



AAA-
12/2019

Profil

Investmentansatz	Nikko Asset Management Asian Fixed Income
Rated Party	Nikko Asset Management Co., Ltd.
Internet	www.en.nikkoam.com

Anlegerprofil

Anlagehorizont	mittel- bis langfristig
Risikoklasse	3
Verlusttoleranz	kurzfristige Verluste sind möglich

Ratingobjekt:

Gegenstand des Ratings ist der Investmentprozess *Asian Fixed Income* von *Nikko Asset Management*. Dieser Investmentprozess findet in seiner Ausrichtung in verschiedenen Fondslösungen des Hauses Anwendung. Aus diesem Grund wird exemplarisch im Rahmen der Untersuchung auch die Möglichkeit genutzt, auf die Fonds *Asia Credit Fund* und *RMB Bond Fund* dort Bezug zu nehmen, wo es zur Verdeutlichung gewisser Aspekte hilfreich für das Verständnis der direkten Anwendung des Investmentprozesses ist. Ausführliche Fondsratings zu den Fonds *Asia Credit Fund* und *RMB Bond Fund* sind auf www.telos-rating.de einzusehen.

TELOS-Kommentar

Der *Nikko Asset Management Asian Fixed Income Investmentprozess* (AFII) ist ein auf den asiatischen Fixed Income Markt ausgerichteter Investmentprozess. Er findet Anwendung in mehreren von Nikko Asset Management (Nikko AM) gemanagten Publikumsfonds, wie z.B. dem *Asia Credit Fund* oder dem *RMB Bond Fund* und kann auch als Ansatz für individuelle Fondslösungen (Spezialfonds) genutzt werden.

Es handelt sich um einen sehr aktiv ausgerichteten Managementansatz. Dies zeigt sich u.a. darin, dass ihm eine jeweilige Benchmark – je nach Vorgabe – zugrunde liegt, die auch als Universumsvorgabe eingesetzt wird, aber dennoch auch Möglichkeiten des Abweichens als Freiheitsgrade für das Portfoliomanagement gegeben sind.

Dem AFII liegen drei Schlüsselprinzipien zugrunde: 1. Kapitalerhalt, 2. Ein (eher) langfristiger Investitionshorizont und 3. Value Disziplin. Das Ziel ist die Generierung von Outperformance durch die Anwendung einer systematischen Vorgehensweise bei Einsatz der Kombination von (hauseigenem) Top-down (Makro) und Bottom-up (Credit) Research. Der Investmentprozess dient der Ertragsgenerierung bei unterschiedlichstem Marktumfeld. Dies wird insbesondere durch die Nutzung eines breiten Spektrums von Alpha-Quellen aber insbesondere durch die Verbindung von qualitativ hochwertigem Portfolioaufbau (Fokus auf internes Research; 360-Grad View) – i.S. eines High Conviction Portfolios – und integrelem, breit angelegtem Risikomanagement gewährleistet. Dabei ist zu beachten, dass schon ein hauseigenes Internal Credit Rating (ICR) als erste Säule des integrierten Risikogedankens fungiert. Dieses ICR ist ein wesentlicher Aspekt des Investmentpro-

zesses. Gleichwohl ist es „nur“ ein Element eines Investmentrahmens, der sich sowohl auf Top-down-, als auch auf Bottom-up Ebene durch die Analyse von Fundamental, Valuation und Technical Aspekten ergibt. Der (eher) langfristigen Ausrichtung des Prozesses Rechnung tragend ist es Ziel des Ansatzes, längerfristige ökonomisch nachhaltige Trends zu erkennen und in diesem Sinne einen Schwerpunkt bei Fundamental im Top-down View zu setzen, der durch einen Schwerpunkt von Fundamental im Bottom-up View über das tiefgehende ICR ergänzt wird. Es ist dem Investmentprozess eigen, dass trotz der längerfristigen Grundorientierung auch mittel- (und durchaus auch kurzfristige) Entwicklungen beim Portfolioaufbau und der Portfoliosteuerung berücksichtigt werden können. So findet sich kein starres Korsett für den Portfoliomanager, sondern er genießt auch Freiheitsgrade, die es erlauben, gegebenenfalls die Aspekte Valuation und Technical stärker zu gewichten.

Charakteristisch für den Investmentprozess ist der Einsatz sowohl qualitativer als auch quantitativer Methoden. Auch wenn erhebliches Know-how des Hauses für die Erarbeitung von makroökonomischen Erkenntnissen zur Top-down Betrachtung eingesetzt wird, so muss für den Ansatz der Schwerpunkt der Mehrwertgewinnung doch in der tiefgehenden ICR-getriebenen Bottom-up Analyse gesehen werden. Das Top-down Element bildet im Sinne einer Kontrollfunktion mehr den Rahmen, in den sich Ergebnisse der Bottom-up Titelauswahl wiederfinden müssen.

Der Nikko Asset Management Asian Fixed Income Investmentprozess erhält die Bewertung **AAA-**.

Gesellschaft und Organisation

Asset Manager und verantwortlich für den Investmentprozess ist *Nikko Asset Management Co., Ltd. (Nikko AM)*. Mit rund 230 Mrd. USD AuM ist *Nikko AM* einer der führenden asiatischen Asset Manager. *Nikko AM* selbst ging 1999 aus dem Zusammenschluss von Nikko Securities Investment Trust&Management Co. Ltd. (gegründet 1959) und Nikko International Capital Management Co. Ltd (gegründet 1981) hervor. *Nikko AM* ist heute in 11 Ländern, vornehmlich im asiatischen Raum, aktiv. Über 30 Nationalitäten arbeiten für die Gesellschaft. Umfangreiche (hervorzuhebend asiatische) Sprachkenntnisse können genutzt werden. Neben dem im Rahmen dieser Betrachtung relevanten Bereich des Fixed Income werden auch Lösungen in Equity und zu Balanced Strategien angeboten. Dies erfolgt sowohl zu aktiven als auch passiven Strategien. Hauptsitz des Hauses ist Tokyo. Offices werden in der Nikko AM Gruppe in Osaka, Fukuoko, London, Edinburgh, Luxembourg, Frankfurt, New York, Hong Kong, Sydney, Melbourne und Auckland unterhalten. *Nikko AM* befindet sich seit Juli 2019 zu über 90% im Besitz der Sumitomo Mitsui Trust Holding, Inc. Rund 7% werden von DBS Bank Ltd. gehalten. Der Rest ist im Eigentum von Mitarbeitern. Über DBS Asset Management hat Nikko AM über 30 Jahre Erfahrung im Asset Management von asiatischen Fixed Income Strategien.

Eine der Grundideen von *Nikko AM* ist die Ausrichtung an der Fokussierung auf das operative Asset Management. Back Office-Aufgaben des für die hier durchgeführte Betrachtung relevanten Offices in Singapur wurden z.B. an BNP Paribas Securities Services ausgelagert. Die Stärken des Hauses, auf die es sich konzentrieren möchte, werden insbesondere gesehen in:

1. Das weltweite Netzwerk von Investment Professionals

In 8 Standorten (Tokyo, Auckland, Sydney, Singapur, Hong Kong, London, Edinburgh und New York) arbeiten rund 200 Investment Professionals für das Haus. Im Einklang mit z.B. dem globalen Risk Management und Compliance, aber auch insbesondere über die enge Vernetzung der Portfoliomanager und Analysten über eine hauseigene Plattform zur Generierung von Investmentideen und zum allgemeinen Austausch, wird die hohe Investmentqualität sicher gestellt.

2. Umfangreiche Unterstützung der Investment Teams

Die Investment Teams sollen sich auf ihre Kernaufgabe, das Investment-/Anlagegeschäft konzentrieren. Unterstützende Funktionen, wie z.B. das globale Risk Management oder Compliance, werden maßgeblich außerhalb der Investment Teams erbracht.

3. Plattformstruktur für (definierte) Meetings zur Generierung und zum Austausch von Sichtweisen, Ideen und Synergieeffekten

Dieser gelebte ständige Austausch der Investment Teams im Sinne eines Teamgedankens als wichtigen Aspekt für *Nikko AM* sichert den Ausschluss von ungewollten Bias-Effekten. In diesem Sinne werden zahlreiche formelle Investment Meetings im Haus sichergestellt. Die Plattformstruktur für Portfoliomanager und Analysten sichert die Möglichkeit der Bereitstellung und effektiven Nutzung verschiedenster Anlageideen. Beispielhaft ist das vierteljährliche Global Investment Committee zu nennen. Auch das Asian Fixed Income Team in Singapur, als die für die hier durchgeführte Untersuchung prozessrelevante Einheit, hat hierauf Zugriff.

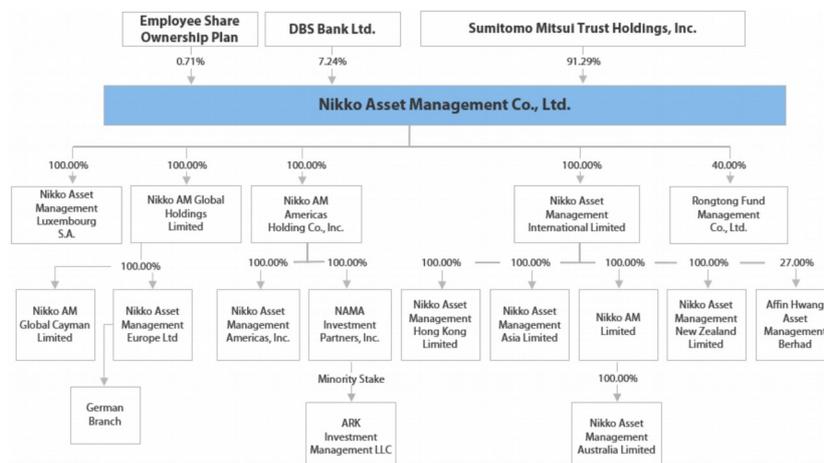


Diagramm 1 – Unternehmensstruktur; Quelle: Nikko AM

Investmentphilosophie und Investmentprozess

Investmentphilosophie

Das für den Investmentprozess *Asian Fixed Income* relevante Asian Fixed Income Team geht davon aus, dass die Märkte dynamisch sind und oft auch anfällig für Economic „Noise“ – also unklare ökonomische Bewegungen – sind. Die relevanten Märkte werden in dem Sinne als nicht immer perfekt effizient angesehen. Eine Outperformance könne somit dadurch erreicht werden, dass man eigenes Top-Down Makro- und Bottom-Up Creditresearch entwickelt und einsetzt.

Die 3 Schlüsselprinzipien der Investmentphilosophie werden gesehen in:

1. Kapitalerhalt:

Hierbei wird auf die Identifikation, das Verständnis und schließlich die Minimierung des Risikos abgestellt. Dieses soll maßgeblich durch gründliche und systematische Due Diligence und Research-Prozesse gesichert werden.

2. Ein (eher) langfristiger Investitionshorizont:

Zielführend ist in diesem Sinne die Identifikation von mittel- und langfristigen fundamental begründeten Trends. Diese sind verstärkt durch ökonomisch untermauerte Sicherheiten – sei es durch wissenschaftliche theoretische oder empirische Erkenntnisse oder z.B. auch gesellschaftlich und wirtschaftlich getragene Entwicklungen – bestärkt.

3. Value Disziplin:

Hiermit ist das Streben nach langfristiger Werthaltigkeit gemeint, wobei bei der Verfolgung dieses Ziels auch durchaus kurz- und mittelfristige Chancen bei gegebenem „Mispricing“ in den Märkten nach Ansicht von *Nikko AM* ergänzend genutzt werden sollten und können. Für die exemplarischen Fondslösungen Asia Credit Strategy und RMB Bond Fund (siehe hierzu auch gesonderte Fondsratings auf www.telos-rating.de) wird die Erreichung der Anlageziele auf Sicht von ~ 3 Jahren angestrebt.

Die Investmentphilosophie bildet den Grundstock für einen Investmentprozess, der sicherstellen kann, dass Wertsteigerungen grundsätzlich in verschiedensten Marktentwicklungsphasen generiert werden können.

Investmentuniversum

Über den Asian Fixed Income Investmentprozess stellt *Nikko AM* eine Anlagestrategie für die Anlage in den asiatischen Fixed Income Markt bereit. Diese Anlage erfolgt aktiv.

So wird z.B. im Rahmen der Asia Credit Strategy in USD-denominierte Anleihen asiatischer Märkte (China, Hong Kong, NZL, Indonesien, Indien, Südkorea, Malaysia, Philippinen, Pakistan, Singapur, Thailand, Taiwan, Vietnam u.a.) investiert. Titel des JACI Investment Grade Total Return Index bilden das grundsätzliche Universum. Das Mindestrating Investment Grade ist somit grundsätzlich definiert. Grundsätzlich bedeutet, dass im Sinne der Chancennutzung auch in begrenztem Maße Abweichungen von diesem so definierten Universum innerhalb des Universums asiatischer Emittenten erfolgen können. Der Asia Credit Fund investiert so in Sovereigns, Quasi-Sovereigns aber auch Supranationals und Unternehmensanleihen.

Über den RMB Bond Fund wird in börsen- und nicht börsennotierten auf Renminbi (RMB) lautenden festverzinslichen Instrumenten angelegt. RMB umfasst derzeit den Offshore-RMB („CNH“) und nicht auf den Onshore-RMB („CNY“). Eine Einschränkung hinsichtlich Branchen- oder Sektorallokation findet hier – wie auch beim Asia Credit Fund – nicht statt. Das FX-Risiko in Verbindung mit einem Engagement des Teilfonds im RMB kann abgesichert werden, wenngleich für diese Strategie der Renminbi als Potential für Währungsgewinne bewusst genutzt werden soll.

Der Investmentprozess Asian Fixed Income

Der Investmentprozess soll sicherstellen, dass unterschiedlichste Alpha-Quellen genutzt werden können und so die erfolgreiche Funktionsweise des Prozesses in unterschiedlichsten Marktentwicklungsphasen gesichert ist. Zielführend ist dabei eine kombinierte Sichtweise aus Top-down Betrachtung, die auf das Makroumfeld abzielt, mit einer Bottom-Up Strategie, die ihren Fokus auf die Betrachtung der Credit-Seite (Creditresearch) direkt bei den jeweiligen Anlagesubsegmenten und finalen Anlagen hat. Die beiden Sichtweisen werden in einem proprietären

„Fundamental, Valuation and Technical Framework“ (FVT-Rahmen) kombiniert. Als Ergebnis folgt ein „High-Conviction“ Portfolio im Sinne einer Zusammensetzung der besten Anlageideen (best ideas). Der FVT-Rahmen gewährleistet die Berücksichtigung einer Vielzahl von makroökonomischen Faktoren, sowie einer Vielzahl von Spezifika auf Emittenten- und Emissionsebene. Das bedeutet, dass die drei Sichtweisen Fundamental, Valuation und Technical Aspects sowohl im Rahmen der Top-down- als auch der Bottom-up Analyse Anwendung finden. Den dabei allerdings gegebenen unterschiedlichen Analysegegenständen (Makroseite vs. Emittenten / Emissionen) Rechnung tragend werden bei den zwei Analyseebenen selbstverständlich unterschiedliche, auf die Analysegegenstände ausgerichtete, Kriterien betrachtet. Das Streben nach Wertsteigerung ist stets begleitet durch die prozessintegrale Beachtung der Risikoseite. Bei der Zielverfolgung der Generierung von Wertzuwachs unter Beachtung der Risikolevels werden dabei sowohl qualitative als auch quantitative Techniken angewendet. Das Risikomanagement als integraler Bestandteil des Investmentprozesses wird als dynamisch verstanden. Der Risikomanagementprozess findet dabei fortlaufend statt und sichert auch innerhalb des Investmentprozesses Feedbackschleifen innerhalb des Anlageprozesses, wodurch möglichen Korrekturnotwendigkeiten Rechnung getragen wird. Die im Risikomanagement ausgerichteten Blickwinkel sind als umfassend anzusehen. Dies bedeutet, dass zum einen sowohl im Anlageprozess durch einen qualitativ hochwertigen Selektionsprozess/Researchprozess das Risiko durch die Auswahl werthaltiger Anlagen minimiert wird und zum anderen im Rahmen auch klassischer Risikoanalysen ein breit gefasstes Spektrum an Risikobetrachtungen zum Einsatz kommt. Der hinsichtlich Risiko kontrollierte FVT-Rahmen stellt in diesem Sinne ein dynamisches Tool dar, das die Anlageentscheidungen und somit das sich ergebende Portfolio selbst prozessimmanent einem Stresstest unter wechselnden Marktgegebenheiten unterzieht.

Durch die Verfolgung des Investmentprozesses wird mit Blick auf die maßgeblich anvisierten Alphaquellen abgestellt auf:

- Durationspositionierung (Treffen von aktiven Entscheidungen zur Über-, Unter- oder Neutralgewichtung gegenüber der jeweiligen Benchmark)

- Positionierung auf der Yield Curve (Die Zinsstrukturkurve wird untersucht, um festzustellen, wo Wert entlang der Kurve vorhanden ist, was zu flacheren oder steileren Positionierungen bezüglich der relevanten Zinsstrukturkurven führt.) sowie
- auf die Länder- und Sektorallokation und insbesondere die Titelselektion (Credit Quality Positionierung) (Aus der Analyse werden Empfehlungen zur Länderallokation, der Allokation Staatsanleihen vs. Unternehmensanleihen aber auch zur Sektorallokation abgeleitet. Bei der Top-down-Analyse werden mehrere wichtige FVT-Faktoren berücksichtigt, von denen erwartet wird, dass sie die Makro Credit Trends über den kurzen bis mittleren Horizont hinweg beeinflussen. Wenn darstellbar werden diese Erwartungen in Credit-Strategien für Gewichtungen (z. B. High Grade versus High Yield oder bei Sektoren (z. B. Banken versus Versorger) umgesetzt.)

Diese Alphaquellen finden sich z.B. bei der Asia Credit Strategy. Für den RMB Bond Fund wird über diese Alphaquellen hinaus auch die Währungsseite (Renmimbi) bei der Anlage genutzt.

Investmentprozess im Detail

Grundgedanke ist die Kombination von Top-down-Analyse mit Bottom-up-Analyse.

Die Top-down Betrachtung des Portfoliomanagements erfolgt mit dem Schwerpunkt auf:

- Makroökonomische Analyse
- Makroökonomische Trends
- Fiskal- und Geldpolitik
- Interest Rate outlook (trend, level, yield curve (Steilheit))
- Angebot (Emissionsausgabeverhalten)
- Business Cycle (entsprechende Einordnung)
- (Trends der) Ausfallraten (Default Rates)

Auch wenn sich das Portfoliomanagement hierbei mit klarem Fokus auf internes Research stützt, so wird auch ergänzend externes – u.a. zur Kontrolle, zum noch

besseren Verständnis des Marktumfeldes aber gegebenenfalls auch zur Ideenerfassung (Sicherung der Ideen) – herangezogen.

Bottom-up werden folgende Faktoren herangezogen:

- Credit Analyse der Emittenten und Emissionen
- Quantitative Analyse (z.B. Company Credit Kennzahlen, Gewinnerwartungen, Ausfallraten (Trends)) und qualitative Analyse (z.B. Analyse von Business Cycle und fundamentale Bewertungen)

- Deal Structure
- Covenants (Emissionsbesonderheiten)
- Relative Value Analyse (Fair Value, Relative Value i.e.S., Credit Curve)
- Angebots- und Nachfragestruktur (Investment Sentiment, Directional Trends)

Ausgehend vom **Top-Down Makroresearch (1)** und **Bottom-Up Credit Research (2)** ist der Investmentprozess desweiteren in die Schritte **Portfoliokonstruktion (3)**, **Portfolio Review (4)** und **kontinuierliches Risikomanagement (5)** gegliedert. (s. Abb.: 1)



Abb.: 1; Quelle: Nikko AM

1. Top-Down Makroresearch

Das Top-Down Makroresearch vollzieht sich anhand des hauseigenen **Fundamental, Valuation, Technical Framework (FVT-Rahmen)**.

Das Top-Down Makroresearch zielt auf Entscheidungen hinsichtlich a) Länder- und Sektorallokation, b) Credit Qualität, c) Durations- und Kurvenpositionierung und auch d) der Verteilung zwischen (quasi) Sovereigns und Unternehmensanleihen.

Die jeweils unter den Gesichtspunkten **Fundamental, Valuation und Technical** betrachteten Aspekte ergeben sich wie folgt:

Fundamental

- Business Cycle und Makroausblick
- Ausblick zu Sektoren, Gewinn(-entwicklung), Zinsentwicklung
- Kennzahl- und Risikobetrachtung zu Ländern und Sektoren
- Allgemeine Trends zu Credit und Ausfallraten

Valuation

- Spreadanalysen (Märkte und Sektoren)
- Fair / Relative Value Analyse
- Inter-Market Vergleiche
- Directionals Trends

Technical

- Sentiment
- Sektorenaspekte

- Angebots- und Nachfrageausblick
- Liquidität

Die drei Bereiche FVT werden gewichtet. Dabei ist grundsätzlich der Teil **Fundamental** am höchsten gewichtet (größte Wichtigkeit). Gleichwohl erlaubt der Investmentprozess Freiheitsgrade. In einem stabilen Marktumfeld ist es dem Portfoliomanagement auch erlaubt, die Kategorien **Valuation** und **Technical** durchaus auch höher als die Kategorie **Fundamental** zu gewichten.

Bei der **Fundamental** Betrachtung geht es im Kern um die Betrachtung und Bewertung von ökonomischen Trends, um die ökonomischen Gegebenheiten und Themen, die für den Fixed Income Markt relevant sind, in einen „view“ zu erfassen und zu formulieren. Makroökonomische Variablen und auch das politische wie das marktstrukturelle Umfeld werden erfasst, um nationale und auch externe Ungleichgewichte festzustellen. Im klassischen Sinne wird z.B. der Geldpolitik und Fiskalpolitik, den Währungsreserven und dem Bankensektor besonderes Augenmerk gewidmet.

Beim Aspekt der **Valuation** findet ein quantitatives Vorgehen Anwendung. Fair Market Valuation, ein quantitatives Modelling der Zinsstrukturkurven und auf Währungsebene werden mittels Makrovariablen und spezifischen Marktkennzahlen erstellt. Die maßgebliche Betrachtung zielt auf die Creditseite ab. Es sollen Erkenntnisse sowohl zur Langfrist- als auch Kurzfristbetrachtung gewonnen werden.

Die Technische Analyse hat die Aufgabe, in einem

quantitativen Ansatz durch die Generierung technischer Signale ein gewisses „fine-tuning“ zum Timing beim Ein- und Ausstieg der Positionen zu gewährleisten.

All diese Analysen münden in Strategien, die auf die Alphaquellen Länder-, Sektorallokation und die Positionierung hinsichtlich der Credit Quality, der Duration sowie auf der Zinsstrukturkurve abzielen.

2. Bottom-up Credit Research

Das Bottom-up Credit Research ist in mehrere Schritte aufgeteilt:

- a) Credit Coverage Screening
- b) Bottom-up Credit Research (i.e.S.) mittels **FVT-Rahmen**
- c) Generierung von Analystenempfehlungen
- d) Credit Monitoring

Dieser Schritt des Investmentprozesses ist von besonders hervorzuhebender Bedeutung. Diese ist darin zu sehen, dass im operativen Ablauf des Portfoliomanagements de facto über die Bottom-up Betrachtung konkrete Anlageideen generiert werden, die für die Aufnahme in das Portfolio hinsichtlich der Ergebnisse der Top-down-Betrachtung (Sektoren, Länder, Credit Quality allgemein, etc.) bewertet werden. Insofern ist das Bottom-up Credit Research nicht als ein der Top-down-Betrachtung klassisch nachgelagerter Prozessschritt zu sehen, sondern vielmehr als eigentlicher Ausgangspunkt der kontinuierlichen Portfoliokonstruktion im operativen Entscheidungsfindungsprozess.

a) Credit Coverage:

Die Betrachtung von verschiedenen Credit Parametern sollen den Analysten Richtlinien liefern, die es ihnen erlauben Aussagen darüber zu treffen, inwieweit bei den jeweiligen Emittenten genügend Handelsliquidität (Sekundärmarkt) anzutreffen ist. Das Credit Coverage dient der Fokussierung der Ressourcen auf geeignete potentielle Investments. Die Forderung nach genügend Liquidität ist für den Investmentprozess und insbesondere mit Blick auf das Risikomanagement ein relevanter Aspekt. Das Investmentteam berücksichtigt Liquiditätsaspekte, indem es die spezifische Liquidität der Anleiheemission und die Gesamtliquidität des Marktes bewertet. Es gibt verschiedene Möglichkeiten, die Liquidität von Anleihen zu überwachen, z. B. den Umfang der Anleiheemission (kleine

Emissionen oder Nicht-Benchmark-Anleihen sind in der Regel weniger liquide), die Anlegerbasis (weit verbreitete Anleihen sind in der Regel liquider) und die Anzahl der Händler / Market Maker für die Anleiheemission. Das Credit Coverage kann somit als eine Art „Filter“ angesehen werden, um die Ressourcen für die folgenden Schritte effizient einsetzen zu können.

b) Bottom-up Credit Research (i.e.S.) mittels FVT-Rahmen

(I) Fundamental Analysis (1. Säule):

Dieser Prozessschritt kann als wesentlicher Kern verstanden werden. Die Bedeutung erwächst daraus, dass *Nikko AM* ein proprietäres Internal Credit Rating (ICR) entwickelt hat, das zum einen für extern geratete (durch bekannte Ratingagenturen) Anlagen eine weitere hauseigene Bewertungsgrundlage liefert und zum anderen sicherstellt, dass durch dieses ICR auch nicht extern geratete Anlagen eine Ratingbewertung erfahren und somit die Möglichkeiten erweitert werden. Unabhängig von externen Ratingagenturen werden quantitative und qualitative Aspekte jedes relevanten Emittenten beurteilt. Durch den Vergleich der Ergebnisse des ICR mit externen Ratings ist es möglich, gesonderte Investmentideen zu generieren. I.d.S. kann auch von einem Primat des ICR gesprochen werden. Es werden auch Peervergleiche ermöglicht, wobei eine Abschätzung der relativen Fundamentals von Emittenten dadurch erfolgen kann, indem deren quantitative und qualitative Unterschiede herangezogen werden können. Durch das ICR werden also quantitative und qualitative Faktoren in Kombination beurteilt.

Quantitative ICR Faktoren: Das Team analysiert sowohl historische als auch projizierte Credit Kennzahlen, die so als Indikator für die allgemeine Stabilität und das Credit Profil der Emittenten dienen. Vorbehaltlich bestimmender Faktoren in Bezug auf die Art der Branche erstellen Analysten ein eigenständiges Kreditprofil eines Emittenten. Entsprechend den auf die jeweilige Branche abgestimmten Gewichten generiert das ICR-Modell eine quantitative Bewertung, die einem quantitativen Rating zugeordnet wird.

Qualitative Faktoren: Das Kreditrisikoprofil des Emittenten wird auch im Hinblick auf geschäftliche und finanzielle Risikofaktoren bewertet. Credit Analysten

wägen diese Faktoren ab und entscheiden gegebenenfalls über ein Anheben oder ein Herabsetzen gegenüber dem stand-alone Credit-Profil. Diese Bewertungen werden entsprechend gewichtet, um eine qualitative Bewertung zu generieren, die einem qualitativen Rating zugeordnet wird. In dieses qualitative Rating fließt mit einer Gewichtung von 10% auch eine Beurteilung nach ESG Faktoren für den Emittenten ein. ESG Aspekte werden seitens Nikko AM als für den langfristigen Wertsteigerungserfolg eines Unternehmens relevant angesehen. Nikko AM greift hierzu maßgeblich auf Informationen des Serviceanbieters MSCI ESG Research Inc. zu. Hierüber kann auf ESG Auswertungen zu mehr als 6000 Unternehmen zugegriffen werden. Analysten und andere Investment Professionals können hierauf über eine zentralisierte Datenbank

zugreifen. Der Investmentprozess ermöglicht es Investoren auch, eigene Negativlisten für diesen Teil des Prozessablaufs zur Verfügung zu stellen, die vom Nikko AM Team dann berücksichtigt werden (dieses z.B. bei der Anwendung des Asian Fixed Income Investmentprozesses in Spezialfonds).

Die quantitative und qualitative Bewertung wird i.d.R. am Ende für die finale Beurteilung und das finale ICR gleich gewichtet. Dem Team der Credit Analysten wird aber dennoch ein Freiheitsgrad i.d.S. gewährt, dass die Mitarbeiter abweichende Gewichte vergeben können, wenn dies relevante und nachvollziehbare Gründe rechtfertigen (z.B. bei jüngeren Emittenten mit geringerer Gewinnhistorie könnte der qualitative Aspekt hervorgehoben werden). (s.a. Abb.: 2)

Illustration: Internal Credit Rating (ICR):

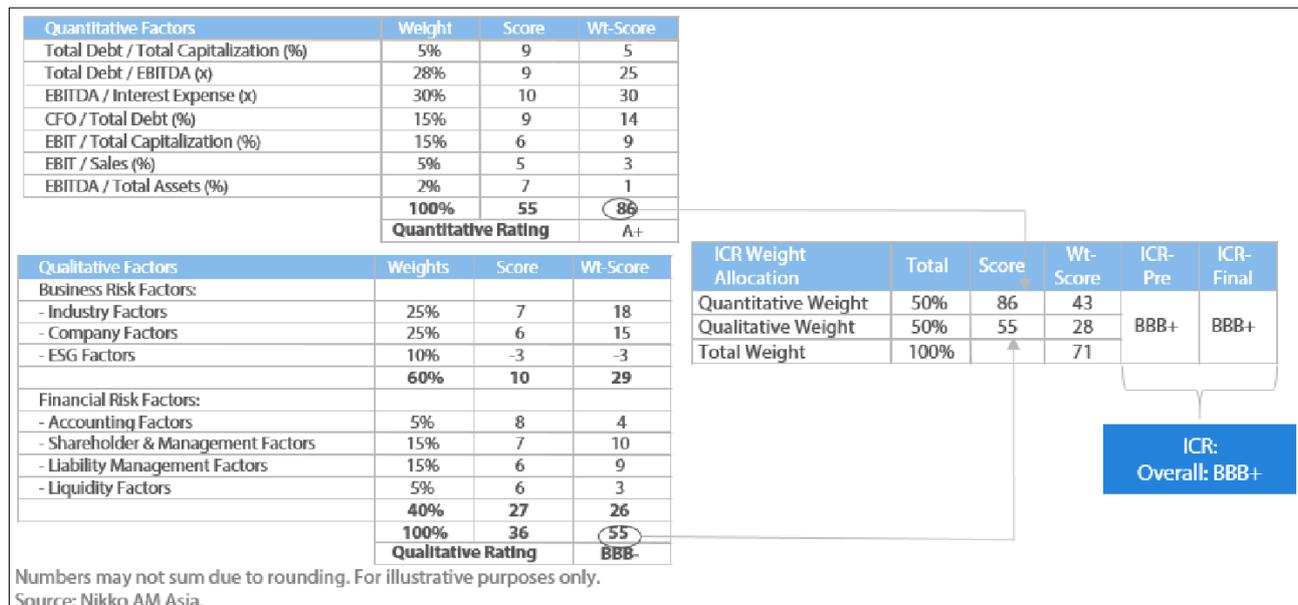


Abb.: 2; Quelle: Nikko AM

(II) Valuation Analysis (2. Säule)

Hierbei wird auf die relative Bewertung im Peervergleich bei Emittenten und Emissionen abgezielt. In die Betrachtung gehen dabei auch historische Vergleiche und Entwicklungen ein.

- Spotbetrachtung: Ermittlung des Relative Values gegenüber Peers mithilfe der Zinskurven bei den jeweils relevanten Sektoren.
- Aktuelle Renditen und Spreads im historischen Vergleich
- Kurvenvergleiche zwischen Währungspaaren (z.B. USD vs. CNH (dies z.B. auf besondere Weise relevant bei dem RMB Bond Fund)

(III) Technical Analysis (3. Säule)

Bei der Bottom-up ausgerichteten technischen Betrachtung wird auf die Angebots-/Nachfragestruktur bei den jeweiligen Emittenten / (Emissionen) abgestellt. Indikatoren für die Nachfrageseite sind:

- Preis, Laufzeit, Anleihenstruktur
- Häufigkeit von Emissionen
- Qualifikation zu einer Indexaufnahme

Indikatoren der Angebotsseite sind:

- Liquiditätssituation eines Emittenten
- Fälligkeitsstruktur der Verbindlichkeiten
- Investitionsaufwendungen und Akquisitionen

c) Generierung von Analystenempfehlungen

Der FVT-Prozess auf Bottom-up Ebene mündet in der Credit-Aussicht bei den Emittenten und Credit-Empfehlungen. In der Credit-Aussicht bündelt sich somit die Meinung des jeweiligen Analysten hinsichtlich des Credit-Profiles eines Emittenten auf Sicht der nächsten 12 Monate im Sinne von stabil, verbessernd oder verschlechternd. Hier zeigt sich auch, dass der eher auf Langfristigkeit ausgelegte Investmentprozess versucht über Teillelemente des Prozesses diesen längerfristigen Erfolg auch durch eher kurzfristig orientierte Entscheidungen zu erreichen.

Aus den Credit-Aussichten folgen konkrete Credit-Empfehlungen für das Portfoliomanagement in Form von Übergewichtung, benchmarkkonforme Gewichtung, Untergewichtung oder völlige Vermeidung eines Emittenten. Die Vergleichsgröße ist hierbei die Benchmark.

d) Credit Monitoring

Für das Credit Monitoring wird auf eine Vielzahl von Betrachtungsebenen zugegriffen um sicherzustellen, dass die Investmentmeinung noch Bestand hat oder eben nochmals genauer untersucht oder sogar negiert werden muss. Ebenen können z.B. sein: Marktbewegungen (nicht nur bei den Bondmärkten, sondern auch auf der Aktienseite oder bei den CDS), Newsflow, Änderung bei externen Ratings, neue Erkenntnisse durch Unternehmensbesuche u.ä.

3. Portfoliokonstruktion

Ein wesentlicher Aspekt bei der Portfoliokonstruktion ist die Berücksichtigung und entsprechende Umsetzung des jeweils vorgegebenen Ertrag/Risiko-Profiles des Investors. Dies kann bei Publikumsfonds des Hauses unter Anwendung des Prozesses vordefiniert sein oder bei individuellen Anlagen (s.a. z.B. Spezialfondslösungen unter Anwendung des Investmentprozesses) durch den/die Investoren vorgegeben sein. So ist für den Asia Credit Fund ein Tracking Error Ziel von ~ 0.55% auf annualisierter Basis angestrebt. Für den RMB Bond Fund ist das Tracking Error Ziel ~ 3% annualisiert gegenüber der Benchmark iBoxx ALBI China Offshore Index. Weitere wesentliche Aspekte bei der Portfoliokonstruktion sind die Minimierung der Transaktionskosten und die Vermeidung von Illiquidität. Für die beiden Fonds Asia Credit Fund und RMB Bond Fund gilt die mögliche vollständige Liquidation innerhalb von 1-5 Tagen (in letzter Abhängigkeit von der

Marktliquidität). Die Portfoliokonstruktion muss die Umsetzung der relevanten erarbeiteten Sichtweisen gewährleisten (s.a. Duration, Kurvenpositionierung, Credit-, Sector- und Länder-Views). Die hohe Überzeugung für die Portfoliobestandteile muss gewährleistet sein und ist letztlich das Ergebnis der Top-down/Bottom-up kombinierten Vorgehensweise. Letztlich trägt hierfür der Portfoliomanager die finale Verantwortung und bestimmt final auch durch seine jeweiligen Überzeugungsgrade für die jeweiligen Portfoliokomponenten entscheidend die Gewichtungen im Rahmen der Möglichkeiten. Selbstverständlich ist eine Portfoliokonstruktion nur im Rahmen des jeweils definierten Anlageuniversums (Orientierung an Benchmark als Universum bei Nikko AM Fonds oder entsprechende Investorenvorgabe bei Individuallösungen) möglich. Der Investmentprozess sieht Anlagen grundsätzlich sowohl im Primär- als auch im Sekundärmarkt vor, wenngleich de facto der Investmentprozess als Sekundärmarktinvestment verstanden werden sollte.

4. Portfolio Review

Der Portfolio Review ist i.S. einer kontinuierlichen und prozessintegralen Feedbackschleife zu verstehen. Sowohl auf Makroebene als auch auf Ebene der unternehmensspezifischen Risiken werden die Analyseergebnisse und Anlageentscheidungen fortlaufend hinterfragt, überprüft und gegebenenfalls angepasst oder auch wieder verworfen. Als Maßstab gelten die fondsspezifischen Zielvorgaben für geeignete Investments (Publikumsfonds) beziehungsweise entsprechende Kundenvorgaben (Spezialfonds). Es soll sichergestellt werden, dass stets geeignete Anpassungen zeitnah in die Wege geleitet werden können. Ein Multi Asset Class Risk Model (Tool: Factset) findet Anwendung, um das Portfoliorisiko in seinen verschiedensten Risikofaktoren zu erfassen. Die Portfoliomanager kontrollieren den VaR des Portfolios und einzelne Risikopositionen. Hierbei gilt es auch zu überprüfen, inwieweit sich Risikoänderungen (i.S.v. marginal risks) bei Positionsänderungen ergeben. Wie im gesamten Investmentprozess wird dabei das Know-how des Hauses bestmöglich i.S. von umfassend, schnell und kontinuierlich weiterentwickelnd nutzbar gemacht. Dem Investmentprozess ist eine festgelegte Verkaufsdisziplin eigen. Hierbei sind insbesondere Änderungen auf fundamentaler Ebene als wichtig zu beachten. Erwartete Abschwächungen der Credit-Fundamentals in den nächsten 6-12 Monaten, eine erwartete Ausweitung der Credit Spreads in diesem Zeitraum, die Erwartung spezi-

eller als negativ eingestufte Entwicklungen (z.B. Mergers o.ä.) auf 6-12 Monate oder auch systematische oder unsystematische Risiken mit Blick auf den Grad der Solvenz wie auch negative Entwicklungen auf der Seite der zu erwarteten Ausfallraten sind hier relevante Ansatzpunkte. Risiken sollen früh erkannt werden. Im Rahmen eines „Early Risk Screening“ dient z.B. die Beobachtung der Credit Default Swap Spread Volatilität oder auch die Aktien(-markt) Volatilität. (Weitere Erläuterungen zu Verantwortlichkeiten und Aufgabenverteilungen liefert auch der Part „Team - Aufgabenverteilung und Teamkoordination“ in diesem Report)

5. Kontinuierliches Risikomanagement

Das kontinuierliche Risikomanagement ist integraler Bestandteil des Investmentprozesses Asian Fixed Income. Die Investment Teams (Portfoliomanager und Analysten) und Risk Teams befinden sich hier im steten Dialog. Es gilt mit Blick auf geeignete Gegenmaßnahmen gemeinsam Risiken frühzeitig zu erkennen, diese zu entschärfen und und hierzu stets unter Beobachtung und Kontrolle zu haben. (s.a. Abb.: 3)



Abb.: 3; Quelle: Nikko AM

Team - Aufgabenverteilung und Teamkoordination

Für den Investmentprozess Asian Fixed Income zeichnet sich das Asian Fixed Income Team verantwortlich. (s.a. Abb.: 4) Das Asian Fixed Income Team (AFI-

Team) ist Teil des übergeordneten Global Fixed Income Teams mit Kollegen auch in anderen lokalen Offices des Hauses.

Asian Fixed Income Team

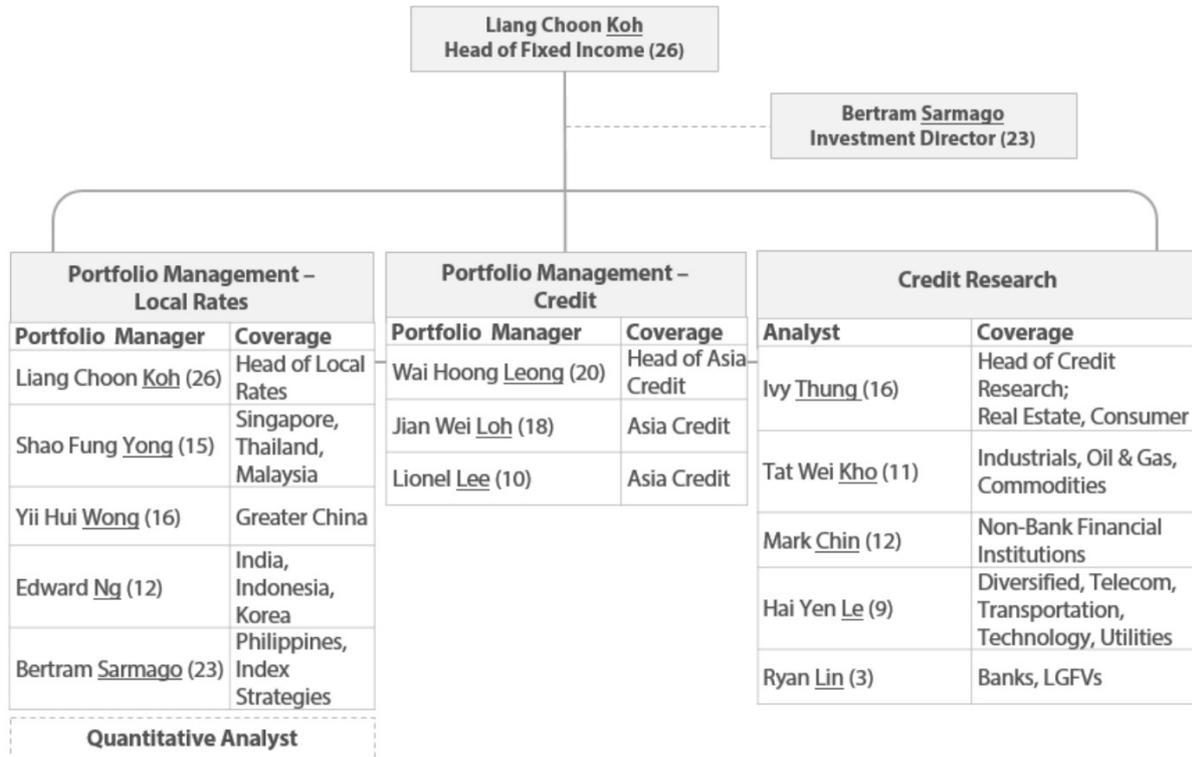


Abb.: 4; Quelle: Nikko AM

Je nach Ausrichtung des Investmentproduktes, welches auf den Investmentprozess aufgesetzt ist, werden die geeigneten Portfoliomanager gewählt. So ist z.B. für den Asia Credit Fund Portfoliomanagement Credit verantwortlich. Der Nikko AM Asia Credit Fund wird von den Co-Lead Senior-Portfoliomanagern Jian Wei Loh und Lionel Lee gemanagt. Als Vertretung fungiert der Head of Asia Credit Wei Hoong Leong, der bei der Entwicklung des ICR-Modells von besonderer Bedeutung war und ist.

Die Lead Fondsmagerin für den RMB Bond Fund ist Yii Hui Wong, die den Fonds zusammen mit Liang Choon Koh verantwortet.

Die Portfoliomanager tragen die letztendliche Anlageverantwortung. Dennoch wird bei der Umsetzung des Investmentprozesses im Sinne der Philosophie der Gesellschaft ein ausgeprägter Teamgedanke gelebt. Das Asian Fixed Income Team ist zusammen in Singapur ansässig. Dies erleichtert die gewünschte enge Zusammenarbeit. Es erleichtert nicht nur die Möglichkeit

des schnellen und kontinuierlichen ad hoc Austauschs, sondern auch die Zusammenarbeit in den zahlreichen formal definierten Komitees und entsprechenden internen Meetings. (s.a. Abb. 5 – Internal) Das Portfolio Management – Local Rates Team zeichnet sich innerhalb der Asian Fixed Income Team Struktur für die Makrosichtweise aus Länder- und Regionenperspektive verantwortlich. Das Credit Research umfasst fünf spezialisierte Credit Analysten, mit branchenbezogenen Verantwortungsbereichen. Alle Teammitglieder des AFI-Teams zeichnen sich nicht nur durch langjährige Berufserfahrung (durchschnittlich 15 Jahre), sondern auch durch einen guten akademischen Hintergrund aus. So hat jedes Teammitglied einen Universitätsabschluss und 11 Teammitglieder verfügen zudem über relevante Weiterqualifikationen (z.B. CFA). Ausgeprägte (asiatische) Sprachkenntnisse erleichtern die Kommunikation auch bei den für die Informationsgewinnung und das Research ergänzenden externen Kontakten (s.a. Abb. 5 – External).

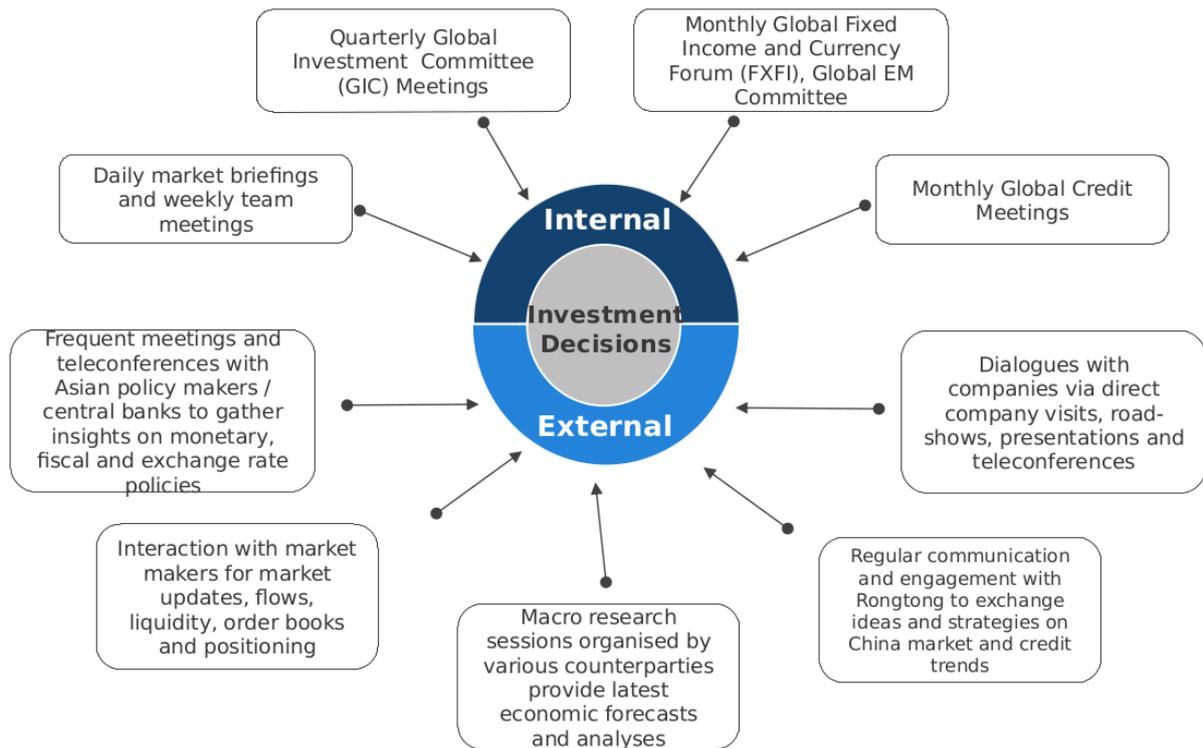


Abb.: 5; Quelle: Nikko AM

Ein Global Investment Committee trifft sich quartalsweise, um Markterkenntnisse und Themen über verschiedene Assetklassen (Equity, Credit, Forex/Fixed Income) hinweg zu diskutieren. Es liefert so einen übergeordneten Rahmen für ein „Big Picture“. Das Global Investment Committee setzt sich aus dem Chief Investment Officer und Senior Investment Professionals aus allen Nikko AM Offices zusammen. Auch Mitglieder des AFI-Teams sind vertreten und tragen so den hier erarbeiteten Global Asset

Allocation House View ins Team hinein. Dieser dient zur Orientierung für das Verständnis der herrschenden globalen ökonomischen Gegebenheiten und für das relevante Marktverständnis. Das AFI-Team selbst führt tägliche Marktbriefings und wöchentliche Team Meetings für Asian Rates / FX und Asian Credit durch um die erarbeiteten Erkenntnisse zur Länder- und Sektorenspezifikation sowie Währungen und auf der (Unternehmens-)Creditseite zu besprechen.

Investmentcharakteristik

Wichtige externe Einflussfaktoren	Wichtige Steuerungsgrößen

Produktgeschichte

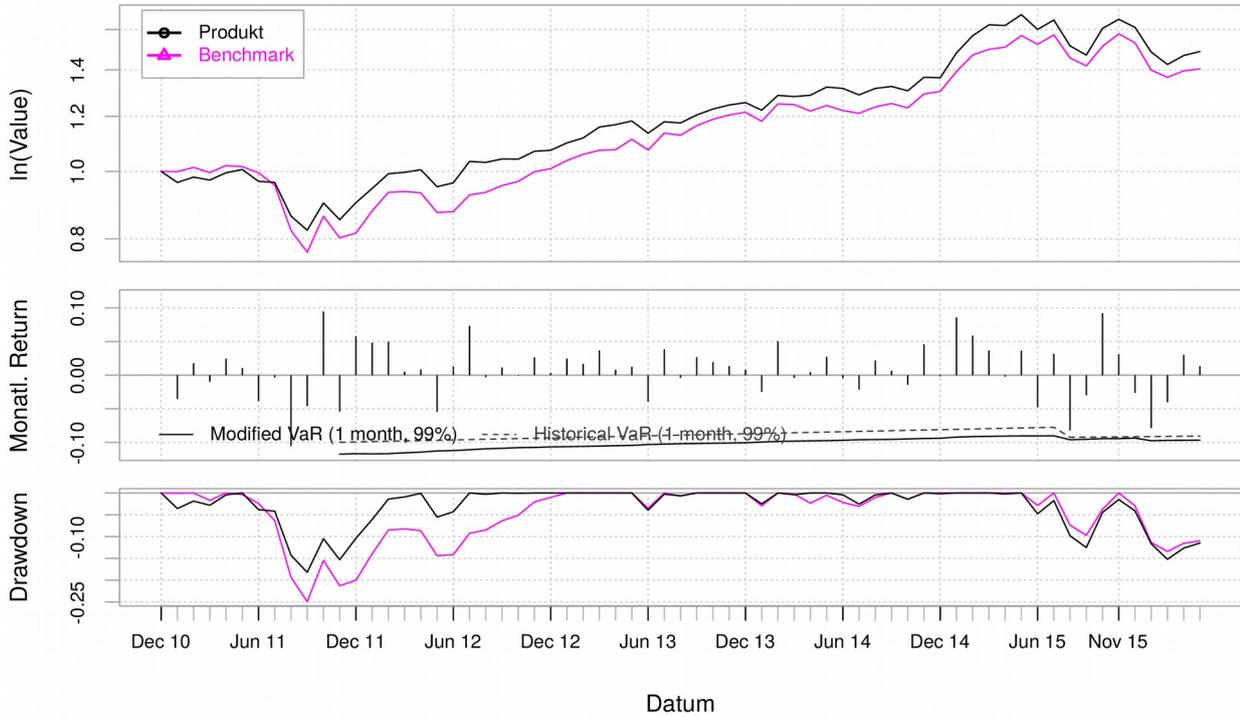
Monatliche Returns

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Jan	-3.6	4.8	2.5	-2.5	8.6	-7.9
Feb	1.8	5.0	1.7	5.0	5.9	-4.0
Mrz	-1.0	0.5	3.7	-0.4	3.7	3.0
Apr	2.5	0.8	0.8	0.5	-0.2	1.3
Mai	1.1	-5.5	1.2	2.7	3.7	-
Jun	-3.8	1.3	-4.0	-0.4	-4.8	-
Jul	-0.4	7.3	3.9	-2.1	3.2	-
Aug	-10.6	-0.3	-0.4	2.2	-8.2	-
Sep	-4.6	1.1	2.7	0.7	-3.0	-
Okt	9.5	-0.1	2.0	-1.4	9.2	-
Nov	-5.4	2.7	1.4	4.6	3.1	-
Dez	5.8	0.3	0.8	-0.2	-2.6	-
Produkt	-9.8	19.0	17.1	8.6	18.2	-7.7
Benchmark	-18.4	23.8	20.5	7.1	17.5	-8.3

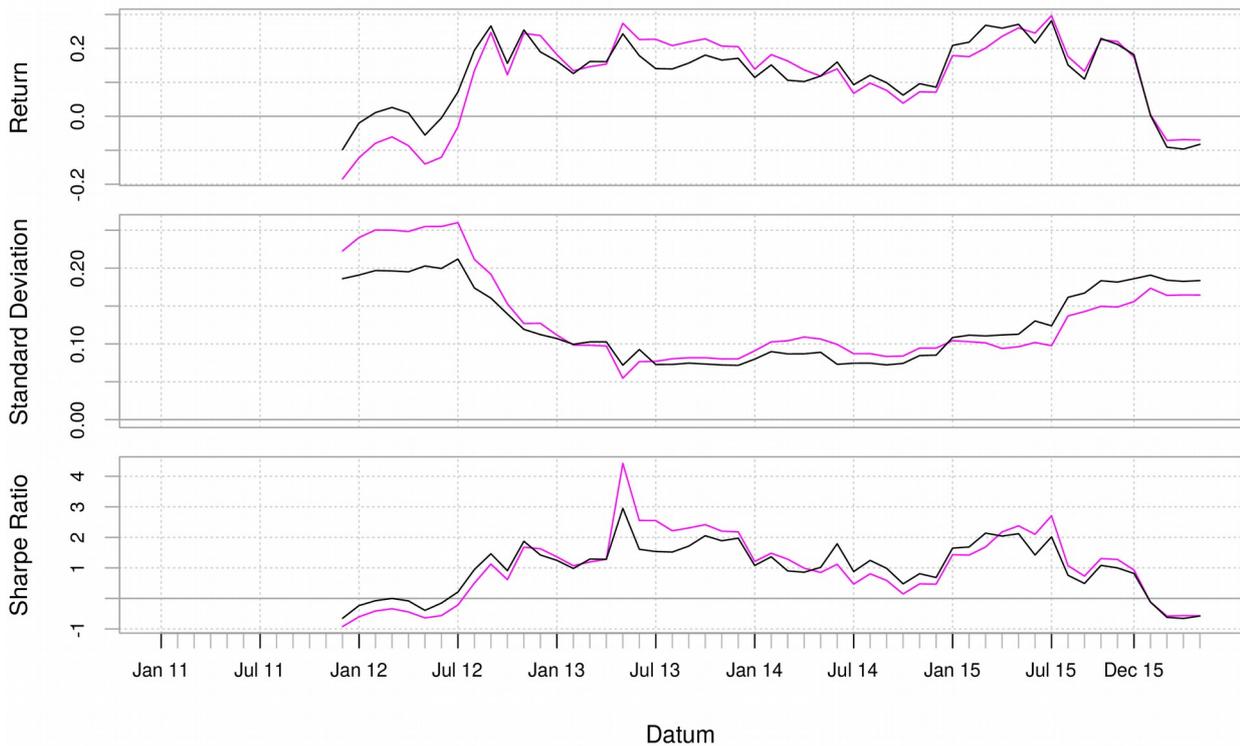
Statistik per Ende Apr 16	6 M	1 Jahr	2 Jahre	3 Jahre	5 Jahre
Performance (annualisiert)	-14.15%	-8.25%	7.51%	8.41%	8.36%
Volatilität (annualisiert)	15.29%	18.36%	15.55%	13.51%	14.15%
Sharpe-Ratio	-0.95	-0.48	0.44	0.55	0.50
bestes Monatsergebnis	3.10%	9.21%	9.21%	9.21%	9.46%
schlechtestes Monatsergebnis	-7.87%	-8.22%	-8.22%	-8.22%	-10.55%
Median der Monatsergebnisse	-0.65%	-0.65%	0.99%	1.01%	0.95%
bestes 12-Monatsergebnis		-8.25%	28.16%	28.16%	28.16%
schlechtestes 12-Monatsergebnis		-8.25%	-9.65%	-9.65%	-9.65%
Median der 12-Monatsergebnisse		-8.25%	18.18%	12.11%	15.60%
längste Verlustphase	5	11	11	11	13
maximale Verlusthöhe	-13.92%	-15.21%	-15.21%	-15.21%	-18.21%

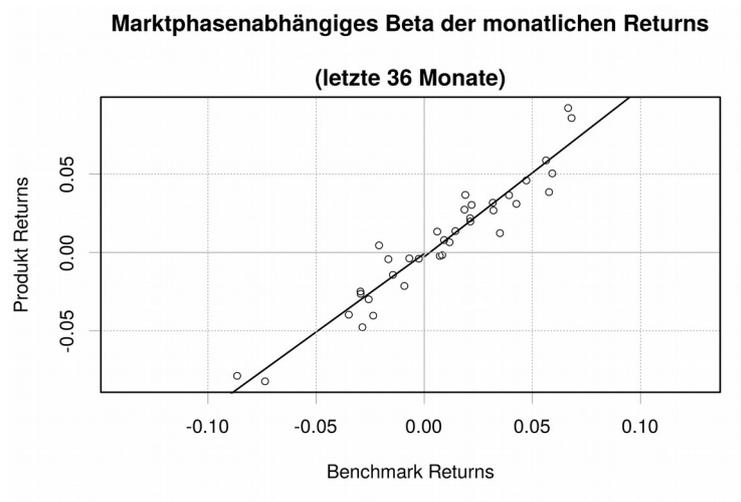
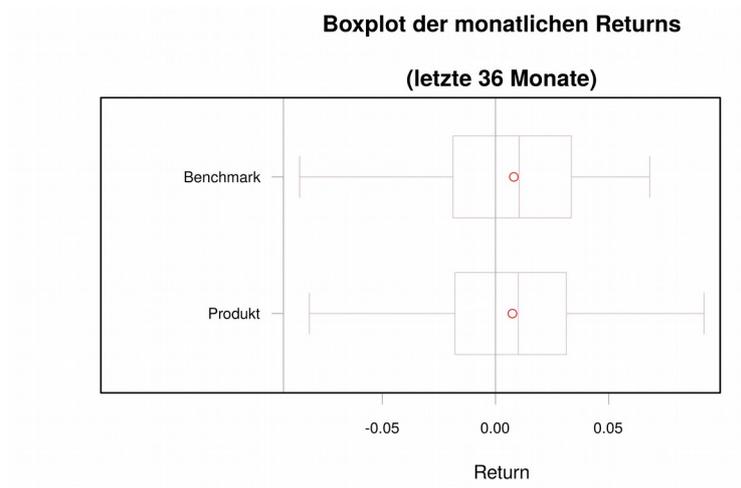
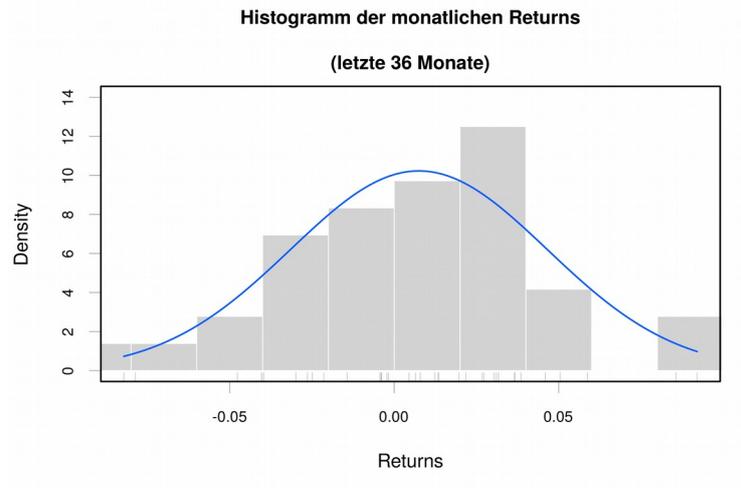
	Fonds vs. Benchmark (letzte 36 Monate)
Jensen Alpha	-0.00
Jensen Alpha (annualisiert)	-0.01
Beta	1.02
R-squared	0.91
Korrelation	0.96
Tracking Error	0.04
Active Premium	-0.01
Information Ratio	-0.23
Treynor Ratio	0.07

Performance



Rollierende 12-Monats- Performance





Erläuterungen

TELOS-Ratingskala

- AAA Der Fonds erfüllt höchste Qualitätsstandards
- AA Der Fonds erfüllt sehr hohe Qualitätsstandards
- A Der Fonds erfüllt hohe Qualitätsstandards
- + / - differenzieren nochmals innerhalb der Ratingstufe

Das **Produktprofil** beinhaltet allgemeine Informationen zum Fonds, zur Gesellschaft sowie zum verantwortlichen Fondsmanager.

Das **Anlegerprofil** ermöglicht dem Investor einen schnellen Abgleich seiner Erwartungen mit der „offiziellen“ Einstufung des Produkts seitens der anbietenden Gesellschaft.

Der **TELOS-Kommentar** fasst die wesentlichen Erkenntnisse des Ratings zusammen und bildet damit eine wichtige Ergänzung zur Ratingnote. Die weiteren Abschnitte beinhalten deskriptive Informationen zum Investmentprozess, dem Qualitätsmanagement und dem verantwortlichen Team.

Die **Investmentcharakteristik** nennt die aus Sicht des Fondsmanagements wichtigsten externen Faktoren, welche die Wertentwicklung des Fonds beeinflussen, sowie die zentralen Größen für dessen Steuerung.

Die **Produkthistorie** stellt die Entwicklung des Fonds im Vergleich zum Geldmarkt und gegebenenfalls zur Benchmark unter Performance- und Risikogesichtspunkten graphisch und tabellarisch dar, basierend jeweils auf den Werten zum Monatsende. Fonds- und Benchmarkdaten werden von der Fondsgesellschaft bereitgestellt.

Die **Performance** des Fonds wird auf Basis reinvestierter Preise berechnet: Ausschüttungen werden also rechnerisch umgehend in neue Fondsanteile investiert. Dadurch ist die Wertentwicklung ausschüttender und thesaurierender Fonds untereinander vergleichbar. Die Vorgehensweise entspricht der „BVI-Methode“. Orientiert sich das Fondsmanagement an einer *Benchmark*, so wird deren Entwicklung abgebildet, andernfalls wird in Abstimmung mit der Gesellschaft indikativ ein geeigneter Vergleichsindex herangezogen.

Das **Sharpe-Ratio** gibt Aufschluss über die „Mehrrendite“ des Fonds gegenüber einer risikolosen Geldanlage im Verhältnis zum eingegangenen Gesamtrisiko. Die hierbei verwendete Volatilität ist die annualisierte Standardabweichung der Monatsrenditen. Als Maßstab für den risikofreien Zinssatz dienen Daten des IMF, die auf **FRED** veröffentlicht werden.

Der **Median der Monatsergebnisse** ist dadurch gekennzeichnet, dass jeweils die Hälfte aller im betrachteten Zeitraum aufgetretenen Monatsrenditen mindestens bzw. höchstens so groß wie dieser Wert ist. Infolgedessen ist diese Kennzahl unempfindlicher gegen-

über „Ergebnisausreißern“ als etwa der Mittelwert. In analoger Weise ist der *Median der 12-Monatsergebnisse* zu interpretieren. Die längste Verlustphase ist die Anzahl an Monaten, die der Fonds benötigte, um nach Verlusten den höchsten im betrachteten Zeitraum schon erreichten Stand wieder zu erreichen oder zu überschreiten; falls dies nicht gelang, ist das Periodenende maßgeblich. Entsprechend ist die *maximale Verlusthöhe* der größte Verlust, den der Fonds im betrachteten Zeitraum – ausgehend vom höchsten in dieser Periode schon erreichten Wert – erlitten hat.

Das **Jensen Alpha** misst die Beta-adjustierte (siehe Beta) Outperformance des Fonds gegenüber der Benchmark und wird mittels monatlicher Renditen berechnet. Ein positiver Wert ist ein möglicher Hinweis auf die Erzeugung von Mehrwert durch das Fondsmanagement.

Beta ist ein Maß für das Marktrisiko des Fonds. Das Beta ist normalerweise größer (kleiner) als eins, wenn der Fonds volatil (weniger volatil) als die Benchmark ist.

R² ist das Quadrat der Korrelation (siehe Korrelation). Es ist ein Qualitätsmaß dafür, wie gut sich die Fonds Erträge als lineare Funktion der Markterträge beschreiben lassen. Der Wert liegt zwischen 0 (schlecht) und 1 (gut).

Die **Korrelation** ist ein Maß dafür, wie sich der Fonds und der Markt im Verhältnis zueinander bewegen. Die Korrelation liegt zwischen -1 und +1. Die extremen Werte, d.h. -1/+1 deuten darauf hin, dass sich der Fonds und der Markt immer im Gleichschritt bewegen, -1 in entgegengesetzte Richtungen, +1 in die gleiche Richtung. 0 bedeutet, es gibt keine eindeutige Beziehung.

Der **Tracking Error** ist die Standardabweichung der Differenzen zwischen Fonds und Benchmark-Rendite. Je niedriger der Tracking Error ist, desto genauer folgt das Portfolio dem Index.

Das **Active Premium** (oder *Excess Return*) misst die Out-/Underperformance eines Fonds im Vergleich zu seiner Benchmark.

Das **Information Ratio** ist das Active Premium geteilt durch den Tracking Error. Je höher das Information-Ratio, desto höher ist das Active Premium des Fonds, bei gegebenem gleichen Risiko.

Das **Treynor Ratio** ist die Überschussrendite gegenüber einer risikolosen Geldanlage geteilt durch das Beta. Das Treynor-Ratio misst also die Beta-adjustierte Outperformance gegenüber einer risikolosen Geldanlage.



AAA-
12/2019

Nikko Asset Management
Asian Fixed Income Investmentprozess

Alle Rechte vorbehalten. Dieser Rating Report beruht auf Fakten und Informationen, deren Quellen wir für zuverlässig halten, ohne jedoch deren Richtigkeit und/oder Vollständigkeit garantieren zu können. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben oder vorgenommenen Wertungen. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Es kann nicht zugesichert werden, dass die Ziele der Anlagepolitik tatsächlich erreicht werden. Ratings und Einschätzungen können sich ändern und sollten nicht alleinige Grundlage für Investmentsentscheidungen sein. Das Fondsrating stellt kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar. Die aktuelle Version dieses Reports finden Sie auf unserer [Webseite](#).

Kontakt

TELOS GmbH
Biebricher Allee 103
D-65187 Wiesbaden
www.telos-rating.de

Telefon: +49-611-9742-100
Telefax: +49-611-9742-200
E-Mail: tfr@telos-rating.de