TELOS

NEWSLETTER 03/2013

Sehr geehrte Damen und Herren!

Nachdem bekannt wurde, dass die FED die monatlichen Anleihekäufe reduzieren wolle, und damit das Ende der Niedrigzinspolitik schon eingeläutet zu sein schien, spürten wir wieder hautnah, wie sensibel die Kapitalmärkte reagieren können. Bei Lichte betrachtet kann man dieser Entwicklung auch Positives abgewinnen. Eine Reduktion im Sinne eines



"Tapering" findet nämlich nur bei positiven Konjunkturanzeichen statt. Dies bedeutet niedrigere Arbeitslosenguoten, höheren Konsum sowie eine Steigerung der Investitionen seitens der Unternehmen, die die Niedrigzinsphase konsequent zum Schuldenabbau genutzt haben. Eine bei leicht spürbarer Konjunkturerholung eintretende Versteilerung der Renditekurve wiederum wäre für die zur Zeit sehr risikoaversen Banken dann wieder ein willkommener Anlass, die Kreditvergabe zu öffnen. Auch vor dem Hintergrund der sich aktuell verbessernden Wirtschaftsaussichten nicht zuletzt in den vor kurzem noch mit Argusaugen betrachteten südeuropäischen Staaten besteht kein Grund zur Tristesse. Die Lage ist ausnahmsweise mal besser als die Stimmung. Irrationalitäten müssen wir natürlich jederzeit gewahr sein; Syrien und die Frage des Überschreitens "roter Linien" ist ein beredtes Beispiel hierfür. Die von TELOS gemeinsam mit Prof. Homburg auch in diesem Jahr auf der Grundlage von Investorenbefragungen erstellte TELOS-Zufriedenheits-Studie zeigt jedenfalls ein leicht gestiegenes Interesse zur Investition in Aktien, Unternehmensanleihen und Alternatives. Dazu später mehr (s. Seite 3).

Der erste Gastbeitrag von RIAM Alternative Investments kommt zu dem Schluss, dass institutionelle Anleger sich bereits kurzfristig stärker in alternativen Assetklassen wie Private Equity engagieren werden. Petercam (Frankfurt am Main) stellt einen selbst entwickelten Ansatz zur Selektion von Staaten aus den Emerging Markets unter dem Aspekt der Nachhaltigkeit dar. Spängler IQAM Invest präsen-

tiert ein eigenentwickeltes optimiertes System im Vergleich zum Minimum-Varianz-Konzept im Sinne einer dynamische Risikosteuerung.

Die aktuellen **Fonds- und Manager Ratings** haben wir wie gewohnt mit den vergebenen Ratingnoten auf Seiten 2 und 3 dieser Ausgabe dargestellt. **Northern Invest,** Hamburg, wurde beim Erstrating des Investmentprozesses für Investments im Schifffahrtssektor mit der Note "sehr gut (2)" bewertet. Beim Immobilien-Investmentprozess-(Folge-) Rating erreichte **Aberdeen Asset Management** die Note "AAA" (exzellent).

In Kürze werden wir unsere Ausschreibungs-Plattform "telosia" um weitere servicefreundliche Tools erweitern. Bei der Lektüre des Newsletters wünschen wir Ihnen viel Spaß

Mit freundlichen Grüßen, Dr.Frank Wehlmann



In This Issue

Sehr geehrte Damen und Herren!
Investmentprozess-Rating mit der Note "Sehr gut (2)"
für Northern Invest, Hamburg, und "Exzellent"
(AAA) für Aberdeen Asset Management Deutschland
AG im Immobilien Investmentprozess-Folge-Rating
2
WIESBADENER INVESTORENTAG 2013 im
Rückblick
TELOSIA – die Ausschreibungs-Plattform für
institutionelle Anleger – Kurz-Info3
TELOS / Prof.Homburg-Zufriedenheits-Studie 2013 -
Kurz-Analyse3
Erfolgreich Investieren in Private Equity - ein
Gastbeitrag von RIAM Alternative Investments4
Nachhaltige Staatsanleihen der Emerging Markets –
Der Ansatz des Petercam L Bonds Emerging Markets
Sustainable7
Auf der Suche nach Alternativen zu Minimum-
Varianz-Konzepten – ein Gastbeitrag von Spängler
IQAM Invest9



Investmentprozess-Rating mit der Note "Sehr gut (2)" für Northern Invest, Hamburg, und "Exzellent" (AAA) für Aberdeen Asset Management Deutschland AG im Immobilien Investmentprozess-Folge-Rating

Norhern Invest:

Northern Invest GmbH & Co.KG (NOI) mit Sitz in Hamburg ist eine unabhängige, eigentümergeführte Gesellschaft, die sich auf die Konzeption und Beratung von alternativen Anlageprodukten für institutionelle / professionelle Anleger spezialisiert hat. Hintergrund des vorliegenden Investmentprozess-Ratings ist eine Inhaberschuldverschreibung, die für Bereitstellung Betriebskapital die von für Schifffahrtgesellschaften emittiert wurde. Das verantwortliche Investmentteam der NOI um den Gründer Markus Brückner verfügt über langjährige Erfahrung und Know-how im Bereich Schiffsmanagement. Begleitet wird das NOI-Team von einem breiten und professionellen Netzwerk an Beratern und produktrelevanten Unternehmen. Die im Rahmen der TELOS-Prüfung Investmentprozesses untersuchten Einzelprozesse und Schnittstellen zeigten eine klare und transparente Struktur auf, angefangen von den Researchaufgaben über die Durchführung der Due Diligence, die Compliance Checks bis hin zu Abläufen im Verkaufsoder Verwertungsfall. Die Konzeption des Portfolios wird von dem Grundsatz der Risikominimierung getragen. Aus diesem Grund stehen ein planbarer Cash Flow sowie die Erzielung einer kalkulierbaren Rendite im Vordergrund. Konsequenterweise bilden Fragen der Sicherheit für den Anleger auch im Verwertungsfall einen wesentlichen Baustein in der Gesamtkonzeption des Investmentprozesses.

Den vollständigen Rating-Report finden Sie auf unserer Website www.telos-rating.de unter:

Konzeption und Beratung von Collateralized Fixed-Income Lösungen zum Beispiel Schiffshypothekendarlehen für Northern Invest

Aberdeen Asset Management

Aberdeen Asset Management Deutschland AG hat ihr Geschäftsfeld Immobilien im Rahmen eines ersten Folge-Ratings erneut qualifizieren lassen. Die auf das Asset Management spezialisierte Wiesbadener Rating-Agentur TELOS hat den Immobilien Investmentprozess von Aberdeen mit der Note "AAA"

bewertet.

Rahmen des Immobilien Investmentprozess Ratings hat TELOS die Geschäftsabläufe der Aberdeen Asset Management Deutschland AG in den Bereichen Management, Research, Investment-Transaktionsmanagement sowie Asset Treasury, Controlling und Management, Team analysiert und mit der Note "exzellent" (AAA) bewertet.

Den vollständigen Rating-Report finden Sie auf unserer Website www.telos-rating.de unter:

Aberdeen Immobilien Investmentprozess Rating

Qualitative Fonds Ratings:

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

FONDSNAME	ISIN:	Rating	Datum
Hi-Global Markets Long/Short-Fonds	DE000A0M2QL9	AAA-	09/2013
hsFP Anleihen Euro aktiv UI	DE000A1H72K1	AA+	09/2013
ARTUS Mittelstands- Renten HI Fonds	DE000A0RHHB0	AA-	08/2013
ARTUS Europa Core Satelliten Strategie HI Fonds	DE000A0M2H13	AA	08/2013
Omikron7	AT0000A04LH9	AA	08/2013
Julius Baer BF Absolute Return	LU0186679246	AAA-	08/2013
Sparinvest European Value	LU0264920413	AA+	07/2013
Jupiter Dynamic Bond (SICAV)	LU0459992896 LU0750223520	AAA-	07/2013
DJE - Agrar & Ernährung PA	LU0350835707	AA+	06/2013



WIESBADENER INVESTORENTAG 2013 im Rückblick

Der diesjährige WIESBADENER INVESTORENTAG war ein voller Erfolg und hat sich damit -zum vierten Male stattfindend- als Branchentreff etabliert. Über 60 Teilnehmer aus der Asset Management-Branche sowie institutionelle Investoren von Versicherern, Banken, Versorgungseinrichtungen und Unternehmen fanden sich wieder im Nassauer Hof in Wiesbaden zu der Konferenz ein, die in diesem Jahr unter dem Motto "Geographie" stand. Herr Dr. Hans Wilhelm Korfmacher vom Versorgungswerk der Wirtschaftsprüfer und vereidigten Buchprüfer, Düsseldorf, hielt den Auftaktvortrag. Herr Dr.Korfmacher schilderte die Beweggründe für die aktuelle Strukturierung der Kapitalanlagen des WPV und wagte auch einen Ausblick unter Hinweis auf das am 22. Juli 2013 in Kraft getretene KAGB. Nachfolgend setzten sich die Referenten verschiedener Asset Manager in komprimierten Präsentationen mit den Themen

- Globale Aktien (Morgan Stanley)
- Wertsicherung (DJE Investment)
- Akt. Management mit passiven Produkten (Deutsche Asset & Wealth Management)
- Corporate Loans (AXA IM)
- Europäische Immobilienmärkte (Fidelity)
- Geografische Diversifizierung in Renten (Swiss & Global AM)
- Value Aktien Japan und Europa (Sparinvest)
- Aktien Gesundheitsmarkt (Apoasset) und
- Low Volatility Equities EM (Robeco) auseinander.

Der **5. WIESBADENER INVESTORENTAG 2014** wird am Freitag, der 20.Juni 2014, stattfinden.

TELOSIA – die Ausschreibungs-Plattform für institutionelle Anleger – Kurz-Info

Mit über 5 Mrd.€ und fünf Jahren Track Record (Einführung Mitte 2008) bietet unser Haus mit der Ausschreibungs-Plattform "telosia" allen institutionellen Anlegern ein professionelles und sehr gut zu handelndes Instrument bei der Suche nach dem besten Asset Manager. Im Newsletter 02/2013 haben wir die Mandate, geordnet nach Zuordnung des Investors zu einer Anlegergruppe (z..B. Versicherer), ausgeschriebener Assetklasse sowie Volumen im Einzelnen ausgewiesen. Unser kostenfreier Service bei der Suche nach dem besten Asset Manager oder der effizientesten Master KAG greift auf unsere Expertise im Bereich Rating zurück. Wir werden Sie in Kürze über eine Erweiterung unserer Services im Rahmen von Ausschreibungen informieren. Die Anmeldung auf telosia erfolgt über: www.telosia.de.

TELOS / Prof.Homburg-Zufriedenheits-Studie 2013 - Kurz-Analyse

Befragt wurden über 240 institutionelle Anleger zu a) deren Einschätzung des Marktes sowie ihrer Anlagepolitik (aktuell/Planung/Strategie) und b) ihrer konkreten Zufriedenheit mit ihren Asset Managern. Die individulle Zufriedenheit wurde anhand von 12 Kriterien (Performance, Beratungsqualität bis zu Reporting) hinterfragt. Die TOP Five-Liste, aufgeteilt nach kleineren, mittelgroßen und großen Managern, finden Sie in der Studie. Der Preis für den Erwerb der 50-seitigen Studie liegt bei 195,- € (plus MWSt). über die Email-Adresse Diese kann direkt "info@telos-rating.de" oder mittels des Bestellformulars hier unter diesem Link angefordert werden.



Erfolgreich Investieren in Private Equity ein Gastbeitrag von RIAM Alternative Investments

Rational für Private Equity Investments

Basierend auf unseren Gesprächen mit institutionellen Investoren, glauben wir, dass wir 2013/2014 das Comeback der Asset-Klasse Private Equity in der Portfolio-Allokation anspruchsvoller Investoren sehen werden. In den Anleihenmärkten lassen sich auf absehbare Zeit kaum noch Renditen infolge der "Financial Repression" erzielen. Die Möglichkeit einer mittelfristig hohen Inflation zwingt die Investoren eher dazu, in Real Assets - vor allem in Unternehmen - zu investieren. Aktienanlagen sind aber aufgrund ihrer hohen Volatilität und der enttäuschenden Performance der letzten zwei Jahrzehnte verpönt. Mit Private Equity Investments kann aber der Investor - neben einer Steigerung der Gesamtrendite - eine Risikodiversifizierung durch eine gewisse Unabhängigkeit von der allgemeinen Situation an den Finanzmärkten erwarten. Private Equity und Real Asset Investitionen sind daher eine offensichtliche Alternative für Investoren, die ihr Kapital schützen und bewahren wollen.

Private Equity weist langfristig eine – gegenüber börsennotierten Anlageklassen - Outperformance von ca. 3% bis 7% pro Jahr auf. Dabei steht die nachhaltige, langfristige Erzielung von Gewinnen eindeutig vor kurzfristiger Gewinnrealisierung, die unter hohen Schwankungen im Bereich liquideren Asset-Klassen möglich sein kann. Private Equity Investments sind meistens aktiv gesteuerte passives Investment Anlagen kein Finanzinstrumenten. Die Überrendite lässt sich nicht zuletzt durch die Möglichkeit des Investors, Einfluss auf die Strategie eines Unternehmens auszuüben, das Management auszutauschen und operative Optimierungsmaßnahmen durchführen zu lassen, erklären.

Schließlich ist auch die Volatilität von Private Equity Investments geringer, da die Bewertung dieser Assets nur in breiten Zeitabständen stattfindet (keine täglichen Schwankungen des Werts des Portfolios). Bei Private Equity Fonds Investments findet die im Jahr Bewertung ersten mit den Anschaffungskosten, findet danach sie quartalsweise, statt.

Die Frage der richtigen Portfolio Allokation

Eine sorgsam erarbeitete Portfolio Allokation ist unabdingbar für den Investitionserfolg und genauso Selektion wichtig wie die der passenden Investitionsprojekte. Dabei muss der Investor die Zusammensetzung seines Gesamtanlagenportfolios, sein Rendite/Risiko-Ziel, sowie seine Erwartungen hinsichtlich makro-ökonomischer und finanzieller Entwicklungen berücksichtigen. Auf dieser Basis kann die strategische Private Equity Portfolio-Allokation, unter anderem die Höhe der relativen Private Equity Allokation, die Höhe der jährlich festzulegenden Kapitalzusagen und die Anzahl der Zielinvestitionen definiert werden. In einem zweiten Schritt muss die taktische Portfolio-Allokation nach geographischen und Investitionsschwerpunkten, Zielfondsgröße, und des Einstiegs erarbeitet werden. Zielinvestitionen können sowohl Dachfonds, als auch Fonds, Sekundärtransaktionen oder Co-Investitionen als Objekt haben. Schließlich wird ein konkreter Zeitplan für die Umsetzung des Programms erarbeitet, der die Ziele des Investors optimal mit der Verfügbarkeit attraktiver Investitionsmöglichkeiten verbindet.

Fondszeichnungen und Sekundärkäufe – der Selektionsprozess

Investoren können direkt in ausgewählte Private Equity Fonds über Erstzeichnungen und/oder über den Kauf von Fondsanteilen im Rahmen von Sekundärtransaktionen investieren. Da die Renditenspanne zwischen dem Top-Dezil der Manager und den übrigen Managern beachtlich ist, ist die Auswahl der qualitativ besten Fondsmanager ausschlaggebend für den Gesamterfolg. Die Analyse der Zielfonds sollte durch ein entsprechendes Benchmarking in einem spezifischen Marktsegment ergänzt werden. Hierzu ist es wichtig, über ein exzellentes Deal Flow und exakte Marktkenntnisse zu verfügen, die im Rahmen eines strukturierten und erprobten Selektionsprozesses zum Einsatz kommt. Dabei spielen Investitionserfahrung, Einhaltung strikter Selektionskriterien und die Qualität des persönlichen Kontakts mit den Senior Managers des Zielfonds eine ausschlaggebende Rolle.

Sekundärtransaktionen haben den Vorteil, häufig weniger Kapital zu binden, und schnellere Kapitalausschüttungen zu ermöglichen. Außerdem erlauben Sekundärtransaktionen eine unmittelbare Diversifikation des Portfolios durch den Zukauf neuer Positionen in verschiedenen Geographien,



Fondsgründungsjahren, Branchen, und Fondsmanagern. Die Analyse der Manager und der zu Grunde liegenden Beteiligungen erfolgt auf der Basis vergleichbarer Kriterien wie bei einer Erstfondszeichnung.

Ein aktives Portfolio-Management Liquiditätslösungen

Durch die stärkeren Transparenzanforderungen seitens der Investoren, nicht zuletzt infolge der zunehmenden regulatorischen Anforderungen, nimmt ein professionelles Portfolio- und Risikomanagement eine noch stärkere Rolle als noch vor ein paar Jahren ein. Schließlich ist dies, aufgrund des langfristigen Zeithorizonts, ein wesentliches Element für den Investitionserfolg. Bei bereits bestehenden Portfolios ist es durchaus sinnvoll, eine umfassende Portfolioanalyse durchzuführen, um Schwerpunkte des Portfolios, die Qualität der getätigten Investitionen sowie die bisher erzielten und in der Zukunft zu erwartenden Ergebnisse zu ermitteln. Gegebenenfalls kann dieser Prozess zu Anpassungen in der taktischen Portfolio- Allokation führen.

Unabhängig davon kann auch gelegentlich der Bedarf zum Umbau, zur Reduzierung oder Liquidierung von Portfolien entstehen. Dies erfolgt meistens in Form von Sekundärtransaktionen oder Refinanzierungen durch eine Fremdfinanzierungslösung. Diese Liquiditätslösungen ermöglichen dem Investor, regulatorische Anforderungen einzuhalten und seine Kapitalbindung zu reduzieren. Dabei spielen Professionalität und Geschwindigkeit im Verkaufsbzw. Refinanzierungsprozess eine entscheidende Rolle. Auch hier sind langjähriges Know-How sowie ein solides Beziehungsnetzwerk von großer Hilfe.

Derzeitige Trends und konkrete Handlungsoptionen

Private Equity Investments und Fund Raising-Aktivität haben in letzter Zeit merklich angezogen, gleichwohl mit unterschiedlichem Erfolg je nach Manager und Investitionsstrategie. Der durch die Krise bedingte Rückstau wird damit sukzessive aufgelöst: Private Equity-Fondsmanager mit einem Fokus Venture Capitaloder Wachstumsfinanzierungen von wurden der Finanzkrise in der Regel weniger betroffen, Buyout-Investoren hingegen mussten ihr Geschäftsmodell den neuen Marktgegebenheiten anpassen: d.h. weniger Transaktionen und mehr Eigenkapitalanteil zur MBO/MBO-Finanzierung.

Die Unternehmensbewertungen auf EBITDA-Multiple Basis sind in den letzten zwei Jahren bereits gut angestiegen. insbesondere bei größeren Transaktionen, wo die Fondsmanager in Wettbewerb auch mit finanzstarken Industriekäufern um wenigen Zielunternehmen konkurrieren. Da gleichzeitig die Banken unverändert bei der Kreditvergabe weiterhin restriktiv bleiben, werden kleinere und mittelgroße Industrieunternehmen zunehmend für Private Equity-Finanzierungen als Alternative zu Bankkrediten offen sein. Auch interessant sind Special Situations Fonds (Turnarounds, Private Debt und Distressed Debt), für die die derzeitige Marktkonstellation sehr günstige Investitionsmöglichkeiten bietet.

Insgesamt behaupten sich vor allem solche Private Equity Fondsmanager, die operative Managementerfahrung nachweisen können und über überschaubare Anzahl Portfoliovon beteiligungen aus den vorigen Fondsgenerationen verfügen. Sie haben sich im Gegensatz zu reinen "Financial Engineers" früh auf den Schutz der Unternehmensliquidität und die Kostenreduzierung fokussiert. ohne die langfristigen Wachstumsaussichten Unternehmens des gefährden. Gewinne werden nicht mehr wie bislang vorwiegend über den Verschuldungsgrad oder Arbitragegeschäfte anvisiert, sondern über industrielle Wertschöpfung. .Als Voraussetzungen für den Erfolg gelten daher jetzt mehr denn je Geschick, strategischer Weitblick und eine langjährige Investmenterfahrung.

Wir empfehlen grundsätzlich in die Private Equity Asset-Klasse regelmäßig zu investieren. Dabei ist es wichtig, ein Core Portfolio bestehend aus etablierten und erfolgreichen Fondsmanagern mit einem Fokus auf (Lower) Mid-Market Industrie-Unternehmen in den Industrieländern aufzubauen. Als Ergänzung dazu ist es ratsam, gezielt Sekundär-, Emerging Markets Fonds- sowie "Yield"-Investments im Bereich der Private Debt, Distressed Debt sowie Infrastruktur zu tätigen – allerdings mit Maß, da insbesondere im Bereich der Infrastruktur-Investments gerade jetzt sehr viel Kapital in wenigen attraktiven Projekten, die u.a. von politischen Rahmenbedingungen stark beeinflusst sind, kurzfristig investiert werden soll.

Über RIAM

RIAM Alternative Investments ist ein führendes und unabhängiges Beratungsunternehmen mit Sitz in Frankfurt. Wir beraten namhafte Family Offices und

TELOS

institutionelle Investoren beim Aufsetzen oder der ihrer weiteren Entwicklung Private Equity Programme. Hierzu vereinbaren wir entweder einzelne, zeitlich begrenzte Beratungsprojekte oder wir strukturieren längerfristig angelegte "Managed Accounts" Lösungen. Wir sind unabhängig, frei von etwaigen Interessenkonflikten und ausschließlich den Interessen unserer Kunden verpflichtet. Unser Handeln ist auf Nachhaltigkeit und Langfristigkeit Performance ausgerichtet: Kapitalerhalt, Transparenz sind unsere Leitmotive. Durch diese Differenzierung erwirtschaften wir für unsere Kunden überdurchschnittliche Renditen bei erhöhter Transparenz

RIAM unterstützt ihre Kunden bei der Erarbeitung ihrer Private Equity Portfolio-Allokation, bei dem Aufsetzen ihrer Investitionsvehikel, bei der Auswahl von Zielinvestments in Top Dezil Fonds weltweit (Buyouts/Wachstum, Sektoren- und Spezialfonds) oder in Unternehmen, sowie Portfoliomanagement inkl. Monitoring und Vertretung bei Investorenmeetings. Das Investmentteam in Frankfurt hat in den letzten zwanzig Jahren eine exzellente Investitionshistorie und Reputation im Bereich der Private Equity sowie Real Assets Investments aufgebaut. Die Professionals haben für namhafte Family Offices, wie z. Bsp. die H. Quandt Familie, und institutionelle Investoren wie Auda. BancBoston Capital, Berlin Partner, Deutsche Beteiligung, KPMG, McGill University Endowment Fund, M Mezzanine, Triton u.a. weltweit investiert. Dieses Know-how sowie die über die Zeit aufgebauten soliden Kontaktnetzwerke nutzen wir zugunsten unserer Kunden.

Das Investmentteam wird von einem exzellent vernetzten und erfahrenen Beirat aus Senior Private Equity und Asset Management Experten, die führende Positionen bei Firmen wie Bankers Trust, BNP Paribas Private Equity, Crédit Agricole Private

Equity, Crédit Suisse First Boston, Delton AG (Stefan Quandt), Gartmore Investment, Arnault Family Office, KKR Europe, LBO France, MLP AG, Triton Private Equity, bekleidet haben, unterstützt.

Kontakdaten:



Philippe Roesch Geschäftsführer RIAM Alternative Investments Schumannstr. 64 DE - 60325 Frankfurt/Main

Phone: +49 69 430 95 448 Mobile: +49 162 54 96 330

Email: roesch@riam-partners.com



Nachhaltige Staatsanleihen der Emerging Markets – Der Ansatz des Petercam L Bonds Emerging Markets Sustainable

Die vergangenen Wochen und Monate waren für Investoren, insbesondere mit Engagements in den Entwicklungsländern, nicht einfach. Das enttäuschende Wirtschaftswachstum und die angedeutete Wende in der Zinspolitik seitens der Amerikanischen Notenbank (Fed) waren die Auslöser für Verluste und Mittelabflüsse.

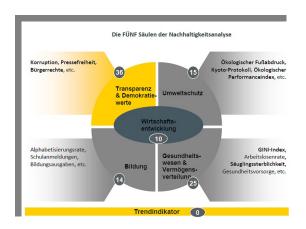
Die aktuellen Entwicklungen bieten jedoch auch die Chance über Investitionen nachzudenken, denn die Entwicklung in den Entwicklungsländern ist nicht überall gleich. Zukünftig wird eine nachhaltige Ausrichtung der Länder über die zukünftigen Fortschritte mit entscheiden. Aktuell sehen wir wieder Chancen bei Anlagen in den Emerging Markets. Gerade Länder mit guten Fundamentaldaten wurden durch die Mittelabflüsse ebenso getroffen wie Staaten mit Problemen. Hier gilt es, durch ein erfahrenes Team die richtige Auswahl zu treffen.

Petercam SA hat bereits 2011 angefangen ein Modell zu entwickeln, um die nachhaltige Entwicklung von Entwicklungs- und Schwellenländern zu beurteilen. Basis für dieses Modell waren die Erfahrungen aus unserer SRI-Analyse der Industrienationen (seit 2007 bestehender SRI-Analyseprozess für die OECD-Länder - Basis für den Petercam L Bonds Government Sustainable). Während der Entwicklungsphase haben wir uns mit verschiedenen Interessengruppen über unsere Ansätze ausgetauscht und Anregungen aufgenommen.

Bei der Analyse von Staaten lässt sich Petercam von der Überzeugung leiten, dass offene demokratische Strukturen eine wichtige Basis für einen effizienten und starken Staat sind und damit auch das langfristige Wohlergehen der Bevölkerung sichert. Freie Wahlen sollen die Basis für die Legitimation einer Regierung sein. Unabhängige Instanzen sollen das Handeln überwachen. Korruption und andere um Fehlentwicklungen aufzudecken und öffentlich zu machen. Über diesen Weg kann die Bevölkerung in Änderungsprozesse eingebunden werden oder diese auch einleiten bzw. beschleunigen.

Insgesamt umfasst die Analyse fünf Indikatorengruppen (siehe Grafik):

Die FÜNF Säulen der Nachhaltigkeitsanalyse



Zusätzlich wird ein Trendindikator entwickelt, der die Nachhaltigkeitsentwicklung eines Landes insgesamt zu vorherigen Ergebnissen bewertet und damit die Nachhaltigkeitsrichtung angibt. Ausgehend von den demokratischen Strukturen werden daher alle Länder, die "nicht frei" und "autoritär" geführt werden vom Anlageuniversum durch einen Negativfilter ausgeschlossen. Hierzu bedienen wir uns der Analyseergebnisse von Freedom House Economist Research. Von den insgesamt 72 Ländern in unserer Analyse werden über diesen ersten Schritt aktuell 13 Länder ausgeschlossen. Dazu zählen u.a. Russland und China. Bei der Analyse Einzelindikatoren. die in fünf Gruppen zusammengefasst werden, greifen wir auf Daten Institutionen überwiegend supranationaler anderer Non Profit Organisationen zurück. Wichtig ist die Vergleichbarkeit der Daten und die regelmäßige Aktualisierung der Erhebungen.

TELOS

Die Gewichtung der Gruppenindikatoren entspricht der Einschätzung von Petercam SA, die für eine nachhaltige Entwicklung von Staaten von Bedeutung sind.

Abschließend werden die Staaten aufgrund der Ergebnisse in vier Nachhaltigkeits-Gruppen eingeteilt, die für das Portfoliomanagement bei der Gewichtung von Investitionen einen Einfluss haben. Da neben dem Demokratiekriterium keine weiteren Länder vom Anlageuniversum ausgeschlossen werden, sollen Länder mit einem schwachen Nachhaltigkeitsergebnis nur eine geringere Gewichtung im Portfolio haben. Dennoch wollen wir allen Staaten die Chance auf eine positive Entwicklung im Anlageuniversum nicht verbauen. Auf diese Weise werden auch Länder mit weniger finanziellem Spielraum und kleineren Fortschritten nicht vollkommen ausgeschlossen, aber klar begrenzt.

Fazit:

Staaten, die von der Bevölkerung aufgrund demokratischer Entscheidungsprozesse (Wahlen, Bürgerentscheide etc.) gesteuert und kontrolliert werden können, haben eine starke Basis für eine positive Entwicklung.

Der Staat sollte alle Bevölkerungsschichten den Zugang zu einem guten und effizienten Bildungssystem ermöglichen, damit auf diese Weise eine positive Wirtschaftsentwicklung unterstützt wird (Unternehmen haben den Zugriff auf geistige Ressourcen für Innovationen).

Gleichzeitig sollte auch das Gesundheitssystem gut und allen zugänglich sein, um auch auf diese Weise die Leistungsfähigkeit der Bevölkerung gewährleisten. Hier greift dann auch der Punkt Umwelt ein, der Einfluss auf die Gesundheit hat, aber auch direkt das wirtschaftliche Handeln beeinflussen kann. Schlussendlich sollten Staaten eine nachhaltige Finanzpolitik betreiben, um die Belastung der zukünftigen Generationen in Grenzen zu halten. Unsere Erfahrung im Nachhaltigkeitsprozess für den Petercam L Bonds Government Sustainable hat gezeigt, dass auf dieser Basis die zukünftige Zahlungsfähigkeit eines Staates gut abgebildet wird. Dies ist für einen Anleger bei Investitionen in Anleihen der entscheidende Punkt.

In einer Studie der Weltbank aus dem Jahr 2012*1

1 Policy Research Working Paper 5993 Why Do Some Countries Default More Often Than Others? The Role of Institutions Rong Qian

wird auf wichtige Faktoren hingewiesen, die die Wahrscheinlichkeit von Zahlungsausfällen von Staaten begünstigen. Wichtige Teile hiervon sind in unseren bestehenden SRI/ESG Prozessen enthalten. Dies kann nur ein Ansatz zur Nachhaltigkeitseinschätzung von Staaten sein. Jeder hat eigene Vorstellungen und Werte zur Beurteilung. Andere Sichtweisen und Einschätzungen können jedoch auch in individuellen Portfolios berücksichtigt werden.

Kontakdaten:



Thomas Meyer Country Head Germany Institutional Asset Management

Tel.: +49 (0)69 27 40 15 295

Mob.: +49 (0)173 670 98 28

Fax: +49 (0)69 27 40 15 111

E-Mail: thomas.meyer@petercam.com

Mainzer Landstr. 50

60325 Frankfurt am Main

Deutschland

Web: www.petercam.de

⁻ The World Bank - Development Research Group - Macroeconomics and Growth Team - March 2012



Auf der Suche nach Alternativen zu Minimum-Varianz-Konzepten – ein Gastbeitrag von Spängler IQAM Invest

Spätestens seit der Finanzkrise erfreuen sich risikokontrollierte Aktienportfolios, die meist auf Basis von Minimum-Varianz-Konzepten gemanagt werden, steigender Nachfrage durch institutionelle Investoren. Für Investoren stellen Minimum-Varianz-Strategien eine Möglichkeit dar, über den gesamten Marktzyklus durch Vollinvestment von der Entwicklung des Aktienmarktes zu partizipieren, aber gleichzeitig das Risikobudget deutlich geringer zu belasten als bei einem indexnahen Investment. Gerade bei einem Wieder- oder Ersteinstieg in den Aktienmarkt werden diese Konzepte von institutionellen Investoren gewählt, da sie seit über 10 Jahren in Europa ihr Sicherheitsversprechen gehalten haben und die erwarteten Erträge liefern konnten.

Auf den ersten Blick scheint der Erfolg der Ansätze getrieben von den Argumentarien der Behavioural-Finance-Theorie, u. a. auch durch sogenannte Informationseffizienzen auf Einzeltitelebene und im Gesamtportfolio. Eine wissenschaftliche Analyse¹ von 63 verschiedenen Long-only-Minimum-Varianz-Ansätzen, die beim Management von amerikanischen und europäischen Aktienportfolios im Einsatz sind, hat jedoch eine signifikant hohe Übereinstimmung der verschiedenen Methoden bei der Aktientitelselektion und letztendlich ein ähnliches Anlageuniversum bei den verschiedenen Anbietern ergeben.

Was auf den ersten Blick die Robustheit der Ansätze belegt, stellt sich damit bei genauerem Hinsehen als ein nicht zu unterschätzendes Risiko für die Investoren dar: Die meisten Minimum-Varianz-Portfolios beschränken sich stark bei ihrer Aktienauswahl und kaufen aus diesem limitierten Universum ähnliche Aktientitel in ihre Portfolios, was diese Werte aufgrund der Nachfrage treibt und zu einem Anstieg des Bewertungsniveaus (nominelles Preis-zu-Buchwert-Verhältnis) der Minimum-Varianz-Portfolios führt.

Die Schwachstellen der Minimum-Varianz-Konzepte

Seit 2003 werden in realen Portfolios Minimum-

Varianz-Konzepte auf europäischer Ebene angewendet. Für den risikobewussten Investor boten Minimum-Varianz-Konzepte diese die Investmentlösung, in dem sie ein Investment in den volatilen Aktienmarkt ermöglichten bei gleichzeitigem Versprechen, an stark negativen Marktentwicklungen nur begrenzt zu partizipieren. Da bei den klassischen Minimum-Varianz-Strategien keine erwartungen in ihre Zielfunktion einfließen, d. h. der zukünftige Ertrag bei der Analyse der Einzeltitel keine Rolle spielt, und die Varianz der Portfolios als Risikomaß genutzt wird, unterscheiden sich die verschiedenen Strategien nur im Hinblick auf drei Modellspezifikationen: Dem geschätzten Diversifikationspotential, Vorgaben den Beschränkungen bei den Portfolio-Gewichten und den Regeln für die Umschichtung in den Portfolios.

Während alle Aktienstrategien in den Krisenjahren 2007-2009 und auch 2011 hohe Einbußen verzeichneten, haben sich die Minimum-Varianz-Strategien gut entwickelt und konnten stabil die Krisenjahre umschiffen. Aufgrund der ungebremst starken Popularität von Minimum-Varianz-Aktienstrategien macht es wissenschaftlich Sinn, die Veränderung des Bewertungsniveaus dieser Portfolios im Zeitablauf zu untersuchen.

Die Analyse zeigt, dass gerade in den 90er Jahren die Aktienwerte dieser Portfolios oft zu unterdurchschnittlichen Preis-zu-Buchwert-Verhältnis gehandelt wurden, da es sich meist um defensive, unbeachtete Titel aus der "2. Reihe" handelte. Da die Umsetzung von Minimum-Varianz-Strategien bei den meisten Konzepten ähnlich erfolgt, beschränkt sich die Analyse auf die Entwicklung der Kurs-zu Buchwert-Verhältnisse der Aktientitel, überwiegend in die Portfolios gekauft werden, im Vergleich zu den Aktienwerten, die nicht für Minimum-Varianz-Strategien ausgewählt werden. Die Analyse zeigt, dass sämtliche Minimum-Varianz-Titel eine signifikant steigende Bewertung aufweisen. bewertete Titel haben üblicherweise eine geringere Ertragserwartung. Durch die steigende, ungebremste Nachfrage nach Minimum-Varianz-Portfolios, die eine ähnliche Titelselektion vornehmen, wird für diese Portfolios heute ein erheblicher Preisaufschlag von bis zu 23% in den USA (S&P 500) und sogar bis zu 40 % in Europa (STOXX Europe 600) bezahlt.

Dies wirft die Frage auf, ob bei diesen Minimum-Varianz-Aktienwerten eine Preiskorrektur in Richtung einer neutralen Bewertung zu erwarten ist. Eine Bewertungskorrektur würde zu extremen Ertragseinbußen für die Investoren in den meisten

¹ Dangl, Prof. Dr. Thomas und Kashofer, Michael: Minimum-Variance Stock Picking – A Shift in Preferences for Minimum-Variance Portfolio Constituents, Academic Paper, TU Wien, 25. August 2013



Minimum-Varianz-Strategien führen.

Neue Modelle: Erst die Ertragsoptimierung, dann die Risikobalance

Um wissenschaftlich fundierte Alternativen zu den Minimum-Varianz-Konzepten zu finden, die die Schwäche der hohen Korrelation der Minimum-Varianz-Portfolios beheben können, ist es wichtig, sich auf die Grundlagen jeglichen, erfolgsversprechenden Aktieninvestments zurückzubesinnen.

Benjamin Graham, Professor an der Columbia University, vertrat bereits 1934 als Erster die Lehre, dass eine Aktie nur dann gekauft werden soll, wenn Preis-zu-Fundamentalwertattraktives Verhältnis aufweist und war damit ein Befürworter des "Value"-Investments. Ein wichtiger Faktor zur Aktienbewertung stellt zusätzlich die Stimmung an den Märkten, der Sentiment-Faktor, dar. Durch die veränderte Markteinschätzung der Attraktivität eines Investments kann eine positive oder negative Dynamik entstehen. Durch die Kombination der Selektionskriterien beiden wird eine optimale Risikosteuerung ermöglicht, da sich Value und verschiedenen Sentiment in Marktphasen unterschiedlich verhalten. Ein Aktienansatz, der Sentiment und Value als Selektionskriterien nutzt, kann marktkonforme Erträge bei reduziertem Risiko generieren (siehe Abbildung 1).

Aktien, sortiert in 5 Gruppen (Quintile) nach aufsteigendem Value und Sentiment

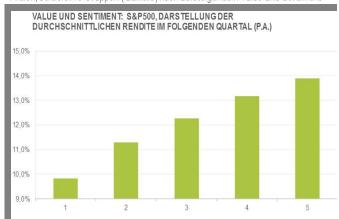


Abbildung 1: Value- und Sentiment führen zu überdurchschnittlichen Ertragschancen (Quelle: Spängler IQAM Invest GmbH)

Um das Aktienrisiko weiter zu kontrollieren, sind jedoch weitere Schritte für die Portfolio-Konstruktion notwendig. Einer dieser Schritte ist die Verwendung Qualitätsfilters zur Bestimmuna Anlageuniversums. Ein Qualitätsfilter orientiert sich an Charakteristika, die auf eine stabile Entwicklung Unternehmens hinweisen wie Verschuldungsgrad und Unternehmensprofitabilität. Das Portfolio-Risiko reduziert sich z. B. signifikant, wenn man nur jene 75% der Unternehmen mit dem niedrigsten Verschuldungsgrad im Anlageuniversum berücksichtigt. Als weitere Qualitätsfilter bieten sich u.a. die Signifikanz und Höhe des Profitabilitätswachstums des Unternehmens an. Ein nächster, wichtiger Schritt zur Reduktion des Portfolio-Risikos ist eine Risikobalance bei der Portfolio-Konstruktion. Portfolio sollte so gestaltet sein, genutzt werden und die Diversifikationsvorteile fundamental attraktiven Titel so gewichtet sind, dass marktkonforme Erträge bei deutlich geringerem Risiko erzielt werden können. Risikobalance stellt sicher, dass die Portfolio-Gewichte so gewählt werden, dass der Beitrag jedes Portfolio-Titels zum Gesamtrisiko ausgewogen ist. Im Unterschied zur Minimum-Varianz-Gewichtung erfolgt die Ertragsoptimierung vor der Risikobalance. Der Fokus liegt also nicht nur auf Risikomanagement, sondern auf die Generierung von Renditechancen für den Investor.

Nachfolgende Abbildung 2 zeigt die Umsetzung dieser einzelnen Analysestufen in ein Sentiment-Value-Quality-Modell: Auf Basis der Faktoren erfolgt eine Analyse und ein Scoring der Einzeltitel. Nach Begrenzung der Sektorgewichtung im Vergleich zum gewählten Index erfolgt die Titelselektion in Quantilen. Aus den Titeln mit den höchsten Scores (Quantil N)

wird das Portfolio unter Berücksichtigung der optimalen Risikobalance konstruiert.

ANALYSE	SCORING	SEKTOR- FILTER	TITEL- SELEKTION	RISIKO- BALANCE
VALUE	SCORE AKTIE 1		QUANTIL N (Aktien mit den höchsten Scores)	PORTFOLIO- OPTIMIERUNG UND -BALANCE AUS
SENTIMENT	SCORE AKTIE 2	BEGRENZUNG DER SEKTOR- GEWICHTUNG IM	QUANTIL N-1	
QUALITY				
AUSSCHEIDEN		VERGLEICH ZUM INDEX		AKTIEN DES OUARTII N
VON TITELN MIT HOHEM				. QUARTIEN
VERSCHULDUNGS GRAD	SCORE AKTIE N		QUANTIL 1 (Aktien mitden niedrigsten Scores)	

Abbildung 2: Robuste Titelselektion Value, Sentiment und Qualität führt zu risikokontrollierten Portfolios (Quelle: Spängler IQAM Invest GmbH)



Sentiment, Value und Quality als wesentliche Selektionsfaktoren für die Konstruktion eines risikokontrollierten Aktienportfolios.

Durch die Verwendung der Selektionsfaktoren Value und Sentiment sowie eines Qualitätsfilters werden Portfolios generiert, deren Titel einen relativ geringen Verschuldungsgrad und eine stabile Profitabilität aufweisen. Gleichzeitig verzeichnen diese Portfolios ein deutlich geringeres Risiko als der Marktindex und erwirtschaften trotzdem marktkonforme Erträge.

Die wissenschaftliche Analyse und praktische Umsetzung, die z. B. in Publikumsfonds und Mandaten von Spängler IQAM Invest erfolgt, zeigt, dass diese Portfolio-Konzepte eine wichtige Alternative zu bestehenden Minimum-Varianz-Strategien darstellen. Sie vermeiden das begrenzte Investmentuniversum der klassischen Minimum-Varianz-Konzepte, können aber durch ihren Fokus auf Ertragsoptimierung überdurchschnittliche Erträge bei reduziertem Marktrisiko liefern.

Kontaktdaten:

Spängler IQAM Invest GmbH

Wollzeile 36-38, 1010 Wien, Österreich Sitz Salzburg, FN 54453 d, Landesgericht Salzburg www.spaengler-iqam.at

Dr. Ilona Wachter Leiterin Relationship Management Institutional Deutschland Tel +43 1 997 1118-83 Fax +43 1 997 1118-89 ilona.wachter@spaengler-iqam.at



Dr. Ilona Wachter

ist seit Mai 2013 Leiterin Relationship Management Institutional Deutschland der Spängler IQAM Invest GmbH in Wien. Sie verfügt über 20 Jahre Erfahrung im Asset Management und Corporate Finance in verschiedenen Senior-Positionen bei der DZ BANK AG, Quoniam Asset Management, BNP Paribas Investment Partners, Muzinich (Deutschland) GmbH u. a.

Mag. Markus Ploner, CFA, MB

ist Geschäftsführer der Spängler IQAM Invest GmbH in Salzburg und für die Betreuung institutioneller Kunden sowie die Bereiche Produktmanagement und Reporting zuständig. Er erwarb den MBA an der New York University Leonard N. Stern School of Business, der London School of Economics and Political Science und der HEC Graduate Business School in Paris.

'TELOS

Dr. Frank Wehlmann Gesellschafter-Geschäftsführer TELOS GmbH Kirchgasse 2 D-65185 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