

Sehr geehrte Damen und Herren!

Die politischen Einschläge aus dem letzten Jahr 2016 (Juni: Brexit, November: Wahl von Donald Trump als US-Präsidenten) gehen dieses Jahr in die nächsten Runde mit den noch kommenden Wahlen in Frankreich und Deutschland, nicht zu vergessen das Referendum in der Türkei. Die Kapitalmärkte stecken die politischen Unruherde derzeit scheinbar weg. Denn die fundamentalen Wirtschaftsdaten singen eine andere Strophe. Das US-Wirtschaftswachstum ist nicht anders als robust zu bezeichnen. Die Eurozone hat im Februar d.J. ein Wachstum von 3% verzeichnet. China schaltet einen Gang zurück auf „moderates, aber stabiles Wachstum“.



An der Zinsfront hat die FED im gerade vorgelegt. Zwei weitere Schritte sind denkbar. Die EZB wird an ihrer Niedrigzinspolitik festhalten, auch wenn die Inflationsrate im Euroraum gerade jüngst die ersehnte „2%-Hürde“ überschritten hat. Institutionellen Portfolien mit traditionell rentenlastigen Anlagen hilft dies nicht weiter.

Anleger müssen sich nach Alternativen – möglichst verbunden mit einem regelmäßigen Cash-Flow - umschauen. Dazu gehören u.a. Absolute Return-Produkte, Multi Asset-Ansätze, Volatilitäts-Strategien, dazu der Blick auf Alternatives/illiquide Assets wie Infrastruktur, Währungen oder Rohstoffe; eventuell rentiert auch ein Blick in die USA, wo ein großer Markt in Form von Municipals, kommunalen Infrastrukturanleihen, mit Durchschnittsrating im A/AA-Bereich entstanden ist.

Mit diesem Thema, den **Municipals**, und was man als Anleger über diese Anleihe-Form wissen sollte, setzt sich der Gastbeitrag von Henning Busch, MD von **Capital Group** auseinander. Der Beitrag von Matthias-Christian Kurzrock (Mitglied des Vorstands) von **Paladin AM** fokussiert auf einen dreistufigen, fundamental dominierten und mit eigen entwickeltem Bewertungssystem ausgestatteten, **Aktienansatz**, dessen Ziel eine weitgehende Entkoppelung von den allgemeinen Markttrends ist. Thomas Grünewald, GF

von **Warburg Invest Lux** stellt den relativ neuen in Luxemburg zugelassenen alternativen Investmentfonds **RAIF** mit all seinen Flexibilitäten dar.

Der nunmehr **8. Wiesbadener Investorentag 2017**, der speziell auf **institutionelle Anleger** zugeschnitten ist, steht in diesem Jahr unter dem **Motto „Liquide vs. Illiquide Assetklassen“**. Die knapp eintägige Veranstaltung streift aktuell interessante Assetklassen von Globalen Aktien, Emerging Market debt über Wandelanleihen bis zu Sen.Loans, Infrastruktur, Immobilien und Rohstoff-Investments. Auch dem Thema „Nachhaltigkeit“ wird in der Konferenz ausreichend Zeit eingeräumt, die am **8. Juni wieder im Nassauer Hof** stattfindet (für Investoren kostenfrei). Das Anmeldeformular und weitere Informationen finden Sie auf Seite 7. Den Gastvortrag wird Herr **Dr. Martin Hüfner, Assenagon**, halten.

Das **1.ESG-Rating für Aberdeen AM** kommentieren wir auf S.2. Einzelheiten zu der **TELOS – Zufriedenheitsstudie 2016 / 2017** haben wir für Sie auf Seite 3 zusammengefasst.

Viel Vergnügen bei der Lektüre!

Mit freundlichen Grüßen

Inhalt

Sehr geehrte Damen und Herren!.....	1
TELOS-JAHREBUCH 2016 / 2017.....	2
TELOS Kompendien 2016.....	2
MASTER-KVG-Studie 2016 / 2017 und Kundenzufriedenheits-Studie 2016 / 2017.....	2
Aberdeen Asset Management Deutschland AG (AAMD) – Erstes Immobilien-Nachhaltigkeits-Rating.....	2
TELOS - Zufriedenheits-Studie 2016 / 2017.....	3
Wiesbadener Investorentag.....	7
US Municipal Bonds: Attraktive Renditen und Diversifikationsnutzen – ein Gastbeitrag von Capital International Ltd.....	9
RAIF in Luxemburg: Mit neuer Fondsstruktur schneller auf den Markt – ein Gastbeitrag von Warburg Invest Luxembourg S.A.....	13
Paladin ONE: Die Quadratur des Kreises: Renditen in einem zinslosen Umfeld – und das bei möglichst weitgehendem Kapitalerhalt in schwachen Marktphasen – ein Gastbeitrag von Paladin Asset Management.....	15

Qualitative Fonds Ratings (TFR)

Nachfolgend finden Sie wie gewohnt die aktuellen qualitativen Fonds Ratings der letzten Wochen. (Download unter www.telos-rating.de).

FONDSNAME:	ISIN:	Rating	Datum
First Private Euro Dividenden STAUFER	DE0009779611	AAA-	03/2017
HLE Active Managed Portfolio Ausgewogen	LU0694616037	AAA-	02/2017
HLE Active Managed Portfolio Konservativ	LU0694616383	AAA-	02/2017
HLE Active Managed Portfolio Dynamisch	LU0694616201	AAA-	02/2017
Frankfurter Aktienfonds für Stiftungen	DE000A0M8HD2	AAA-	02/2017
BB Global Macro Fund	LU0494762056	AA+	02/2017
DeAM Fonds KLP 1	DE000DBA0988	AAA-	12/2016
Nordea 1 - European Covered Bond Fund	LU0076315455	AAA-	12/2016
LOYS Europa System	LU1129459035	AA+	12/2016
DeAM-Fonds WOP 2	DE0003429221	AAA-	12/2016
DeAM-Fonds WOP 1	DE0008492331	AAA-	12/2016

TELOS-JAHRBUCH 2016 / 2017

TELOS wird in Kürze die nunmehr dritte Neuauflage des **TELOS-JAHRBUCHES 2016 / 2017 zur Verfügung stellen, in der sich über 70 Asset Manager mit Darstellung ihrer Investmentansätze und Services mit ihrem Profil darstellen.**

Die durchschnittliche Downloadquote von ca. 25.000 in einem Jahr spricht für das Interesse insbesondere seitens der Anleger, übersichtlich komprimierte Informationen über die im Asset Management tätigen Anbieter zu erhalten.

TELOS Kompendien 2016

In diesem Jahr stellten wir Ihnen in unserer Kompendiumreihe selektierte Asset Manager zu den Assetklassen - **Equity Japan und Commodities** sowie - **Equity Europa** mit Strategievorschlägen vor. Die Bücher sind in PDF-Version wie immer unter Publikationen auf unserer Downloadseite www.telos-rating.de abrufbar. Link hierzu: <http://www.telos-rating.de/de/aktuell.html>.

MASTER-KVG-Studie 2016 / 2017 und Kundenzufriedenheits-Studie 2016 / 2017

Sowohl die diesjährige MASTER-KVG-Studie sowie die Kunden-Zufriedenheits-Studie 2016/2017 sind bereits abgeschlossen und ausgewertet worden.

Die **Master-KVG-Erhebung** steht seit Anfang 2017 zur Verfügung und ist auf unserer Homepage (www.telos-rating.de) abrufbar. Als ein Ergebnis der über 100 Seiten umfassenden Studie ist festzuhalten, dass die Master-KVG in die Wechseljahre gekommen ist. Immer mehr institutionelle Anleger können sich einen Anbieterwechsel vorstellen.

Die **Kunden-Zufriedenheits-Studie** fasst die Einschätzung von institutionellen Entscheidungsträgern über die Asset Manager zusammen, mit denen sie zusammenarbeiten. In diesem Jahr wurden über 250 Interviews geführt.

Weitere Einzelheiten mit Rankings der Asset Manager sowie im Master-KVG-Bereich finden Sie ab Seite 3.

Aberdeen Asset Management Deutschland AG (AAMD) – Erstes Immobilien-Nachhaltigkeits-Rating

Im Rahmen eines Investmentprozess-Ratings hat sich AAMD als einer der führenden Immobilienmanager in Deutschland einer Bewertung seiner Expertise mit Fokus auf die **Einhaltung von Nachhaltigkeits (ESG-) Gesichtspunkten** unterzogen. Das analysierte Universum umfasste die **Organisation, den Investmentprozess, das Qualitätsmanagement sowie die verantwortlichen Personen (Team)**. AAMD hat das Nachhaltigkeits-Management konsequent und erfolgreich unter dem Titel „Responsible Property Investment (RPI)“ in die bestehenden Investmentprozesse integriert und u.a. in dem Fonds „Aberdeen German Urbanisation Property Fund“ umgesetzt. Die Ratingnote lautet: **„AA+ / Ausblick AAA-“**

TELOS - Zufriedenheits-Studie 2016 / 2017

Auch in diesem Jahr haben wir nunmehr zum zwölften Male- die TELOS – Zufriedenheits-Studie erstellt. Befragt wurden wie im Vorjahr 250 institutionelle Anleger über alle Anlegergruppen wie Banken, Versicherer, Vorsorgeeinrichtungen, Unternehmen und Sozialversicherungsträger hinweg im Rahmen von Interviews.

Die Zufriedenheitsstudie besteht aus einem - Allgemeinen Teil und einem Besonderen/Individuellen Teil.

Im **Allgemeinen Teil** werden die Anleger nach ihrer aktuellen Asset Allokation, ihren Anlageplänen und verschiedenen Themen befragt, die sie zur Zeit bewegen. Der **Besondere Teil** beinhaltet die individuelle Bewertung der Asset Manager durch die Investoren über verschiedene Kriterien wie Zufriedenheit mit der Performance, der Kundenbetreuung, der Beratungsqualität bis hin zum Reporting; auch die Kundenloyalität wird hinterfragt.

Zunächst stellen wir einige Erkenntnisse aus dem Allgemeinen Teil vor. Anschließend werden wir im Besonderen Teil auch die TOP Five-Manager bei der „Gesamtzufriedenheit“ sowie bei den wichtigsten Bewertungskriterien vorstellen. Der Erhebungszeitraum der Studie liegt im Herbst 2016. Insgesamt wurden 40 Asset Manager in die Untersuchung einbezogen.

Einleitung:

Der TELOS – Zufriedenheitsstudie konzentriert sich methodisch auf die Messung der Zufriedenheit von institutionellen Anlegern mit ihren Asset Managern, d.h. den Häusern, bei denen der Investor Mandate (in der Regel Spezial AIF) unterhält. Die befragten institutionellen Anleger bilden ein repräsentatives Bild des Marktes. Vertreten (nach Anzahl) sind die

- Banken mit 41,5%
- Versicherungen mit 10,5%
- Unternehmen mit 20%
- Körperschaften mit 13,5% und
- Altersvorsorgeeinrichtungen mit 14,5%.

Der besseren Vergleichbarkeit willen haben wir die repräsentativ genannten Asset Manager diese in drei Kategorien unterteilt:

- große Asset Manager (> 100 Mrd.€ AuM)
- mittelgroße Manager (50 – 100 Mrd.€) und
- kleine Manager (< 50 Mrd.€).

Der Katalog der von TELOS abgefragten und bewerteten Kriterien umfasst unter anderem die folgenden 6 (von insgesamt 17) Punkte:

- Gesamtzufriedenheit
- Kundenloyalität
- Prozess des Portfoliomanagements
- Performance
- Kundenbetreuung
- Beste Master-KVGen,

zu denen Sie die Rankings der Asset Manager hier folgend finden. Darüber hinaus werden Aspekte wie Produktangebot – und qualität, Branchenkompetenz, Risikomanagement, Beratungsqualität, Reporting, proaktive Ansprache und andere Kriterien sowie auch die Expertise in verschiedenen Assetklassen hinterfragt und gerankt.

Allgemeiner Teil:

- Im Gegensatz zum vorigen Jahr, in dem wir eine hohe Aktienquote von im Durchschnitt 16% verzeichneten, bewegt sich die aktuelle Anlagepolitik wieder in gewohnten Bahnen.
81% Renten (davon 69% Renten Europa, 9% weltweit und 3% Emerging Markets Debt),
Aktienquote: 9% (davon 7% Europa und 2% weltweit)
„Alternatives“: 10% (davon 8% Immobilien, dazu jeweils 1% HF und PE).
- Die höchste Aktienquote weisen „Einrichtungen aus der Altersvorsorge“ mit 13% auf.
Innerhalb der „Alternatives“ zeigen sich „Unternehmen“ und „Körperschaften“ aktiver.
- Künftige Investments konzentrieren sich auf den Bereich Fixed Income, Absolute Return-Ansätze, aber auch „Alternatives“ wie „Rohstoffe“ sowie „Währungen“.

- Etwa 50% der befragten institutionellen Anleger beabsichtigt, im Laufe der kommenden 2 Jahre die Allokation ihrer Anlagen zu verändern.
- Jeder neunte Anleger möchte über die nächsten 12 Monate mindestens einen Manager austauschen, vornehmlich im Bereich von Fixed Income-Mandaten und bei Aktien.
- Etwa jeder fünfte institutionelle Anleger beabsichtigt die Neuauflage von Spezialfonds in den kommenden 24 Monaten, wobei sich die Versicherer mit über 50% am aktivsten zeigen.
- „Consultants und Ausschreibungs-Plattformen“ werden von mehr als jedem dritten Investor (36%) genutzt. Bei „Körperschaften“ liegt der Anteil am höchsten.
- Gut 60% der befragten Investoren greifen auf die Ergebnisse und Reports von Ratingagenturen zurück, vorneweg „Körperschaften, Banken, und Unternehmen“.
- Die beiden aktuell beherrschenden Themen bei fast allen Befragten sind die „Negativverzinsung“ sowie das „Risikomanagement/sauberes Reporting“.

Besonderer Teil:

Wie im letzten Jahr lässt sich grundsätzlich ein relativ hoher Zufriedenheitsgrad der institutionellen Anleger mit ihren Asset Managern feststellen. Über die bewerteten Einzelkriterien wie Performance, Beratungsqualität und andere hinaus wurde unter der „Gesamtzufriedenheit“ allumfassend die Gesamtbewertung des Investors für „seinen“ Manager angefragt.

Darüber hinaus haben wir auch die Zufriedenheit der Anleger bezogen auf bestimmte Assetklassen angefragt.

Hier die Ergebnisse für die drei Asset Manager-Gruppen - Kriterium: „Gesamtzufriedenheit“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3):

1. Union Investment
2. Helaba Invest
3. Pimco

„Mittelgroße Manager“:

1. LBBW AM
2. Metzler Investment
3. BayernInvest

„Kleinere Manager“:

1. Berenberg Bank
2. Flossbach von Storch
3. Lampe AM

Ergebnisse „Kundenloyalität“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3):

1. Union Investment
2. Deka Investment
3. Helaba Invest

„Mittelgroße Manager“:

1. Metzler Investment
2. Pioneer Investments
3. DZ Bank

„Kleinere Manager“:

1. NORD/LB AM
2. Flossbach von Storch
3. Ampega Investment

Ergebnisse „Performance“:

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3):

1. Union Investment
2. ROBECO
3. Blackrock

„Mittelgroße Manager“:

1. LBBW AM
2. Metzler Investment
3. ODDO Meriten AM

„Kleinere Manager“

1. Berenberg
2. Frankfurt Trust
3. Patrizia Immobilien

Ergebnisse „Portfoliomanagement-Prozess“:

Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3)

1. ROBECO
2. Universal-Investment
3. Union Investment

„Mittelgroße Manager“:

1. Pioneer Investment
2. Metzler Investment
3. BayernInvest

„Kleinere Manager“

1. Flossbach von Storch
2. Lampe AM
3. Ampega Investment

Ergebnisse „Kundenbetreuung“

„Große Manager“ (jeweils Plätze 1 bis 3)

1. Union Investment
2. Deka Investment
3. Helaba Invest

„Mittelgroße Manager“:

1. Metzler Investment
2. Pioneer Investments
3. LBBW AM

„Kleinere Manager“

1. Bantleon
2. NORD/LB AM
3. Lampe AM

Darüber hinaus wurde die „Beste Master-KVG“ für das Jahr 2016 (Reporting, Kundenbetreuung, Risikomanagement) ermittelt. Hier das Ranking:

Ergebnisse „BESTE MASTER-KVG“:

1. HSBC Inka
2. Helaba Invest
3. Deka Investment

Die Studie umfasst die Bewertungen und das Ranking zu 14 Grund-Kriterien (u.a. Kundenloyalität, Gesamtzufriedenheit, proaktive Ansprache, Produktangebote etc) sowie Rankings zu drei Assetklassen (RENTEN Europa und Global sowie Untrenehmensanleihen. Die Studie kann bezogen werden über info@telos-rating.de.

Der Preis beträgt 250,- € zzgl. MWSt.

Das Bestellformular finden Sie auf der nachfolgenden Seite.

FAX - Bestellung (+49-611-9742-200)
FAX - Order (+49-611-9742-200)

Bitte schicken Sie mir gegen Rechnung die TELOS-Analyse
Please invoice me for the TELOS-analysis

***"Investor Screening (2016): Kundenzufriedenheit von
institutionellen Anlegern"***

- Deutsche Fassung zum Preis von EURO 250,- zzgl. MWSt
German version at a price of EURO 250,- (plus VAT where applicable)

Firma/Abteilung:
Company/Department: _____

Name, Vorname:
Name, First Name: _____

Straße:
Street: _____

PLZ, Ort:
ZIP-Code, Place: _____

Datum:
Date: _____

Unterschrift:
Signature: _____

Wiesbadener Investorentag

Am **8. Juni 2017** findet zum 8. Mal der Wiesbadener Investorentag im Nassauer Hof statt.

Auch in diesem Jahr stellen Asset Manager in kurzen Beiträgen interessante Lösungsansätze für verschiedene Anlageklassen vor. Herr **Dr. Hübner** wird in einem volkswirtschaftlichen Vortrag seine Einschätzung der makroökonomischen Lage und die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte darlegen. Im Rahmen einer Talkrunde werden wir zusammen mit Vertretern von Investoren und Asset Managern das Thema „Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage“ beleuchten. Nähere Details zu den teilnehmenden Asset Management Gesellschaften und Themen können Sie der nachfolgenden Aufstellung entnehmen (die genauen Titel der Vorträge folgen zu einem späteren Zeitpunkt):

Themen und Asset Manager:

- **Aktives Aktienmanagement**
Fidelity
- **Europäische Gewerbeimmobilienkredite**
GAM
- **Faktorinvesting**
Robeco
- **Global Macro**
Bellevue Asset Management
- **Immobilien**
CommerzReal AG
- **Infrastruktur**
Deka Investment
- **Marktneutrale Aktienstrategien**
Frankfurt Trust
- **Rohstoffe**
Vontobel Asset Management
- **Senior Loans (Administration + Management)**
BayernInvest + NN Investment Partners
- **Schwellenländeranleihen (Nachhaltigkeit)**
Candriam Investors Group
- **Wandelanleihen**
UBP Asset Management

Volkswirtschaftlicher Vortrag:

- Dr. Martin W. Hübner, *Assenagon*

Talkrunde – Nachhaltigkeit in der Kapitalanlage:

- *Metzler Asset Management*
- Guido Helfberend, *ERK Darmstadt*

Als weitere Sponsoren begrüßen wir in diesem Jahr *Paladin Asset Management* und *TOBAM*.

Über Ihre Anmeldung zum 8. Wiesbadener Investorentag würden wir uns sehr freuen. Das Anmeldeformular finden Sie auf der Folgeseite oder auf unserer Homepage unter **www.telos-rating.de**.



Wir bilden die Brücke zwischen Asset Manager und Investor

telosia – Die Ausschreibungsplattform als Brücke zwischen Investor und Asset Manager

Seit 2008 unterstützen wir institutionelle Investoren bei der Auswahl von Asset Managern und Administrationspartnern wie Master KVG oder Verwahrstelle.

Gerne helfen wir auch Ihnen bei Ihrem nächsten Projekt.

Sie erreichen das telosia Team über

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

65187 Wiesbaden

Tel.: +49 (0)611 9742 100

**Anmeldung zum Wiesbadener Investorentag am 8. Juni 2017 (Donnerstag)
(ausschließlich für Investoren, die Veranstaltung ist kostenfrei)**

Bitte melden Sie sich zu unserer Konferenz an.

Fax-Nummer: 0611 – 9742 200

Mit freundlichen Grüßen

Dr. Frank Wehlmann

Alexander Scholz

ANMELDUNG: ANTWORT-FAX (0611 – 9742 200)

Ich komme gerne

Ich werde vertreten von

Ich kann nicht kommen, bin aber an den Unterlagen/Präsentationen interessiert

Name / Vorname: _____

Firma / Einrichtung: _____

PLZ / Ort und Straße: _____

Telefon: _____

E-Mail-Adresse: _____

Ort und Datum: _____

Unterschrift: _____

US Municipal Bonds: Attraktive Renditen und Diversifikationsnutzen – ein Gastbeitrag von Capital International Ltd

Bei den Kapitalanlageverantwortlichen deutscher und österreichischer Versicherer zeigt sich seit einigen Monaten ein deutliches Interesse für eine Assetklasse, die bislang kaum Beachtung fand:

US Municipal Bonds.

1. Was sind Municipal Bonds?

Grundsätzlich gibt es zwei Arten von Municipal Bonds: General-Obligation-Anleihen (GO-Bonds) und Revenue-Anleihen.

GO-Bonds werden meist von Bundesstaaten oder Kommunen begeben und aus den allgemeinen Haushaltsmitteln des Emittenten bedient. Die Verwendung der Mittel aus der Emission sind im Gegensatz zu den sogenannten Revenue-Bonds nicht zweckgebunden. Sie können z.B. für Umschuldungen bestehender Finanzierungen oder auch zur Finanzierung von Pensionsverpflichtungen verwendet werden. Die genaue Finanzierung des Schuldendienstes und der Rang der GO-Anleihen können allerdings von Fall zu Fall sehr unterschiedlich sein. Aufgrund seiner Zahlungsverpflichtungen wird der Emittent aber sein Recht nutzen, Steuern zu erheben, um die Rückzahlung sicherzustellen.

Im Gegensatz dazu werden Revenue-Anleihen mit dem Asset und den Erträgen eines bestimmten Projekts besichert, in der Regel eines Infrastrukturprojekts. Die meisten Revenue-Anleihen werden von Krankenhäusern, Verkehrsbetrieben, Elektrizitätsversorgern sowie der Wasser- und

Abwasserwirtschaft begeben.

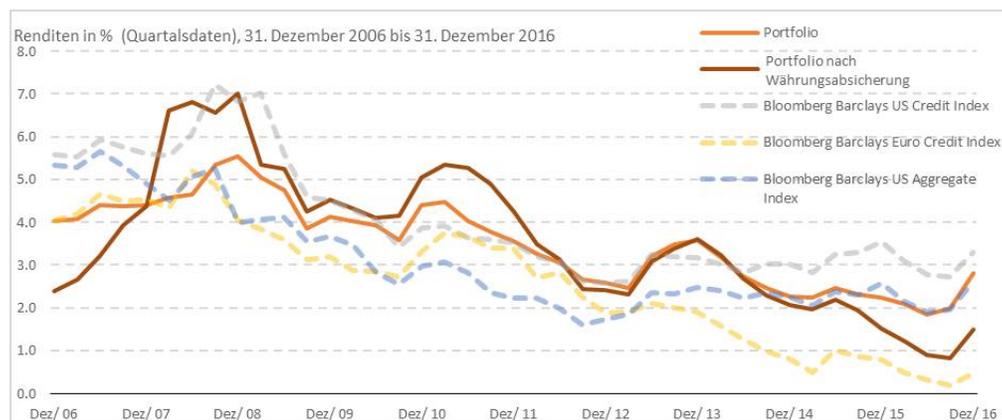
Eine weitere Unterscheidung besteht in der steuerlichen Betrachtung. Dienen die Emissionen einem gemeinnützigen Zweck, können die Erträge aus Municipal Bonds für amerikanische Anleger steuerfrei sein. Man spricht dann von sogenannten „Tax-Exempt Bonds“. Emissionen, bei denen der öffentliche Nutzen nicht im Vordergrund steht, sind in der Regel nicht steuerbefreit. Diese Bonds sind i.d.R. höher verzinslich als „Tax-Exempt-Bonds“ und werden als „Taxable Bonds“ bezeichnet.

2. US Municipal Bonds für europäische Investoren

Für Investoren, die sich für den Markt interessieren, sind vor allem die höheren Renditen von Municipals, ihr Diversifikationspotenzial und ihre Stabilität relevant.

2.1. Rendite

Einer der offensichtlichsten Vorteile von Municipals ist die Aussicht auf einen attraktiven Zinsvorsprung gegenüber US-Staatsanleihen und europäischen Investmentgrade-Unternehmensanleihen. In den vergangenen Jahren lag die Rendite von Municipals unter der von US-Staatsanleihen, doch derzeit bieten steuerbefreite Municipals 2,65% und steuerpflichtige 3,78% Rendite. Die Spreads gegenüber US-Staatsanleihen betragen damit 76 bzw. 189 Basispunkte. Durch aktives Management kann diese Rendite weiter erhöht werden. Selbst unter Berücksichtigung von Währungsabsicherungskosten können europäische Investoren eine um 100 Basispunkte höhere Rendite erzielen als mit europäischen Investmentgrade-Anleihen.



Stand 31. Dezember 2016. Durchschnittliche Quartalsrenditen der letzten zehn Jahre, Stand 31. Dezember 2016. Mit „Portfolio“ ist ein repräsentatives Mandat gemeint, The Tax-Exempt Bond Fund of America®. Absicherungskosten berechnet auf Basis der Zinsdifferenz zwischen dem USD-Dreimonats-Libor und dem EUR-Dreimonats-Libor. Nur zur Illustration. Zurzeit investiert die Capital Group nur in den USA in amerikanische Municipal Funds. Die American Funds sind außerhalb der USA nicht zum Vertrieb zugelassen. Quellen: Bloomberg Barclays, Capital Group

2.2 Diversifikation

Die Vorteile von Municipals beschränken sich jedoch nicht auf die Rendite. Besonders interessant sind US Municipal Bonds für solche europäischen Investoren, die ihr Portfolio von europäischen Anleihen oder ihre

US-Aktien- und Renten-Investitionen diversifizieren wollen. Municipals korrelieren lediglich mit 0,07 mit US Aktien, mit 0,17 bzw. 0,18 mit europäischen Fixed Income Anlagen und auch nur mit 0,58 mit US Credit Anleihen.

Korrelation von US Municipal Bonds mit anderen Assetklassen; Korrelation der Monatserträge, 31. Dezember 2006 bis 31. Dezember 2016 (10 Jahre)

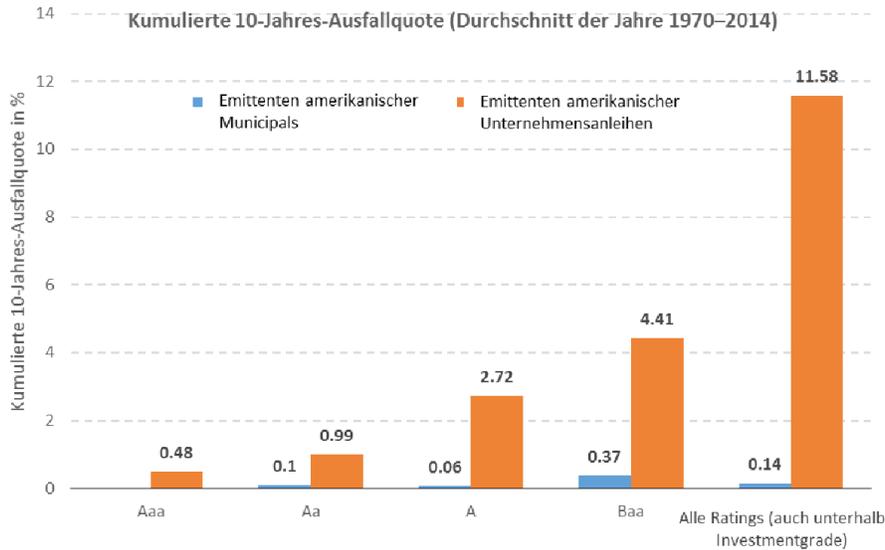
Indizes	1	2	3	4	5	6	7	8
1 Barclays US Municipal Index	1,00							
2 Barclays US Taxable Municipal	0,56	1,00						
3 Barclays US Credit Index	0,58	0,60	1,00					
4 Barclays US Aggregate	0,56	0,72	0,85	1,00				
5 Barclays Global Aggregate	0,36	0,43	0,71	0,74	1,00			
6 Barclays Euro Aggregate (in USD)	0,17	0,17	0,51	0,43	0,86	1,00		
7 Barclays Euro Credit (in USD)	0,18	0,15	0,56	0,40	0,83	0,98	1,00	
8 S&P 500 Index	0,07	-0,07	0,32	0,02	0,29	0,47	0,56	1,00

Quelle: Bloomberg Barclays

2.3 Stabilität

Entscheidenden Anteil an der Stabilität eines Municipal-Portfolios hat die hohe Qualität der Assetklasse und die geringen Ausfallquoten. Der Großteil der Municipal Bonds ist im Bereich AA und A- angesiedelt – hier finden sich ca. 80% der Emissionen, während das durchschnittliche US-Corporate -Bonds Rating deutlich darunter liegt. Auch die Ausfallquoten der US Municipal Bonds liegen deutlich unter denen von US Corporate Bonds.

Ausfallquoten von US Municipal Bonds



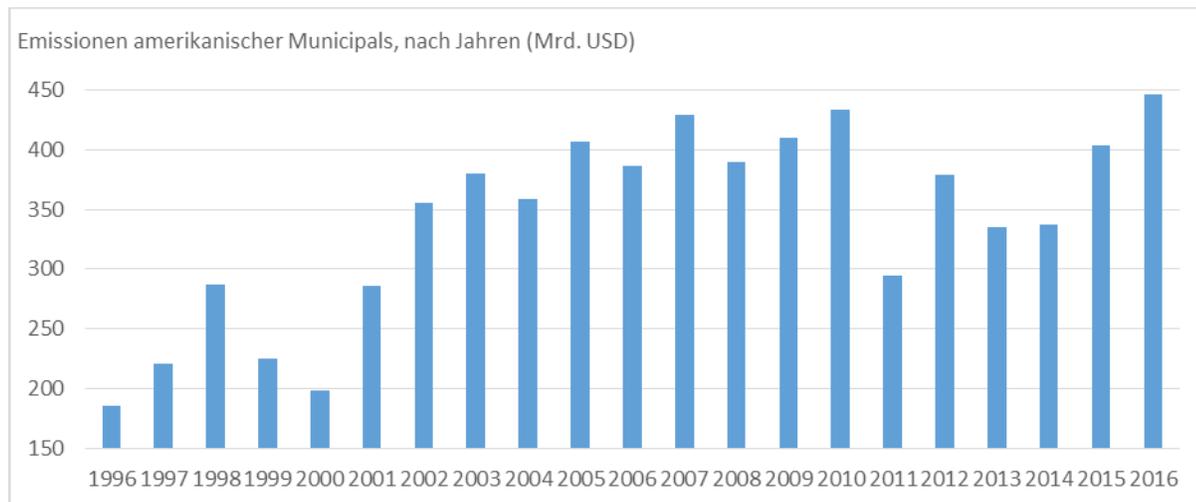
Quelle: Moody's „US Municipal Bond Defaults and Recoveries, 1970–2014“

3. Merkmale des Marktes

Der US Municipal Bond Markt ist sehr fragmentiert. Es finden sich mehr als 80.000 Emittenten, die jährlich

etwa 350 - 400 Mrd. USD emittieren. Grundsätzlich lässt sich über die vergangenen zwei Jahrzehnte eine deutliche Belebung des Marktes feststellen.

Emissionsvolumen von US Municipal Bonds



Quelle: Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)

Das Volumen des Gesamtmarktes beträgt etwa 3,8 Billionen USD. Der Markt für „Taxable Bonds“ macht davon etwa 10% aus. Die Zahlen sollten jedoch nicht mit einer unbedingt hohen Liquidität gleichgesetzt

werden. Der Barclays Municipal Bond Index weist eine Marktkapitalisierung von ca. 1,4 Billionen USD auf und besteht aus 49.000 Titeln. Basierend auf der Marktkapitalisierung ergibt sich daraus eine durch-

schnittliche Emissionsgröße von nur 29 Mio USD, verglichen mit einer durchschnittlichen Emissionsgröße im Bereich der US Corporate Bonds von 800 Mio. USD. Insoweit handelt es sich um eine sehr research-intensive Assetklasse, in der nicht nur erfahrenes Portfoliomanagement, sondern insbesondere auch spezialisierte Trader und ein ausgezeichneter Marktzugang entscheidend sind.

4. Aktuelle Marktsituation

Vor dem Hintergrund der insgesamt niedrigen Renditen, insbesondere bei Staatsanleihen von Industrieländern, und dem Potenzial auf substanzielle Konjunkturprogramme in den USA könnte jetzt ein interessanter Einstiegszeitpunkt für europäische Investoren sein, die ihr Portfolio mit amerikanischen Municipals diversifizieren möchten.

Investoren, die die Vorzüge der Assetklasse vollumfassend ausschöpfen möchten, sollten einen aktiven Ansatz mit Schwerpunkt auf fundamentalen Kreditanalysen erwägen, um ein diversifiziertes Portfolio aus den Titeln mit der besten Kombination aus Rendite und Stabilität zusammenzustellen. Gerade für Versicherungsunternehmen, für die Rendite und Kapitaleffizienz im Vordergrund stehen, bietet sich ein Portfolio aus Taxable, Investment Grade Municipal Bonds an, das im Rahmen bestimmter Grenzen um Opportunitäten aus dem Tax-Exempt- und High-Yield-Bereich ergänzt werden kann.

Kontakt:



Henning Busch
Managing Director, Institutional
Capital International Ltd.
Niederlassung Deutschland
henning.busch@capgroup.com
069-4272-78710

RAIF in Luxemburg: Mit neuer Fondsstruktur schneller auf den Markt – ein Gastbeitrag von Warburg Invest Luxembourg S.A.

Von den ersten Konzepten bis zur Markteinführung von Fonds vergehen regelmäßig Monate. Im Großherzogtum Luxemburg wurde eine schnell umsetzbare Alternative für die Fondsaufgabe geschaffen: der Reserved Alternative Investment Fund (RAIF).

Die andauernde Niedrigzinspolitik der EZB hat institutionelle Anleger wie Banken, Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen und Stiftungen in die unangenehme Situation gebracht, ihre bisherigen Anlagestrategien neu zu überdenken. Traditionelle Investments wie Unternehmens- oder Staatsanleihen, einst Garanten für kontinuierliche Erträge, tragen in dem derzeitigen Zinsumfeld kaum zu ordentlichem Kapitalwachstum der Anlagen bei.

Alternative Investmentvehikel, die ohnehin bereits erfreuliche Zuwachsraten in den vergangenen Jahren verzeichnet haben, sind deshalb auch verstärkt in den Fokus der Anlagestrategen vorgenannter Institutionen gerückt. Neben Private Equity-Anlagen haben sich insbesondere Bereiche wie Infrastruktur, Real Estate oder Private Debt als Investitionsklasse etabliert.

Das Großherzogtum Luxemburg hat in 2007 das „Gesetz über Spezialisierte Investmentfonds“ ins Leben gerufen, unter dem typischerweise Fonds für alternative Anlagen aufgelegt werden. Mit der Einführung des „Reserved Alternative Investment Fund“ (RAIF) im vergangenen Jahr stellt der Luxemburger Gesetzgeber u.a. institutionellen Investoren nun ein zusätzliches Instrument, welches konform zu den AIFM-Richtlinien ausgestaltet ist, zur Verfügung, um ihr Portfolio mit alternativen Anlagen zu diversifizieren. Ein Instrument, das schnell aufgelegt werden kann.

Beim RAIF handelt es sich um einen neuartigen alternativen Investmentfonds („AIF“), welcher je nach Ausgestaltung die rechtlichen und steuerlichen Vorteile der spezialisierten Investmentfonds („SIF“) oder der Risikokapital-Investmentgesellschaften („SICAR“) aufweist. Im Gegensatz zu den bekannten luxemburgischen Vehikeln, steht der RAIF allerdings unter keiner direkten Aufsicht der luxemburgischen Finanzaufsicht („CSSF“). Damit dies möglich ist, braucht der RAIF einen zugelassenen Alternativen Investment Fondsmanager („AIFM“) in Luxemburg oder einem anderen EU-Mitgliedsstaat. Dieser hat

sicherzustellen, dass der RAIF alle Anforderungen der AIFM-Richtlinie erfüllt.

Wie auch beim SIF sind nur solche institutionellen, professionellen und anderen Investoren zugelassen, die für sich den Status als gut informierter Investor beanspruchen und die einen Mindestbetrag von EUR 125.000 investieren oder als sachkundige Investoren eingestuft werden. Die Freiheiten in Bezug auf zulässige Vermögenswerte oder Anlagepolitiken, der Möglichkeit zur Auflage mehrerer Teilfonds und Anteilsklassen und die vielen verschiedenen verfügbaren Rechtsformen (Investmentgesellschaft und Sondervermögen) sind dem SIF-Regime bzw. dem SICAR-Regime nachempfunden. Auch der Steuersatz entspricht diesen Vorgaben, also bei einem RAIF, der von seiner Anlagepolitik einem SIF entspricht, wäre der Maximalsteuersatz bei 0,01% des Nettoinventarwerts.

„Da kein Genehmigungsverfahren für einen RAIF erforderlich ist, kann er kurzfristig aufgelegt werden.“

Da ein Genehmigungsverfahren des RAIF bei der CSSF nicht erforderlich ist, kann er in Kürze aufgelegt werden. Durch die Qualifikation als AIF im Sinne der AIFM-Richtlinie profitiert ein RAIF auch vom Vertriebs-Passport seines AIFMs, insofern gelten für den europäischen Vertrieb die gleichen Vorgaben, die auch für (andere) AIFs Anwendung finden. Im Ergebnis erlaubt der RAIF auf der einen Seite eine kürzere „Time-to-Market“ als produktregulierte Vehikel wie der SIF oder die SICAR, bietet aber auf der anderen Seite die Vorteile der Strukturierung von SIF und SICAR und gleichzeitig nutzt er die Vorteile der AIFM-Richtlinie. Damit unterstreicht Luxemburg mit der Einführung des RAIF seine Wettbewerbsfähigkeit und sichert seinen ersten Platz in der Fondsindustrie in Europa.

Institutionelle Fondsinitiatoren freuen sich über die neue Möglichkeit der kurzfristigen Fondsaufgabe und machen hiervon regen Gebrauch. Die Erfahrungen bei Warburg Invest Luxembourg sind ebenfalls positiv: Die ersten beiden RAIFs stehen kurz vor der Auflage; zudem sind mehrere vielversprechende Projekte in der Vorbereitung.

Die Kapitalverwaltungsgesellschaft Warburg Invest Luxembourg S.A. hat bereits in 1998 erste alternative Investments in Form von Private Equity-Fonds aufgelegt und sich neben dem klassischen Fondsgeschäft frühzeitig auf die Dienstleistungen in dieser Assetklasse spezialisiert. Hierzu zählen neben der Strukturierung der Fondsvehikel auch die Administration sowie seit 2014 der Service bzw. Status des AIF Managers. Dieser wurde von der Luxemburger Aufsichtsbehörde CSSF erstmalig für Dachfonds sowie wertpapierbasierte Strategien wie Aktien und Renten erteilt, nachfolgend auch für die Bereiche Private Equity, Real Estate und Infrastruktur. Dadurch ist Warburg Invest Luxembourg S.A. in der Lage, ihren Kunden als AIFM für deren Fondsvehikel zur Verfügung zu stehen.

1989 begann die Kapitalverwaltungsgesellschaft am internationalen Finanzplatz Luxemburg mit der Konzeption und Auflage von klassischen Wertpapierfonds und verwaltet heute zusammen mit alternativen Investmentfonds ein Volumen von über 23 Mrd. EUR (Stand 28.02.2017).

Kontakt:



Thomas Grünewald

Vorstand Warburg Invest Luxembourg S.A.

E-Mail: thomas.gruenewald@warburg-invest.lu

Tel.: +352 / 42 44 91-536

Oliver Benner

Leiter Relationship Management Warburg Luxembourg

M.M.Warburg & CO Luxembourg S.A.

E-Mail: oliver.benner@mmwarburg.lu

Tel. +352 / 42 45 45-390

Paladin ONE: Die Quadratur des Kreises: Renditen in einem zinslosen Umfeld – und das bei möglichst weitgehendem Kapitalerhalt in schwachen Marktphasen – ein Gastbeitrag von Paladin Asset Management

Es sind verrückte Zeiten, in denen wir leben. Anleger sind gezwungen, Risiken einzugehen, um nicht mit Negativzinsen belastet zu werden. Jeder, der auf Kapitalerhalt angewiesen ist, dennoch aber eine Rendite oberhalb der Nulllinie avisiert, steht entsprechend vor gewaltigen Herausforderungen.

Anleger sind gezwungen, ihre Einstellung hinsichtlich diverser Anlageklassen zu überdenken. Die Zinsen sind noch immer auf Rekordtief, einstmals sichere Häfen existieren nicht mehr. Wer Rendite anstrebt, muss zwangsläufig über Aktien nachdenken. Interessanterweise weisen heute gerade Aktien langfristig weniger implizite Risiken auf als Anleihen. Grund hierfür ist das extrem niedrige Zinsniveau und ein sich abzeichnendes Zinserhöhungsszenario für die kommende Dekade – mit potentiell gravierenden Auswirkungen.

In einer Welt passiven Investierens voller ETFs und derivativer Overlays wird dabei häufig verkannt, dass sich Risiken bei Aktien in erster Linie aus der operativen Entwicklung der Unternehmen ergeben. Natürlich schwanken die Preise für Aktien. Aber eben diese Schwankungen eröffnen Chancen für jene Investoren, die in diesen Gewässern mit einem festen und bewährten Koordinatensystem unterwegs sind.

In unserem Fonds Paladin ONE bauen wir auf drei Säulen, mit denen wir langfristig eine Rendite von 10% bei deutlich reduzierten Risikokennzahlen anstreben. Bei der **ersten** Säule handelt es sich um **klassische Value-Aktien** – und wir wissen, dass an dieser Stelle eigentlich 5 Euro für das Phrasenschwein fällig werden. Denn wer investiert heutzutage abseits der passiven Strategien nicht nach Value-Kriterien am Aktienmarkt?

Die Komplexität ergibt sich allerdings im Detail. Denn was ist ein fairer Unternehmenswert, an dem verlässlich festgemacht werden kann, ob eine Aktie attraktiv bewertet ist oder nicht? Viele haben hierauf vermeintlich einfache Antworten. Bei der Bewertung wird dann auf Kennzahlen wie das **KGV**, das **Kurs-/Buchwertverhältnis** oder das **EV/EBITDA** zurückgegriffen. Diese Kennzahlen haben zwar einen gewissen Reiz, weil sie denkbar einfach ermittelt werden können. Sie sind allerdings vollkommen ungeeignet, weil sie eben nicht in ein festes Koordinatensystem eingebettet

sind. Je nach Unternehmen und Börsenphase kann ein KGV von beispielsweise 15 teuer oder billig erscheinen.

Statt vereinfachte Kennzahlen heranzuziehen, entsteht bei uns eine **ganzheitliche Bewertung**, die die **Interdependenzen von Gewinn- und Verlustrechnung, Bilanz und Kapitalflussrechnung** erfasst. Herzstück unseres Maschinenraums ist ein über Jahre **selbst entwickeltes Bewertungssystem**. Dieses füllt sich nicht mit Daten, die automatisch aus Datenbanken wie Bloomberg gezogen werden, sondern erfordert im Gegensatz viel Fleißarbeit. Denn alle Zahlen werden manuell erfasst. Genau hierdurch entsteht ein wichtiges Verständnis für das Unternehmen, das entscheidend für die Analyse und anschließende Bewertung ist: Was sind die wichtigsten Treiber des Geschäftsmodells? Wie verhalten sich die Interdependenzen von verschiedenen Kenngrößen zu einander? Welche nachträglichen Korrekturen gab es im Zahlenwerk des Unternehmens? Wie konservativ (oder eben auch nicht) geht das Unternehmen vor? Wie transparent kommuniziert das Unternehmen durch seine Zahlen mit den Anteilseignern?

Das Resultat ist nicht nur ein korrektes, einheitliches Zahlenwerk. Durch das aus dieser Vorgehensweise resultierende vollständige Bild gelingt es uns vielmehr, ein Unternehmen mit speziellem Fokus auf mögliche Risiken zu bewerten. Hierdurch ergibt sich ein konzentriertes Portfolio an stabilen Unternehmen, die in der Lage sind, ihren Kontostand stetig zu erhöhen.

Interessierte Investoren besuchen uns immer wieder gern, um sich unseren Maschinenraum live vor Ort anzuschauen. Darüber hinaus vermittelt unser regelmäßig erscheinender Investorenbrief ein detailliertes Bild unserer Kernkompetenzen „Value-Aktien und Sondersituationen“.

Sondersituationen stellen die **zweite Säule** in unserem Portfolio dar. Diese ergeben sich häufig bei Veränderungen im Aktionärskreis eines Unternehmens. Wir sprechen hier unter anderem von Übernahmen, Beherrschungs- und Gewinnabführungsverträgen, Squeeze Outs, Spin Offs oder vergleichbaren Strukturmaßnahmen.

All diese Maßnahmen haben eines gemeinsam: Die Aktienkurse der betroffenen Unternehmen sind in der Regel **von der Entwicklung an den Gesamtmärkten entkoppelt**, womit das **Risikoprofil** entsprechend sehr **defensiv** ausfällt. Teilweise haben diese Aktien eher den Charakter von Anleihen – allerdings mit einem **umgekehrten Zinsänderungsrisiko**.

Die Sondersituationen verleihen hierdurch dem gesamten Portfolio ein hohes Maß an Stabilität, die gerade in schwachen Börsenphasen sehr angenehm ist. Es muss in diesen Phasen gelingen, das Kapital möglichst weitgehend zu erhalten, um in einem normalisierten Börsenumfeld mit ausgewählten Value-Aktien Geld zu verdienen.

Sondersituationen haben für uns zwei große Vorteile. Ein Vorteil ist, dass in der Regel dezidiert in Gesetzen oder Verordnungen definiert ist, wie sie abzulaufen haben. Dieser **klare Rechtsrahmen** gibt große Sicherheit. Der andere Vorteil liegt aus unserer Sicht in ihrer Komplexität. Denn ohne tiefgehende Kenntnisse erschließt sich für den Beobachter kaum, warum KUKA von einem Chinesen übernommen werden durfte, die chinesische Übernahme bei Aixtron aber untersagt wurde. Es ist mit einem vordergründigen Blick kaum ersichtlich, warum das AWW-Verfahren bei Aixtron durch das Bundesministerium für Wirtschaft und Energie wiedereröffnet werden konnte, dies bei KUKA allerdings ausgeschlossen war. Es ergibt sich nur aus den Details, warum bei KUKA der Erwerb der angedienten Aktien attraktiv war, während es bei der Deutschen Börse eben gerade die nicht (!) angedienten Aktien gewesen wären, die bei einer erfolgreichen Fusion mit der Londoner Börse attraktiv gewesen wären. **Eben diese Komplexität ist für Investoren eine echte Hürde, um in Sondersituationen erfolgreich zu investieren.** Hier profitieren unsere Investoren von der langjährigen Erfahrung des Paladin-Teams, die bis in das Jahr 2001 zurückreicht und mehr als 150 Sondersituationen umfasst.

Liquidität ist die dritte Säule unseres Portfolios. Das klingt möglicherweise profan, ist aber für den Gesamterfolg maßgeblich. Liquidität wird dabei nicht „taktisch“ gehalten, sondern baut sich **systematisch** auf. Wir halten Liquidität nicht, weil wir uns anmaßen, die Großwetterlage besser einschätzen zu können als die vielen Marktteilnehmer, die mit ihren Prognosen zum größten Teil regelmäßig danebenliegen.

Stattdessen ist Liquidität bei uns die Residualgröße, die sich aus den beiden Säulen Value-Aktien und Sondersituationen ergibt. Im Bereich der Value-Aktien haben wir durch unsere Bewertungssystematik ein festes Koordinatensystem, durch das bereits zum Zeitpunkt unserer Investition klar definiert ist, wann wir aussteigen. Im Rahmen unserer Investmententscheidungen, die pro Unternehmen schnell 40 Seiten Umfang erreichen können, ist ein fairer Wert klar definiert. Bei Erreichen dieses Wertes wird die Aktie konsequent veräußert.

Die drei Säulen ergänzen sich exzellent: **Value-Aktien**, ausgewählt durch einen stark risikoorientierten Analyseprozess, bieten **Renditechancen** nach oben. **Sondersituationen** liefern einen **planbaren Renditebeitrag** und geben dem Portfolio **Stabilität. Liquidität**, die sich in steigenden Märkten sukzessive aufbaut, ist der **Fallschirm** in schwachen Marktphasen. Sie wird dann investiert, wenn wir Unternehmen identifizieren, die unsere strengen Bewertungsanforderungen erfüllen.

Das Ergebnis ist ein Portfolio, das aktuell auf Basis der letzten 12 Monate ein Beta von 0,16 aufweist, aber in den letzten Jahren regelmäßig den Markt geschlagen hat.

Kontakt:



Paladin Asset Management Investmentaktiengesellschaft mit TGV

Marcel Maschmeyer
Hindenburgstraße 42

30175 Hannover

+49 511 473533 72

mm@paladin-am.com

TELOS

Dr. Frank Wehlmann
Gesellschafter-Geschäftsführer
Alexander Scholz
Gesellschafter-Geschäftsführer

TELOS GmbH
Biebricher Allee 103
D-65187 Wiesbaden
Tel: +49-611-9742-111
Fax: +49-611-9742-200
Email: frank.wehlmann@telos-rating.de
Internet: www.telos-rating.de

Handelsregister:
Wiesbaden HRB 21860