

dpn

DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

ZWEITE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 6 / 2016 / 8,- €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT

LEITERbAV

DR.
DE.
RISKING.



4 197843 508001

A publication from the **Financial Times**

SPOTLIGHT

UNTERNEHMENSANLEIHEN: *Kaufen und halten auf smarte Art und Weise*

Smart Beta Credit verbindet die Vorteile aktiver und passiver Investmentstrategien – und vermeidet zugleich deren Nachteile.

Jörg Schomburg erläutert.

— Aktionären wird gerne nachgesagt, ein optimistisches Naturell zu haben, weil sie an Wachstum und Weiterentwicklung glauben. Anleihekäufer seien da angeblich anders. Besonders im aktuellen Niedrigzinsumfeld heißt es, für sie sei die vollständige Rückzahlung des eingesetzten Kapitals oft schon der Bestfall. Kurz: Anleihe-Investoren sind eher Pessimisten. So zumindest lautet das Vorurteil.

Andererseits: Wer wollte es beispielsweise dem Leiter der Kapitalanlagen einer Pensionskasse verdenken, wenn er derzeit eher sorgenvoll in die Zukunft blickt? Die Rahmenbedingungen sind für regulierte Investoren schließlich alles andere als einfach.

Die Unternehmensanleihekäufe der Europäischen Zentralbank (EZB) üben Druck auf die Renditen aus. Zeitweise durften Investoren nicht einmal bei Bundesanleihen mit zehnjährigen Laufzeiten eine positive Verzinsung erwarten.

CREDITS: GEFÄHRliche MISCHUNG

— Unternehmensanleihen (Credits) bieten zwar nach wie vor höhere Renditen als Staatsverschuldungen. Doch sind damit eben auch zusätzliche Risiken verbunden. Erstens nehmen Investoren bei Investments in Corporate Bonds Kreditrisiken auf sich – der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen ist zum größten Teil eine Entschädigung eben dafür. Außerdem birgt der Credit-Markt weitere, schwerer zu kalkulierende und zu vermeidende Risikofaktoren.

Ein ganz wesentlicher Risikofaktor ist das durch Basel III angestoßene Austrocknen der Marktliquidität. Der neue, strengere Regulierungsrahmen für

die Bankenbranche hat dazu geführt, dass viele Häuser den Eigenhandel drastisch eingeschränkt haben. Die Zahl der Anleiheemissionen von Unternehmen steigt und steigt, während gleichzeitig die Zahl der Market Maker zurückgeht.

Das ist eine gefährliche Mischung. In ruhigen Phasen mag der mit dem Rückgang der Markttiefe verbundene Anstieg der Handelskosten und der Volatilität kaum merklich sein. Immer dann aber, wenn der Wind rauer wird und Angst die Marktteilnehmer packt, immer dann also, wenn besonders viele Investoren besonders schnell handeln wollen oder müssen, dürften die Defizite schmerzlich spürbar werden.

STATT SYSTEMISCHER RISIKEN UND HOHER HANDELSKOSTEN ...

— Die schwierigen Rahmenbedingungen treffen sowohl passive Investmentansätze als auch aktiv gemanagte Portfolios – auch wenn sie auf unterschiedliche Weise darunter leiden. Die rigiden Regeln für Anleiheindizes führen dazu, dass passiv orientierte Investoren besonders stark systemischen Risiken ausgesetzt sind – beispielsweise durch die hohe Konzentration von Titeln aus bestimmten Sektoren in Portfolios. Darüber hinaus zwingen Rating-Herabstufungen, die zur Streichung von Anleihen aus bestimmten Indizes führen, passive Portfolios zu Verkäufen – oftmals zu ungünstigen Zeitpunkten. Schließlich hat die Vergangenheit gezeigt, dass Downgrades nicht unbedingt eine schlechte Performance in der Zukunft indizieren. Im Gegenteil: Oft sind die Kurse zum Zeitpunkt des Downgrades schon so weit gesunken, dass anschließend ein Turnaround folgt.



KONTAKT

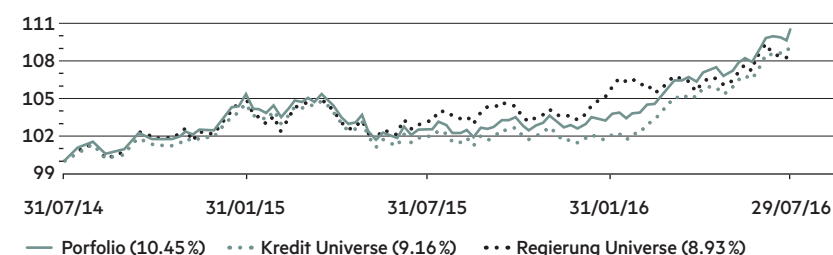
Jörg Schomburg
Head of Institutional Sales
Deutschland

AXA Investment Managers
Deutschland GmbH
Bleichstraße 2-4
60313 Frankfurt

Telefon:
+49 69 / 900 25 21 23

E-Mail:
Joerg.Schomburg@axa-im.com
www.axa-im.de

Wertentwicklung des AXA WF Global SmartBeta Credit Bonds I (H) EUR



QUELLE: AXA IM. Die Daten sind auf der Basis von 100 zum Anfangsdatum der Grafik angegeben. Wertentwicklung in EUR.

Zudem bringen erzwungene Verkäufe einen weiteren Nachteil mit sich: hohe Portfolioumschlagsraten. Dadurch wird ein wesentlicher Vorteil dieser Ansätze, nämlich die vergleichsweise niedrige Kostenbelastung, zumindest teilweise ausgehebelt.

Aktive Ansätze dagegen leiden besonders stark unter den hohen Handelskosten, zumal gleichzeitig Relative-Value-Trades aufgrund der auf breiter Front gesunkenen Spreads deutlich schwieriger umsetzbar sind als noch vor wenigen Jahren. Zugleich lassen sich die höheren Managementkosten angesichts der Niedrigrenditen immer schwerer rechtfertigen.

... BUY-AND-MAINTAIN

— Smart Beta Credit Portfolios von AXA Investment Managers vermeiden diese Probleme konsequent. Die Strategien beruhen auf einem Buy-and-Maintain-Ansatz, der eine sorgfältige Einzeltitelauswahl mit sehr niedrigen Umschlagraten und damit auch niedrigen Kosten verbindet. Auf diese Weise verbinden sie die Vorzüge der beiden traditi-

onellen Herangehensweisen an das Portfoliomanagement, ohne dass Investoren deren Nachteile in Kauf nehmen müssen.

DREI STUFEN

— Die Umsetzung von Smart Beta Credit Strategien erfolgt in einem dreistufigen Prozess. In einem ersten Schritt filtern die Experten von AXA IM das Anlageuniversum anhand systembezogener und fundamentaler Kriterien und entfernen zunächst die riskantesten Anleihen aus dem Universum. Auch Anleihen von Unternehmen, deren Bonitätsaussichten die Credit-Analysten negativ einstufen, eliminieren sie.

In einem zweiten Schritt, der Portfolio-Konstruktion, stehen Diversifikation, Reduktion von Risiken und Maximierung der Rendite im Vordergrund. Eine kluge Aufteilung des Portfolios auf verschiedene Sektoren und Regionen sorgt für eine geringe Anfälligkeit gegenüber Finanzmarktkrisen. Emittenten und Anleihen werden auf Basis unternehmensbezogener fundamentaler Kriterien ausgewählt. Sektor-Scorings und

eine Analyse der Anleihebewertung bilden die Basis für die Optimierung der Portfoliorendite. Am Ende bleibt von dem riesigen Ausgangs-Anlageuniversum ein Kernportfolio aus etwa 200 gründlich analysierten Titeln übrig, von deren Eignung für ein Anleihen-Kernportfolio die AXA-IM-Experten wirklich überzeugt sind.

Die Implementierung der Strategie im täglichen Portfoliomanagement ist schließlich der dritte Schritt. 24 spezialisierte Fixed-Income-Händler auf der ganzen Welt gewährleisten ständigen Zugang zur am Markt verfügbaren Liquidität und sparen Investoren dadurch bares Geld. Zugleich wird das Portfolio ständig überwacht: Haben Wertänderungen von Anleihen die geografische Diversifikation beeinflusst? Befindet sich die Sektoraufteilung noch in der Balance? Hat sich die Kreditwürdigkeit von Emittenten so stark verschlechtert, dass Anleihen verkauft werden sollten?

OPPORTUNITÄTEN ERKENNEN UND ZU NUTZEN WISSEN

— Falls nötig, handeln die Portfoliomanager von AXA IM umgehend. Zugleich achten sie jedoch darauf, den Portfolioumschlag gering zu halten, indem sie Anleihen bis zur Fälligkeit halten – das Ziel ist eine Umschlagsrate von weniger als 5 Prozent. Dadurch können die Kosten von Smart-Beta-Credit-Lösungen auf dem Niveau rein passiver Strategien liegen. Zugleich entsteht durch fällig werdende Papiere ein regelmäßiger Cashflow, der für neue Investments genutzt werden kann, die das Portfolio in Form halten.

Wie gut das Konzept funktioniert, zeigt nicht zuletzt die Performance des AXA WF Global SmartBeta Credit Bonds: Der Fonds hat 2015 einen Gesamtertrag erbracht, der 90 Basispunkte über seinem Vergleichsindex, dem BofA Merrill Lynch Global Corporate, lag. 2014 waren es 25 Basispunkte. Nur 2013, als sich die Spreads um 29 Basispunkte verengten, lag der Fonds um 97 Basispunkte hinter dem Index zurück. Dabei ist aber zu beachten, dass die Auflegungskosten von 29 Basispunkten die Wertentwicklung im ersten Jahr beeinflussten.

Man sieht: Es gibt auch in anspruchsvollen Zeiten immer wieder attraktive Opportunitäten. Man muss sie nur erkennen – und zu nutzen wissen.

»Die Kosten von Smart-Beta-Credit-Lösungen können auf dem Niveau rein passiver Strategien liegen.«

Jörg Schomburg



Chefredakteur	Michael Lennert (ML), Frankfurt am Main
E-Mail	michael.lennert@ft.com
Telefon	+49 (0) 69 / 15 68 5117
Redaktion	Pascal Bazzazi (PBA, LEITER bAV UND dpn), Berlin
E-Mail	pascal.bazzazi@ft.com
Telefon	+49 (0) 178 / 660 0130
Art Director & Layout	Hartmut Friedrich , Berlin
E-Mail	hf@kwer-magazin.de
Herausgeber	Eduardo Llull , London, UK
Anzeigen	Eve Buckland , London, UK
E-Mail	eve.buckland@ft.com
Telefon	+44 (0) 20 / 77 75 63 24
Illustration	Jacopo Pfrang , Berlin
Fotografie (Roundtable)	Nastassja Zinsmeister , Köln
Copyright	© Financial Times Limited, 2016. »dpn« und »dpn brief« sind Warenzeichen der Financial Times Limited. »Financial Times« und »FT« sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen: Nummer 227590.
Chefredaktion	Grüneburgweg 16–18, 60322 Frankfurt/Main
Telefon	+49 (0) 69 / 15 68 5117
Fax	+49 (0) 69 / 15 68 5155
Verlag	Financial Times Limited One Southwark Bridge London SE1 9HL Großbritannien
Abonnement	Bestellungen im Internet unter: www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Aboservice	Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Erscheinungstermin	September 2016
ISSN	1476-3028



Diskutieren Sie die Themen,
 die die institutionelle Welt bewegen
 – nur beim **dpn Roundtable!**

Wir bringen Asset Manager, Investoren und Consultants an einen Tisch. Sie präsentieren sich und Ihre Ideen. Wir dokumentieren die hochklassigen Diskussionen ausführlich. Beteiligen Sie sich – und erreichen Sie Ihre Zielgruppe.

Zu Konditionen und Terminen kontaktieren Sie:
Eve Buckland
eve.buckland@ft.com
 +44 (0)207 775 6324 | +44 (0)7725 063 426

Alle dpn-Roundtables finden Sie auch im Internet:
dpn-online.com/dpn/Roundtables

Coming up next: die dritte dpn-Sonderausgabe zur bAV.

Im Juni 2017 in Ihrem Briefkasten!



MEDIA-KONTAKT

Eve Buckland
Senior Relationship Manager

dpn – Deutsche Pensions-
& Investmentnachrichten
Financial Times

TEL: +44 7725 063 426
E-MAIL: eve.buckland@ft.com