

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:



PROGRESSIVE CAPITAL PARTNERS LTD



Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

Freitag, 28. Juni 2019 (10:00-11:00 Uhr)

BAI Webinar „ESG-Risikomanagement & Reporting für Alternative Investments“

Donnerstag, 4. Juli 2019 (München)

BAI Insight 51 „Infrastructure Debt – Erträge und Nachhaltigkeit unter einem Hut?“

Save the date: Mittwoch, 22. und Donnerstag, 23. April 2020 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Inhalt

- | | |
|---|--|
| <p>2 Leitartikel</p> <p>5 Stellenanzeigen</p> <p>9 Mitgliederneuvorstellungen</p> <p>12 Das Spannungsfeld (investoren-) aufsichtsrechtlicher Reportingpflichten – und mittendrin: der Asset Manager
Michael Bommer, BAI e.V.</p> <p>28 Quantitative Analysen für eine Asset Allocation jenseits traditioneller Anlagestrategien
Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH</p> <p>34 Sag niemals Niedrigzins!
Susanne Hellmann, DekaBank</p> <p>41 Aus einer Hand: Alternative Investments in einem deutschen Spezialfonds
Felix von Bothmer und Meike Fröhlich, HSBC INKA</p> <p>48 Luxemburg – Warum sich der Schritt über die Grenze lohnt
Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg</p> | <p>51 Infrastrukturdarlehen – krisenfest, wenig volatil, nachhaltig
Thomas Wendt, NN Investment Partners</p> <p>55 Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha
Flurin Grond and Dr. Thomas Kochanek, Progressive Capital Partners Ltd</p> <p>58 Auseinanderdriften politischer Risiken und Börseneuphorie
Harald Bareit, QC Partners</p> <p>61 Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA)
Ralph Karels, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main</p> <p>66 Veranstaltungshinweise</p> <p>68 Buchvorstellungen</p> |
|---|--|

von Michael Busack und Dr. Jan Tille,

Absolut Research GmbH

Einleitung

Seit der Finanzkrise und aufgrund der niedrigen Zinsen haben institutionelle Investoren in Europa ihre Asset Allocation neu aufstellen müssen. Wurde zunächst in bekannten Anlagesegmenten nach Alternativen gesucht – beispielsweise durch eine Verlängerung der Duration oder Peripherieanleihen sowie die Hinzunahme von Investment-Grade-Unternehmensanleihen – setzten Investoren immer stärker auf Private Market Assets. Dennoch sind liquide Anlagen bei institutionellen Anlegern mit 70 % – 80 % hierzulande weiterhin der größte Portfoliobaustein. Obwohl einige Investoren mittlerweile auch innovativere Strategien für die Asset Allocation nutzen, sind Ansätze wie Low-Volatility-Aktien, alternative Anleihe-segmente, sowie liquide Long/Short-Strategien weiterhin unterrepräsentiert. Daher gibt dieser Beitrag einen Überblick über die mittlerweile zur Verfügung stehenden liquiden Opportunitäten.

Alternativen für das liquide institutionelle Portfolio

Zu den bisher wenig genutzten Alternativen im Anleihe-segment gehören einer Umfrage¹ des Beratungsunternehmens Mercer zufolge unter anderem Schwellenländeranleihen, Private Debt & Asset Backed Securities sowie Wandelanleihen. Zwar investieren der Umfrage zufolge 18 % der Investoren in Schwellenländeranleihen, die Allocation lag im Mittel jedoch nur bei 5 %. Wandelanleihen wurden nur von 3 % der Investoren genutzt und Asset Backed Securities war nur bei 1 % vertreten. Bei Aktienanlagen verhielt es sich ähnlich. Zwar wiesen fast alle Investoren ein Engagement in Aktien auf, in alternativen Ansätzen wie Low-Volatility-Strategien waren aber nur 12 % investiert. Long/Short-Strategien, die seit jeher als Alternative Investments gelten, sind ohnehin kaum vertreten.

Bedenkt man, dass diese Assets, verglichen mit traditionellen Anlagen, andere und neue Werttreiber erschließen können, ist es erstaunlich, dass deren Diversifikationsvorteile in der Breite kaum genutzt werden. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte sein, dass auf Investorenmenseite die nötige Expertise für die Erschließung der Anlageklassen fehlt. Spezialisten für Schwellenländer, Wandelanleihen, strukturierte Finanzprodukte oder Long/Short-Strategien sind teuer und lohnen sich erst ab einer gewissen Größe. Abgesehen von sehr großen institutionellen Anlegern ist die personelle Ausstattung der Kapitalanlageabteilungen oft spärlich, sodass von den Verantwortlichen eher generalistische Kompetenzen verlangt werden. Daher muss auf externe Expertise zurückgegriffen werden. Der mit der Managerauswahl verbundene Due-Diligence-Prozess ist jedoch ebenfalls mit einem hohen Ressourcenaufwand verbunden. Die Nutzung von Consultants kann den Aufwand zwar mindern. Allerdings umfassen Datenbanken meist nur eine Teilmenge der am Markt befindlichen Strategien. Daher ist es ratsam, dass sich Investoren zunächst einen neutralen und breiten Überblick über die Asset Manager, deren Produktangebot und Performance verschaffen. Im Zweifelsfall können sie mit diesen Informationen auch an die Consultants herantreten und dadurch den Auswahlprozess effizienter gestalten, breiter aufstellen und letztlich die Erfolgswahrscheinlichkeit ihrer Investments erhöhen.

Marktüberblick zu liquiden Alternativen

In der monatlichen Publikation Absolut|ranking analysiert Absolut Research die Performance europäischer Publikumsfonds, unter anderem auch in den zuvor genannten Segmenten. Während Investoren beispielsweise in den Bereichen Schwellenländer- oder auch Wandelanleihen ein breites Fondsangebot vorfinden können, das auch einige grundsätzliche Mindeststandards bezüglich Track Record und Volumen erfüllt, ist es bei einigen Faktorstrategien oder auch im Segment der Volatilitätsrisikoprämienfonds deutlich geringer.

¹ Mercer European Asset Allocation Survey 2018

Abbildung 1: Übersicht über ausgewählte Anlagesegmente

Anlage- klasse	Universum	Anzahl Fonds	Segmentvolumen (Mrd. Euro)	Geschätzte Nettomittel- zuflüsse (Mrd. Euro, Mai 2016 - Apr 2019)
Anleihen	Emerging Market Bonds Global Local Currency	92	102	38,5
	Convertible Bonds Global Hedged	64	31	-6,2
	Emerging Market Bonds Corporates	56	23	3,8
	Insurance-Linked Securities	32	17	3,8
	Asset-Backed-Securities	20	34	17,5
	Loans Global	26	35	2,0
	Loans Europe	15	23	5,4
Aktien	Equity Long/Short Europe	59	22	-4,3
	Equity Event Driven	22	15	5,9
	Equity Europe Low Risk Factor	16	8	1,1
	Equity Europe Quality Factor	6	2	0,5
Gemischt	Multi-Asset Macro	41	27	5,0
	Multi-Asset Managed Futures	22	9	0,8
	Multi-Asset Risk Premia	29	23	11,4
	Volatility Short & Options-Strategien	10	5	2,9
	Equity Europe	621	369	-54,6
	Government Bonds Eurozone	133	72	-9,5

Anzahl Fonds: Es wurden nur Fonds berücksichtigt, die über eine Historie von 3 Jahren und ein verwaltetes Vermögen von mindestens 50 Mio. Euro verfügen.

Quelle: Absolut Research GmbH – Absolutranking

Ferner lässt sich in Abbildung 1 erkennen, dass Fondsinvestoren in der jüngeren Vergangenheit ihr Engagement in vielen alternativen Segmenten und Strategien ausgebaut haben. Beispielsweise sammelten Fonds, die in Lokalwährungsanleihen in Schwellenländer investieren, in dem Dreijahreszeitraum zwischen Mai 2016 und April 2019 ca. 38,5 Mrd. Euro ein. Aber auch andere Segmente profitierten von der Suche nach Alternativen. In den Segmenten Asset-Backed-Securities oder alternative Risikoprämienfonds beliefen sich die Zuflüsse auf 17,5 Mrd. Euro bzw. 11,4 Mrd. Euro. Die stetigen Erträge, die sich im Zuge sinkender Volatilitäten realisieren ließen, sorgten zudem bei Volatilitätsstrategien für Zulauf. Hier führten Zuflüsse von knapp 3 Mrd. Euro dazu, dass sich die Fondsvolumina mehr als verdoppelten. Diesen positiven Entwicklungen stehen deutliche Abflüsse aus den Fonds etablierter Marktsegmente gegenüber. Aus europäischen Aktienfonds wurden während des betrachteten Zeitraums knapp 55 Mrd. Euro abgezogen und auch aus europäischen Staatsanleihenfonds flossen rund 9,5 Mrd. Euro ab. Betrachtet man Staatsanleihen als relativ risikoloses Investment, stellen Investments in andere Segmente Risikoaktiva dar. In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass die Korrelationen risikobehafteter Anlagen gegenüber Aktienmarktrisiken hoch ausfallen können (siehe Abbildung 2). Allerdings handelt es sich hierbei in der Regel um Marktsegmente mit hohem Aktienmarktbezug, sprich Wandelanleihen, Long/Short Equity oder Smart Beta. Doch auch Macro-Strategien beinhalteten mit einer Korrelation von 0,88 substanzielle Aktienmarktrisiken.

Dennoch gibt es einige Marktsegmente, die sowohl gegenüber Aktien als auch gegenüber Anleihen Diversifikationspotenziale offerieren. Insurance-Linked Securities sind ein Beispiel, Managed Futures ein anderes. Auch mit Schwellenländeranleihen, Loans oder Risikoprämienstrategien können Investoren Risiken weiter streuen.

Da hier nur die Korrelationen gegenüber traditionellen Anlageklassen dargestellt sind, müssen im Portfoliokontext zusätzlich noch die Korrelationen der verschiedenen Marktsegmente zueinander beachtet werden.

Erweitert man den Begriff "Diversifikationspotenzial" um eine absolute Dimension, zeigt sich, dass auch Marktsegmente, die eine hohe Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen, ein Portfolio stabilisieren können. Dies gilt beispielsweise für Long/Short-Strategien und Low-Vola-Ansätze. Trotz ihrer sehr hohen Korrelationen fielen die maximalen Verluste dieser beiden Anlagesegmente während der vergangenen zehn Jahre (Mai 2009 – April 2019) deutlich geringer aus, als am Aktienmarkt. Long/Short-Strategien verloren in der Spitze 7,7 %, bei Low-Vola-Ansätzen waren es 12,5 %. Verglichen mit den knapp 20 % die der Aktienmarkt einknickte, waren die Drawdowns 60 % bzw. 35 % niedriger.

Für andere Marktsegmente wie Multi-Asset Risk Premia, Event Driven oder Loans zeigt sich zudem, dass sich der Zeitpunkt des Maximum Drawdowns, der jeweils Ende 2018 auftrat, deutlich von jenem des Aktienmarktes unterscheidet.

Abbildung 2: Diversifikationspotenzial unterschiedlicher Anlagesegmente (Mai 2009 – Apr. 2019)

Anlage-klasse	Marktsegment	Korrelation Equity Europe	Korrelation Government Bonds Eurozone	Maximum Drawdown	Zeitpunkt Max. DD
Anleihen	Emerging Market Bonds Global Local Currency	0,45	0,12	-23,4 %	Jan. 16
	Convertible Bonds Global Hedged	0,86	-0,01	-13,7 %	Sep. 11
	Emerging Market Bonds Corporates	0,57	0,17	-5,9 %	Aug. 13
	Insurance-Linked Securities	0,04	0,11	-6,5 %	Sep. 17
	Asset-Backed-Securities	0,04	0,50	-2,8 %	Jan. 11
	Loans Global	0,66	-0,09	-5,0 %	Feb. 16
	Loans Europe	0,54	-0,06	-6,1 %	Sep. 11
Aktien	Equity Long/Short Europe	0,88	-0,01	-7,7 %	Dez. 11
	Equity Event Driven	0,73	-0,07	-5,5 %	Dez. 18
	Equity Europe Low Risk Factor	0,96	0,14	-12,5 %	Sep. 11
	Equity Europe Quality Factor	0,97	0,05	-16,4 %	Sep. 11
Gemischt	Multi-Asset Macro	0,88	0,12	-7,9 %	Jun. 16
	Multi-Asset Managed Futures	0,25	0,44	-15,9 %	Feb. 19
	Multi-Asset Risk Premia	0,68	0,26	-6,7 %	Dez. 18
	Volatility Short & Options-Strategien	0,68	0,05	-9,2 %	Dez. 18
	Equity Europe	1,00	0,05	-19,2 %	Sep. 11
	Government Bonds Eurozone	0,05	1,00	-5,7 %	Mrz. 11

Korrelationen $\geq 0,75$: rot, Korrelation $\leq 0,2$: grün. Emerging Market Bonds Global Local Currency: Markit iBoxx GEMX Aggregate Total Return USD Unhedged, Convertible Bonds Global Hedged: Thomson Reuters Global Hedged Convertible Bond Index (EUR), Emerging Market Bonds Corporates: Credit Suisse Emerging Market Corporate Bond Total Total Return, Insurance-Linked Securities: Swiss Re Cat Bond Total Return Index, Asset-Backed-Securities: Barclays Global Agg Asset Backed Total Return Index Value Hedged EUR, Loans Global: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index, Loans Europe: S&P European Leveraged Loan Index, Equity Long/Short Europe: AR Alternative UCITS Equity Long/Short Europe Index, Equity Event Driven: AR Alternative UCITS Equity Event Driven Index, Equity Europe Low Risk Factor: AR - Average Europe Low Risk Factor Index, Equity Europe Quality Factor: AR Average Europe Quality Factor Index, Multi-Asset Macro: AR Alternative UCITS Multi-Asset Macro Index, Multi-Asset Managed Futures: AR Alternative UCITS Multi-Asset CTA Index, Multi-Asset Risk Premia: AR Alternative UCITS Multi-Asset Alternative Risk Premia Index, Volatility Short & Options-Strategien: AR Alternative UCITS Volatility Index. Equity Europe: STOXX Europe 600 Net Return EUR, Government Bonds Eurozone: Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR

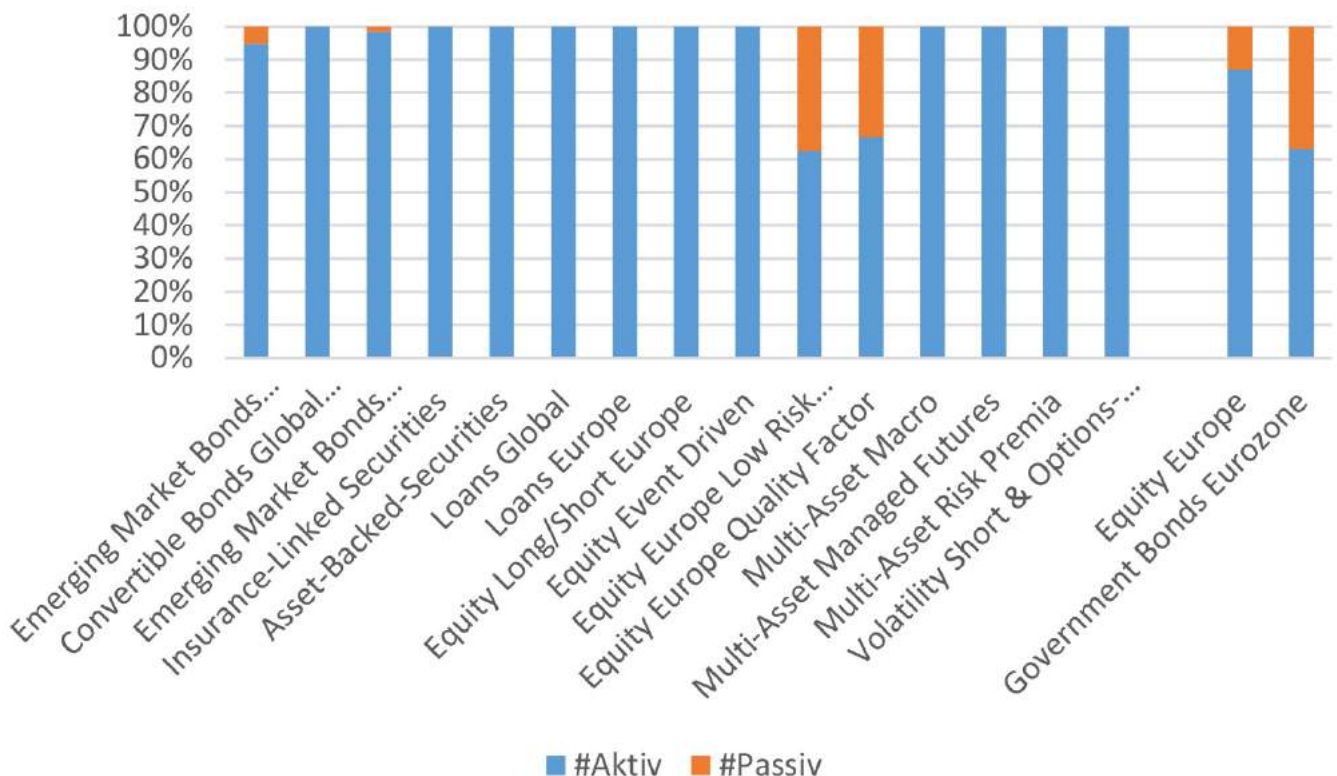
Quellen: Absolut Research GmbH, Indexanbieter

Manager Performance – Das Top-Quartile-Prinzip

Die Performance aktiv verwalteter Strategien stand in der jüngeren Vergangenheit immer wieder in der Kritik und zusehends wurden aktive Mandate durch passiv verwaltete Ansätze ausgetauscht. Dies kann sinnvoll sein, wenn man bedenkt, dass traditionelles, aktives Management im Mittel den Markt abbildet und es daher im Durchschnitt nach Kosten langfristig zu einer Underperformance kommen muss. Ein weiterer Aspekt, der beachtet werden sollte, ist, dass es nicht in jedem Segment möglich ist, einen passiven Ansatz

zu verfolgen. Während passive Strategien in den etablierten Anlagesegmenten in großem Umfang zur Verfügung stehen – im Bereich Equity Europe gibt es mehr als 80 passive Indexfonds – ist eine breite Auswahl passiver Fonds nur im Bereich Smart Beta anzutreffen (siehe Abbildung 3). In Fondssegmenten wie Loans, Asset-Backed Securities, Insurance-Linked Securities oder auch bei Long/Short-Fonds sind Investoren auf aktive Manager angewiesen. Wenn bereits die Auswahl passiver Strategien eine gewisse Due-Diligence erfordert, ist der notwendige Aufwand bei Auswahl aktiver Manager deutlich höher.

Abbildung 3: Aktive und passive Strategien in ausgewählten Fondssegmenten

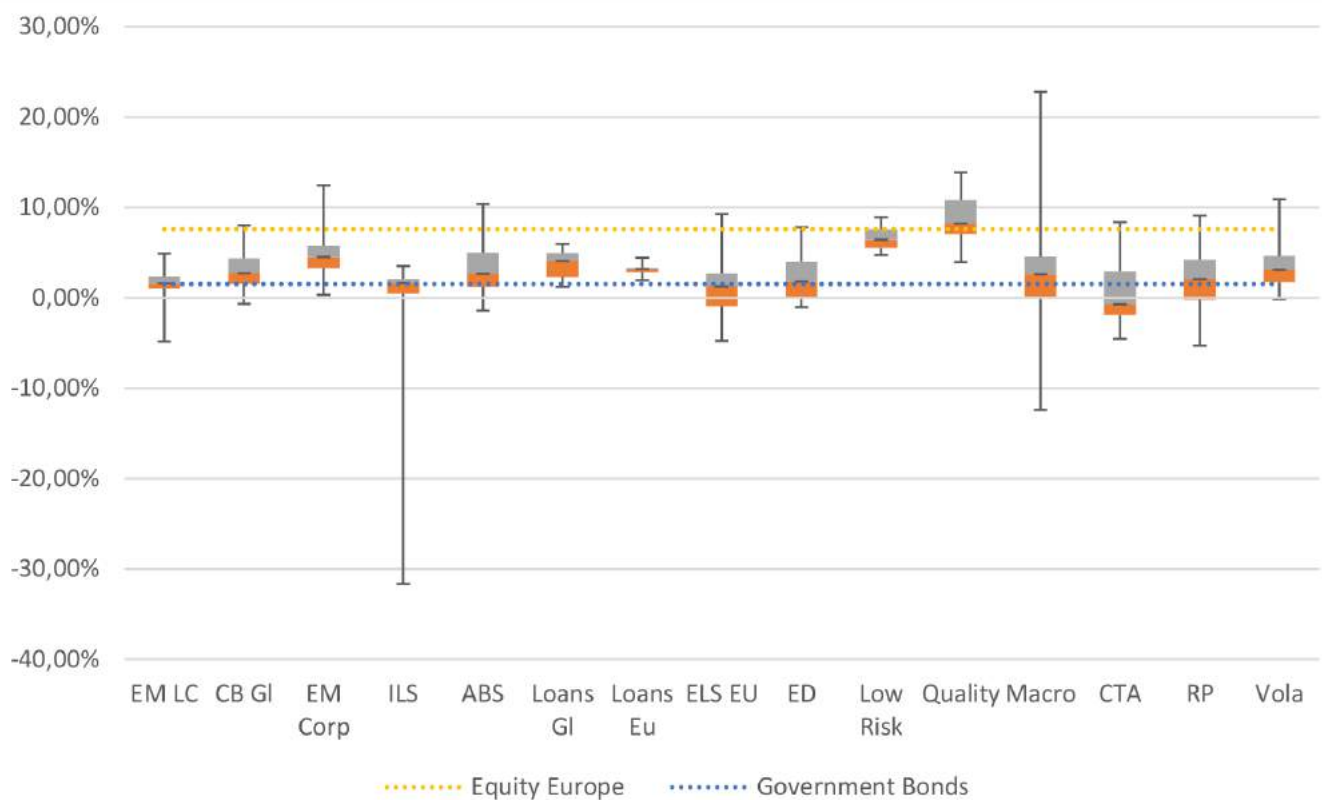


Quelle: Absolut Research – Absolutranking

Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, waren die durchschnittlich erzielten Renditen aktiver Manager in dem Dreijahreszeitraum zwischen Mai 2016 und April 2019 in vielen Segmenten nicht attraktiv. Von den untersuchten Segmenten lag lediglich die Median-Rendite von Investmentstrategien mit Qualitätsaktien oberhalb des Aktienmarkts. Hierbei muss natürlich berücksichtigt werden, dass die meisten analysierten Kategorien zwar ähnlichen Risikofaktoren wie der Aktienmarkt ausgesetzt sein mögen, aber doch vornehmlich in andere Assets investieren, allen voran Anleihen, oder durch Short-Positionen ein geringeres Aktienexposure aufweisen. Daher ist insbesondere in haussierenden Märkten nicht davon auszugehen, dass hier in der Breite höhere Renditen erzielt werden als am Aktienmarkt.

Doch auch ein Vergleich der mittleren Renditen mit denen europäischer Staatsanleihen war nicht immer vorteilhaft. Gemessen am Bloomberg Barclays EuroAggregate Treasury Index erzielten Staatsanleihen gut 1,5 % pro Jahr, wohingegen die mittlere Manager-Rendite der deutlich risikoreichen Lokalwährungsanleihestراتيجien in Schwellenländern nur bei 1,6 % lag. Ähnlich schwach war die durchschnittliche Managerleistung in den Bereichen Insurance-Linked Securities (1,5 %), Equity Long/Short Europe (1,3 %), Event Driven (1,8 %), Managed Futures (-0,7 %) oder Risk-Premia-Strategien (2,1 %).

Abbildung 4: Manager Performance in unterschiedlichen Anlagesegmenten (jährliche Renditen, Mai 2016 – April 2019)



Equity Europe: STOXX Europe 600 Net Return EUR, Government Bonds: Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR

Quellen: Absolut Research GmbH – AbsolutRanking, Indexanbieter

Abbildung 4 zeigt aber auch, dass aktives Management für Anleger einen Mehrwert generieren kann. Neben Stock Picking oder Timing Skills liegt ein weiterer Ansatzpunkt in guten Risikomanagementprozessen, die eine Outperformance in schwierigen Marktphasen erlauben.

In nahezu allen Segmenten war die Performance der Top Quartile Manager attraktiv und lag in dem betrachteten Dreijahreszeitraum innerhalb der meisten Segmente oberhalb der Renditen des breiten Aktienmarkts. Beispielsweise erzielten die Top Manager im Bereich von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern zwischen 5,8 % und 12,5 %, Manager aus dem Bereich Asset-Backed Securities verbuchten zwischen 5,0 % und 10,4 % und bei den Global Macro Managern reichte die Performance in der Spitze bis über 20 % pro Jahr.

Die teilweise hohe Streuung zwischen den Managerergebnissen innerhalb eines Segments macht zudem ein sorgfältiges Vorgehen bei der Auswahl der Manager erforderlich. In einem ersten Schritt sollte unbedingt verhindert werden, einen Bottom Quartile Pick zu landen, da dies besonders schmerzlich sein kann. So betrugen beispielsweise die Abstände zwischen den besten und schlechtesten Fonds in den Bereichen Insurance-Linked-Securities und Multi-Asset Global Macro 35,2 Prozentpunkte.

Idealerweise werden Manager selektiert, die mit ihrer Performance im Top Quartile landen. Zwar ist die Evidenz einer persistenten Underperformance ausgeprägter als die einer persistenten Outperformance, dennoch ist das quantitative Screening ein probater Ansatz, um mit der Analyse der potenziellen Alternativen zu beginnen. Wichtig hierbei ist es, sich einen möglichst breiten Überblick über die Universen zu verschaffen, da ein breiter und umfassender Überblick die Wahrscheinlichkeit, eine schlechte Entscheidung zu treffen, reduziert. Standardisierte Analysetools, die sich zudem intuitiv handhaben lassen und es institutionellen Investoren ermöglichen sich schnell einen Überblick über die Performance und Risikomanagementfähigkeiten der Top Manager zu verschaffen und so die Komplexität für den Investor reduzieren, bieten hier einen echten Mehrwert.

Fazit

Das Spektrum liquider Alternativen zu traditionellen Aktien- und Anleiheinvestments ist divers und war bei Investoren in der Vergangenheit begehrt. Neben dem Zugang zu einträglicheren Renditequellen konnten sich Anleger durch deren geringere Korrelation Diversifikationsvorteile sichern. Quantitative Analysen erleichtern es Investoren hierbei, sich einen schnellen Überblick über die Anlagesegmente und die Managerperformance zu verschaffen, wodurch eine Entscheidung letztlich auf ein robusteres Fundament gestellt wird.

Kontakt



*Michael Busack
Geschäftsführender Gesellschafter*

*Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
Tel.: +49 40 303779-0*



*Dr. Jan Tille
Leiter Research*

*Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
Tel.: +49 40 303779-0*