies gilt für das klassische Asset Management genauso wie für die administrativen Services (Master-KVG, Service-KVG und Verwahrstelle).

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 oder von einem Consultant; 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 Investorensseite ist es, mit den besten Anbietern zusammenarbeiten. Anhand welcher Kriterien die Qualität von Managern beurteilt werden kann, wird im folgenden Kapitel 6) behandelt.

6. Asset Manager Selektion

6.1 Neuvergabe von Spezialfonds (Spezial-AIF) - Mandaten

Auch wenn das Spezialfondsvolumen im Jahr 2022 um fast 250 Mrd.€ gesunken ist, so nahm das Gesamtvolumen diskretionärer Mandate seit Anfang 2019, also gut ein Jahr vor Beginn der Corona-Krise, bis Ende 2022 doch um stolze 322 Mrd.€ zu. Auch im Jahr 2023 zeichnet sich eine zunehmende Nutzung des Spezialfonds insbesondere innerhalb von Master-KVG-Strukturen zu.

Auch nehmen die Herausforderungen für institutionelle Investoren zum einen aufgrund der geopolitischen Großwetterlage, aber auch vor dem Hintergrund nicht nachlassender und zunehmender regulatorischer Rahmenbedingungen, zu.

Seit 15 Jahren Ihr verlässlicher
Consulting-Partner
Individuell, transparent, erfahren



Asset Manager Auswahl



Master-KVG Auswahl



Verwahrstellen Auswahl



Asset Manager Monitoring



ESG Analysen



Kostenanalysen

Hinzu tritt die Frage, in welcher Form und wie intensiv Investoren das höhere Zinsniveau in ihrer Gesamtstrategie verarbeiten. Tendenziell zeichnet sich ab, dass die Anleger sich nach den teils heftigen Kurseinbrüchen auf der Rentenseite über das Jahr 2022 nunmehr ein aktives Rentenmanagement wünschen und sich nicht -wie teils vorhergesagt- in einer passiven Buy & Hold-Strategie verrennen. Die attraktiveren Bedingungen auf der Fixed Income-Seite wollen gemanagt sein, einerseits mit Blick auf die Duration, dazu der Währungsfragen und damit der regionalen Verteilung, insbesondere aber in puncto Risikotragfähigkeit, inwieweit sicheren Staatsanleihen Corporates IG oder gar High Yield gegenübergestellt werden.

Nach wie vor ist zudem der Drang institutioneller Investoren zu spüren, die Diversifikation der Assets zu im Bereich der illiquiden Assets als stetiger Cash Flow - Lieferant voranzutreiben bzw. mindestens auf dem erreichten Niveau zu konsolidieren. Die inzwischen existenten und spürbaren inflationären Entwicklungen, einhergehend mit Lieferkettenproblemen und Anzeichen von Rezessionsängsten begleiten das schwierige Umfeld für Investoren.

Ausländische Manager bemühen sich aus dieser Konstellation heraus immer mehr um den deutschsprachigen diskretionären Markt, um ein Stück von dem jährlich wachsenden Kuchen des Spezialfondsmarktes zu gewinnen.

Für institutionelle Investoren gestaltet sich die Entscheidung bei der Asset Manager - Auswahl somit immer komplexer. Bevor wir im Einzelnen auf die für die institutionellen Anleger maßgebenden Gesichtspunkte oder Anforderungskriterien zu sprechen kommen, wollen wir uns nochmal die wesentlichen Erkenntnisse der vorliegenden Studie im Zeitraffer vergegenwärtigen, die im Ergebnis nicht ganz unwesentlich sind für die Beurteilung der Auswahlkriterien:

- 25% der institutionellen Anleger haben sich bereits darauf festgelegt, in diesem und im kommenden Jahr neue Spezialfonds aufzulegen, vorneweg die Versicherungsunternehmen sowie Versorgungswerke. Dazu kommt nochmal jeder zehnte Anleger, der sich noch unentschlossen zeigt, ob er neue Mandate vergeben wird, womit mehr als ein Drittel der Institutionellen auch in dem herausfordernden Umfeld für eine Neuauflage von Spezialfonds in Betracht kommt!
- Die aufgezeigten Planungen der Investoren legen den Schluss nahe, dass es weiterhin zu Aufstockungen sowohl im liquiden Sektor wie auch bei illiquiden Assets kommen wird. Liquide Assetklassen wie Corporates IG und auch Aktien stehen bei fast der Hälfte der Investoren auf dem Einkaufszettel, Staatsanleihen und HY Anleihen bei jedem fünften Anleger.
- Im Bereich der illiquiden Assets wird Infrastruktur bei jedem zweiten Investor präferiert. Nach bereits hohen, in der jüngsten Vergangenheit getätigten Investments im Bereich der Immobilien beabsichtigt noch jeder dritte Anleger, sich hier weiter zu engagieren; was auch für über ein Viertel der Anleger in Bezug auf die Assetklassen Loans, Private Debt und Private Equity gilt.
- Ein Drittel der beauftragten Manager sind ausländische Anbieter, wobei diese oftmals auch mit dem Management mehrerer Spezialfonds betraut werden. Fast 80% der Anleger stehen der Beauftragung ausländischer Asset Manager offen gegenüber.
- Unbestritten verfügt der institutionelle Markt weltweit und wie unter dem 1. Bullet Point exemplarisch dargelegt auch der Spezialfondsmarkt in Deutschland nach wie vor über Dynamik-Potential. Kurzum: institutionelle Gelder müssen im Rahmen der Anlagepolitik der Anlegergruppen investiert werden. Die Quellen, aus denen sich der Spezialfondsmarkt speist, sind neben spontanen Mandatsauflagen aber vielmehr die regelmäßigen Zuflüsse etwa von Versicherungsbeiträgen sowie Beitragszahlungen der Versorgungsberechtigten (z.B. Versorgungswerke der Ärzte, Anwälte etc.).
- Profiteure werden trotz des volatilen Umfeldes 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 Administrationslieferanten ihren Anlegern und Kunden zur Seite.
- Ob ein Asset Manager als vertrauenswürdiger Partner in Betracht gezogen werden kann, lässt sich naturgemäß nicht immer eindeutig beantworten. Auch wenn sich jeder Anleger bei der Auswahl des Managers auf gewisse Prioritäten fokussiert (z.B. Performance, ESG-Kompetenz,

Kundenbetreuung), so steht doch meist ein breiter Katalog an Kriterien hinter einem konkreten Auswahlprozess des passenden Asset Managers.

- Insbesondere bei anstehenden Neuvergaben von Spezialfonds an Asset Manager, mit denen der Investor in der Vergangenheit noch keinen Kontakt hatte, müssen die Anforderungen der Investoren an die Manager erfüllt sein. 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 einer deutschen Master-KVG zusammenarbeiten kann. Es darf auch nicht unterschätzt werden, dass die Verantwortlichen auf institutioneller Seite ihre Entscheidung für oder gegen einen Manager gegenüber der nächsthöheren Instanz, zum Beispiel dem Verwaltungs- oder Aufsichtsrat, rechtfertigen müssen.
- Im folgenden Kapitel wollen wir auf das Spektrum an Anforderungskriterien seitens der institutionellen Anleger gegenüber ihren Managern näher eingehen.

6.2 Bedeutung der Kriterien und aktuelle Zufriedenheit

a) Hintergrund:

- Unser Bewertungskatalog zur Beurteilung von Asset Managern konzentriert sich wie im Vorjahr auf vierzehn Kriterien, die als Maßstab herangezogen werden.
- Bei den Gesichtspunkten, die eher den „soft factors“ zuzurechnen sind wie das Betreuungskonzept, haben wir auch Punkte wie „Transparenz“, „Reputation“ und „Kommunikation“ berücksichtigt.
- Wir haben unsere Erfahrungen aus nunmehr fünfzehn Jahren, in denen wir Ausschreibungsprozesse begleitet haben, bei der Behandlung der einzelnen Kriterien mit einfließen lassen. Der Vorjahresvergleich zeigt die Tendenz auf.
- Die Kriterien, anhand derer ein institutioneller Entscheidungsträger seinen Manager auswählt, weisen bei den klassischen institutionellen Anlegergruppen eine relativ hohe Schnittmenge auf.
- Unterschiede ergeben sich zum Beispiel bei Reportinganforderungen. da es in diesem Bereich um regulatorische Bedingungen geht, die bei Kreditinstituten und zum Beispiel Versicherern oder SGB IV - Anlegern unterschiedlich ausgestaltet sind, und teilweise auch bei den individuellen Anlegeransprüchen an die Kundenbetreuung, die je nach Investorengruppe und gesetzlichen Vorgaben differenziert ausfallen können.

Bei der Einordnung der verschiedenen Kriterien aus Kundensicht sind wir 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 Kriterium konnte in drei Abstufungen beantwortet werden und zwar bei der „Wertschätzung“ von

- Wichtig
- neutral und
- unwichtig

und bei der „Zufriedenheit“ von

- zufrieden
- neutral bis
- unzufrieden.

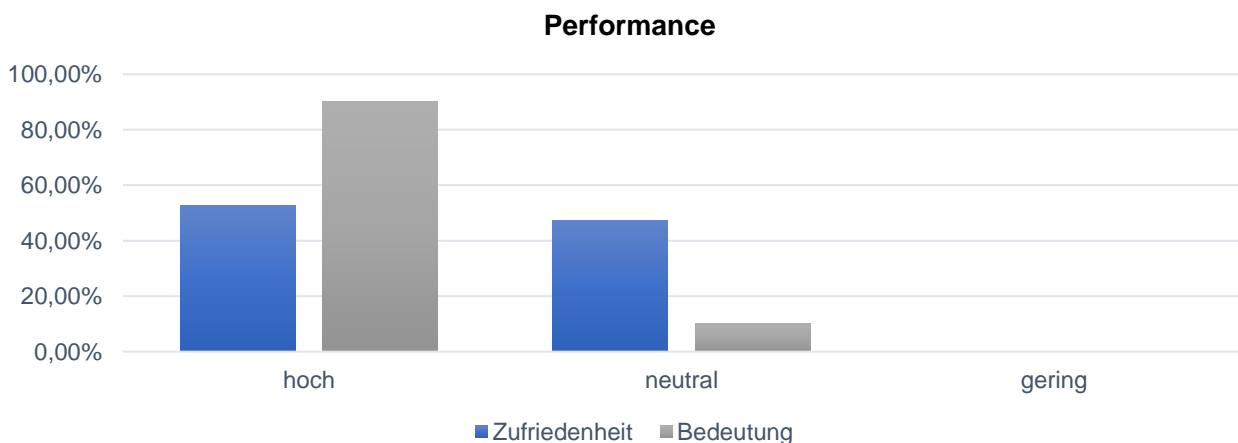
Diese dreistufige und auch nicht weiter im Detail differenzierte Einschätzung soll die Aussagekraft pointierter widerspiegeln.

Performance

a) Hintergrund:

- Das über alle Assetklasse hinweg unbefriedigende Jahr 2022 steckt allen (institutionellen wie privaten) Anlegern in den Knochen. Die beeindruckenden Wachstumszahlen auf der Spezialfondsmarktseite auf 2,2 Bio. € zum 31.12.2021 gehören der Vergangenheit an. Zwei Drittel der in Spezial-AIF geparkten Gelder werden von der Verpflichtungsseite (Renten, Pensionen, Stiftungs- und Versicherungsgelder) dominiert. Die Performance ist folgerichtig für alle institutionellen Investoren von primärer Bedeutung. Der über fast sämtliche Assetklassen, von Aktien bis Staatsanleihen zu verzeichnende negative Impact ändert natürlich nichts daran, dass anlegerseitig die Performance eine enorm hohe Bedeutung einnimmt. Aber wie „zufrieden“ konnten Investoren angesichts der Kursverluste über das Jahr 2022 mit ihren Managern sein?
- Aktuell beschäftigen sich institutionelle Investoren verstärkt mit der Integration neu zufließender Einnahmen (u.a. über Mitgliederbeiträge etwa seitens der Versorgungsberechtigten von Rechtsanwalts- oder Ärzte-Versorgungswerken) in ihre Direkt- oder Eigenanlagen. Hierzu motivieren die relativ auskömmlichen Zinssätze von über 3% mit einem recht sicheren Hintergrund.
- Hinzu kommt: Nach dem „Crash“, den wir anlässlich des Ukraine-Konfliktes bis Ende des Jahres 2022 auf der Rentenseite gesehen haben, sind illiquide Assets nach wie vor ein fester Baustein in den Portfolios institutioneller Anleger, wenn auch differenzierter als im Jahr davor (2021).
- Zu zwei Dritteln (von knapp 2 Bio. €) sind institutionelle Investoren von der Liability-Seite getrieben. Deshalb gilt bei allen Vorsorgeeinrichtungen wie auch bei Berufsversorgungswerken die klare Regel, dass die satzungsgemäß fixierte Mindestverzinsung (von zum Teil noch um die 2% bis 3%) erwirtschaftet werden muss.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Dem Balkendiagramm ist zu entnehmen, dass wie im Jahr zuvor mit 90% fast alle Teilnehmer die Rendite in der Bedeutung „wichtig“ einstufen. Dass sich gegenüber 2021 praktisch keine Veränderung in der Bedeutung ergeben hat, wundert nicht, da zur Zeit der Bestandsaufnahme der letztjährigen Studie (2.Quartal 2022) der Ukraine-Konflikt bereits am Schwelen war mit entsprechend negativem Einfluss auf die Entwicklung fast aller Assetklassen. Somit ist dieses Resultat mitten in dem beschriebenen schwierigen Umfeld rund um Corona und geopolitische Themen wiederum ein Spiegelbild der zurzeit sehr schwierigen Lage. 10% der Anleger kreuzten die Stufe „neutral“ an.
- Die Gesamtzufriedenheit mit den erzielten Renditeergebnissen liegt in diesem Jahr mit insgesamt 53% nur marginal unter dem Ergebnis des Vorjahres mit 55% (Vorvorjahr zum Vergleich: 67%).
- „Neutral“ (zufrieden) kreuzten immerhin 47% der Teilnehmer an. Kein Anleger zeigte sich „unzufrieden“.
- Angesichts der unbefriedigenden Returns hätte man auch einen höheren Grad an Unzufriedenheit mit den Asset Managern erwarten können. Das im Vergleich zum guten Kapitalmarktjahr 2021 sehr stabile Resultat zeigt auf, dass institutionelle Anleger mit entsprechenden Volatilitäten und Rückschlägen wie im Jahr 2022 gut umgehen können, natürlich auch vor dem Hintergrund der in den Vorjahren aufgebauten Reserven; zudem neigen institutionelle Investoren nicht zu spontanen Veränderungen ihrer mittel- bis langfristig ausgerichteten Anlagepolitik.

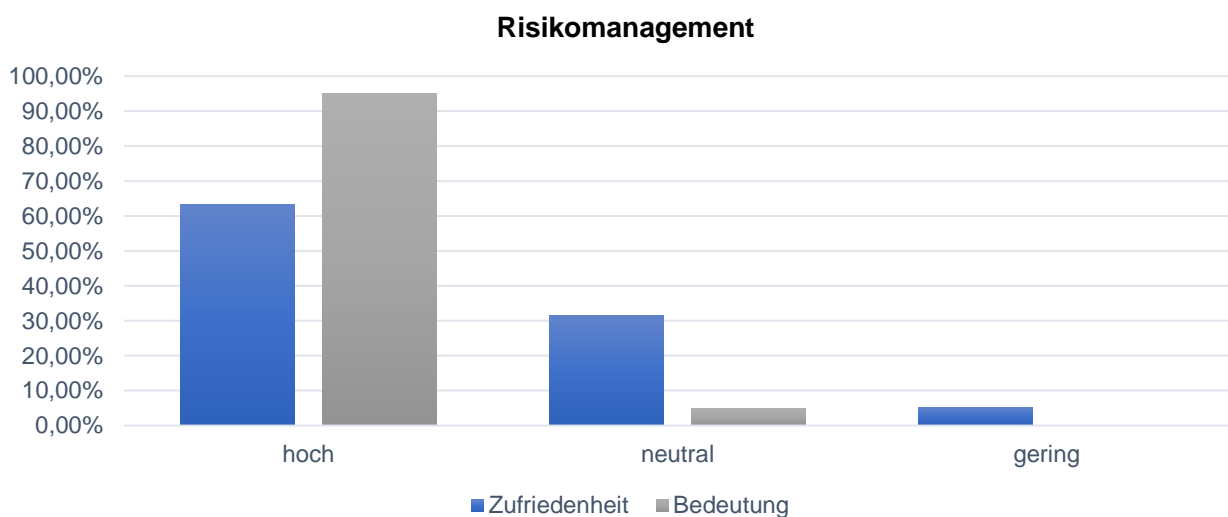
Risikomanagement

a) Hintergrund:

- Wenn schon nicht auf der Performance-Seite, so könnten wir erwarten, dass sich eine gewissen Unzufriedenheit auf Seiten der Anleger beim Umgang mit dem Risikomanagement ihrer Asset Manager ergeben kann. Im Grunde bestätigen dies die Ergebnisse der vorliegenden Studie auch im Vorjahresvergleich.
- Risikomanagement hat nicht erst durch die Pandemie an Wichtigkeit zugenommen, sondern nimmt in unserer Studie seit langen Jahren einen sehr hohen Stellenwert ein. Mit den zunehmenden auch geopolitischen Krisen hat sich allerdings die Sichtweise der Investoren auf das Thema „Risikomanagement“ verschoben. Waren es vormals eher operationale oder strukturelle Risiken - zum Beispiel im Investmentprozess -, so werden „Risiken“ heute in einem deutlich breiteren Sinne verstanden. Dazu gehören auf der obersten Ebene politisch angelegte Krisenherde wie der oftmals zitierte Ukraine-Konflikt genauso wie die Unwägbarkeiten eines chinesischen Angriffs auf Taiwan, genauso aber auch Unsicherheiten in Bezug auf die wirtschaftliche Entwicklung und die weitere Entwicklung des Wirtschaftswachstums im Angesicht der Deglobalisierung und auch der wieder eher national ausgerichteten Subventions-Programme wie in den USA (Inflation Reduction Act).
- Auch das Thema „nachhaltige“ Kapitalanlagen hat mit der um sich greifenden Regulatorik „Nachhaltigkeit“ oder „ESG“ als Risikokomponente im Portfoliomanagement in den Blickpunkt gerückt.
- Die mit Beginn des Ukraine-Russland-Krieges entfachten Krisenherde rund um Lieferkettenprobleme bis zu Anstiegen der Rohstoffpreise verdeutlichen die Komplexität der zu steuernden Risiken und deren Komplexität. Wie zufrieden die Anleger tatsächlich mit der Bewältigung dieser jüngsten Ereignisse mit ihren Managern waren, sehen wir unter Punkt c) Analyse.

- 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. operationale 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.
- Auch die Regulatorik beeinflusst den Umgang mit Risiko in heute nicht unerheblichem Maße. 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 bis hin wieder zur Frage der Einbeziehung von ESG-Kriterien in die Asset Allokation; Stichworte: Taxonomie, OffenlegungsVO insbesondere auch im Hinblick auf die non-financial Berichterstattung.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

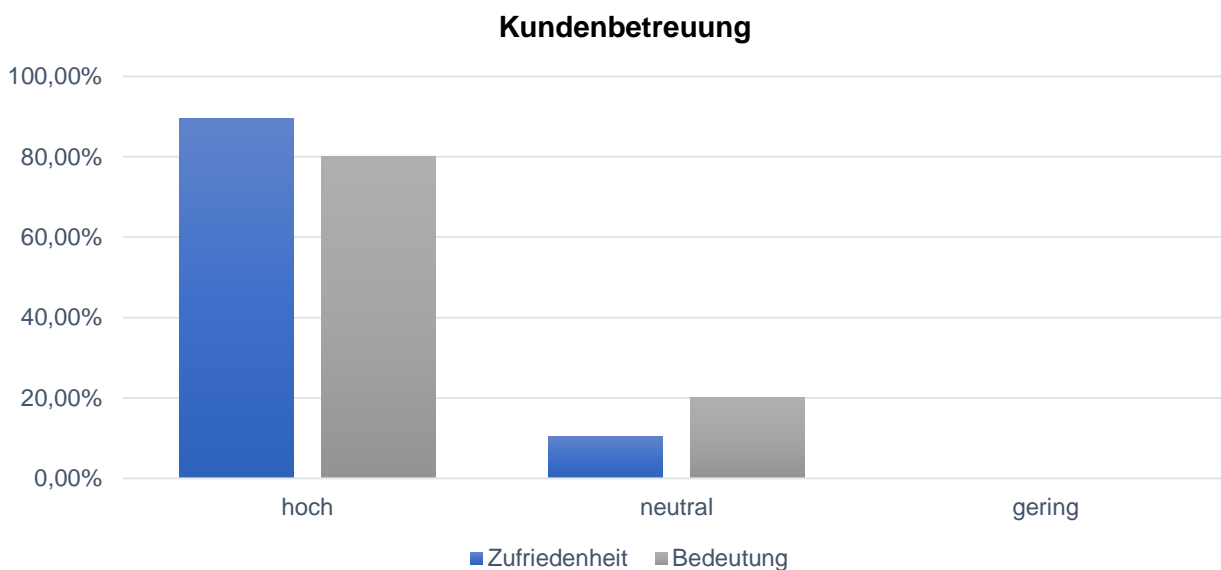
- Vor dem geschilderten Hintergrund verwundert kaum, dass sich mit 95% der Investoren nochmal deutlich mehr Anleger (Niveau des Vorjahres: 86%) der Bedeutung eines guten Risikomanagements bewusst sind und sich für die Einstufung als „wichtiges“ Thema entschieden.
- Damit bildet das Kriterium Risikomanagement aus Investorensicht unter allen hier abgefragten Einzelpunkten eines der bedeutendsten Themen und liegt über dem Wert des Kriteriums „Performance“.
- Bei der „Zufriedenheit“ zeigten sich nach schwierigen drei Jahren jetzt lediglich 63% der institutionellen Einrichtungen wirklich zufrieden im Umgang mit dem Management der Portfoliorisiken und damit 5% weniger als im Jahr zuvor (68%). Knapp ein Drittel gab „neutral“ an. 5% zeigten sich tatsächlich „unzufrieden“ mit dem Risikomanagement ihrer Asset Manager.

Kundenbetreuung / Services

a) Hintergrund:

- Auch im Rahmen von seitens TELOS begleiteten Ausschreibungen im Bereich Asset Management oder Master-KVG hat das Thema Kundenbetreuung über die letzten Jahre einen deutlichen Anstieg an Awareness und Bedeutung erfahren. Üblicherweise wird die Stellung des Kundenbetreuers gerade in krisenhaften Zeiten besonders goutiert. Danach stünde zu erwarten, dass die Betreuungsintensität als soft factor eine größere Rolle und einen höheren Stellenwert einnimmt. Hinzu tritt die zuvor hervorgehobene zunehmende Komplexität in der Anlagepolitik und der Asset Allokation, die die Asset Manager ihren Kunden, den Investoren, gegenüber zusätzlich fordert. Nicht umsonst ist die Kundenbetreuung heute im Rahmen praktisch jeder institutionellen Ausschreibung eines neuen Spezialfondsmandates ein detailliert hinterfragtes Element des Fragebogens (inklusive Nennung von Referenzadressen etc.)
- 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 „Relationship“ bildet die Kundenbetreuung. Oftmals ist die Kundenbetreuer – je nach Größe des Managers – auch mehrstufig gegliedert, zum Beispiel den Betreuer im Tagesgeschäft, einem Relationship Manager für strategische oder übergeordnete Themen und auch die Einbindung eines Geschäftsführers in besonderen Fällen. Wohl wissend um die enorme Bedeutung einer guten Kundenbetreuung halten Asset Manager gerade in diesem Bereich personalintensive Ressourcen vor. Der Betreuer in personam ist in vielen Fällen die persönliche Vertrauensperson und damit bildlich gesprochen die „Brücke“ zum Anleger; dies gilt natürlich insbesondere immer dann, wenn es nicht nur um das Tagesgeschäft geht, sondern um spezielle Anfragen oder Anforderungen des Investors, die natürlich in einem schwierigen Umfeld wie jetzt tendenziell zunehmen.
- 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.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Das Ergebnis fällt wie in den Jahren zuvor überzeugend, keineswegs aber emphatisch, aus. Als wichtiges und bedeutendes Bindeglied zwischen Investor und Relationship Manager inklusive der Services erachten 70% der institutionellen Anleger (Vorjahr: 86%) der Teilnehmer die Kundenbetreuung. „Neutral“ positionierten sich 30% (Vorjahr: 14%) der Teilnehmer.
- Die Zufriedenheit korreliert demgegenüber überzeugender als etwa bei den Kriterien „Performance“ und „Risikomanagement“ mit dem hohen Bedeutungsgrad. 89% (und damit 7% mehr als im letzten Jahr) der Anleger waren auch in dem anspruchsvollen Umfeld mit dem Betreuungskonzept ihrer Manager und in personam den Kundenbetreuern „zufrieden“. „Unzufrieden“ zeigte sich kein Teilnehmer. 11% äußerten sich „neutral“.
- Damit hat die Asset Management Branche auch in dem volatilen Jahr 2022 unter Beweis gestellt, dass sie sich auch in extremen Situationen flexibel und auch individuell auf die Belange ihrer Kunden einstellen kann.

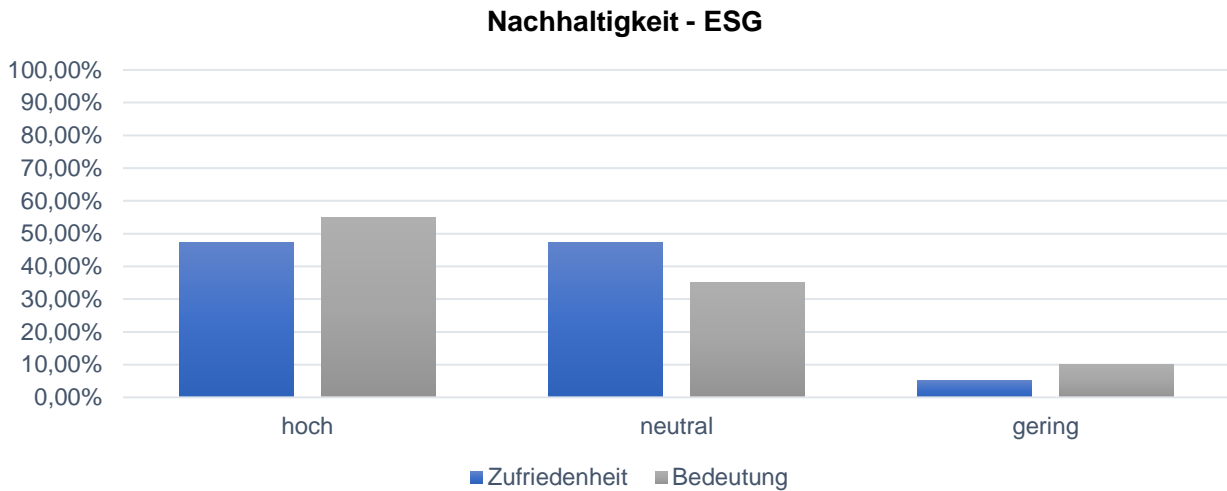
Einhaltung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien

a) Hintergrund:

- Wie schon an verschiedenen Stellen hervorgehoben, haben die Rahmenbedingungen für die Kapitalmärkte der letzten drei Jahre besondere Anforderungen an institutionelle Anleger gestellt. Trotz der außerordentlich angespannten Entwicklungen seit Ausbruch der Coronakrise bis zum heutigen Tag mit einem durch Russland initiierten und durch nichts zu rechtfertigenden Abnutzungskrieg in der Ukraine musste sich auch das Thema „Nachhaltigkeit“ dem volatilen und sensiblen Umfeld stellen. Unabhängig von den Diskussionen um Nachhaltigkeitsthemen wie Atomkraft als nachhaltiges Investment (oder nicht), die Klassifizierungsdiskussionen nach Art. 8 oder 9 der OffenlegungsVO (Stichwort: Vermeidung von Green Washing) und der seit Ende Februar 2023 gefundenen vorläufigen Einigung im Europäischen Parlament zu den „European Green Bond Standards“ nahm die Regulatorik ihren Lauf. Es ist nicht von der Hand zu weisen, dass gerade nach dem verlustreichen Jahr 2022 auch im institutionellen Bereich zunehmend Fragen um die Klarheit der Vorgehensweise im politischen Umfeld aufkommen. Hinterfragt wird keineswegs die Sinnhaftigkeit unter anderem einer CO₂-Reduktion oder einer Stärkung des Klimaschutzes. Kritisch betrachtet werden vielmehr die Wege und Maßnahmen, insbesondere deren Verhältnismäßigkeit.
- Der kritischere Umgang mit ESG auf Seiten der institutionellen Investoren spiegelt sich auch in unserer Umfrage wider, auch wenn „ESG“ oder „Nachhaltigkeit“ seit einigen Jahren die Agenda vorschreiben. Die Diskussionen um die Klimakrise, der CO₂ footprint oder auch die aufsichtsrechtlichen (governmental) und sozialen (social) Aspekte bestimmen immer noch das institutionelle Umfeld, alleine schon wegen regulatorischer Vorgaben, wo diese greifen, aber es ist unverkennbar, dass institutionelle Anleger sich dem ESG-Gedanken nicht mehr in dem Maße verbunden fühlen wie das noch im letzten Jahr und zuvor der Fall war.
- Um es auf den Punkt zu bringen: das unsägliche Kapitalmarktjahr 2022 hat dem Thema Nachhaltigkeit vielleicht nicht unmittelbar geschadet, es hat aber sicher auch nicht geholfen.
- Das Thema ESG 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 Fondsrendite. Das Lager dieser Vertreter ist seit etwa drei Jahren doch verstummt.
- Heutzutage sind ESG-Ansätze nicht mehr aus dem Portfoliomanagement und an dieser Stelle insbesondere unter dem Aspekt des Risikomanagements wegzudenken.

- 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 institutioneller Seite zeigen sich kirchliche (u.a. EKD-Leitfaden und die Orientierungshilfe „Ethisch-nachhaltig investieren“ der Deutschen Bischofskonferenz) sowie gemeinnützige Organisationen (z.B. Zusatzversorgungskassen) und auch Stiftungen.
- Die Beachtung von Economic / Social / Governance (ESG) gehört heute nicht nur zum guten Ton im Sinne der Schaffung einer „sauberen“ Fassade, gewissermaßen als Feigenblatt. 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 die Rolle als Protagonisten für ethische Investments. Die seit dem 10. März 2021 in Kraft getretene Offenlegungsverordnung verpflichtet jeden Vermögensverwalter, seine Fonds entsprechend der inhaltlichen Passgenauigkeit den vorgegebenen Kategorien der Art. 6, 8 oder 9 der OffenlegungsVO zuzuordnen. Auffällig ist eine klar zu beobachtende Tendenz, praktisch die gesamte Fondspalette Art. 8 - konform zu gestalten, jeder Fonds mithin ESG-relevante Aspekte aktiv in seinem Ansatz berücksichtigt. Auch wird dem Kriterium „Social“ (u.a. Arbeitsbedingungen) zunehmend mehr Aufmerksamkeit auch von regulatorischer Seite geschenkt.
- 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 den der Nachhaltigkeit verpflichteten unabhängigen Organisationen (z.B. UN PRI), die Verwendung ökologisch sauberer Produktionsmittel bis 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 und auch bei Infrastruktur-Projekten in EM (zum Beispiel (Solar- oder Biomassekraft-Anlagen), die zu einer massiven Schaffung von Arbeitsplätzen beitragen können. Auch für SGB IV - Anleger haben sich mit dem 8.ÄnderungsG zum SGB IV die Rahmenbedingungen zu mehr Transparenz im ESG-Sektor verändert. Fokussierte das Gesetz zuvor mehr auf das „S“, also sozial, so sind nun alle drei Elemente (E, S und G) in Betracht zu ziehen.
- Inzwischen gibt es eine Reihe verschiedenster Ansätze zur Umsetzung eines ESG - Ansatzes im Portfolio. Beispiele hierfür sind die Berücksichtigung von Ausschluss- oder Positiv-Kriterien, Best-in-class Ansätze, normbasierte Modelle genauso wie Active Ownership (Engagement). 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.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

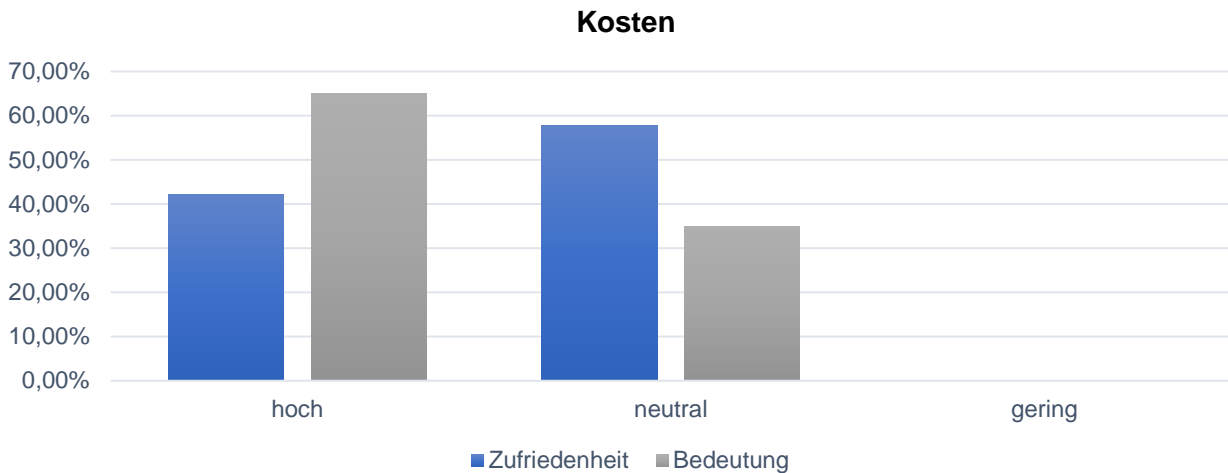
- Wie wir bereits im Kapitel 5.2 feststellen mussten, differenzieren institutionelle Investoren bei der Berücksichtigung von ESG bei ihren „künftigen“ Investments sehr stark nach den unterschiedlichen Assetklassen. Insbesondere bei klassischen Rentenpapieren wurde nur sehr verhalten auf die künftige Integration von Nachhaltigkeit reagiert.
- Wir können hier von einer leichten Rückwärtsentwicklung bzw. Stagnation auf hohem Niveau sprechen
- Diese Erkenntnis spiegelt sich auch bei der vorliegenden Frage und dem Ergebnis der Bedeutung von ESG bei der Beurteilung des Asset Managers wider. Die Wahrnehmung der Anleger für die Berücksichtigung von ESG stagnierte bei gut 50% der Anleger („Nachhaltigkeit“ als „wichtiges“ Thema). Erstmals gaben 10% und damit jeder zehnte Anleger an, ESG nur eine „geringe“ Bedeutung bei der Beurteilung des Asset Managers einzuräumen.
- 35% gegenüber 48% der Teilnehmer im Jahr zuvor nimmt eine neutrale Haltung ein. Der noch bis in das Jahr 2020 positive Trend zu einer verstärkten Berücksichtigung hat einen leichten Rückschlag erlitten. Der Grund mag darin liegen, dass die laufenden volatilen Marktphasen den Fokus von dem ausgesprochen wichtigen Aspekt der Nachhaltigkeits-Anlagepolitik - pandemiebedingt- zeitweise etwas in den Hintergrund gerückt hat. Unsere Prognose lautet, dass nach Überwinden der aktuellen Extremereignisse „Nachhaltigkeit“ auch wieder seinen Platz in den Kundenportfolios entsprechend seiner überragenden Bedeutung einnehmen wird.
- Bei der Frage nach der Zufriedenheit mit dem Umgang in puncto Nachhaltigkeit stellte sich ebenfalls ein kritischeres Bild dar. Bei der Zufriedenheit unserer Teilnehmer registrierten wir eine Reduzierung um absolut 3% auf 47%. Weitere 47% gaben „neutral“ an. 5% der Investoren zeigten sich „unzufrieden“ mit ihren Managern.

Kosten

a) Hintergrund:

- Nach den Jahren um Corona und dem schwierigen Umfeld im Jahr 2022 kann auch in der aktuellen Studie gefolgert werden, dass sich an einigen Drehschrauben etwas verändert hat. Dies betrifft nicht nur die bereits strapazierte Um- bzw. Neuallokation zu ganz aktuell mehr Investitionen in Eigenanlagen sowie einem Trend zu mehr Alternatives, sondern auch die Gebührensseite. Die Asset Management-Branche lebt nun einmal von den für das Fondsmanagement vereinnahmten Gebühren.
- Zeiten wie jetzt legen offen, wie volatil es an der Gebührenfront zugehen kann. Anleger verkaufen zum Beispiel Fondsanteile aus (aus Gebührensicht) lukrativen Aktien-Fonds und/oder verändern ihre Asset Allokation hin zu sicheren Geldmarkt-Fonds. Folge: die Einnahmen sinken bei sonst stabilen Kosten.
- Gebühren und damit Kosten waren schon immer der Dreh- und Angelpunkt bei der Vergabe von Spezialfondsmandaten. Die Gebührenangebote bei einer 150 Mio. € - Ausschreibung in der Assetklasse EM Equities rangiert zwischen dem günstigsten und dem teuersten Anbieter von gut 30 BP bis an die 90 BP, was einem Hebel von Faktor 3 entspricht! Dies ist nur ein Beispiel aus unserer TELOS Gebührenstudie, steht aber stellvertretend für auch bei anderen Assetklassen vorherrschenden Preisspannen zwischen unterschiedlichen Asset Management Häusern bei ansonsten gleichen Grundbedingungen. Nicht zuletzt die Probleme einer direkten, sprich persönlichen, Kommunikation mit den Entscheidungsträgern auf Seiten der institutionellen Anleger zwingen Manager dazu, mehr Kompromissbereitschaft bei den Gebühren zu zeigen.
- Zu den unschönen Rahmenbedingungen in der täglichen Kommunikation kommt das im Vergleich zu der Lage vor einem Jahr völlig umgedrehte Zinsumfeld, was angesichts der Unsicherheiten, wo die Reise der Zentralbanken im Angesicht der (Kern-) Inflation hinführen wird. Dies trägt verständlicherweise zu einer hohen Kostensensibilität institutioneller Investoren bei.
- Die TELOS Gebührenstudie für den institutionellen Markt mit über abgefragten 60 Assetklassen (und auch im Bereich Master-KVG und Verwahrstellen) sowie zudem von TELOS begleitete Ausschreibungen zeigen Differenzen auch über die zuvor genannten „3“ als Hebel, nämlich von einem Faktor 4 und darüber hinaus. Ein weiteres 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: 15 BP Unterschied machen bei einem 100 Mio. €-Mandat 150.000,- € 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 nicht selten zur Makulatur.
- Die Manager sowie die Master-KVGs und Verwahrstellen haben sich auf diese nicht ganz 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.

Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

- Die Bedeutung der Kostenkomponente hat bei allen Anlegergruppen ein wenig abgenommen. 65% der Investoren und damit zwei von drei Teilnehmern (Vorjahr: 74%) empfinden die Kostenfrage als bedeutend („wichtig“). Die restlichen 35% der Anleger gaben „neutral“ an.
- Etwas mehr Teilnehmer (42%) als im Vorjahr (32%) waren mit den von ihren Asset Managern erhobenen Kosten soweit „zufrieden“ und damit einverstanden.
- Annähernd 60% der Investoren (Vorjahr: 68%) ordneten sich in der Abstufung „neutral“ ein. „Weniger zufrieden“ zeigte sich kein Anleger.

An dieser Stelle möchten wir nochmal auf unsere TELOS-Gebührenstudie (2021) 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 in ca. 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 / Tel. +49 611 9742 100).

Weitere Kriterien und deren Bedeutung für die Managerselektion:

a) Hintergrund:

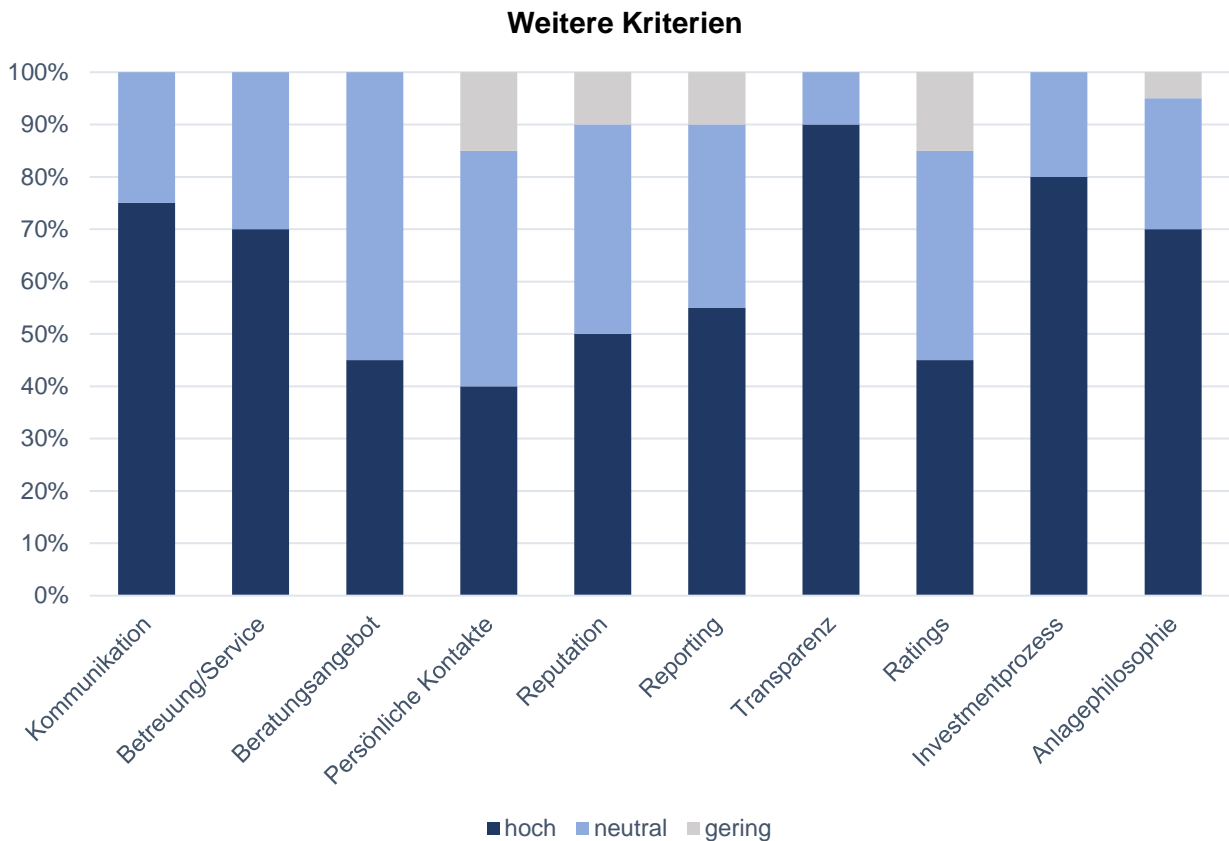
Neben den zuvor dargestellten Kriterien spielen auch weitere Gesichtspunkte bei der Managerselektion eine Rolle. Im Einzelnen gehen wir auf diese neun Punkte ein

- Investmentprozess
- Anlagephilosophie
- Reputation
- Ratings
- Persönliche Kontakte
- Beratungsangebot- und qualität
- Transparenz
- Reporting

- Kommunikation

Alex: bitte das nachstehende Balkendiagramm um die Zahlen zur Bedeutung bei Beratungsangebot- und qualität, Transparenz, Reporting und Kommunikation ergänzen

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Investmentprozess

Wie im Kapitel 4.1.b) gesehen, allokierten einige institutionelle Anleger ihre Portfolien im Laufe der beiden vergangenen Jahre um. Bei liquiden Assets war ein Bias hin zu den Unternehmensanleihen greifbar, teilweise auch bei Aktien; teils wurde stärker in Alternatives, vorneweg wie im Vorjahr Immobilien allokiert.

Aus heutiger Sicht wird sich die Asset Management-Branche auch auf ein steigendes Interesse an aktiven Fixed Income-Strategien einstellen müssen, bis hin zu Buy & Maintain-Angeboten.

Die Bedeutung der Stabilität des Investmentprozesses muss somit auch im Lichte dieser Umschichtungen bewertet werden. Denn der höhere Grad an Diversifikation in der Allokation führte zwangsläufig zu einem breiteren Spektrum an Investmentprozessen, mit denen sich institutionelle Investoren beschäftigen müssen. Der Prozess des Managements muss dabei unabhängig von der Komplexität der Prozesse aus Sicht der Anleger transparent und nachvollziehbar sein.

88% der Anleger (nach 86% im Jahr zuvor) messen dem „Investmentprozess“ eine hohe Bedeutung zu. Die Schlüssigkeit und Klarheit des Investmentprozesses sind im Grunde das Asset, das der Fondsmanager

insbesondere in einem anspruchsvollen Umfeld wie derzeit mitbringen sollte; dies gilt einmal mehr vor dem Hintergrund der gestiegenen Risiken auf der geopolitischen Seite.

Anlagephilosophie

Die Anlagephilosophie hinter dem Fonds oder der Anlagestrategie verkörpert die Idee und die Zielrichtung, die dem Fonds innewohnt, während der im vorigen Kapitel behandelte Investmentprozess das eigentliche Management im täglichen Doing im Maschinenraum widerspiegelt. 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 oder in Bezug auf Value versus Growth.

Auch der Umgang mit Nachhaltigkeitsfragen im Rahmen des Investmentprozesses nimmt einen höheren Stellenwert ein; eine Reihe von Asset Managern reduzieren ihre Anlagephilosophie im Bereich ESG auf Ausschlusskriterien, andere hingegen bevorzugen zudem Engagement-Politik oder impact investing Ansätze.

70% der Investoren (Vorjahr: 74%) messen der Anlagephilosophie eine hohe Bedeutung bei. Für etwa ein Viertel nimmt die Anlagephilosophie eine neutrale Rolle ein. 5% unserer Teilnehmer zeigen keinerlei Interesse daran, welche Investmentphilosophie ihre Manager verfolgen.

Reputation

Die Reputation des Hauses eines Asset Managers ist den „weichen“ Faktoren zuzuordnen. Die Frage, ob ein Haus über eine gute oder schlechte Reputation verfügt, lässt sich heute anhand von diversen Kriterien beurteilen. Über Fragen nach dem Konzernhintergrund hinaus sind es weitergehende Kriterien, die über das allgemeine Erscheinungsbild in der Öffentlichkeit (wie Presse, Berichterstattungen in Fachzeitschriften etc.) zur Beurteilung eines Managers, durchaus auch in Bezug auf bestimmte sensible Gebiete wie Green Washing, entscheiden. Setzt der Anleger auf etablierte und bekanntere Adressen, so wird man ihm auch dann keinen unmittelbaren Vorwurf machen, wenn Probleme auftreten sollten. Bei der Entscheidung für weniger renommierte, vielleicht auch sehr spezialisierte, Häuser oder Boutiquen, steigt das Gefahrenpotential auf Seiten des Entscheiders, was in einem schwierigeren Umfeld wie dem Aktuellen noch mehr durchschlägt. Der Umgang mit dem Thema „Nachhaltigkeit“ ist sicher solch ein Stimulus im heutigen Umfeld. Derartige Gesichtspunkte gehören heute in jeden vollständigen Fragebogen zur Durchführung einer Due Diligence.

Die Ergebnisse der diesjährigen Studie zeigen, dass wie im Jahr zuvor etwa jeder zweite Investor (50%) dem Thema „Reputation im Markt“ eine hohe Bedeutung beimisst. 40% der Teilnehmer votierten für „neutral, immerhin jeder zehnte Anleger für „unwichtig“.

Ratings

Da die Informationsquellen von Seiten der Manager aus dem eigenen Hause stammen, verlangen Investoren verstärkt nach unabhängigen Zugangsquellen. In dem zunehmend anspruchsvolleren Kapitalmarktumfeld mit steigenden regulatorischen Anforderungen, aber auch einem breiteren Angebot an Produkten (u.a. Alternative Investments) und Services (Overlay Management, Angebot an Credit Research zur Beurteilung von Staats- und Unternehmensanleihen oder Reporting-Services über verschiedene ESG-Faktoren) bei zudem einem immer breiteren Feld von Anbietern im Asset Management greifen institutionelle Anleger - schon aus ihrer Verpflichtung gegenüber den Anspruchsberechtigten (wie Versorgungsempfängern) heraus - zunehmend auf aussagekräftige Informationen über die Expertise ihrer Manager zurück. Ratings nehmen vor diesem Hintergrund eine wichtige Transparentfunktion ein, einerseits, weil die Asset Manager sich mit einem Rating nach außen öffnen und andererseits, weil sie unabhängigen Dritten die Möglichkeit einräumen, in den Asset Management-Betrieb des Managers hineinzuschauen, um sich gegebenenfalls mit den Raterkenntnissen kritisch auseinanderzusetzen.

Ratings betreffen somit einmal die Ebene der Organisation (sog. Manager Rating) und zum anderen die Fonds- und Produktebene (sog. Fonds Rating). Ratings sind in aller Regel kostenfrei für die Investoren 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 erschweren den institutionellen Anlegern, 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 - sagt dies jedoch wenig aus. An der Stelle helfen ausschließlich 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 Researchkapazitäten, 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“. Darüber hinaus lässt der Blick in die Vergangenheit und die etablierten Prozesse bei dem Asset Manager Rückschlüsse darauf zu, ob eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür spricht, dass der Manager auch in Zukunft ein stabiler und zuverlässiger Partner sein wird.

Die zunehmende Relevanz von Ratings zeigt sich im Vergleich zum Vorjahr anhand fast einer Verdoppelung der Investoren, die qualitativen Ratings die Bedeutung „hoch“ attestierten, nämlich 45% gegenüber 24% im letzten Jahr. Auffallend ist im Umkehrschluss, dass jetzt nur noch 40% der Teilnehmer (Vorjahr: 71%) Ratings neutral gegenüberstehen. Folglich fiel der Anteil der Teilnehmer mit dem Votum „unwichtig“ mit gerade noch 15% gering aus.

Persönliche Kontakte

Bei allem technischen Fortschritt auch in der Kommunikation nicht erst seit Beginn der Corona-Krise, zweifelsohne aber durch diese angeheizt, ist der „persönliche Kontakt“ zwischen dem Entscheidungsträger auf Seiten des institutionellen Investors und dem Asset Manager bzw. dem Betreuer oder dem Fondsmanager immer noch maßgebend in der Kundenbeziehung. Das hat die lange Zeit der Einschränkungen im Zuge der Corona-Beschränkungen mehr als deutlich gemacht mit Aus- und Nachwirkungen bis heute (u.a. Video-Konferenzen).

40% der Anleger ist der „persönliche Kontakt“ zum Asset Manager besonders „wichtig“; weitere 45% nehmen eine „neutrale“ Position ein. Und nur 15% der Teilnehmer misst dem Kriterium des persönlichen Kontakts keine Bedeutung bei („unwichtig“).

Beratungsangebot und -qualität / Kundenbetreuung

Sog. Soft Factors werden gerade in holprigen Kapitalmärkten oft zum Zünglein an der Waage. Über die behandelte „Kundenbetreuung“ hinaus zählt dazu auch das von Seiten des Managers angebotene „Beratungs“-Spektrum. Dieses Feld ist vielschichtiger geworden in den letzten Jahren.

Das regulatorische Umfeld (z.B. VAG, Basel III, SGB IV) des institutionellen Kunden ist ein geeigneter Ansatz aus Sicht des Asset Managers. Aktuell stark nachgefragt sind Frühwarn-Systeme zur Beurteilung der Qualität im Fixed Income-Bereich. Aber auch ESG-bezogene Beratungsangebote gehören heute durchaus zum Instrumentenkasten eines Kundenbetreuers.

Auch weitergehende Services, die heute oftmals zum (Standard-) Repertoire von Asset Managern (oder KVGern) gehören, wie Angebote im Bereich Asset-Liability-Management, im Risikomanagement, Reportinganforderungen, aktuell auch immer mehr Fragen zu Detailthemen wie etwa die Erwerbbarkeitsprüfungen durch die Rechtsabteilung des Managers, runden die Beratungskomponenten und -kompetenz der Manager ab.

Etwas überraschend messen aktuell wieder „nur“ 45% (voriges Jahr: 63%) der Investoren dem Aspekt der Beratungsangebots- und damit natürlich verbunden der Qualität einen nach wie vor hohen Stellenwert („wichtig“) bei.

Diese stabil unbefriedigende Bewertung durch die Investoren kann damit zusammenhängen, dass eine Reihe der zuvor aufgeführten Service- und Beratungskomponenten heute zentral bei der Master-KVG angesiedelt sind. Die Manager fokussierten auf das Fondsmanagement. Gut die Hälfte der Investoren (55%) maß dem Beratungsangebot- und der Qualität die Stufe „neutral“ bei.

Etwas kompensiert wird das Ergebnis durch die hohe (70%) Bedeutung des Faktors „Betreuung“. Dies zeigt, dass Asset Manager sehr wohl nicht nur durch harte Fakten (Performance und Kosten) sondern auch mit einer guten Kundenbetreuung punkten können.

Transparenz

Das Thema „Transparenz bzw. transparentes Handeln“ von Seiten der Asset Manager ist eine längst im Markt angekommen Forderung institutioneller Investoren. Während sich viele Asset Manager vor langen Jahren und sicher vor der Jahrtausendwende noch in Schweigen hüllten, wie es im „Maschinenraum“ des Portfolio Managements aussieht, so gehört eine transparente Kommunikation genau über diese Themen heute zu den absoluten Must-Haves jedes Managers. Um es auf den Punkt zu bringen: verweigert sich ein Manager in dieser Hinsicht, so wird er kaum ein Mandat gewinnen. Dies hat einmal mit erhöhten Ansprüchen institutioneller Anleger zu tun, sicher auch mit einer zunehmenden Regulatorik. Die gestiegene Bedeutung zeigen die aktuell gemessenen Werte mehr als deutlich!

Der Begriff Transparenz ist 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, was Auslandsvisiten der Anleger auch von im Ausland gelegenen Headquarters einschließt. 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 auch in der aktuellen Studie kaum überraschend, dass wie im Vorjahr 90% unserer Teilnehmer der Transparenz im Asset Management eine herausragende Bedeutung zumessen und „wichtig“ angaben.

Reporting

„Reporting“ ist nach aktuellem Verständnis ein Thema, das gerne mit der Master-KVG assoziiert wird.

Größere Master-KVGen bieten ihren Kunden heute schon zum Teil weit über 100 sog. Standard-Reportings an, d.h. dass diese Reportformate direkt abrufbar bzw. buchbar sind ohne zusätzlichen Programmieraufwand bei der KVG.

Auch wenn die KVGen das Geschäft um die buchhalterische und bilanzielle Dokumentation aus dem Effeff beherrschen, so sind alle Vermögensverwalter und Asset Manager doch gleichermaßen gefordert, flexible Reporting-Tools anzubieten.

Reports bilden 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 vermag kein Asset Manager im Markt zu reussieren.

Durch den enormen Spezialisierungsgrad werden bereits (in den Anfängen) seit zwanzig Jahren Reportingaufgaben im deutschen institutionellen Markt in die bewährten Hände von Master-KVGen und Service-KVGen gegeben.

Diese administrativen Anbieter vereinen inzwischen etwa 1,4 Bio. € an Spezialfondsvolumen auf sich, was etwa 70% bis 75% des Gesamtmarktes (Spezialfonds) entspricht.

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 Stresstests, die in volatilen Kapitalmarktzeiten die erforderliche Basis für Allokationsentscheidungen gebildet haben, 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. Gerade die ESG Reports fordern Asset Manager in zunehmendem Maße. Man denke nur an den Ausweis in den drei Kategorien „E“, „S“ und „G“. Heutige ESG Kundenreports umfassen zum Teil um die zehn reportete Kriterien, angefangen vom klassischen „CO₂“-Ausstoß bis zu der Beachtung der (17) „SDG“ und auch bis zur Darlegung der Wahrnehmung von Stimmrechten bei den investierten Unternehmen sowie Engagement-Aktivitäten.

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.

Der Vorjahreswert in der Stufe „wichtig“ mit 63% wurde in der vorliegenden Studie mit 55% nicht ganz erreicht. Eine höhere Quote wäre dem Anspruch der KVGn sicher eher gerecht geworden und dem Grunde nach auch angemessen gewesen. Offensichtlich werden entsprechende Services im Reportingbereich als selbstverständlich empfunden.

Kommunikation

Die von Seiten der Asset Manager gepflegte „Kommunikationspolitik“ gegenüber ihren institutionellen Kunden bildet sicher eine gewisse Schnittmenge mit dem Teilbereich der „Kundenbetreuung“ und auch dem Kriterium „Transparenz“. Gerade im Rahmen von Ausschreibungen zur Suche nach einem Asset Manager oder einer Master-KVG / Verwahrstelle wird einer professionellen Kommunikation ein breiter Raum eingeräumt.

Die Kommunikationsthemen mit dem Kunden sowie die Kommunikationsstränge innerhalb des Hauses des Managers sind vielfältig. Die Kommunikation mit dem Kunden zählt wie die Betreuung und die Beratungsqualität als „soft factor“. Gute Kommunikation definiert sich darüber, einen persönlichen Draht zu seinem Kunden zu finden, relevante von irrelevanten Themen zu trennen, sich auf die erwünschte Frequenz (der Kommunikation) mit dem Investor einzustellen (die im Zweifel bei allen Kunden unterschiedlich ist), aber auch, auf spontane Anfragen mit dem Ziel zu reagieren, das Problem des Anlegers (z.B. Erstellung eines speziellen Reportingberichts) umgehend zu beantworten und das Problem des Kunden somit zu lösen.

Kommunikation setzt ein proaktives Zugehen des Kundenbetreuers auf seinen Kunden voraus, nicht hingegen eine - passive - Abwartehaltung einzunehmen. Dies gilt einmal mehr für turbulenteren Zeiten wie im derzeitigen, auch 2023-er, Kapitalmarktumfeld. In diesem Zusammenhang sind zum Beispiel Diskussionen mit dem Kunden über die Möglichkeiten, Cash-Bestände für anstehende und künftige Pensionszahlungen bei Versorgungskassen zu generieren, oder die laufende Adjustierung von Wertuntergrenzen ein Thema. Damit übernimmt der Manager eine proaktive und nicht nur eine passive oder reagierende Funktion.

Die Messung im letzten Jahr (76% „wichtig“) konnte in diesem Jahr mit 75% der Teilnehmer in der Stufe „wichtig“ wieder fast auf Punktlandung erreicht werden. Der nach wie vor hohe Wert mit einer Quote von drei von vier Investoren unterstreicht die vorherigen Ausführungen.



www.Investment-Manager.Info

IMI - Das online Informationsportal für
institutionelle Investoren



Asset Manager und Assetklassen



Master- und Service-KVGen



Verwahrstellen



IMI-Themen und Portfolio Manager's Corner



Nachhaltigkeit - ESG



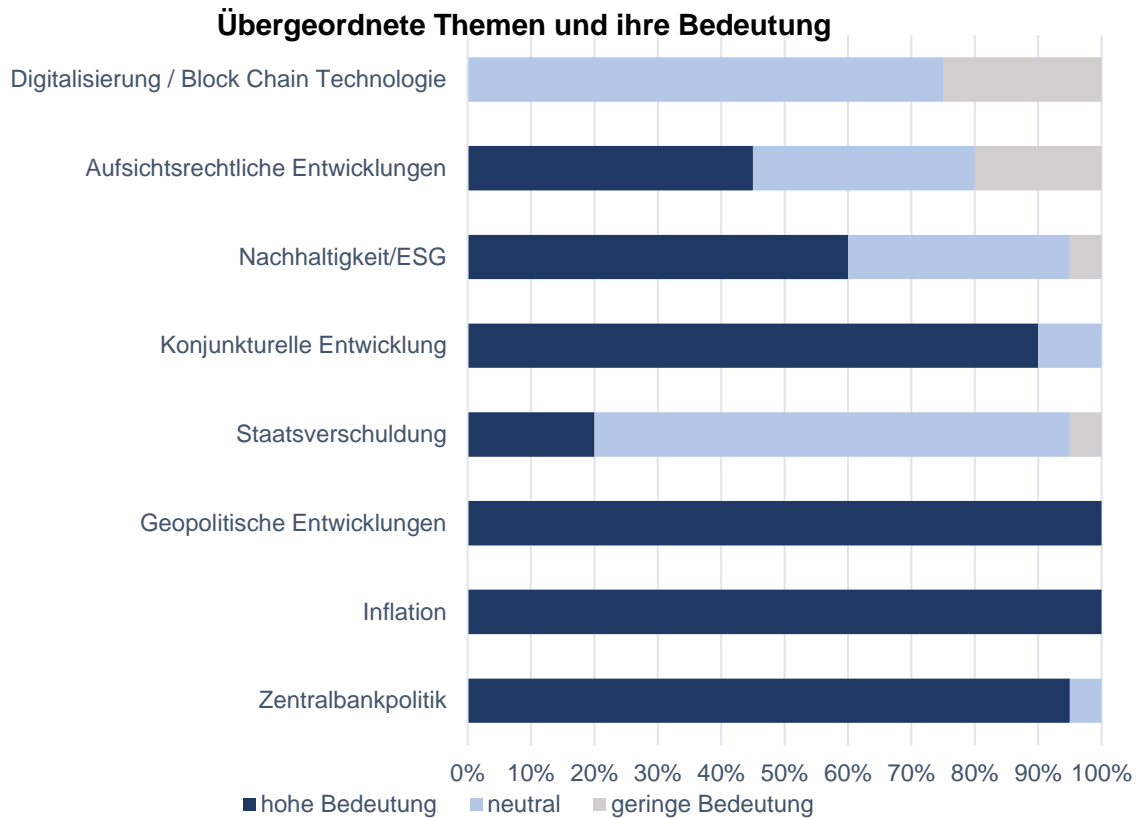
IMI Event News

7. Bedeutung von bestimmten Themen und Produkten

- In dem Kapitel „Bedeutung von bestimmten Themen und Produkten“ geht es darum, ein Stimmungsbild über aktuelle Themen zu gewinnen, die einer längerfristigen Betrachtung Stand halten.
- Die den Teilnehmern angebotenen Begriffe haben wir wie erstmals im letzten Jahr in zwei Gattungsbereiche aufgeteilt,
 - a) zum einen übergeordnete, unter anderem politische, Komplexe sowie
 - b) zum anderen anlagespezifische Fragen.
- Die übergeordneten, finanz- wie auch geopolitisch geprägten, Gegebenheiten haben im Vorjahresvergleich nochmal stark enorm an Bedeutung hinzugewonnen. Sie haben dezidiert einen Einfluss auf 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 Ausrichtung insbesondere bei langfristig ausgelegten Versicherern oder Versorgungswerken 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 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 skizzierten Themenfelder beeinflussen auf die eine oder andere Weise die Überlegungen institutioneller Anleger.
- Bei allen Themen stellen wir einen Vergleich mit dem Wert aus dem Vorjahr (2021) an, soweit diese auch im letzten Jahr Bestandteil der Studie waren.
- Die Investoren hatten die Wahl zwischen drei Bedeutungsstufen, von „wichtig“, „neutral“ bis zu „unwichtig“. Auf eine weitere Differenzierung über fünf Stufen haben wir auch an dieser Stelle aus Gründen der Übersichtlichkeit verzichtet.
- Die jeweils den Kriterien zugeordneten Balkendiagramme verdeutlichen, dass einige Fragen auf großes Interesse stoßen, andere dagegen weniger Relevanz aufweisen.

Zunächst wollen wir uns mit den „übergeordneten Themenkomplexen“ beschäftigen.

b) Grafische Aufbereitung:



c) Analyse:

Ziehen wir die Kategorie „hohe Bedeutung“ („wichtig“) heran, ergibt sich folgendes Ranking der Themen:

1. Inflation
2. Geopolitische Entwicklungen
3. Zentralbankpolitik
4. Konjunkturelle Entwicklung
5. Beachtung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien
6. Aufsichtsrechtliche Entwicklungen
7. Staatsverschuldung
8. Digitalisierung / Block Chain Technologie

Im Nachfolgenden haben wir die einzelnen Themen näher beleuchtet.

1. Inflation

- An prioritärer Position im Ranking der Bedeutung steht erwartungsgemäß das Thema „Inflation“, gleichauf mit den geopolitischen Entwicklungen. Wir werden uns auch für die nächsten Jahre an den Umgang mit der Inflation gewöhnen müssen, gepaart mit allen Implikationen auf unsere Anlagepolitik. Die noch in 2021 verbreitete Mär einer nur vorübergehenden Inflation sind aus den Schlagzeilen verschwunden. Die weltweiten Konfliktherde mit steigenden Rohstoffpreisen, auch noch zu lösenden Lieferkettenproblemen und vor allem den insbesondere auch in Deutschland

steigenden Lohnkosten mit ersten Anzeichen einer sich entwickelnden Lohn-Preis-Spirale heizen die inflationären Entwicklungen zudem noch an.

- In den USA scheint die FED-Politik vorerst auf eine Beendigung des Anziehens der kurzfristigen Zinsen hinzuweisen -soweit die Prognose für das 2. Halbjahr 2023-, allerdings nachdem der Leitzins jüngst auf die Spanne von 5% bis 5,25% angezogen wurde.
- Aufgrund der galoppierenden Inflation und der hartnäckig hohen Kern-Inflationsrate wird die EZB allerdings gezwungen sein, ihren derzeitigen (Anfang Mai 2023) Leitzins von 3,75% im 2. Halbjahr weiter anzuheben, um glaubwürdig dem Ziel einer 2%-Inflationsrate nahezukommen.
- Die Auswirkungen hoher Zinsen auch auf der Darlehensseite ist ein Damoklesschwert für alle Unternehmen, die hohe Finanzierungsquoten (und geringere Cash-Quoten) für ihre Investitionen vorhalten. Vor diesem Hintergrund nährt sich das fortlaufende Menetekel einer – wenn auch vielleicht eher technischen – Rezession.
- Für Anleger wirken sich die inflationären Trends ambivalent aus. Einerseits muss das Risiko eines wirtschaftlichen Wachstumshemmnisses in das Kalkül gezogen werden mit - vielleicht auch je nach Branche unterschiedlichen - negativen Entwicklungen auf Unternehmensebene; andererseits verbindet sich mit der gestiegenen Inflation die Hoffnung auf höhere Zinsen auch bei sicheren Staats - oder auch Unternehmensanleihen, die jetzt schon einen Ertrag von über 3% abwerfen. Hierbei dürfen die Konsequenzen auf der Kursseite der Anleihen -und hier insbesondere am langen Durationsende- nicht außer Acht gelassen werden, wie wir schmerzlich im Jahr 2022 erfahren mussten. Eine Reihe von institutionellen Investoren haben jedenfalls gerade nach den Kursverlusten auf der Rentenseite im Jahr 2022 von der Möglichkeit Gebrauch gemacht, „Festverzinsliche zwischen 3% und 4%“ in ihre Direktanlagen mit einer Verzinsung zu kaufen.
- Die „Inflation“, im letzten Jahr noch an Platz 2. gerankt, genießt wie bereits erwähnt als Einzelthema in unserer aktuellen Erhebung den gleichen Stellenwert wie die Geopolitik.
- Das zeigt die vorliegende Auswertung. 100% (2022: 82%, 2021: 35%) der Teilnehmer stufen die Inflation in ihrer Bedeutung als „wichtig“ ein, kein einziger Teilnehmer als „neutral“, geschweige denn als „weniger bedeutend“. Kurzum, wir müssen nicht nur kurz-, sondern nach dem aktuellen Erkenntnisstand auch mittelfristig umdenken.

2. Geopolitische Entwicklungen

- Die politische Großwetterlage insbesondere seit Ausbruch des Ukraine-Konfliktes am 24. Februar 2022 hat uns vor Augen geführt, welche enorme Einflüsse „Geopolitik“ auf die Kapitalmärkte innerhalb kürzester Zeit ausüben kann. Geschehnisse weit weg von unseren Märkten vermögen diese sehr wohl nachhaltig zu beeinflussen. Schon mit Ausbruch der Pandemie im März 2020 wurde uns allerdings bewusst, wie eng verzahnt die Weltwirtschaft über den gesamten Globus agiert und welche Sensibilitäten und Abhängigkeiten sich daraus ergeben können. Man denke an den berühmten Schmetterlingsschlag in China, der bis zu uns und in die USA wirken kann. Von geopolitischen Ereignissen mit einer gewissen Langzeitwirkung wie der Coronapandemie oder dem wirtschaftlichen Dauerkonflikt zwischen den USA und China zu unterscheiden sind jedoch kriegerische Handlungen, die abgesehen von ihrer irrationalen und martialischen Art die Stabilität des Globus - wie gerade schmerzhaft erfahren - auf den Prüfstand stellen. Wir alle sind gezwungen und angehalten, auch vor diesem Hintergrund in der Anlagepolitik globaler und auch flexibler zu denken und zu agieren.
- Definitionsgemäß ist Geopolitik als „raumbezogenes, außenpolitisches Agieren von Großmächten“ zu verstehen. Der Gedanke an den Handelsstreit zwischen den USA und China oder Kriegsschauplätze wie in Syrien und Libyen stehen nur stellvertretend für mögliche Einflussfaktoren der Kapitalmärkte.

- Geopolitische Einflüsse erweisen sich oft als schwer prognostizierbar, was ihre Entstehung wie auch ihre Wirkungskräfte, angeht. Diese bewegen sich oft im irrationalen Wirkungsgrad. Vor dem Hintergrund des derzeitigen Russland / Ukraine – Krieges zeigen sich die Märkte auch mit Blick in Richtung Osten und den schwelenden China - Taiwan - Konflikt besorgt. Protektionistische Partikularinteressen einzelner Länder oder Kontinente können zudem kurzfristige Schocks an den Märkten zur Folge haben.
- Das geopolitische Umfeld in toto beschäftigt uns als Investoren derzeit mit ungewohnter Intensität und macht strategische Allokationsentscheidungen auf Investorenmenseite nicht einfacher.
- Im Vergleich zum Vorjahr messen 100%, mithin alle Teilnehmer unserer Studie (Vorjahr: 77%) dieser Thematik eine hohe Bedeutung bei.

3. Zentralbankpolitik

- Die Zentralbankpolitik ist gewissermaßen der Seismograf für die Kapitalmärkte, so unterschiedlich die Aufgaben und verfolgten Ziele in einzelnen Ländern auch ausgestaltet sein mögen. Während die EZB an sich auf die Geldmarktstabilität ausgerichtet ist, hat die FED darüber hinaus auch die wirtschaftlichen Auswirkungen im Blick zu behalten und damit etwa auch die Arbeitsmarktentwicklungen.
- Angesichts der erschütternden Bilder aus der Ukraine, gewissermaßen ein Black Swan für die Kapitalmärkte, in Verbindung mit dem Impact aus der Pandemie heraus haben die Politik der Zentralbanken innerhalb weniger Monate zu einem Paradigmenwechsel gezwungen. Schien die seit Jahren gepflegte Niedrigzinspolitik auf zumindest mittelfristige Dauer in Stein gemeißelt zu sein, so hat sich das Zinsbild bis heute völlig verändert. Die USA zeigten sich mit gut 2% Wirtschaftswachstum im Jahr 2022 und niedriger Arbeitslosigkeit recht widerstandsfähig. Folgegemaß hat die FED bereits an der Zinsschraube sehr frühzeitig gedreht und sich sehr konsequent von der Niedrigzinspolitik verabschiedet. Dies, obwohl sich die neue Gangart insoweit wesentlich geändert hat, als die FED in ihre Zinsanpassungspolitik nicht mehr kurzfristige wirtschaftliche Entwicklungen zum Anlass einer Anpassung heranziehen will, sondern eine mittel- bis längerfristige Betrachtung anstellt; mit der Folge, dass die Parameter, die früher eine Zinserhöhung unweigerlich zur Folge gehabt hätten, jetzt einer Langfristbetrachtung Stand halten müssen. Die aktuelle Lage mit erheblich angestiegenen Rohstoffpreisen und aus der Lieferkettenproblematik erwachsenden Inflationssorgen heraus hat die FED eine Kehrtwende vorgenommen.
- Damit ist das höhere Zinsniveau innerhalb kürzester Zeit in den USA wieder in die Realität zurückgekehrt. Sichere Anlagen in Staatspapieren werden wieder zum Anlagethema, auch für europäische institutionelle Investoren. Da kommt der Ausspruch der früheren Fed-Chefin Janet Yellen: "Expansions don't die of old age ..., they are always murdered by the Fed", also „(Wirtschafts-) Aufschwünge sterben nicht an Altersschwäche, sondern werden immer von der Fed ermordet“, wieder in Erinnerung. Auf die heutige Zeit übertragen heisst dies, dass die FED nach der jüngsten Erhöhung der Leitzinsen auf 5,0% / 5,25% das rechte Augenmaß wird finden müssen, einerseits den inflationären und geldentwertenden Schüben entgegenzuwirken, andererseits die Konjunktur nicht abzuwürgen.
- Der EZB Leitzins liegt wie geschildert inzwischen bei 3,75%. Banken mussten noch vor gut einem Jahr für bei der EZB geparkte Gelder (minus) 0,5% Strafzins zahlen. Inzwischen hat der Einlagenzinssatz plus 3,25% erreicht. Die EZB tut sich im Gegensatz zur FED schwer mit der Entscheidung, die Zinsen am kurzen Ende anzuziehen. Dies ist auf die von Land zu Land in Europa unterschiedliche Verschuldungspolitik zurückzuführen. So leiden die südeuropäischen Länder stärker unter dem Joch höherer Zinsen. Hier gilt das Gleiche wie für die FED, eine Balance zu finden zwischen einem moderat höheren Zins zur Inflationbekämpfung und einer fortlaufenden Sicherstellung konjunkturellen Wachstums.

- Für die Anleger spielt in der aktuellen Lage jeder Wimperschlag der Entscheidungen der Zentralbanken eine zentrale Rolle in ihrer Anlagepolitik. Die Sensibilität auf die Zentralbankpolitik weltweit ist durch ihren unmittelbaren Konnex auf die Kapitalanlagen demnach ein wichtiges Thema für alle Anleger, gerade auch institutionelle Adressen.
- Das macht auch das Ergebnis unserer Befragung deutlich. Ein extrem hoher Anteil von 95% (Vorjahr: 82%), erachtet die Zentralbankpolitik als „wichtig“, weitere 5% positionierten sich „neutral“.

4. Konjunkturelle Entwicklung

- Im Anschluss an die Coronapandemie hat die Welt mit Eintritt des Black Swan „Ukraine-Russland-Konflikt“ noch einmal verstärkt zu spüren bekommen, in welcher rasender Geschwindigkeit die global aufgestellte Konjunkturlokomotive ins Stocken geraten kann.
- Der Ukraine-Krieg kam zur ungelegenen Zeit, nachdem die wirtschaftlichen Prognosen mit Ausklang des Jahres 2021 trotz inflationärer Anzeichen für die Jahre 2023 fortfolgende wieder auf positives Wachstum gestimmt waren.
- Der zuvor propagierte Hype von weltweit verzahnten Lieferketten wich der ernüchternden Einsicht, dass gerade die universelle Liefermaschinerie die Achillesverse für viele Produktionsbereiche ist, der Ukraine-Krieg hin oder her. Auch wenn sich einige Prozesse scheinbar wieder eingestellt haben bzw. die Industrie aufgrund ihrer Innovationsfähigkeit auf alternative Lösungen (Beschaffungswesen im Bereich Chips etc.) zurückgreift, so leiden die Konjunkturen weltweit doch in erheblichem Maße. Prognostizierte Wachstumsraten für 2023 in den USA von um die 2% und unter 2% in Europa bedeuten einen Dämpfer, vor allem auch niedrigere BIP-Wachstumsquoten als gewohnt aus China mit um die 4%.
- In diesem Zusammenhang schaden zudem sich verstärkende Rufe nach protektionistischem Vorgehen auf Landesebene, um den Anfälligkeiten der weltweit aus dem Tritt gekommenen Lieferketten zu entkommen.
- Retrospektiv betrachtet waren schon die Wachstumsrückgänge erschreckend in Deutschland mit etwa 5% Reduktion im Jahr 2020, gefolgt von minus 2,7% im Jahr 2021. Andere europäische Länder wie Italien litten noch deutlich mehr. Frappierend war aber auch die Trennung der Wirtschaft in gewissermaßen Profiteure und Branchen, die durch die strikten Beschränkungen völlig vom Nabel des Wirtschaftens abgehängt wurden.
- Die massiven Kapitalmarkteinbrüche zu Beginn der Krise im Frühjahr 2020 waren ein Spiegelbild der allgemeinen Unsicherheit, wie man die Pandemie in den Griff bekommen könnte. Die ab Mai 2020 raketartigen Anstiege bis auf neue Rekordwerte in vielen Indices wie unter anderem dem DAX resultierten aus der einfachen Börsenweisheit, dass die Märkte in die Zukunft schauen und diese eskompieren. Die Bestätigung lieferte prompt das Jahr 2021, wurde allerdings im 4. Quartal unsanft durch die Inflationstrends ausgebremst.
- Genau diese Prognose der Konjunkturaussichten ist mithin ein ganz entscheidender anlagestrategischer Faktor. Dies gilt gleichermaßen für die Aktien- wie auch die Rentenseite. Positive konjunkturelle Aussichten sind derzeit wie geschildert kaum auszumachen. Exogene Faktoren wie nach wie vor hohe Rohstoffpreise heizen die Inflation an. Umso mehr wird zur Kardinalfrage, welche Unternehmen bzw. welche Branchen die höchste Resilienz in dem schwierigen Markt aufweisen. Themen wie EK-Quoten und die Verschuldungs- sowie Liquiditätsquoten auf Seiten der einzelnen Unternehmen werden immer mehr zum entscheidenden Faktor zur Beurteilung der Stärke eines Hauses.
- Konsequenterweise fällt die Quote der Teilnehmer, die der Konjunktur völlig zu Recht eine hohe Bedeutung beimessen, mit 90% sehr deutlich aus, auch im Vergleich zum Jahr davor (64%). Lediglich 10% maßen diesem Gesichtspunkt eine „neutrale“ Bedeutung bei.

5. Beachtung von ESG-/Nachhaltigkeitskriterien

- Erstaunlich robust hielt sich das Thema „Nachhaltigkeit“ über die letzten Jahre in einem ausgesprochen anspruchsvollen Umfeld, angefangen bei der lang andauernden Corona-Krise bis zu den aktuellen geopolitischen Umständen. Insbesondere institutionelle Anleger richten ihre Anlagepolitik immer mehr nach ESG-Kriterien aus und dies nicht nur in den Fällen, in denen bestimmte Vorgaben wie Richtlinien innerhalb einer Anlegergruppe angewendet werden müssen.
- Banken, Versicherungen und Versorgungswerke, Corporates genauso wie Family Offices und Stiftungen sowie natürlich kirchliche Einrichtungen zeigen im Übrigen gleichermaßen ein hohes Interesse an dem Thema Nachhaltigkeit.
- Eine hohe Bedeutung messen heute 60% (Vorjahr: 55%) der Anleger der „Nachhaltigkeit“ bei, was etwas unterhalb dem Vorjahresniveau liegt. Für immerhin 35% (Vorjahr: 45%) der Teilnehmer spielt ESG jedenfalls keine entscheidende Rolle („neutral“). 5% kreuzten gar „geringe Bedeutung“ an.
- Nach vielen Jahren der Stagnation beim Thema ESG ist auf der einen Seite eine rasante Zunahme des Interesses - seit über fünf Jahren - mit Händen greifbar, die trotz Corona zunächst nichts an Aktualität eingebüßt hat. Auf der anderen Seite zeigen die Ergebnisse unserer aktuellen Studie bei Nachhaltigkeit oder ESG kein ungebremses Wachstum. Institutionelle Investoren wägen insbesondere nach Assetklassen ab, inwieweit sie die Integration von ESG präferieren (z.B. bei Aktien DM, dagegen weniger bei Staatsanleihen). Die vormals zu spürende Dynamik bei ESG ist jedenfalls partiell ausgebremst worden. Dies gilt für liquide und illiquide Assets in gleicher Weise.
- Corona hat allerdings in gewisser Weise zu einer Aufspaltung in zwei Lager geführt, was zumindest in Deutschland vor der Bundestagswahl im September 2021 augenscheinlich wird. Die eine Seite vertritt nachhaltige Interessen relativ kompromisslos, wofür es sicher auch gute Argumente gibt. Auf der anderen Seite stehen Verfechter eines gemäßigeren Kompromisskurses zwischen einerseits Nachhaltigkeit und andererseits Einbeziehung wirtschaftlicher und finanzieller Aspekte.
- Nichtsdestotrotz: Für eine wie im Ergebnis auch immer ausgerichtete nachhaltige Investmentpolitik spricht jedenfalls, dass sich nachhaltig gemanagte Assets erwiesenermaßen nicht negativ auf die Performance auswirken.
- Nachhaltigkeit 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 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. Mit dem 8.ÄnderungsG für SGB IV Anleger aus Februar 2023 ist ESG auch im Bereich von Sozialversicherungsträgern endgültig angekommen.
- Eine Legaldefinition für das, was „Nachhaltigkeit“ impliziert, existiert nicht am Markt. Das Spektrum reicht von der Anwendung reiner Ausschlusskriterien (Kinderarbeit, Waffenproduktion etc.) über die Befolgung der SDG Grundsätze, engagement-Überlegungen und active ownership, Best-in-Class-Ansätzen bis hin zu esoterischen Ansätzen als Grundlage.
- Für weitere Informationen zum Thema Nachhaltigkeit/ESG in der Kapitalanlage empfehlen wir, einen Blick in unser Kompendium „Nachhaltigkeit“ zu werfen. Dieses finden Sie auf unserer Homepage „www.telos-rating.de“ unter der Rubrik „Publikationen“. Zudem finden Sie auf unserer

Informationsplattform „IMI“ umfassende Informationen über die Services und Anlagelösungen von Administrationsdienstleistern und Asset Managern im Bereich Nachhaltigkeit/ESG.

Das TELOS Nachhaltigkeits-Kompendium befindet sich aktuell in einer Neuauflage, die Anfang des 2. Halbjahres 2023 erscheinen wird.

6. Aufsichtsrechtliche Entwicklungen

- Aufsichtsrechtliche Vorgaben oder „Regulatorik“ durchziehen fast den gesamten deutschen institutionellen Markt.
- Das VAG sowie Solvency II und die AnlageVO definieren die Vorgaben der Anlagepolitik für die Versicherungsbranche, Basel III und andere Vorschriften über einzuhaltende Mindeststandards für die Banken; das SGB IV umreißt den Rahmen für öffentliche bzw. SGB IV Anleger und landesspezifische Verordnungen bestimmen den Spielraum für Stiftungen.
- Soweit keine speziellen Gesetze oder Verordnungen auf Bundes- oder Landesebene existieren, werden meist spezifische Regeln der Anlagepolitik bezogen auf die jeweiligen Einrichtungen erlassen. Versorgungswerke pflegen sich am VAG zu orientieren. Dazu kommen spezifische Anlage-Richtlinien zum Beispiel im ESG-Bereich, wenn wir an die EKD Richtlinie denken oder die entsprechende Ausgestaltung für die katholische Kirche. ESG-Transparenz-Regeln gelten wie geschildert inzwischen auch für SGB IV-Anleger.
- Auch Brüssel „fuhrwerk“ mit steigendem Elan bei übergreifenden Themen wie eben ESG in die Gestaltungspolitik der institutionellen Anleger hinein, so zum Beispiel bei der EbAV (Einrichtungen der betrieblichen Altersvorsorge). Weitere Stichworte: Taxonomie, OffenlegungsVO insbesondere auch im Hinblick auf die non-financial Berichterstattung.
- Jedes Jahr entstehen aufgrund der einen oder anderen Initiative ungefähr zwei neue Gesetzes- oder Verordnungswerke, die in aller Regel zeitnah umzusetzen sind. ESG Initiativen speziell für sog. Green Bonds sollen der Einkehr von Greenwashing Einhalt gebieten.
- Im Grunde drehen sich alle regulatorischen Vorgaben immer wieder um die gleichen Themen, nämlich welche Assetklassen dürfen bis zu wieviel Prozent angelegt werden. Dazu treten teils strenge Berichtspflichten wie etwa die Säule III von Solvency II für die Gruppe der Versicherer.
- Hinter der Regulatorik verbirgt sich der klare Ansatz, dass die Einrichtungen wie Versicherer, Versorgungswerke oder Banken jederzeit und nachhaltig mit ausreichendem Eigenkapital ausgestattet sind.
- Die Regelwerke machen das Leben von institutionellen Anlegern nicht gerade einfacher, zumal sie sich seit Jahren bereits in einem „Anlagenotstand“ befinden.
- 45% der Investoren messen der Regulatorik eine hohe Bedeutung (Vorjahr: 50%) bei. Diejenigen Anleger, die mit 35% den aufsichtsrechtlichen Entwicklungen eine geringere Bedeutung beimessen, gehören zu dem Kreis der nicht regulierten Institutionen oder haben sich schlicht mit dem Prozedere abgefunden. 20% (Vorjahr: 9%) der Teilnehmer empfinden aufsichtsrechtliche Themen als gänzlich „unwichtig“.

7. Staatsverschuldung

- Die Verschuldung von Staaten hat vor dem Hintergrund der gestiegenen Zinsen über das letzte Jahr deutlich an Bedeutung, um nicht zu sagen, Dramatik, dazugewonnen. Ließen sich bislang Staatsschulden mit dem Argument niedrig zu bedienender Kreditzinsen argumentativ aushebeln, so geraten eine Reihe von Ländern, insbesondere die mit bereits hohem Schuldenstand, zunehmend in die Bredouille.

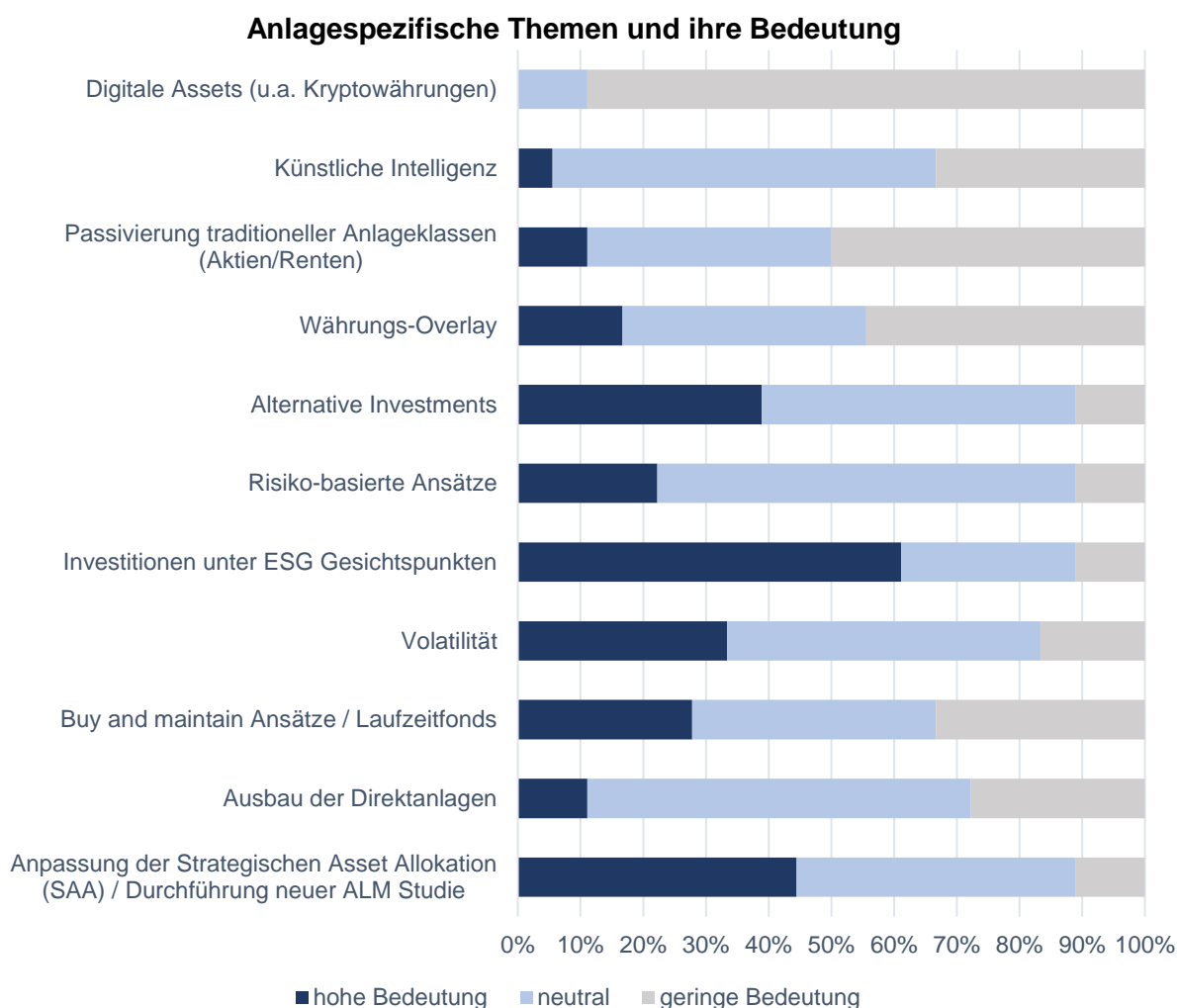
- Hinzu treten die weltweit auftretenden Probleme beim Konjunkturwachstum, leicht abzulesen am BIP-Wachstum. An dieser Stelle auftretende rezessive Tendenzen, wie derzeit in aller Munde, mindern das staatliche Steueraufkommen. Dadurch sind Staaten zunehmend gezwungen, höhere Schulden aufzunehmen, um ihre Investitionsquote stabil zu halten.
- Noch drängender wird die Schuldenfalle, wenn im Zuge der geopolitischen Herausforderungen Sondertöpfe generiert werden müssen; Beispiel: 100 Mrd. € - Wehretat in Deutschland. Ein anderes Beispiel bildet das enorme Budgetdefizit in den USA.
- In Zeiten knapper Kassen und zur Begrenzung der Neuverschuldung auf Staatsebene ist demnach Austeritätspolitik das Gebot der Stunde; leider wird dieser Ruf oftmals von Seiten der politischen Entscheidungsträger ungerne gehört geschweige denn befolgt.
- Das Ergebnis unserer Befragung erstaunt ein wenig. Nur ganze 20% der Investoren messen der Staatsverschuldung eine hohe Bedeutung bei. Diejenigen Anleger, die mit 75% den Entwicklungen bei der Staatsverschuldung eine geringere Bedeutung beimessen (Status: „neutral“) haben sich offensichtlich mit der Unabwendbarkeit zunehmenden Schuldenprogramme abgefunden. 5% der Teilnehmer messen dem Thema Staatsverschuldung eine „geringe“ Bedeutung zu.

8. Digitalisierung / Block Chain Technologie

- Der technische Fortschritt hat schon vor Jahren auch in der Asset Management Branche Einzug gehalten. Fast vergleichbar mit der steilen Aufwärtsbewegung bei ESG werden immer ausgefeiltere, technisch basierte, Investmentansätze entwickelt, die auf Algorithmen fußen.
- Neben KI hat die Block Chain Industrie zunehmend an Bedeutung gewonnen. In einer Block Chain werden Transaktionen aufgezeichnet und Assets verschiedener Art nachverfolgt. In einer Art Hauptbuch, dem sog. Ledger, werden in einem Netzwerk sämtliche Informationen und Daten gespeichert und für alle berechtigten Netzmitglieder transparent gemacht. Als Assets können Immobilien, fungible Gegenstände, Rechte oder Patente gehandelt werden. D.h., auch das Asset Management wird von der Block Chain Industrie tangiert.
- Die Digitalisierung hat mithin auch vor einer beratungsintensiven Branche wie dem Asset Management nicht Halt gemacht. Die unter diesem Sammelbegriff angewandten systematischen Ansätze sind über die Jahre weiter fortgeschritten und decken immer breitere Spektren ab.
- Waren es zu Anfang noch eher Trendfolge-Modelle, die bestimmten Algorithmen folgten (zum Beispiel Indices oder bestimmten Themen wie „Erfahrungen über die Entwicklung des DOW JONES in einem US-Wahljahr“ oder Ähnliches), so beschäftigen sich heute professionelle Anbieter mit der nächsten Generation unter dem Kapitel KI, also Künstliche Intelligenz, unter Einbeziehung von Big Data. Vereinfacht ausgedrückt bewegen wir uns hier in einer Welt des automatisierten Researchs und der Integration von Millionen an Daten auf täglicher Basis, angefangen bei der maschinellen Auswertung von Analysten-Einschätzungen zu Branchen und Einzeltiteln bis hin zu Analysen zu der Entwicklung volkswirtschaftlicher Kennziffern (wie dem BIP).
- Ziel all dieser Ansätze ist eine Optimierung des Risiko-Return-Verhältnisses im Sinne des Absolute Return-Gedankens. Der menschliche Faktor soll dabei nur am Rande zum Tragen kommen.
- Die inzwischen über 100 bekannten Modelle allokalieren, 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.

- In Zeiten wie den aktuellen, in denen die in diesem Kapital zu Anfang und mit hoher Priorität ausgestattet, die Szenerie dominieren, mithin Inflation, Geopolitik oder Zentralbankentscheidungen, kann das Thema Digitalisierung nur langsam Fuß fassen. Kein einziger Investor (Vorjahr immerhin 14%) entschied sich für eine „hohe Bedeutung“. Die deutliche Mehrheit von 75% (Vorjahr: 55%) steht dem Thema „neutral“ gegenüber. Jeder vierte Anleger (25%) empfindet automatisierte Beratungsansätze im institutionellen Sektor weniger bedeutungsvoll.

Im folgenden Abschnitt wollen wir auf die „**anlagespezifischen Themenkomplexe**“ eingehen. Wir haben die Anlagethemen in Rangfolge der ihnen zugewiesenen Bedeutung behandelt.



1. Investitionen unter ESG - Gesichtspunkten

- An verschiedenen Stellen der Studie gingen wir bereits auf das Thema „Nachhaltigkeit“ ein und zwar zum einen im Rahmen der Integration in den einzelnen Assetklassen und zum anderen im Rahmen der „übergeordneten Themen“. Wir haben dabei durchaus kritisch reflektiert, dass die zweifelsohne vorhandene Grunddynamik von ESG im Asset Management vor dem Hintergrund der aktuell verunsichernden geopolitischen Lage mit entsprechenden Implikationen auf die Kapitalmärkte und auch die Verfestigung der inflationären Tendenzen kein Selbstläufer ist. Offenbar differenzieren institutionelle Entscheidungsträger heute stärker danach, in welchen einzelnen Assetklassen ESG stärker oder weniger dynamisch zum Einsatz kommt oder kommen soll.

- ESG als allgemeines Thema betrachtet lag wie im vorigen Kapitel gesehen wieder bei 60% unserer Teilnehmer oben auf der Agenda und wurde in der Kategorie „hohe Bedeutung“ eingestuft. Immerhin fiel auch auf, dass 5%, also jeder zwanzigste Investor, die Kategorie „geringe Bedeutung“ angab.
- An dieser Stelle geht es konkret um das anlagespezifische Segment, nämlich inwieweit die Integration von ESG im „Maschinenraum“ des Portfoliomanagements für die Anleger von Belang ist. Konkret Beispiele sind im Anlageprozess z.B. die Frage der genutzten ESG-Datenquellen, der konkret angebotenen Verfahren (wie Ausschluss- oder Positivkriterien-Verfahren, Best-in-Class-Ansätze, normbasierte Verfahren, Engagement und Stimmrechtsausübung oder auch Impact Investing). Auch über die lange Zeit der Corona-Krise hat die Integration von ESG im Investmentprozess und damit auf der Bottom-Up-Ebene weniger an Bedeutung verloren.
- Eine hohe Bedeutung messen heute 61% (Vorjahr: 60%) der Anleger der „Nachhaltigkeit“ auf Anlageebene zu. Immerhin 11% und damit jeder neunte Teilnehmer (Vorjahr lediglich 5%) empfindet ESG als eher „weniger bedeutendes“ Thema und für 28% der Teilnehmer spielt ESG keine größere Rolle („neutral“).

2. Volatilität

- „Ob es uns gefällt oder nicht, die Märkte werden schwanken.“ So einfach, aber auch zutreffend und vor allem aktuell vor dem derzeitigen Zeitgeist, äußerte sich einst John Piermont Morgan (JP Morgan, 1837 bis 1913) zum Thema Kapitalmarktschwankungen. Was vor weit über 100 Jahren galt, ist insbesondere heute in Zeiten nicht nur (geo-) politischer und wirtschaftlicher Spannungen, sondern auch im Angesicht der globalen Hemmnisse in den Produktionsprozessen (Lieferketten-Problematik) und natürlich dem neuen Phänomen der zurückgekehrten Inflation, zum Alltag geworden. Hohe Volatilitäten sind gerade für institutionelle Anleger mit einer zu bedienenden Verpflichtungsseite (Renten- oder Pensionsleistungen) kontraproduktiv. Alleine am 16. März 2020, also zu Beginn der Corona-Pandemie, schlug der Volatilitätsindex VIX bis 86 Punkte aus. Auf Anlegerseite bedeutet der Anstieg der Volatilität natürlich ein erhöhtes Risiko, das durch Black Swans wie den Ukraine-Konflikt zusätzliche Nahrung erfährt. Im Wege von Risiko-Overlay-Strategien versuchen Manager, ein Korrektiv für die ansteigenden Risikokennziffern zu schaffen. 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.
- Die mit Händen greifbare und für uns Anleger spürbare Volatilität führte in unserer Befragung dazu, dass jetzt 33%, also genau jeder dritte institutionelle Anleger, nach 25% im Vorjahr, der Volatilität eine „hohe Bedeutung“ beimessen, lediglich 17% nach 20% im Vorjahr stufen „Volatilität“ als „weniger bedeutend“ ein. In der Mitte („neutral“) positionierte sich jeder zweite Investor (50%).
- Die im Vorjahresvergleich gestiegenen Werte in der Wahrnehmung („hohe Bedeutung“) signalisieren, dass Volatilität zu einem anlagespezifischen Kriterium mutiert ist, dem durchaus Beachtung geschenkt wird in der täglichen Steuerung der institutionellen Portfolien.

3. Risiko-basierte Ansätze

- Schon seit längerem, insbesondere aber in volatilen Phasen wie im jetzigen Umfeld, treten immer mehr risiko-basierte Investmentansätze im Markt in Erscheinung. Im Vordergrund steht dabei die Beta Steuerung. Herangezogen werden verschiedene Faktoren wie etwa Value, Momentum oder Style. Diese Portfoliomanagementansätze passen grundsätzlich in das Ziel der Investoren, dem Thema Risikomanagement ein höheres Gewicht in ihren Portfolien beizumessen und der Anlagepolitik so im Sinne eines Absolute Return-Gedankens Rechnung zu tragen. In vielen Fällen haben die so ausgerichteten Investmentansätze nicht zu dem gewünschten Erfolg geführt, was oftmals daran lag, dass das Timing bei der Erholung (recovery) der Kapitalmärkte zeitlich

hinterherhinkte und so in Upside-Phasen die Kurssteigerungen nicht oder zu spät nachvollzogen werden konnten.

- Immer noch verhalten, wenn auch nicht so stark wie im Jahr zuvor, fällt auch in diesem Jahr das Interesse an risiko-basierten Ansätzen aus. 22% der Anleger (Vorjahr: 10%) gaben das Votum „hohe Bedeutung“ an. Weitere 67% räumen diesem Aspekt eine „neutrale“ Position bei. 11% und damit jeder neunte Teilnehmer (gegenüber 25% im Jahr 2021) signalisierte keinerlei Interesse an risiko-basierten Ansätzen („geringe Bedeutung“).

4. Anpassung der strategischen Asset Allokation / Durchführung von ALM-Studien

- Wie an einigen Stellen bereits angemerkt, beschäftigen und beschäftigen sich aktuell institutionelle Entscheider im Nachgang zu den Verwerfungen der Kapitalmärkte im Jahr 2022 und den entsprechenden Verlusthinnahmen in ihren Portfolien mit der künftigen Allokation ihrer Assets. Hierbei geht es vorrangig um eine kurz- bis mittelfristige Allokationsveränderung, gegebenenfalls auch um eine strategische und damit langfristige Analyse.
- Insbesondere Einrichtungen, die eine Verpflichtungsseite zu bedienen haben, beauftragen Berater mit der Durchführung einer Asset-Liability-Studie, die die zukünftige Ausrichtung und Gewichtung der Assetklassen vor Augen hat. Die 2022-er Krise hat gezeigt, dass das Festhalten an passiven Strategien zu erheblichen Einbußen führen kann. Viele institutionelle Investoren orientieren sich wieder stärker an aktiven Strategien.
- Konkret stellen institutionelle Anleger Überlegungen an, inwieweit sie ihr Portfolio nach einem kräftigen Ausbau „illiquider“ (alternativer) Assets diese Assetklassen wieder etwas zurückfahren. Gerade im Immobilienbereich sind gut aufgestellte Manager gefragt, die über ertragsfeste Immobilienobjekte etwa im Bereich Wohnen verfügen.
- Demgegenüber führt das attraktivere Angebot im Fixed Income-Bereich sowohl bei Sovereigns wie auch bei Corporates dazu, dass der über die letzten Jahre im Zuge des Niedrigzinsniveaus erheblich reduzierte Rentenbereich wieder durch Nutzung von Spezial-AIF oder auch im Rahmen der Eigenanlage aufgestockt wird. So haben viele institutionelle Investoren das zu Beginn des Jahres 2023 attraktive Zinsniveau genutzt, um ihren Bestand bei Renten auszubauen.
- 44% der Teilnehmer und damit fast jeder Zweite misst dem Gedanken, sich konkret mit seiner strategischen Allokation zu befassen und eine ALM-Studie erstellen zu lassen, eine hohe Priorität ein. Weitere 44% der Anleger stellen sich in dieser Hinsicht „neutral“. Für nur 11% der Teilnehmer und damit jeden neunten stellt eine entsprechende Anpassung der strategischen Asset Allokation bzw. eine damit zusammenhängende Beauftragung einer ALM-Studie keine Option dar („geringe Bedeutung“).
- Im Rahmen der strategischen Asset Allokation kommen auch Overlay-Management-Ansätze zum Tragen. Gerade das Währungsmanagement spielt in dem heutigen, volatilen Währungsumfeld (z.B. zwischen € und US-\$) eine größere Rolle. „Währungs-Overlay“ empfinden 17% unserer Teilnehmer als ein Thema mit „hoher Bedeutung“, 39% entschieden sich für eine „neutrale“ Einschätzung und für 44% der Anleger hat Währungs-Overlay keinerlei Relevanz („geringe Bedeutung“).

5. Ausbau der Direktanlagen

- Das im Zuge der wiedergekehrten Inflation und dem restriktiveren Eingreifen der Zentralbanken attraktivere Zinsniveau erhöht die Relevanz der Assetklasse Fixed Income.
- Eine Reihe institutioneller Investoren hat die Gunst der Stunde genutzt und sich mit höherverzinslichen Anlagen eingedeckt. Dies geschah auf zwei Wegen, einerseits durch Aufstockung der Mandate von bereits beauftragten Spezialfonds-Managern bzw. durch Auflegung

neuer Spezial-AIF in der Assetklasse Renten, andererseits in Form des Erwerbs von Rentenpapieren im Direktanlagebestand.

- In Kapitel 5.3. haben wir bereits erfahren können, dass Investoren praktisch über alle Assetklassen im Bereich „Renten“ hinweg ihre Bestände auszubauen beabsichtigen. Dies gilt für Staatsanleihen (erhöhen: 20%) und noch mehr für Corporates IG (erhöhen: 45%), aber auch für Schwellenländer-Renten-Fonds mit bis zu 16% der Teilnehmer, die etwa ihren HY-Anteil auszubauen gedenken.
- Auf den Bereich „Renten“ zielen sicher die 11% unserer Teilnehmer, die angaben, dass der Ausbau ihrer Eigenanlagen eine hohe Bedeutung einnimmt. 61% der Anleger hielten sich eher bedeckt bzw. „neutral“ und 28% maßen diesem Gesichtspunkt eher eine geringe Bedeutung bei.

6. Künstliche Intelligenz

- KI, also Künstliche Intelligenz, ist in unserer Begriffswelt angekommen und oftmals werden auch Konferenzen oder Seminare zu dieser Thematik angeboten. Denn in zunehmendem Maße werden heute große digitale Datenmengen im Rahmen von Big Data-Ansätzen zur Steuerung von Fonds herangezogen. Die Auswertungen der riesigen Datenmengen erfolgen über spezielle Softwareprogramme. In Kombination mit weiteren Informationen und daraus resultierenden Algorithmen werden Handelsindikationen abgeleitet, die am Ende die Grundlage für die Investmententscheidung des Fondsmanagements bilden. Die Ansätze können für praktisch jede Assetklasse angewendet werden, wobei liquide Assets wie etwa Aktien oftmals in Verbindung mit Derivaten (z.B. Index-Futures) zum Einsatz kommen. Nicht zu verwechseln sind KI-dominierte Portfoliomanagementansätze mit passiven Angeboten. Ganz im Gegenteil werden KI-gestützte Fonds oftmals als aktiver Ansatz angeboten, aber eben unterlegt mit gewissen Algorithmen im Maschinenraum.
- Das aktuelle Umfeld bietet trotz des spürbaren Fortschritts und der zunehmenden Nutzung an KI immer noch keinen idealen Rahmen für die Akzeptanz KI-gestützter Ansätze; dies ist keineswegs auf den Approach im Portfoliomanagement selbst gemünzt, sondern einfach dem Umstand geschuldet, dass Anleger neuen Opportunitäten und Alternativen in dem derzeit von Unsicherheit geprägten Umfeld weniger ein offenes Ohr schenken. So messen in diesem Jahr auch nur ganze 6 % der Teilnehmer (Vorjahr: 10%) KI eine hohe Bedeutung zu, jeder dritte Investor – und damit auf Niveau des Jahres zuvor - hält KI noch für unbedeutend. 61% (Vorjahr: 60%) unserer Teilnehmer stehen dem Thema neutral gegenüber. KI wird in Zukunft auch verstärkt im Fondsmanagement einziehen. KI muss nicht notwendigerweise über die zuvor geschilderten Automatismen funktionieren. KI kann wie bereits betont auch im aktiven Management gewissermaßen als Handwerkskasten zur effizienten Auswertung von großen Datenmengen genutzt werden und anschließend durch den „menschlichen Filter“ des Fondsmanagers laufen.

7. Buy & Maintain – Anlagen

- Der Begriff „Buy & Maintain“ macht in der letzten Zeit immer mehr die Runde. Er löst in gewisser Weise die seit langem bekannte(re) Strategie eines „Buy & Hold-Ansatzes“ ab, der darauf abzielt, längerfristige Rentenpapiere in das Portfolio aufzunehmen und diese Papiere bis zum Ende der Laufzeit zu halten.
- Buy & Maintain hingegen steht stellvertretend für eine - ebenfalls - langfristige Strategie, die einen gewissen, wenn auch niedrigen, Portfolioumschlag impliziert. Im Vordergrund steht bei dieser Strategie die Einhaltung des auf das Risikoprofil des Institutionellen Kunden zugeschnittenen Risikos.
- Ziel dieser Kombination aus aktivem und passivem Management ist die Erzielung einer berechenbaren Rendite. „Aktiv“ ist der Buy & Maintain-Ansatz insoweit, als im Bereich der Titelselektion qualitativ herausragende Ansätze (und entsprechendes Research z.B. für den

Bereich Unternehmensanleihen) zum Tragen kommen; „das „passive“ Element bezieht sich hingegen mehr auf die Kosteneffizienz wie typischerweise bei passiven Investmentstrategien vorzufinden. Zusammenfassend kann man sagen, dass das „Beste aus zwei Welten“ im Buy & Maintain - Ansatz zusammengeführt wird.

- Das Ziel des Buy & Maintain-Ansatzes ist es mithin, ein Portfolio benchmark-unabhängig aus fundamental starken Unternehmen und nach Emittenten und Branchen diversifiziert mit geringen Turnover zusammenzustellen. Das Kredit-Monitoring ist gewissermaßen die DNA dieses Approaches mit dem Ziel, gewisse Verschlechterungen (z.B. auf Emittentenebene) frühzeitig zu erkennen und dann auch gezielt im Einzelfall reagieren zu können.
- So neu Buy & Maintain - Ansätze zu sein scheinen, so hoch ist doch das Interesse von institutioneller Seite. 28% unserer Teilnehmer widmen dem Thema eine erhöhte Aufmerksamkeit (hohe Bedeutung). 39% stufen den Ansatz als „neutral“ in der Bedeutung ein und jeder dritte Investor kreuzte „weniger bedeutend“ an.

8. Digitale Assets (u.a. Kryptowährungen)

- Kryptowährungen wie beispielsweise Bitcoin oder Ether erfreuen sich zwar nach wie vor großer Aufmerksamkeit. Die Assetklasse hat aber auch über die letzten zwölf Monate in der Wahrnehmung und Bedeutung der institutionellen Anleger keinen Schritt nach vorne gemacht.
- Auf EU-Ebene wurde im 1. Quartal 2022 sogar der Versuch unternommen, Kryptowährungen gänzlich zu verbieten. Dieser Versuch scheiterte. Derzeit wird an einem Kompromiss gefeilt, inwieweit die Einführung mit entsprechenden Kontrollmechanismen möglich ist. Diese Einschränkung der Freiheit wird sogar inzwischen von absoluten Verfechtern von Kryptowährungen akzeptiert. Die Frage ist das „WIE“, also die Ausgestaltung der Restriktionen. Die Integration von Bitcoin und anderen Kryptowährungen zum Beispiel in Multi Asset-Fonds erfüllen eine gute Funktion zur Risikodiversifikation und z.B. der Verbesserung der Sharpe Ratio. Dies wäre dann nach der inzwischen akzeptierten Aufnahme von illiquiden Assets wie Infrastruktur in gemischten Mandaten gewissermaßen die nächste Stufe der Diversifizierung. Es existieren die ersten rein auf Kryptowährungen bezogenen Fonds, auch in Deutschland.
- Im Grunde handelt es sich bei Kryptowährungen um eine rein digitale Werteinheit, die als dezentrale Währung dient. Letztendlich stellen sie (noch) keine „echte“ Währung im klassischen Verständnis dar, stehen doch wenige Staaten (wie Venezuela), Regierungen oder eine Zentralbank hinter der Einheit.
- Kryptowährungen werden derzeit meist mit negativen Nachhaltigkeitswerten in Verbindung gebracht. Die Sicherstellung der Transaktionen der sog. Blocks beansprucht hohe Stromkosten, was der CO 2-Bilanz schadet. Einige Anbieter kompensieren diesen Malus durch den Erwerb entsprechender CO 2-Zertifikate.
- Insofern verwundert nicht, dass Bitcoin & Co. bei institutionellen Anlegern noch keine Bedeutung erlangt haben. Kein einziger (Vorjahr: 5%) der Teilnehmer stuft digitale Währungen für „bedeutend“ ein. Zudem stehen 89% (Vorjahr „nur“ 55%) Kryptos mit gegenteiliger Auffassung („geringe Bedeutung“) gegenüber. Gerade noch 11% der Teilnehmer nehmen eine abwartende Position („neutral“) ein. Im vorigen Jahr signalisierte noch fast die Hälfte der institutionellen Investoren (45%), sich noch keine abschließende Meinung gebildet zu haben („neutral“). Eine irgendwie geartete Dynamik, dass institutionelle Investoren verstärkt in digitale Assets investieren, ist beim besten Willen nicht erkennbar.

8. Fazit

Keine Frage, das Kapitalmarktjahr 2022 bedeutete auch für institutionelle Anleger einen Aderlass und damit auch für das Gesamtvolumen der in Spezialfonds investierten Gelder. Dieses fiel mit gut 1,9 Bio. € deutlich hinter die Ende 2021 gemessenen 2,2 Bio. €. Immerhin; die Spezialfonds-Branche hält mit über 50% der insgesamt von Seiten institutioneller Investoren angelegten Gelder gegenüber den Direktanlagen knapp die Nase vorne, die 48% der Gelder auf sich vereinte. Den Rest machten Publikumsfonds - Investments aus.

Die konsequente Nutzung des Spezial-AIF im Rahmen der Strukturierung der Assets zeigt das Vertrauen in dieses juristische Instrument gerade auch in volatilen und angespannten Marktphasen.

Die teils extremen Marktverwerfungen mit dem Zinsanstieg über die letzten zwölf Monate des Jahres 2022 haben dazu geführt, dass der prozentuale Anteil an Staatsanleihen / Pfandbriefe nur noch bei 21% nach 30% im Jahr zuvor lag. Unternehmensanleihen hingegen erfuhren offensichtlich Aufstockungen (von 17% aus dem Jahr 2021) auf über 20% bis Ende 2022.

Werfen wir einen Blick in das aktuelle Jahr 2023, so tendieren institutionelle Investoren auf Grundlage des attraktiven Zinsniveaus auch bei Sovereigns wieder zu sicheren Zinstiteln; aber auch HY mit entsprechenden Spreads werden mit mehr Aufmerksamkeit verfolgt.

Die im letzten Jahr angestiegene Aktienquote erwies sich - bei rund 15% Quote - als stabile Größe auch in 2022 mit 16% der Gesamtassets.

Über die letzten Jahre erwiesen sich illiquide oder alternative Assets als Profiteur. Dieser Schwung wurde auch in das Jahr 2022 mitgenommen. Immobilienfonds, Infrastruktur sowie Private Equity blieben weitgehend stabil im Vergleich zum Vorjahr, beispielweise Real Este mit 16%.

Auch hier rentiert ein Blick in das aktuelle Jahr 2023. Institutionelle Anleger verhalten sich bei Neuinvestments in illiquide Assetklassen eher vorsichtig; bei Immobilien wird partiell auch ein Exit angestrebt.

Dieses Verhalten ist nach den Erfahrungen aus 2022 aber generell festzustellen und betrifft teilweise genauso neue Investitionen in liquide Assetklassen.

Developed Markets sind nach wie vor mehr gesucht als Emerging Markets; EM konnten allerdings auf der Rentenseite wieder mehr Investitionen verbuchen, was auch künftig vor dem Hintergrund niedriger Verschuldungsquoten in den EM - Ländern erwartet werden kann.

Für künftige Investitionen sind wie angesprochen bei Staatsanleihen nach den Angaben der Teilnehmer deutliche Aufstockungen geplant; dies gilt noch mehr für Unternehmensanleihen (IG, aber auch bei HY).

Aktienengagements in den DM stehen ebenfalls auf dem Einkaufszettel der Teilnehmer unserer Studie, in bescheidenerem Umfang auch Aktien EM.

Bei den Alternative-Anlagen sollten nach Angaben der Investoren vor allem Infrastruktur-Investments und auch Private Equity-Anlagen profitieren. Immobilien wurden über die letzten Jahre bereits stark ausgebaut, werden vor diesem Hintergrund und auch der Probleme angesichts gestiegener Darlehenszinsen und Baukosten aktuell nicht bevorzugt wie noch in den Jahren zuvor.

Institutionelle Investoren schauen nach wie vor auf die Integration von ESG im Rahmen ihrer Portfolien. Etwa jeder zehnte Investor berücksichtigt ESG nicht in seinen Portfolien.

Allerdings muss an der Stelle nach den einzelnen Assetklassen differenziert werden, wo stärkere ESG - Akzente gesetzt werden sollen. Vollständig oder teilweise integrieren Investoren Nachhaltigkeitsaspekte zu 80% bis 90% etwa bei Staats- und Unternehmensanleihen (auch EM) genauso wie bei Aktien DM. Bei illiquiden Assets stechen Immobilien und Infrastruktur mit sehr hohen ESG-Integrationsquoten von an die 90% hervor.

Das Ausschlussverfahren genießt im Rahmen der Vorgehensweise bei der Berücksichtigung von Nachhaltigkeit bei fast allen Teilnehmern (94%) das größte Vertrauen unter den etablierten Auswahlmethoden, aber auch das active ownership / engagement hat jetzt erstmals in dieser Studie (41% der Teilnehmer) eine signifikante Anhängerschaft gefunden.

Die im deutschen Markt immer etabliertere Master-KVG Struktur bietet ausländischen Asset Managern eine rechtssichere Plattform, institutionelles Geschäft erfolgreich zu betreiben. Die über das Jahr 2022 nachlassenden Kapitalmärkte hat die Dynamik der letzten Jahre, ausländische Anbieter in stärkerem Maße zu berücksichtigen, etwas ausgebremst. Aktuell nutzen drei Viertel der institutionellen Anleger ausländische Anbieter; insgesamt entspricht dies einem Drittel aller Spezialfondsmandate (Vorjahr: 37%).

Die Inanspruchnahme von Consultants ging im Krisenjahr 2022 nach oben. Bei der Auswahl der am besten passenden Fondsgesellschaft vertrauen jetzt wieder 40% (im Asset Management bzw. 42% im Bereich Master-KVG-Search) der Investoren der Unterstützung durch Berater; dies vergleicht sich zu 25% im Jahr davor.

Ein Viertel (Vorjahr ein Drittel) der institutionellen Investoren beabsichtigen, in den kommenden zwei Jahren neue Spezialfonds aufzulegen. 10% der Teilnehmer sind sich noch nicht schlüssig, so dass unter dem Strich etwa jeder dritte Investor über die kommenden 24 Monate als Potentialkunde für mögliche Spezialfondsaufgaben in Betracht kommt.

Ein Grund für diese leichte Zurückhaltung ist sicher in den derzeit schwer auszumachenden Prognosen sowohl im geopolitischen, aber insbesondere auch im Zins-Bereich, zu suchen.

Die Zufriedenheitswerte der Anleger mit ihren Asset Managern sind trotz der herausfordernden Umstände des Kapitalmarktjahres 2022 recht stabil ausgefallen. Unzufrieden zeigte sich kaum ein Anleger bei den abgefragten Kriterien Performance, Risikomanagement, Betreuung und auch Kosten. Die an das Jahr 2022 angelegten Ansprüche insbesondere an die „Performance“ müssen natürlich auch vor dem Hintergrund der schwierigen Gesamtentwicklung gewichtet werden. Bei den „Kosten“ gaben knapp 60% der Befragten lediglich „neutral“ an; was wohl in der Natur der Sache liegt.

Die marktbewegenden Themen und Strömungen haben sich über das Jahr leicht verschoben. Erste Priorität genießen die Themen Inflation und Geopolitik, fast gleichauf die Zentralbankpolitik sowie konjunkturelle Herausforderungen.

Den dominierenden Komplex auf der anlagespezifischen Seite bildet wie im Vorjahr die Berücksichtigung von ESG in die vorhandene Anlagestruktur. Dies sei bei aller zuvor geäußerten durchaus auch kritischen Anmerkung zur Weiterentwicklung des Themas ESG im Asset Management bei den institutionellen Anlegern zur Ehrenrettung betont. Auch Gesichtspunkte wie die „Strategische Anpassung der Asset Allokation“, „Buy & Maintain-Ansätze“ (im Fixed Income-Bereich) sowie die „Erhöhung der Direktanlagen“ spielen eine größere Rolle gegenüber den Vorjahren.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre unserer Studie, einen guten sowie erfolgreichen Verlauf des Jahres 2023 und bleiben Sie gesund!

Hinweis

Die Aussagen und Beurteilungen in diesem Analysebericht basieren zum Teil auf der Bewertung externer Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit zu garantieren.

Bewertungen und Einschätzungen können sich ändern und sollten nicht die alleinige Grundlage für geschäftspolitische Entscheidungen sein.

Die TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden, die durch falsche Angaben oder Bewertungen entstehen.

Die vorgenommenen Bewertungen stellen keine Empfehlung für eine sofortige Umsetzung dar.

Für den Inhalt der Fachbeiträge sind die jeweiligen Gesellschaften verantwortlich.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

info@telos-rating.de



Flossbach von Storch

Der richtige Kurs braucht einen Partner, der ihn hält.

Gerade in stürmischen Gewässern bewährt sie sich: die Standfestigkeit des Steuermanns, der unabhängig denkt und unabhängig handelt. Als Deutschlands größter unabhängiger Vermögensverwalter halten wir konsequent und unbeeinflusst Kurs. Und das mit nur einem Ziel fest im Blick: langfristiger Vermögensaufbau.

KONSEQUENT UNABHÄNGIG