

## Die neue Normalität – grundsätzliche Anpassungen in der Asset-Allokation

Das dauerhaft niedrige Zinsniveau hält die Finanzmärkte weltweit fest im Griff. Daran ändern auch die Ereignisse seit Mai dieses Jahres nichts. Die Ankündigung des obersten US-Notenbankers Ben Bernanke, die monatlichen Anleihekäufe im Gegenwert von 85 Milliarden US-Dollar könnten bei sich weiter erholender US-Wirtschaft in absehbarer Zeit reduziert werden, lösten ein Beben an den Finanzmärkten aus. Zwischen Anfang Mai und Ende Juni sprangen die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen um 85 Basispunkte auf rund 2,5 Prozent. Die mehrjährigen akkumulierten Erträge aus den Niedrigkuponen erstklassiger Staatsanleihen schmolzen angesichts der Kursverluste der Anleihen. Wie die Inhaber großer Anleihenportfolios registrieren mussten, brachten die ausgeprägten und vielleicht überzogenen Reaktionen der Marktteilnehmer weltweit teils sehr hohe Kursverluste in anderen Anleihen-Kategorien wie Emerging Market Bonds, US-Corporate Bonds und High Yield Bonds. Die Aktienmärkte kamen ebenfalls kurzfristig unter Druck.

### Individualität gefragt

Es mag dahingestellt sein, ob die Ereignisse des Mai 2013 nun wirklich langsam ein Ende der staatlich gewünschten und durch die großen Zentralbanken exekutierten Niedrigzinsphase einläuten, oder ob nur die Überschussliquidität auf lange Sicht wieder etwas zurückgefahren wird. Für institutionelle Investoren ist diese Betrachtung aus kurzer bis mittlerer Perspektive ohnehin irrelevant. Denn sie haben konkreten Auszahlungsverpflichtungen nachzukommen, die sie aus heute zu erzielenden Cash-Flows begleichen müssen. Die in den letzten Jahren trotz der sich verändernden Rahmenbedingungen häufig zu beobachtende abwartende Haltung der Investoren stellt keine Lösung dar. Bislang genügte es vielleicht, mit den letzten ver-

bliebenen Anleihen mit relativ hohen Kupons den eigenen Zahlungsverpflichtungen nachzukommen. Diese Anleihen laufen aus. Anschlussinvestitionen erzielen nur noch deutlich geringere Renditen. Darüber hinaus hängt die Zinswende wie ein Damoklesschwert über den oftmals anleihedominierten Portfolios. Festzuhalten bleibt: Mit den klassischen Anlageklassen Aktien und Renten allein lässt sich unter Risiko-Ertrags-Gesichtspunkten kein zufriedenstellendes Portfolio mehr strukturieren.

Die Perspektive muss sich ändern. Es geht nicht mehr darum, ein Produkt durch ein anderes zu ersetzen. Es geht darum, Probleme richtig zu analysieren und daraus Lösungsansätze abzuleiten – unabhängig von produktorientiertem Denken. Dabei ist Individualität gefragt. Die Bedürfnisse institutioneller Investoren können nicht über einen Kamm geschoren werden. Eine Stiftung hat andere Regelwerke und Beschränkungen zu beachten als eine Versicherung oder eine Pensionskasse. Und selbst innerhalb der einzelnen Gruppen von Investoren stellt sich jede Aufgabe, eine für die Bedürfnisse des Kunden passende Asset-Allokation aufzusetzen, als individuell dar. Jeder einzelne Investor hat spezifische Probleme und bedarf somit auch individueller und maßgeschneiderter Lösungsansätze.

### Neue Wege

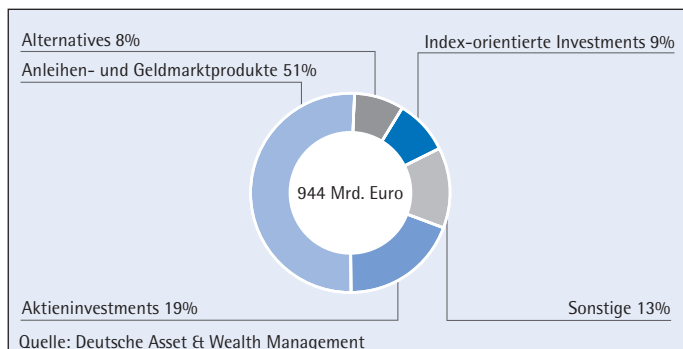
Die neuen Rahmenbedingungen an den Finanzmärkten – bestenfalls dauerhafte Niedrigzinsphase, schlimmstenfalls drohende Zinswende mit entsprechenden Kursverlusten im Anleiheportfolio, steigende Regulierungsdichte – erfordert auch von einem partnerschaftlich denkenden und handelnden Asset Manager eine neue Herangehensweise. An erster Stelle steht der Kundenbetreuer. Er muss den Kunden und seine Probleme richtig verstehen und analysieren. Erst dann kommt die Bestimmung der für den Kunden optimalen Strategie und der damit verbundenen Produkte, egal ob aktiv, passiv oder alternativ.

Mit der Bildung der Deutschen Asset & Wealth Management (DeAWM) trägt die Deutsche Bank den geänderten Rahmenbedingungen Rechnung. Alleiniger Ansprechpartner und Betreuer der Kunden ist einer von weltweit rund 550 Mitarbeitern in der Global Client Group der DeAWM. Sie halten den permanenten Kontakt zu den Kunden. Sie werden von über 400 Investment-Spezialisten im Active Asset Management und weiteren Kollegen in den anderen Anlagearten wie Passiv, Alternatives Real Estate oder Alternatives Funds Solutions unterstützt. So kann ein ganzheitlicher und integrierter Beratungsansatz aus einer Hand geboten werden, bei dem grundsätzlich alle Investmentprodukte unter einem Dach angeboten werden.

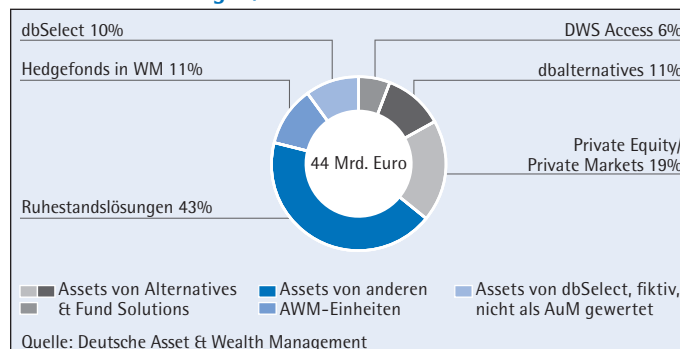
*Michael Fuß, Co-Head Asset Management Germany, Deutsche Asset & Wealth Management, Frankfurt am Main*

*Bei allen Bekundungen für eine individuelle Begleitung der institutionellen Anleger und aller Sympathie für die Ausweitung Alternativer Investments in ihren Portfolios lässt der Autor keinen Zweifel an der unverändert großen Bedeutung von Anleihen und Aktien als Kerninvestments. Darüber hinaus lenkt er den Blick auf Engagements in Immobilien- und Infrastrukturprojekte sowie auf Floating Rate Loans und Private Equity. Aus dem Blickwinkel der strategischen Allokation äußert er sich langfristig eindeutig positiv gegenüber diesen Anlageklassen. Als Preis für die angestrebte Stabilisierung mittels alternativer Anlagen und damit letztlich einer Steigerung des Gesamtertrags des Portfolios räumt er eine größere Illiquidität bei einzelnen Engagements ein. (Red.)*

**Abbildung 1: Produktmix – nach Anlagevermögen, Dezember 2012**



**Abbildung 2: Alternatives & Fund Solutions – verwaltetes Vermögen, Dezember 2012**



Der ganzheitliche und integrierte Ansatz ist essenziell, damit die institutionellen Investoren unter den Herausforderungen der neuen Rahmenbedingungen erfolgreich agieren können. Hierzu brauchen sie neben den Kerninvestments Anleihen und Aktien geeignete, zusätzliche Anlageformen. Das sind vor allem die sogenannten Alternativen Investments – von Real Estate über Infrastruktur bis hin zu Private Equity. Mit dem richtigen Augenmaß eingesetzt, ermöglichen sie gut diversifizierte Portfolios, bei denen das Risiko überschaubar und die Rendite angemessen ausfallen.

### Diversifikation wichtiger denn je

Folgerichtig hat die DeAWM somit auch alle Produktkategorien des Asset- und Wealth Managements unter einem Dach integriert. Es geht bei der Suche nach der optimalen Lösung für den institutionellen Investor darum, aus dem Lösungsansatz heraus die passenden Produkte auszuwählen. Diese können aktiv oder passiv sein. Sie können in Form von UCITS-Fonds, Managed Accounts oder strukturierten Produkten erfolgen und Assets aus den Kategorien Aktien, Anleihen, Multi-Asset und Alternatives enthalten. Wichtig ist, dass dem institutionellen Investor individuell bei der Lösung seines Problems geholfen wird. Und nützlich ist es, wenn der Anbieter die ganze Produktpalette offeriert, von Fixed Income bis Hedgefonds. Aktives und passives Anlagemanagement, Alternative Investments, betriebliche Altersvorsorge, Asset Liability Management sowie auch strategische Asset-Allokation – alles erfolgt aus einer Hand.

Auch wenn dieser Beitrag ein Plädoyer für den verstärkten Einsatz von Alternativen Investments in den Portfolios institutioneller Investoren ist, wird ein Großteil der

Allokationen institutioneller Investoren weiterhin aus Anleihen bestehen. Über die Hälfte der von der Gesellschaft begebenen Produkte über insgesamt 944 Milliarden Euro, davon 529 Milliarden Euro in aktiven Strategien, (Stand 31. Dezember 2012) kann Fixed Income und Money Markets zugeordnet werden (Abbildung 1). Fixed Income ist aus der Allokation nicht wegzudenken. Eine genaue Analyse der Rentenmärkte und eine entsprechende kluge Produktauswahl werden auch in Zukunft elementar für jeden Investor bleiben.

In ihrem Szenario für die Anleihenmärkte geht die Gesellschaft als wichtigste Prämisse davon aus, dass es zu keinem signifikanten Zinsanstieg im Jahr 2013 kommt, die Niedrigzinspolitik also noch einige Zeit anhält. Damit bleibt es anspruchsvoll für Anleger, mindestens einen realen Werterhalt zu erzielen. Wer indes real einen Wertzuwachs erzielen will, muss stärker ins Risiko gehen. Chancen werden weiterhin Chancen in sogenannten Peripherie-Anleihen-Staatspapiere der schuldengeplagten Euro-Staaten gesehen wie etwa Irland, Italien, Portugal oder Spanien. Es ist zu erwarten, dass hier die Rallye anhält. Zudem ist mit einer Fortsetzung der Konvergenz bei den Staatsanleihen zu rechnen. Die Risikoprämien der Peripheriepapiere werden dabei sinken und deren Kurse sich im Zuge dessen erholen.

Trotzdem besteht nach wie vor eine signifikante Renditedifferenz, sodass zumindest einzelne Laufzeiten noch als attraktiv einzustufen sind. Auch Unternehmensanleihen sollten weiterhin zu den Basisinvestments zählen. Bei Corporate Bonds werden die Spread-Einengungen gesehen, sie bewirken eine Neutralität gegenüber dieser Anlageklasse. Die Frage, die sich jeder institutionelle Investor hier stellen muss, ist, ob er

das jeweilige Risiko nehmen will. Als Fazit bleibt für das Core-Investment Anleihen: Duration ist aufgrund der anhaltenden Niedrigzinspolitik 2013 kein Thema. Peripherie-Anleihen bleiben attraktiv. Emerging Markets können ebenfalls beigemischt werden. Eine Diversifikation in die Breite ist im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld allerdings wichtiger denn je.

### Alternative Investments

Wie können institutionelle Investoren wie Pensionskassen oder Versicherungen in diesem Niedrigzinsumfeld zusätzliche adäquate Renditequellen erschließen? Dazu ein kurzer Blick auf alternative Anlageklassen: Zu Alternativen Investments zählen unterschiedliche Strategien und Vermögenswerte wie Immobilien oder Rohstoffe sowie traditionelle Formen wie Hedgefonds oder Private Equity. Sie grenzen sich durch eigenständige Merkmale wie Risikoprämien und verschiedene Grade der Illiquidität von den traditionellen Assetklassen Aktien, Renten oder dem Geldmarkt ab. Grundsätzlich sprechen drei Gründe dafür, jenseits der traditionellen Anlagen zu investieren.

**1) Das hohe Ertragspotenzial:** Der strategisch wichtigste Einflussfaktor ist die langfristige Illiquidität bei vielen Alternativen Investments. Sie liefert nicht nur die Prämie, die Anleger wollen, sondern häufig lässt sich in den jeweiligen ineffizienten Märkten auch ein Alpha generieren, das heißt, durch einen Informationsvorsprung besser abzuschneiden als der Markt.

**2) Die Korrelation:** Alternative Investments sind in der Regel wenig bis gar nicht mit dem Aktienmarkt korreliert, was der Hauptrisikotreiber in gewöhnlichen Portfolios ist.

**3) Die Größe:** Das Marktvolumen alternativer Anlagen ist größer als das traditioneller. Allein der Immobilienmarkt entwickelter Länder wie den USA oder Deutschland übersteigt die Größe des jeweiligen Aktienmarktes deutlich.

### Immobilien und Infrastrukturprojekte

Innerhalb der Klasse der Alternativen Investments sind institutionelle Investoren aus Deutschland sicher mit Immobilien am Vertrautesten. Aber nutzen sie auch wirklich die Vorteile, die eine internationale Diversifikation mit sich bringt? Oder erwerben sie hauptsächlich Objekte in Deutschland, vielleicht noch in Europa? Der eigentliche Startpunkt für die Zusammenstellung eines Immobilienportfolios ist die relative Größe eines Immobilienstandortes. Dies gibt Aussagen über die Reife des Marktes. Die Transaktionsaktivität auf dem jeweiligen Markt legt nahe, wie groß die Umschlagshäufigkeit ist – ein Indikator für die Möglichkeit und Schnelligkeit eines Marktein- oder -austritts.

Darüber hinaus ist es unerlässlich, Fragen nach der Transparenz einzelner Märkte und nach ihrer Krisenanfälligkeit mit ins Kalkül einzubeziehen. Für die Portfoliosteuerung ist die Volatilität der Märkte eine wichtige Größe ebenso wie die Korrelationen einzelner Immobilienstandorte untereinander. Globales Immobilienmanagement erfordert lokale Kompetenz. Die Immobiliendivision innerhalb der DeAWM beschäftigt alleine 450 Mitarbeiter an 22 Standorten. Mehr als 3 600 Immobilien mit einem Gesamtwert von über 40 Milliarden Euro werden verwaltet.

Neben Immobilien rücken derzeit Investitionsmöglichkeiten in Infrastrukturprojekte in den Fokus institutioneller Investoren. Der Grund: Nachdem europäische Banken sich erklärtermaßen aus der langfristigen Finanzierung von Infrastrukturprojekten immer mehr zurückziehen und die öffentlichen Kassen meist leer sind, eröffnet die Situation institutionellen Investoren die Chance, mit Infrastructure-Debt-Produkten ihre Portfolios zu diversifizieren und entsprechende Renditen zu realisieren. Der Markt für Infrastrukturinvestitionen wächst beständig. Die OECD schätzt, dass die Nachfrage bis 2030 auf rund 70 Billionen US-Dollar ansteigen wird. Laut Prognosen der DeAWM könnten sich für institutionelle Investoren Möglichkeiten ergeben, mit mehr als 650 Milliarden

Euro als Fremdkapitalgeber in die Finanzierung von Brownfield- und Greenfield-Infrastrukturprojekten einzusteigen. Die Vorteile liegen in der Langfristigkeit der Investitionen und der stabilen und vorhersagbaren Cash-Flows, der relativ attraktiven Verzinsungen, den niedrigen Ausfallraten und dem impliziten Inflationsschutz, den diese Investments tragen. Trotz der vielen Argumente für Infrastruktur muss ein Engagement immer differenziert betrachtet werden, je nach regulatorischem Rahmen des jeweiligen Investors ist die Umsetzung teilweise schwierig und komplex.

### Floating Rate Loans und Private Equity

Ebenfalls einen starken Aufschwung in der Wahrnehmung institutioneller Investoren durchleben gerade die sogenannten Floating Rate Loans. Floating Rate Loans bilden eine attraktive Alternative zu den bei Investoren so beliebten High-Yield-Anleihen. Was sind Floating Rate Loans? Floating Rate Loans sind syndizierte Kredite, bei denen mehrere Banken sich zu einem Konsortium zusammenschließen. Für ein einzelnes Institut wäre das Volumen im Falle eines Kreditausfalls zu groß, sodass sich Investorengruppen mit häufig zehn bis 50 Beteiligten bilden. Dieses spezielle Finanzierungsvehikel entsteht üblicherweise bei Unternehmenskäufen von großen Mittelständlern und sogar internationalen Konzernen mit einem Umsatz von mehr als 500 Millionen Euro im Jahr und einem EBITDA von mehr als 100 Millionen Euro.

Floating Rate Loans bieten eine hohe Verzinsung, eine niedrige Korrelation zu anderen Anlageklassen, Floater-Qualitäten dank variabler Verzinsung, und sie stehen in der Rückzahlungshierarchie als erstrangige Verbindlichkeiten in der Kapitalstruktur eines Unternehmens. Floating Rate Loans bieten also einige Vorteile gegenüber High Yield Bonds – allerdings auf Kosten der Liquidität, wie hier betont werden muss. Die DeAWM verfügt über eine Gruppe von Spezialisten in den USA und in Europa, die bei der Zusammenstellung von Portfolios behilflich und einen guten Track-Record im Management vorweisen kann.

Ebenfalls eine Illiquiditätsprämie bieten Investitionen in Private Equity. Es verwundert vielleicht, aber Private Equity ist in Deutschland immer noch nicht sehr bekannt. In einer Umfrage unter mittelständischen Unternehmen, die der BDI in

Zusammenarbeit mit der Deutschen Bank durchgeführt hat, gaben mehr als die Hälfte an, von Private Equity schon gehört zu haben, aber nicht genau zu wissen, was dahinter steckt. Nur neun Prozent der Befragten wussten genau und 30 Prozent ungefähr, was Private Equity bedeutet. Dabei ist Private Equity in Deutschland ein ernst zu nehmender Wirtschaftsfaktor. Mehr als 6 000 Unternehmen sind Private-Equity-geführt oder im Besitz von Private-Equity-Investoren. Diese Firmen beschäftigen mehr als eine Million Mitarbeiter und erwirtschaften einen Jahresumsatz von rund 200 Milliarden Euro.

Dennoch lässt sich feststellen, dass trotz dieser beachtlichen Zahlen Deutschland im internationalen Vergleich noch eine sehr kleine Rolle spielt. Gemessen am BIP machte Private Equity in Deutschland im Jahr 2012 gerade einmal 0,17 Prozent aus. Für Europa liegt die Quote bei 0,34 Prozent, in Frankreich, Schweden und Großbritannien ist sie noch deutlich höher. Das bedeutet für Deutschland wiederum enormes Aufholpotenzial. Die Deutsche Bank engagiert sich schon seit Jahren im Bereich Private Equity und verwaltet für Kunden rund elf Milliarden Dollar in dieser Assetklasse.

Die Vorteile von Investitionen in Alternative Investments gerade in Zeiten der „neuen Normalität“ liegen auf der Hand: Sie bieten zumeist eine hohe Prämie für ihre Illiquidität und häufig ein höheres Alpha-Potenzial als traditionelle Anlageklassen. Sie verbessern die Risikostruktur und die Diversifikation eines Portfolios und bieten in Normalphasen teils hohe Marktunabhängigkeit. Langfristig kompensieren die Überrenditen von illiquiden Anlageklassen das eingegangene Illiquiditätsrisiko gegenüber einem reinen Buy-and-Hold-Investor mit liquiden Vermögenswerten. Die Rendite-Risiko-Eigenschaften von Portfolios werden durch alternative Anlageklassen effizienter. Folglich ist die DeAWM vonseiten der strategischen Allokation langfristig positiv gegenüber diesen Anlageklassen eingestellt (Abbildung 2). Mit Expertise in ein Portfolio eines institutionellen Investors implementiert, kann mittels alternativen Anlagen die Stetigkeit von Portfolioerträgen stabilisiert und der Gesamtertrag des Portfolios gesteigert werden. Der Preis dafür ist die größere Illiquidität bei einzelnen Engagements, die in der geplanten Gesamtauszahlungsstruktur des Kunden ihre Berücksichtigung finden muss.