BAI Diversifikation zählt.

Newsletter III/2019

Schwerpunktthema „Institutionelle Investoren und Alternative Investments“

Der BAI e.V. dankt folgenden Sponsoren für die freundliche Unterstützung dieses Newsletters:

Absolut research · Deka Institutionell · HSBC INKA · LIS A SANNE COMPANY · NN investment partners · PROGRESSIVE CAPITAL PARTNERS LTD · QC PARTNERS · UNIVERSAL INVESTMENT

Diese Termine sollten Sie sich nicht entgehen lassen!

Freitag, 28. Juni 2019 (10:00-11:00 Uhr)

BAI Webinar „ESG-Risikomanagement & Reporting für Alternative Investments“

Donnerstag, 4. Juli 2019 (München)

BAI Insight 51 „Infrastructure Debt – Erträge und Nachhaltigkeit unter einem Hut?“

Save the date: Mittwoch, 22. und Donnerstag, 23. April 2020 (Frankfurt)

BAI Alternative Investor Conference (AIC)

Inhalt

2 Leitartikel

5 Stellenanzeigen

9 Mitgliederneuvorstellungen

12 Das Spannungsfeld (investoren-) aufsichtsrechtlicher Reportingpflichten – und mittendrin: der Asset Manager
Michael Bommer, BAI e.V.

28 Quantitative Analysen für eine Asset Allocation jenseits traditioneller Anlagestrategien
Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH

34 Sag niemals Niedrigzins!
Susanne Hellmann, DekaBank

41 Aus einer Hand: Alternative Investments in einem deutschen Spezialfonds
Felix von Bothmer und Meike Fröhlich, HSBC INKA

48 Luxemburg – Warum sich der Schritt über die Grenze lohnt
Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg

51 Infrastrukturdarlehen – krisenfest, wenig volatil, nachhaltig
Thomas Wendt, NN Investment Partners

55 Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha
Flurin Grond and Dr. Thomas Kochanek, Progressive Capital Partners Ltd

58 Auseinanderdriften politischer Risiken und Börseneuphorie
Harald Bareit, QC Partners

61 Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA)
Ralph Karels, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

66 Veranstaltungshinweise

68 Buchvorstellungen

Sehr geehrte Damen und Herren, liebe Mitglieder,

zur AIC 2019 – die Erfolgsgeschichte geht weiter

Von, mit und für Investoren: Alternative Investments und die institutionelle Kapitalanlage standen wieder einmal im Fokus der diesjährigen Alternative Investor Conference (AIC), die am 14. und 15. Mai zum 12. Male in Frankfurt stattgefunden hat. Das gesamte BAI-Team, welches dieses Event über Monate hinweg akribisch und mit viel Engagement geplant hat, war höchst zufrieden, nicht nur mit dem Event, sondern auch mit dem Feedback der Teilnehmer. Kurzum: die im Vorfeld gesetzten Erwartungen wurden übertroffen, und zwar deutlich. Nicht nur, dass wir mit rund 570 Teilnehmern einen neuen Teilnehmerrekord verzeichnen konnten. Es waren auch die knapp 90 institutionellen Investoren, die bestätigt haben, dass sich die AIC zu der(!) jährlichen Branchenkonferenz rund um das Thema Alternative Investment entwickelt hat, an der man nicht vorbeikommt. Also lassen wir an dieser Stelle doch auch ein paar Investoren zu Wort kommen, die an der AIC teilgenommen haben:

- „Interessante Keynote Speaker, Panels zu aktuellen Themen, vertiefende Break Out Sessions. Für Investoren aus dem Bereich Alternative Investments zwei informative und zum Netzwerken bestens geeignete Tage." (Frau Kathrin Kalau-Reus, Investment Manager Private Equity, Infrastructure, Timber, Bayerische Versorgungskammer)
- „Die AIC hat sich längst als zentrale Informations- und Diskussionsplattform in Deutschland etabliert und ist für jeden Investor in Alternatives ein Gewinn." (Herr Frank Egermann, Head of Portfolio Management, BVV)
- „Die AIC 2019 war eine hervorragend organisierte Veranstaltung, die insbesondere durch die Relevanz der behandelten Themen, nicht zuletzt aber auch durch die perfekte Möglichkeit zum Austausch mit anderen Investoren und Anbietern überzeugt hat." (Herr Stefan Schütte, Leitender Portfolio Manager Alternative Debt Investments, R+V)

Gemeinsam mit Mitgliedsunternehmen und Investoren hatten wir das Programm gesetzt und natürlich auch den besonderen Herausforderungen im aktuell sensitiven geopolitischen und makroökonomischen Umfeld in besonderer Weise Rechnung getragen. Die Eckpfeiler des hochkarätigen Programmes bildeten alternative Risikoprämien und Werttreiber auf der einen Seite, Risikomanagement und Portfoliooptimierung auf der anderen Seite. Es gab zahlreiche Fachvorträge von Mitgliedern und Sponsoren z.B. zur Performancemessung und Bewertung für Private Equity, zum Risikomanagement bei Infrastrukturinvestments, zu Managed Accounts bei Alternative Assets oder zum Aufbau und Management von Private Markets oder Multi Asset Portfolios. Darüber hinaus blickten wir auf neue Trends auf den Private Equity und Immobilienmärkten, bei der Implementierung alternativer Risikoprämien und natürlich auf das Megathema ESG.

Frank Dornseifer, Geschäftsführer

Und wie schon in den Vorjahren kamen auch renommierte Wissenschaftler zu Wort und beantworteten fundamentale kapitalanlagerelevante Fragestellungen, z.B. zum Einsatz von finanzmathematischen Modellen bei der Kapitalanlage (Prof. Rudi Zagst von der Technischen Universität München), zu den Auswirkungen die Niedrigzinspolitik aus mikroökonomischer Sicht (Prof. Aloys Prinz von der Uni Münster), und zur Stabilität und Effizienz der Finanzsysteme aus der systemischen Perspektive (Prof. Hans-Peter Burghof von der Universität Hohenheim).

Nicht vergessen wollen wir in der Rückschau den Get-together Vortrag von Henry Maske, der viele Zuhörer in seinen Bann gezogen hat.

Und abschließend gilt es natürlich nochmals allen Sponsoren und Kooperationspartnern, vor allem aber auch den vielen Sprechern für ihren Beitrag zum Gelingen dieses Events zu danken. Wir freuen uns schon auf das Wiedersehen mit Ihnen im nächsten Jahr! Apropos: Notieren Sie sich am besten schon einmal den Termin der AIC 2020. Diese findet am 22. und 23. April 2020 wieder im Kap Europa in Frankfurt statt.

BAI Investor Survey 2019 – die Herausforderungen bei der Kapitalanlage steigen

Noch läuft die diesjährige BAI Investor Survey, die als Bestandsaufnahme und Ausblick das Investitionsverhalten und die damit verbundenen Herausforderungen für institutionelle Investoren in Deutschland dezidiert beleuchten soll. Ein erstes Zwischenergebnis von Investoren, die gemeinsam immerhin rund 450 Mrd. Assets under Management verwalten, zeigt die Ambivalenz der Kapitalanlage, mit der sich Investoren, korrespondierend aber auch deren Asset Manager, aktuell und perspektivisch auseinanderzusetzen haben.

Auf der einen Seite sind – in dieser Reihenfolge – Private Equity, Immobilien (Equity) und Infrastruktur (Equity) sowie Corporate Private Debt die großen Gewinner, die die Erwartungen der Investoren z.B. in puncto Rendite-Risiko-Relation oder Portfoliodiversifikation weit überdurchschnittlich erfüllt haben. Und genau deshalb soll in diesen Segmenten in den nächsten zwölf Monaten die Allokation weiter erhöht werden.

Auf der anderen Seite gibt es dann aber auch nicht nur assetklassenspezifische Herausforderungen wie etwa Dry Powder, Exit Environment, Bewertung, Wettbewerb um Assets, etc., sondern auch übergeordnete Probleme und Risiken wie etwa Niedrigzins und Renditeshortfall, geopolitische Risiken und fehlende Anlagemöglichkeiten. Damit aber nicht genug: diese Schwierigkeiten werden aus Sicht der Investoren nicht nur die nächsten zwölf Monate prägen, sondern perspektivisch in den nächsten 3-5 Jahren noch – zum Teil deutlich – zunehmen! Und selbst bei regulatorischen Unsicherheiten erwarten die teilnehmenden Investoren zukünftig eine deutliche Zunahme, was eigentlich verwundert, denn der maßgebliche regulatorische und steuerliche Rahmen sowohl für Investoren als auch für Asset Manager ist mittlerweile etabliert und anstehende Revisionen, z.B. der Solvency- oder der AIFM-Richtlinie, sollen eher moderat und punktuell als fundamental angegangen werden. Alles andere wäre auch kontraproduktiv.

Indes zeichnet sich ab, dass sich gerade mit Blick auf die Implementierung einer ESG-Strategie viele Investoren mit großen Unsicherheiten im Hinblick auf zukünftige regulatorische Anforderungen konfrontiert sehen, konkret also dem umfangreichen Maßnahmenpaket der Sustainable Finance Initiative der EU-Kommission, welches derzeit erarbeitet und mit Leben gefüllt wird. Der jüngst von der der EU-Expertengruppe veröffentlichte 414 Seiten starke Taxonomie-Report gibt einen weiteren Vorgeschmack, was nun noch auf Real- und Finanzwirtschaft zukommt. Nicht ohne Grund hat der BAI daher auch schon in einem frühen Stadium gefordert, dass die Sustainable Finance Initiative bei der Implementierung von nachhaltigen Anlagestrategien Eigeninitiative fördern soll statt bürokratisch zu reglementieren. Nachhaltigkeit zeichnet sich dadurch aus, dass Diversität und zukunftsweisendes Handeln nicht nur anerkannt, sondern gefördert werden. Nur wenn z.B. eine EU-weit harmonisierte Taxonomie dies berücksichtigt und bestehende freiwillige Standards inkludiert statt ausschließt, hat sie eine Berechtigung. Nachhaltiges Investieren ist weniger das Ergebnis von politischen Definitionen und Kompromissen, sondern vorausschauendes, umsichtiges und ganzheitliches Handeln der Anleger, die schon allein aus Risikomanagementgründen in der Pflicht sind, Klimawandel & Co. und daraus resultierende Risiken zu erfassen und das Portfolio darauf auszurichten.

In der Gesamtschau geben die unterschiedlichen Bedenken und Probleme, die in der BAI Investor Survey schon jetzt sehr deutlich artikuliert werden, begründeten Anlass zur Sorge. Als Stabilitäts- und Renditeanker im Portfolio werden Alternative Investments nur dann weiter Erfolg haben, wenn Investoren ihre Allokation mit Bedacht weiter ausbauen und die AI-Branche die in sie gesetzten Erwartungen nachhaltig erfüllt. Dabei spielen Politik, Zentralbanken und Aufsicht natürlich auch eine entscheidende Rolle und grade von diesen Akteuren ist jetzt ein klarer, stabiler und pragmatischer Kurs gefordert. Auch dies ist Nachhaltigkeit!

Die BAI Investor Survey läuft noch bis zum 5. Juli 2019. Im Anschluss gibt es eine ausführliche Zusammenfassung.

Themenschwerpunkt „Institutionelle Investoren und Alternative Investments“

Dieser Newsletter ist – begleitend zum aktuellen Themenschwerpunkt auf der BAI-Homepage – dem Thema „Institutionelle Investoren und Alternative Investments“ gewidmet. Seit vielen Jahren widmen wir unsere Verbandsarbeit auch der institutionellen Kapitalanlage im Kontext der Alternative Investments. Gemeinsam mit unserem Fachausschuss Investorenaufsichtsrecht und natürlich dem Investorenbeirat sind wir bei zahlreichen investorenrelevanten Themen auf der regulatorischen, aber natürlich auch der

Marktseite aktiv. Auch unsere diversen Veranstaltungsformate sind immer auch speziell auf Investoren zugeschnitten und regelmäßig sind diese aktiv in die Programmplanung und -gestaltung eingebunden. Und auch im Rahmen unserer Studie Corporate Private Debt in Deutschland ist ein sehr großer Teil den Anforderungen und Erwartungen eben der institutionellen Investoren gewidmet. Diese Ausrichtung wird von Branche und Mitgliedern sehr geschätzt und wir werden dieses Alleinstellungsmerkmal weiter manifestieren. Auch deshalb haben wir diesen thematischen Schwerpunkt des Newsletters gewählt und präsentieren flankierend diverse Publikationen unserer Mitglieder zu diesem Thema in dem einschlägigen Themenschwerpunkt auf der BAI Homepage.
Hier im Newsletter finden Sie nun eine Reihe von sehr informativen Fachbeiträgen zu diesem Schwerpunktthema, die wir zur Lektüre empfehlen möchten:

- Quantitative Analysen für eine Asset Allocation jenseits traditioneller Anlagestrategien, von Michael Busack und Dr. Jan Tille, Absolut Research GmbH
- Sag niemals Niedrigzins!, von Susanne Hellmann, DekaBank
- Aus einer Hand: Alternative Investments in einem deutschen Spezialfonds, von Felix von Bothmer und Meike Fröhlich, HSBC INKA
- Luxemburg – Warum sich der Schritt über die Grenze lohnt, von Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg
- Infrastrukturdarlehen – krisenfest, wenig volatil, nachhaltig, von Thomas Wendt, NN Investment Partners
- Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha, von Flurin Grond und Dr. Thomas Kochanek, Progressive Capital Partners Ltd
- Auseinanderdriften politischer Risiken und Börseneuphorie, von Harald Bareit, QC Partners
- Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA), von Ralph Karels, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Weiterhin finden Sie in dieser Ausgabe einen Beitrag von Michael Bommer, BAI e.V., zum Thema „Das Spannungsfeld (investoren-) aufsichtsrechtlicher Reportingpflichten – und mittendrin: der Asset Manager".

Ich wünsche eine informative und unterhaltsame Lektüre,

Frank Dornseifer

Impressum

Jahrgang 19 – Ausgabe III

Verantwortliche Redakteure:
Frank Dornseifer
Christina Gaul
Michael Bommer

Erscheinungsweise:
alle 2 Monate

BAI e.V. · Poppelsdorfer Allee 106 · D-53115 Bonn
Tel. +49 - (0) 228 - 969870 · Fax +49 - (0) 228 - 9698790
www.bvai.de
info@bvai.de

Haftungsausschluss

Die Informationen des BAI-Newsletters stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Terminkontrakten oder sonstigen Finanzinstrumenten dar.
Eine Investitionsentscheidung sollte auf Grundlage eines Beratungsgespräches mit einem qualifizierten Anlageberater erfolgen und auf keinen Fall auf der Grundlage dieser Dokumente/Informationen. Alle Angaben und Quellen werden sorgfältig recherchiert. Für Vollständigkeit und Richtigkeit der dargestellten Informationen kann keine Gewähr übernommen werden.

Satz & Layout

SimpleThings GmbH
Münsterstraße 1 · 53111 Bonn
www.simplethings.de

Stellenanzeige
(Senior-) Analyst Alternative Investments

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Industrie in Deutschland. Wir setzen uns vor allem für die Diversifikation institutioneller Investorenportfolios ein. Zu den satzungsmäßigen Aufgaben gehört dabei insbesondere die Steigerung des Bekanntheitsgrades von alternativen Anlageklassen und -Strategien und die Verbesserung deren Verständnis in der Öffentlichkeit. Zu unserem Themenspektrum zählen Private Debt, Liquid Alternatives, Private Equity, Rohstoffe und Infrastruktur. Der Kreis der Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts rekrutieren, ist auf rund 210 namhafte nationale und internationale Unternehmen angewachsen. Wir suchen für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Mitarbeiter (m/w) mit dem folgenden Profil:

Ihre wesentlichen Aufgaben:

- Analyse der AI-Märkte mit Fokus auf Nachfrage institutioneller Investoren in Deutschland und weltweite Angebotsentwicklungen: Secondary Research in enger Abstimmung mit BAI Mitgliedsunternehmen, Verbänden/Organisationen sowie Hochschulen
- Förderung der Diversifikation durch Mitarbeit bei der Gestaltung von BAI Veranstaltungen, Publikationen und Entwicklung von Positionspapieren für Aufsichts- und Steuerbehörden sowie Politik
- Ausbau der Verbandsaktivitäten zu den o.g. Schwerpunktthemen
- Betreuung der einschlägigen Arbeitsgruppen und Fachausschüsse des BAI und Erarbeitung der Verbandspositionen zu Vorhaben des Gesetzgebers und der Aufsicht sowie zu Verbandsinitiativen
- Unterstützung der Mitgliedsunternehmen zu Themen der Verbandsarbeit
- Pflege und Neukonzeption von Statistiken zum AI-Markt
- Mitarbeit bei der Gewinnung neuer Mitglieder für den Verband

Ihr Profil :

- Mit überdurchschnittlichem Erfolg abgeschlossenes Studium aus dem Bereich Wirtschaftswissenschaften
- Solide Finanz- Kenntnisse und sehr guter Umgang mit Zahlen
- Mindestens zwei Jahre Berufserfahrung, vorzugsweise im Bereich Alternative Investments und/oder Portfolio Management
- Ausgeprägtes Interesse an Finanzthemen, Politik, Recht und Regulierung im Allgemeinen und Verbandsarbeit im Besonderen
- Gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und hervorragende kommunikative Fähigkeiten
- Hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit
- Verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point)

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet mit abwechslungsreichen Tätigkeiten. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen
lernen. Ihre aussagefähigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Gehaltsvorstellung ausschließlich per E-Mail an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.
Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer
-Geschäftsführer-
Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
Tel.:0228 / 96 98 7-50
dornseifer@bvai.de
Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de

Stellenanzeige
Jurist/Doktorand/Referendar (m/w) in Voll- oder Teilzeit

Der Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI) ist die zentrale Interessenvertretung der Alternative Investments Branche in Deutschland. Wir vertreten mittlerweile über 200 renommierte in- und ausländische Mitglieder, die sich aus allen Bereichen des professionellen Alternative Investments-Geschäfts (Infrastruktur, Private Debt, Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe, etc.) rekrutieren: Asset Manager, Fondsgesellschaften, Banken, Administratoren, Verwahrstellen sowie weitere Branchen-Dienstleister.

Wir setzen uns dafür ein, dass deutsche institutionelle bzw. professionelle Investoren ihre Kapitalanlage im Hinblick auf Alternative Investments, insbesondere mit Augenmerk auf die langfristige Sicherung der deutschen Altersvorsorge, einfacher und besser diversifizieren können.

Für unsere Geschäftsstelle am Verbandssitz Bonn suchen wir zum frühestmöglichen Zeitpunkt einen Juristen/Doktoranden/Referendar (m/w) in Vollzeit oder Teilzeit (mind. 20 Wochenstunden).

Ihre Herausforderung / Arbeitsschwerpunkte:

- Unterstützung der Geschäftsstelle bei der Analyse von und Mitwirkung bei Gesetzes- und Regulierungsvorhaben auf nationaler und europäischer Ebene,
- Analyse, Strukturierung und Aufbereitung von Rechtsthemen für Verbandsmitglieder, Branche, Investoren und Öffentlichkeit,
- Teilnahme an und Vorbereitung von Ausschusssitzungen sowie Treffen mit Aufsicht und Politik auf nationaler und europäischer Ebene
- redaktionelle Arbeiten, insbesondere Zuarbeit zu Fach- und Newsletterbeiträgen sowie zu Vorträgen,
- Unterstützung bei Publikationen und der Entwicklung von Positionspapieren für Aufsichts- und Steuerbehörden sowie Politik,
- Planung und Durchführung von Verbandsveranstaltungen zu Rechts- und Aufsichtsthemen,
- Übernahme von Sonderprojekten.

Ihr Profil :

- Eine erfolgreich absolvierte Erste bzw. Zweite Juristische Staatsprüfung (vorzugsweise mindestens mit der Note befriedigend)
- erste Erfahrungen in bzw. ausgeprägtes Interesse an den Bereichen Finanz- und Kapitalmarktrecht und Regulierung,
- gutes analytisches und konzeptionelles Denkvermögen und sehr gute kommunikative Fähigkeiten,
- hohe Eigeninitiative, aber auch gute Teamfähigkeit,
- verhandlungssicheres Englisch, Kenntnisse von weiteren Fremdsprachen sind wünschenswert,
- sichere Kenntnisse und Fähigkeiten bei der Nutzung der gängigen MS Office-Anwendungen (Word, Excel, Power Point).

Der BAI bietet Ihnen ein interessantes Arbeitsgebiet in einem Interessenverband mit abwechslungsreichen Tätigkeiten auf nationaler und europäischer Ebene. Sie arbeiten in einem kleinen Team, bei dem Sie sich bei der Lösung vielfältiger Fragestellungen im Finanz- und Investmentbereich einbringen können. Wenn Sie diese Aufgabe reizt, sollten wir uns schnell kennen lernen. Ihre aussagekräftigen Bewerbungsunterlagen richten Sie bitte unter Angabe Ihres frühestmöglichen Eintrittstermins und Ihrer Gehaltsvorstellung ausschließlich **per E-Mail** an:

Bundesverband Alternative Investments e.V.
Herrn Rechtsanwalt Frank Dornseifer
-Geschäftsführer-
Poppelsdorfer Allee 106
53115 Bonn
Tel.:0228 / 96 98 7-50
dornseifer@bvai.de
Weitere Informationen über den BAI finden Sie unter: www.bvai.de

Stellenanzeige
Advisor, Government and Regulatory Affairs - Brussels

AIMA is a trade association representing the global alternative investment management industry. Headquartered in London, AIMA services approximately 1,900 corporate members in over 50 countries. AIMA is the leading industry advocate, maintaining close dialogue with national and supranational policy making institutions, governments and regulatory agencies, providing responses to important regulatory and tax consultations and developing sound practices and industry guidance for our members. It has also established the Alternative Credit Council (ACC), which is an association within AIMA devoted to representing the private credit industry, with a view to securing sustainable development of the sector. It is the sole global trade association representing the interests of the private credit and non-bank finance participants in asset management.

BAI is the central advocacy organization for the alternative investment industry in Germany - across products and asset classes – servicing approximately 200 members. As a catalyst between our members and German institutional investors one of our goals is to make it easier for them to more effectively diversify their portfolios through Alternative Investments, in particular in view of the importance of securing long-term retirement income. Our core task is therefore to advocate for legal reforms to this effect and to secure development of the law in the interests of our members and their investors.

We are currently strengthening our presence in Brussels and will be opening an office at the beginning of 2018 and are seeking an experienced policy and **regulatory professional advisor for our Government and Regulatory Affairs Departments to support AIMA and BAI**. The advisory role is likely to be split on a 60/40 basis between AIMA and BAI.

The role will focus primarily on EU legislative work affecting alternative investment managers, and the market environment they operate in including, but not limited to, AIFMD and UCITS developments, the European capital market union package, market structure and infrastructure regulations and private credit regulations such as loan funds or policy decisions related to non-bank lending. On the other hand investor regulation such as Solvency II is in the scope of our work due to the increasing impact on portfolio allocation including alternative investments.

The person carrying out the role will have to help convey AIMA's position on legislative work being conducted in Brussels as well as contribute to further develop and consolidate AIMA's presence and network in Brussels. The person will also be expected to work very closely with the BAI executive and membership, briefing them on regulatory developments as well assisting with the development of their positions, where possible, in a close cooperation or joint effort with AIMA.

The role includes responsibility for:

- Monitoring regulatory developments
- Preparing updates for AIMA and BAI members
- Running working groups of AIMA and BAI members to develop a position on proposals from regulators
- Drafting responses to regulatory consultations
- Developing AIMA's network in Brussels among EU institutions, other trade associations and market participants
- Responding promptly to members' queries and requests on EU regulations issues
- Designing and participating in AIMA and BAI events

Required skills and experience include:

- Adequate experience to operate with a high level of autonomy and initiative
- The need to demonstrate familiarity with, and knowledge of, many different regulatory regimes
- Ability to track EU legislative developments efficiently and to set out AIMA's positioning on relevant topics clearly and accurately publicly and in private meetings
  Proven experience gained in government or regulatory agencies, or other appropriate experience in the asset management industry or in a law firm (minimum 5 years)
- Knowledge of financial services regulation and/or the hedge fund industry. We are interested in hearing from candidates with expertise in one or more of the following: AIFMD, UCITS, MiFID, EMIR, SSR, market abuse, Basel III or Solvency II
- Excellent writing and editing skills in English
- Excellent command of the German language (writing and editing)
- Good organisational and project management skills
- Good research skills
- The ability to communicate effectively with both regulatory representatives and members
- The ability to absorb and organise substantial amounts of both general and detailed information and to disseminate and 'distil' it in a manner readily accessible to AIMA members and in good English
- Attention to detail, diligence, accuracy and thoroughness in the written and spoken word;
- The ability to adapt to and fit in with AIMA and BAI culture
- A 'can do' attitude - including a willingness to tackle a broad range of work and to work enthusiastically and happily within a small team in a small office
- The ability to work under pressure and to represent the associations professionally.

This is an excellent opportunity for you to take the next step in your career and join this growing international trade body with an excellent reputation globally. We are committed to helping you to achieve your professional goals.

The candidate must be eligible to work in Belgium.

Role, title and salary dependent on experience

How to apply:
Please send your CV together with salary expectations to Marie-Adelaide de Nicolay, Consultant GRA, Brussels at madenicolay@aima.org or to Frank Dornseifer, Managing Director BAI, dornseifer@bvai.de NO AGENCIES

BAI Alternative Investor Conference

Save the date

22. & 23. April 2020

Kap Europa, Frankfurt

Impressionen und Fakten der BAI Alternative Investor Conference 2019

560 Teilnehmer · 90 Institutionelle Investoren · 45 Sponsoren und Medienpartner · 24 Fachvorträge

Get-together Speech & Investoren Dinner mit Henry Maske · Exklusiver Workshop für Institutionelle Investoren · und vieles mehr….

Fazit:

„Die AIC 2019 war eine hervorragend organisierte Veranstaltung, die insbesondere durch die Relevanz der behandelten Themen, nicht zuletzt aber auch durch die perfekte Möglichkeit zum Austausch mit anderen Investoren und Anbietern überzeugt hat."

Stefan Schütte, Leitender Portfolio Manager Alternative Debt Investments, R+V

„Interessante Keynote Speaker, Panels zu aktuellen Themen, vertiefende Break Out Sessions. Für Investoren aus dem Bereich Alternative Investments zwei informative und zum Netzwerken bestens geeignete Tage."

Kathrin Kalau-Reus, Investment Manager Private Equity, Infrastructure, Timber, Bayerische Versorgungskammer

Informationen und Anmeldung unter: www.ai-conference.com

Seit Erscheinen der letzten Newsletterausgabe Ende April haben wir weitere sieben neue Mitglieder gewinnen können.

Wir freuen uns sehr, nun auch

- Aggregate Debt Advisory GmbH
- Art-Invest Alternative Assets GmbH
- Axiom Asia Private Capital Pte. Ltd.
- Finance in Motion GmbH
- Luther Rechtsanwaltsgesellschaft mbH
- qashqade AG
- Reichmuth & Co Investment Management AG

begrüßen zu dürfen. Eine Übersicht über alle 212 BAI Mitglieder finden Sie hier.

Aggregate Debt Advisory GmbH

Die Aggregate Debt Advisory GmbH (ADA) ist eine auf den Bereich Real Estate Debt spezialisierte Investmentberatungsgesellschaft. Ihr Fokus liegt in der Beratung von institutionellen Fonds, die mit Mezzanine-Kapital insbesondere Projektentwicklungen deutscher Wohnimmobilien (mit)finanzieren. Die ADA ist Ansprechpartner für Immobilieninvestoren und Projektentwickler im Rahmen von Finanzierungen für Akquisitionen, Projektentwicklungen und Refinanzierungen.
Das Team besteht aus Experten der Bereiche Immobilien-Finanzierung, Asset- und Risikomanagement und verfügt über langjährige Erfahrung im nationalen und internationalen Finanz- und Immobiliengeschäft.

Art-Invest Alternative Assets GmbH

Art-Invest Alternative Assets (AIAA) ist eine neu gegründete, unabhängige Investmentmanagement-Plattform und Fondsinitiator für alternative, sachwert-basierte Investitionsstrategien mit langfristig gesicherten Zahlungsströmen.
Seit Anfang 2019 erweitert die AIAA das institutionelle Immobilien-Fondsgeschäft der Art-Invest Gruppe um die Investitionsschwerpunkte Betreiberimmobilien, Debt, Infrastruktur sowie Schiffsfonds.
Um den paneuropäischen Investitionsstrategien (Schiffe: global) sowie den Bedürfnissen internationaler Investoren Rechnung zu tragen, werden die Fonds über einen Service-AIFM in Luxemburg aufgelegt.
Art-Invest Alternative Assets unterhält Büros in Köln (Hauptsitz) sowie Hamburg.
Derzeit verwaltet die Art-Invest Gruppe ca. 6,2 Mrd. EUR Assets under Management und 18 BaFin-regulierte Immobilien-Investmentvermögen für institutionelle Investoren.

Axiom Asia Private Capital Pte. Ltd.

Axiom Asia is an independent fund management firm focused on investing in the Asia Pacific region. Established in 2006, Axiom Asia currently manages five private equity fund-of-funds and one co-investment fund with total commitments of US$5.2 billion.
Axiom offers investors access to top-tier Asian-focused private equity funds that can provide attractive long-term risk-adjusted returns. We invest in mid-market country-focused funds across buyout, growth and venture capital. In addition to making commitments to primary funds, Axiom also selectively executes secondary transactions as well as direct investments to enhance overall returns.
We are one of Asia's most local and experienced PE investment teams. Axiom's Managing Partners have been investing in Asia since 1997 and have previously worked in sovereign wealth funds, global secondary funds, investment banks and in venture capital.
Our limited partners include endowments, foundations, family offices, pensions and financial institutions, in Europe, US and rest of the world.

Finance in Motion GmbH

Als einer der weltweit führenden Impact Asset Manager strukturiert und berät Finance in Motion Impact Investment Fonds, in denen sowohl öffentliche als auch private institutionelle Anleger investiert sind. Über 4 Mrd. EUR wurden seit 2005 vorwiegend in Finanzinstitute in Schwellen- und Entwicklungsländern sowohl in Form von Eigenkapital als auch als Darlehen investiert. Diese Geldern werden als Kredite an Kleinunternehmen, Haushalte oder landwirtschaftliche Betriebe weitergeleitet, mit dem Ziel wirtschaftliches Wachstum, nachhaltige Ressourcennutzung, den Klimaschutz oder den Erhalt der Artenvielfalt zu fördern. Darüber hinaus finanzieren die von Finance in Motion beratenen Fonds erneuerbare Energieprojekte und andere innovative impact-orientierte Unternehmen. Mitarbeiter an 17 Standorten weltweit unterstützen die Aktivitäten des Asset Managers in Südosteuropa, dem Kaukasus, Lateinamerika, sowie im Nahen Osten und Nordafrika.

qashqade AG

qashqade ist ein innovativer FinTech Anbieter. Unsere Kunden sind Fund Administratoren, Rechtsanwälte, Auditoren, General Partner und Investoren.
qashqade bietet eine automatisierte Carry Lösung an, mit der selbst die komplexesten Carry Berechnungen über eine einfach benutzbare Software erstellt und berechnet werden können. Neben den Carry-Berechnungen kann auch die Zuteilung der Carried Interest Allokationen auf Basis von Legal Entity Strukturen durchgeführt werden. Zudem erlaubt die Software die Berechnung der Höhe von zukünftigen Realisationen auf der Basis von erwarteten KPIs wie IRR, MIRR oder PME+. Die Lösung bietet real-time Unterstützung im Gespräch mit Investoren und oder Dealteams und senkt das Risiko eines Fehlers signifikant. Zudem unterstützt das Team von qashqade Ihre Kunden und potentielle Kunden bei der Due Diligence der eigenen Carry-Lösungen sowie bei der Umsetzung dieser.
Unser Ziel ist es, das überwiegend benutze Excel-Spreadsheet durch eine transparente und dem heutigen Standard entsprechende Lösung zu ersetzen und damit allen Betroffenen mehr Zeit für Added-Value zu verschaffen.

Reichmuth & Co Investment Management AG

Reichmuth & Co Investment Management AG fokussiert sich im Bereich Infrastruktur auf Investitionen in den Sektoren Transport und Ver- und Entsorgung in der Schweiz und Europa. Dabei wird ein defensives Rendite-Risiko-Profil bei Core/Core+ Investitionen verfolgt. Unsere institutionellen Kunden sind vorwiegend Pensionskassen, Versicherungen und Stiftungen, welche die Investitionscharakteristika von Direktanlagen in Infrastruktur zur Portfoliodiversifikation nutzen. Das dedizierte Infrastrukturteam fokussiert sich bei den Investitionen auf privatwirtschaftlich geprägte, mittelgroße Transaktionen, welche oft mit spezialisierten Bewirtschaftern umgesetzt werden. Ein neues Investitionsgefäß wird aktuell lanciert.

Das Spannungsfeld (investoren-) aufsichtsrechtlicher Reportingpflichten – und mittendrin: der Asset Manager

von Michael Bommer, BAI e.V.

Asset Manager bzw. Fondsgesellschaften, oder mit dem jeweiligen *terminus technicus* des zuständigen Gesetzgebers gesprochen, Alternative Investment Fund Manager („AIFM" in der Diktion der AIFM-Richtlinie) bzw. Kapitalverwaltungsgesellschaften („KVG") nach der Definition des Kapitalanlagegesetzbuchs stehen im Spannungsfeld regulatorischer Datenanforderungen und Berichtspflichten. Zum einen sind KVGen *direkt* Adressatinnen von Berichtspflichten; beide europäischen Fondsrichtlinien (AIFM-Richtlinie bzw. OGAW-Richtlinie/UCITS Directive) sehen Reportinganforderungen vor, die durch das KAGB und die Derivate-Verordnung („DerivateV") in nationales Recht umgesetzt worden sind. Zum anderen sind KVGen *mittelbar* betroffen von investorenaufsichtsrechtlichen Berichts- und Reportingpflichten: Sie sind Dienstleisterinnen für institutionelle Investoren wie Versicherungen, Versorgungswerke, Pensionskassen, Pensionsfonds, Banken, etc., welchen sie (in der Regel aufgrund vertraglicher Verpflichtungen) die Daten und Informationen zuliefern müssen, welche diese Investoren über ihre Fondsanlagen wiederum an die jeweiligen Aufsichtsbehörden melden müssen. Der Anforderungen werden nicht weniger: Bereits ab dem dritten Quartal 2019 kommen für sog. „EbAV", also „Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung", zusätzlich zu den nationalen Meldepflichten und den künftigen EZB-Berichtspflichten sehr detaillierte EIOPA-Meldeanforderungen hinzu.

Dieser Beitrag gibt einen Überblick über die aufsichtlichen Berichtspflichten für KVGen und geht ebenfalls ein auf die neuen Meldeanforderungen für EbAV. Zahlreiche Rechtsgrundlagen oder Templates sind als Hilfestellung mit Links unterlegt.

A. Die KVG als unmittelbare Adressatin von aufsichtlichen Reportingpflichten...

Durch § 35 des Kapitalanlagegesetzbuchs („KAGB") sind AIF-KVGen nach Erhalt der BaFin-Lizenz verpflichtet, gegenüber der BaFin umfangreiche Meldepflichten zu erfüllen hinsichtlich der Struktur ihrer AIF sowie insbesondere ihres Risiko- und Liquiditätsmanagements. OGAW-KVGen unterliegen diesen Berichtspflichten im übrigen nicht, weil die OGAW-Richtlinie und deren Umsetzung in §§ 193 ff. KAGB einer eigentlichen Produktregulierung gleichkommt und derart engmaschige Vorgaben für Anlage- und Ausstellergrenzen zur Vermeidung von Risikokonzentrationen macht, dass der Gesetzgeber eine gleichermaßen intensive Aufsicht zu den Anlagemöglichkeiten wie für AIF nicht für nötig hielt. Den Berichtspflichten unterliegen daneben auch lediglich registrierte AIF-KVGen („kleine AIFM") nicht.

1. Meldepflichten von AIF-KVGen

Die Informationspflichten betreffen die verwalteten und vertriebenen AIF von

- AIF-KVGen gemäß § 35 Abs. 1-5 KAGB,
- EU-AIF-Verwaltungsgesellschaften gemäß § 35 Abs. 7 KAGB und
- Ausländischen Verwaltungsgesellschaften gemäß § 35 Abs. 8 KAGB.

Zentrale europarechtliche Grundlage ist Art. 24 AIFM-Richtlinie, außerdem dient § 35 Abs. 5 KAGB der Umsetzung von Art. 25 Abs. 1 der Richtlinie sowie § 35 Abs. 7 KAGB der Umsetzung von Art. 22 Abs. 1 Unterabsätze 1-3 der AIFM-Richtlinie. Die Norm verweist für weitere Konkretisierungen auf Art. 110 der AIFM-Durchführungsverordnung („AIFM-Level-II"/"AIFM-VO") und erklärt für die Bestimmung von Leverage in beträchtlichem Umfang Art. 111 AIFM-VO für anwendbar. Herzstück für die Mitteilungspflichten ist das in Anhang IV der AIFM-VO bereitgestellte Berichtsformular. Aus diesem ergibt sich auch der Umfang der Informationspflicht, d.h. aus § 35 Abs. 6 KAGB i.V.m. Art. 110 AIFM-VO i.V.m. Anhang IV AIFM-VO. Prinzipiell sind hiernach die fünf wichtigsten Instrumente und Märkte aufzuführen. Die Dateien für die Berichtspflichten sind im XSD-Format online abrufbar, damit eine elektronische Übermittlung möglich ist; ESMA hat *Guidelines on reporting obligations under Articles 3(3)(d) and 24(1), (2) and (4) of the AIFMD* und auch eine IT-Anleitung für die Berichtspflichten veröffentlicht.

Die KVGen übermitteln die Informationen und Unterlagen an ihre Aufsichtsbehörde, die BaFin. Im Rahmen eines Informationsaustauschs werden diese Daten jedoch gemäß § 13 Abs. 2 Nr. 2 auch der Bundesbank zur Verfügung gestellt. Weiterhin findet eine Übermittlung der erhobenen Daten an andere europäische Stellen im Rahmen von § 9 Abs. 5 Satz 1 sowie an die EU-Kommission nach § 12 Abs. 6 Nr. 2, Nr. 15 KAGB

statt. Die unterschiedlichen Berichtsebenen können somit wie folgt differenziert werden:

- Informationspflichten der KVGen als Regulierungsadressatinnen gegenüber der BaFin
- Horizontaler innerstaatlicher Informationsaustausch, vorwiegend zwischen BaFin und Bundesbank
- Horizontaler europäischer Informationsaustausch mit anderen NCAs (*National Competent Authorities*) des EU/EWR-Raums bei grenzüberschreiten Sachverhalten, bspw. beim Vertrieb von EU-AIF oder ausländischen AIF in Deutschland
- Vertikaler europäischer Informationsaustausch, d.h. mit den Aufsichtsbehörden der EU (die sog. ESAs, also die *European Supervisory Authorities*, bestehend aus ESMA, EIOPA und EBA) und der EZB
- Horizontaler Informationsaustausch durch Abkommen mit Behörden von Drittstaaten, wenn bspw. die BaFin sogenannte Memoranda of Understanding mit Aufsichtsbehörden von Drittstaaten schließt.

AIF-KVGen müssen ein umfangreiches Risikocontrolling leisten, inklusive VaR-Berechnung und Stress-Testing. Das Leverage muss nach mindestens drei Methoden berechnet werden: UCITS Commitment (einfacher Ansatz), UCITS/AIFM-Richtlinie (Gross) und AIFM-Richtlinie Commitment. Hinzu kommt, wie dargestellt, das umfangreiche Reporting mit Informationen sowohl über den AIFM als auch über die AIFs. Die Informationen enthalten Aussagen über Assets under Management, Exposures (Märkte, Assetklassen, Währungen, etc.), Investoren-Informationen, Marktrisiken, Gegenpartei-Risiken, Liquidität und Leverage.

Die Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) hat am 7. März 2019 ihren ersten statistischen Bericht über AIF der EU veröffentlicht. Die Statistik beruht auf den vorgenannten Berichtspflichten der AIFMs und AIFs an die jeweiligen Aufsichtsbehörden bzw. an ESMA. Die Aussagekraft der Statistik ist angesichts der umfangreichen gesammelten Daten indessen vergleichsweise gering.

2. Meldepflichten von OGAW-KVGen nach § 38 DerivateV

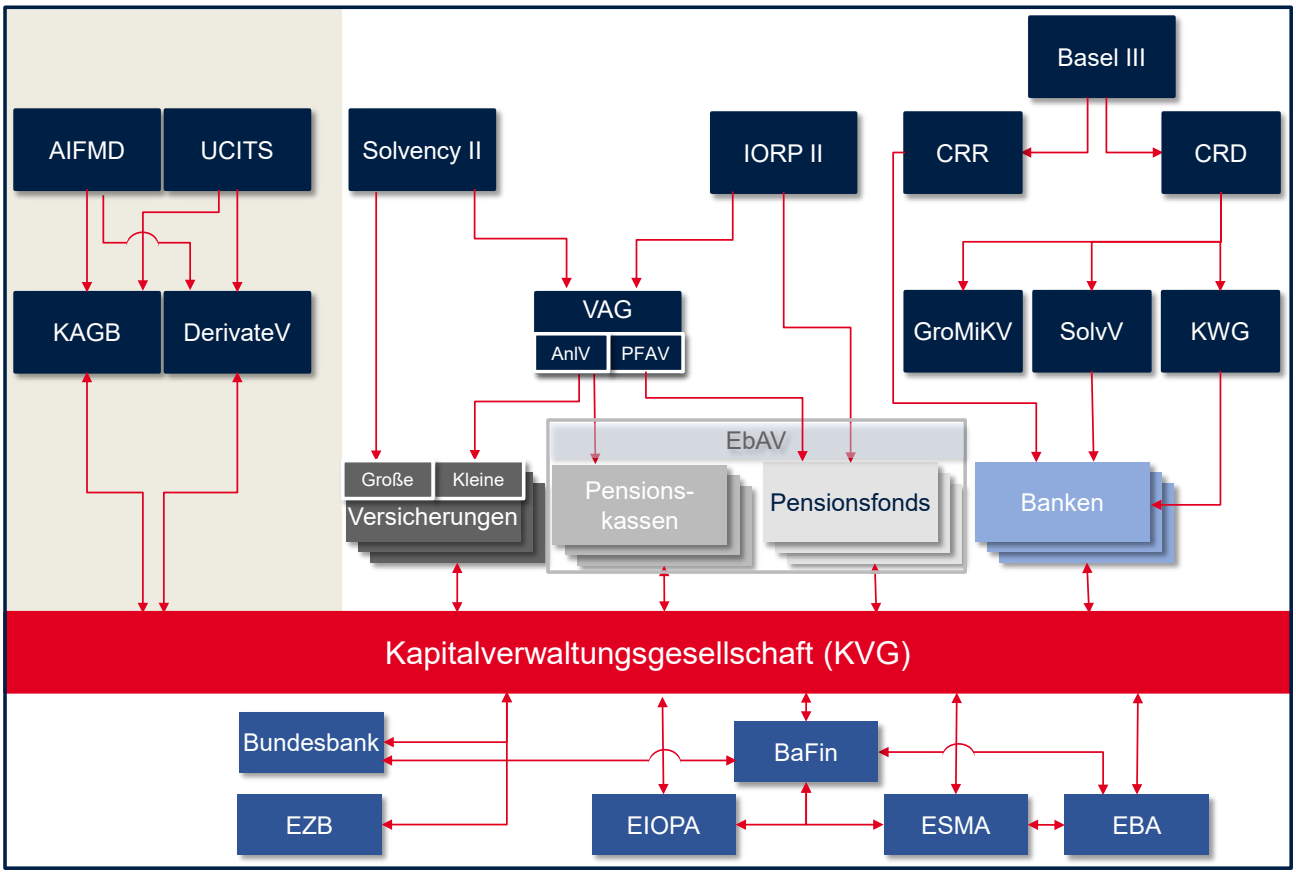
OGAW-KVGen müssen bei der BaFin jährlich für jeden OGAW Berichte über die verwendeten Derivate, strukturierten Produkte mit derivativer Komponente und Wertpapierleih- und Pensionsgeschäfte erstellen. Pro OGAW ist jeweils ein stichtagsbezogener (zum Ende des Kalenderjahres oder des Geschäftsjahres) und ein zeitraumbezogener Bericht abzugeben. Diese Meldungen sollen der BaFin ein Bild über die tatsächlichen Risiken infolge des Einsatzes von Derivaten, strukturierten Produkten sowie Wertpapierleih- und Pensionsgeschäften verschaffen.

Rechtsgrundlage ist § 38 DerivateV mit der Pflicht, ein Reporting der Derivate-Exposures abzugeben. Die Meldungen sind als Excel-Datei über das Melde- und Veröffentlichungssystem der BaFin (MVP-Portal) zu übermitteln. Für den Zugang auf das MVP-Portal muss man sich bei der BaFin registrieren lassen und einen Antrag auf Meldeberechtigung einreichen. Die technischen Spezifikationen hierfür stellt die BaFin über ihre Informationsseiten des MVP-Portals zur Verfügung.

B. ...wie als mittelbar betroffene Adressatin von investorenaufsichtsrechtlichen Reportinganforderungen

Wie eingangs umrissen, sind KVGen durch AIFMD und UCITS, durch KAGB und DerivateV direkt reguliert und auch direkt adressiert, was Reportinganforderungen anbelangt. Von den rund drei Billionen Euro, die Fondsgesellschaften in Deutschland verwalten, stammen über 1,5 Billionen Euro von institutionellen Investoren. Verschiedene institutionelle Anlegergruppen investieren in Spezialfonds und sind damit deren größte Kunden. Die bedeutendsten Investoren in Spezialfonds sind die Versicherungsunternehmen mit einem Anteil von rund einem Drittel, gefolgt von Altersvorsorgeeinrichtungen wie bspw. Versorgungswerke, Pensionskassen) mit ca. 29%, Kreditinstituten (ca. 10%) und sonstigen Unternehmen, zu denen Industriestiftungen sowie

Arbeitgeber- und Wirtschaftsverbände gehören, mit etwa 11%. Kirchen, Vereine, Stiftungen etc. vereinen ebenfalls ca. 11% auf sich. Die erstgenannten Gruppen von institutionellen Investoren, die Versicherungen, Altersvorsorgeeinrichtungen und Kreditinstitute, sind jeweils selbst hohen Regulierungs- und Berichtsanforderungen unterworfen, um die jeweiligen Versicherten, Altersvorsorgebezüger oder Bankkunden (bzw. den Finanzmarkt und die Finanzmarktstabilität insgesamt) zu schützen. Wo das jeweilige Investorenaufsichtsrecht (Solvency II für Versicherer, CRD/CRR für Kreditinstitute und EbAV II für Altersvorsorgeeinrichtungen, VAG und AnlV für kleine Versicherer bzw. Pensionskassen) Berichtspflichten auferlegt, sind KVGen durch ihre jeweiligen Kunden indirekt betroffen. Die nachfolgende graphische Übersicht verdeutlicht das Spannungsfeld regulatorischer Datenanforderungen und zeigt das Regulierungsgeflecht, in welches KVGen direkt und indirekt via ihre Kunden/institutionelle Investoren eingewoben sind, auf Ebene des EU-Rechts wie des deutschen Rechts, und die diversen Aufsichtsbehörden, an welche die KVGen bzw. die jeweiligen institutionellen Investoren zu berichten haben:



I. Solvency-II-Reporting

1. Allgemeines

Seit dem 1. Januar 2016 gelten für Versicherungen aufgrund von Solvency II bekanntlich neue Eigenkapitalanforderungen („Säule I"). Diese Eigenmittel sollen Versicherungsunternehmen vor Insolvenz schützen und sicherstellen, dass sie ihre Versicherungsverträge einhalten und die Kunden auch bei schlechten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen auszahlen können.

Versicherungen müssen ihr aufsichtsrechtlich vorzuhaltendes Solvenzkapital (*solvency capital requirement*; kurz SCR) grundsätzlich nach einer EU-einheitlich vorgegebenen Standardformel berechnen, welche die wesentlichen Risiken der Geschäftstätigkeiten von Versicherungen berücksichtigt. Je nach Art der Vermögenswerte, in welche Versicherungen ihre Anlagen investieren, sind diese mit unterschiedlich hohem Eigenkapital zu unterlegen. Deshalb müssen Versiche-

rungen jeweils ihre einzelnen investierten Vermögenswerte kennen; sind diese in Investmentfonds gebündelt, bspw. in einem Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen, so muss durch diese Fondshülle durchgeschaut werden. Entsprechend beinhaltet der sog. *Look-through-approach* (Durchschau) die von Solvency II vorgesehenen Verfahren zur Ermittlung des Marktrisikokapitals von Investmentfonds (siehe dazu den separaten Abschnitt unten). Daneben legte Solvency II neue Anforderungen für ein quantitatives Meldewesen an die Aufsicht fest (die hier ebenfalls interessierende „Säule III"; Säule II beinhaltet Aufsichtsregeln für die Governance und ORSA). Die Detailregelungen hierzu finden sich in der Solvency-II-Durchführungsverordnung.

Diese Neuregelungen des Versicherungsaufsichtsrechts betreffen seither auch die Investmentwirtschaft – eben *indirekt*. Dabei geht es unter anderem um die Produktgestaltung und Risikoanalyse im Einklang mit den Regulierungsvorschriften. Zudem mussten sich KVGen im Zuge von Solvency II auf ein neues Anleger- und Aufsichtsreporting einstellen. Versicherungsgesellschaften, die in Fonds investieren, sind auf die Unterstützung der KVGen bei den Anforderungen zur Berechnung des SCR sowie der Meldepflichten angewiesen.

Um diesen Anforderungen als Schnittstelle zwischen Aufsicht und Versicherern gerecht zu werden, hat die Investmentbranche mehrerer Länder (Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Luxemburg, Niederlande und Österreich) das sogenannte „Tripartite Template (TPT) for Solvency II Asset Data Reporting" erstellt. Dieses EU-Fondsdatenblatt in der überarbeiteten Version 4.0 von 2018 unterstützt und verbessert den Datenaustausch über die Zusammensetzung der Fondsportfolios zwischen den KVGen und gegenüber den Versicherungsunternehmen. Es erleichtert den Versicherungsunternehmen die Berechnung des unter dem Solvency-II-Regime notwendigen Solvenzkapitals (SCR-Berechnung) nach der Standardformel. Seit dem Stichtag 30. September 2018 ist nur noch die Version 4.0 zulässig.

Die resultierenden Solvenzkapitalanforderungen (SCR) für Investmentfonds stellen aus Sicht der Versicherungsunternehmen ein wichtiges Kriterium zur Beurteilung der Attraktivität der jeweiligen Fonds dar. Aus Sicht der Fondsanbieter, Asset Manager bzw. KVGen bedeuten sie eine Herausforderung beim Produktdesign und bei der Unterstützung ihrer Versicherungsinvestoren bei der Umsetzung von Solvency II.

2. Insbesondere: Der Look-through-approach

Der *Look-through-approach* ist in den „Technical Specification on the Long Term Guarantee Assessment (Part I)" (EIOPA-DOC-13/061) vom 28. Januar 2013 unter Punkt SCR.5.4.Look-through-approach beschrieben. Er bezieht sich auf alle Komponenten des *SCR Market Risk*. Ausgehend von der grundlegenden Forderung nach der Berücksichtigung der Risiken der Einzelassets von Fonds bei der Ermittlung der Solvenzkapitalanforderungen für das Marktrisiko (SCR market risk) nach der Standardmethode werden unter SCR.5.4. Look-through-approach drei mögliche Vorgehensweisen beschrieben:

Ermittlung des SCR eines Fonds auf Einzelassetebene (SCR.5.9.-SCR.5.12)

- Berücksichtigung der Assets der Fonds in den relevanten Sub-Modulen des Marktrisikos
- Ausdehnung dieser Methode auf andere indirekte Exposures (Nicht-Fonds), wobei bestimmte Investitionsarten ausgeschlossen werden
- Wenn der Look-through-approach iterativ angewendet wird, wie z.B. bei Dachfonds, muss die Zahl der Iterationen so gewählt werden, dass alle wesentlichen Marktrisiken abgedeckt werden.
- Anwendung sowohl auf passiv als auch auf aktiv gemanagte Fonds

Ermittlung des SCR eines Fonds über dessen Anlagemandat (SCR.5.13.)

- Falls die erste Methode wegen fehlender Transparenz einer kollektiven Kapitalanlage nicht sinnvoll anwendbar ist, soll sich auf deren Anlagemandat (investment mandate) bezogen werden.
- Dies soll unter der Annahme erfolgen, dass eine Anlagemandat-konforme Anlage erfolgt, die die Gesamtkapitalanforderungen maximiert (Beispiel: maximale Investition in niedrigste gemäß Anlagemandat erlaubte Ratingkategorie).

- Bei einer Anlage in eine Auswahl unterschiedlicher Assets, die den im Marktrisikomodul beschriebenen Risiken unterliegen, soll die Aufteilung auf diese Assets so gewählt werden, dass die Gesamtkapitalanforderungen maximiert werden.

Ermittlung des SCR eines Fonds als Equity Type 2-Investment (SCR.5.14.)

- Diese Option darf nur für indirekte Marktrisiko-Exposures genutzt werden, die im Verhältnis zu den Gesamtanlagen des Versicherungsunternehmens nicht materiell sind.
- Sie darf darüber generell für Holdinggesellschaften mit einem Verschuldungsgrad (debt-to-equity ratio) von kleiner als 0,5 genutzt werden.

Die auf dem Anlagemandat beruhende zweite Methode ist im Unterschied zur ersten statisch, d.h. die resultierenden SCR-Zahlen ändern sich nicht fortlaufend, außer bei möglichen Änderungen des Anlagemandats. Sie können also nach Festlegung des Anlagemandats einmalig ermittelt und fortgeschrieben werden. Die Behandlung eines Fonds als Equity Type 2-Investment im Rahmen der dritten Methode stellt die einfachste Methode dar, die jedoch nur sehr eingeschränkt anwendbar und kapitalintensiv (*equity shock* 49%+ *symmetric adjustment*) ist. Sie ist jedoch sinnvoll in den Fällen nutzbar, in denen eine iterative Anwendung der ersten Methode nicht möglich ist.

Die organisatorischen Herausforderungen bei der Umsetzung der Durchschau zur SCR-Ermittlung von Fonds liegen im Prinzip der Fondsanlage begründet. In der Fondsanlage fallen im Unterschied zur Direktanlage die aufsichtsrechtliche Verantwortung und die Verantwortung für das Fonds- und Risikomanagement und die Administration der Assets der Fonds auseinander. Die Verantwortung für das Anlagemanagement und die Administration der Fonds und damit verbunden das Detailwissen über die Anlagestrategie und die Assets im Fonds liegen bei der KVG, während das Versicherungsunternehmen die Verantwortung für die SCR-Ermittlung und deren Impact auf die Gesamt-SCR des Versicherers trägt und diese gegenüber der Versicherungsaufsicht zu vertreten hat. Damit muss zwischen Versicherer und KVG geregelt werden, welche Partei welche Aufgaben bei der Umsetzung der Durchschau wahrnimmt. Aufsichtsrechtlich sind Versicherer verpflichtet, alle durch KVGen zu leistenden Aufgaben bei der Umsetzung der Durchschau angemessen zu überwachen. Innerhalb der KVG ist sicherzustellen, dass das für die übernommenen Aufgaben erforderliche Wissen, die entsprechenden Systeme und Marktdaten im erforderlichen Umfang bereitstehen und die Prozesse für die Ermittlung des SCR Marktrisiko nach dem Look-through-approach geeignet sind.

a) Vornahme der Durchschau durch das Versicherungsunternehmen

Die Bewertung aller Assets eines Fonds für die Berechnung des SCR kann zum einen durch die KVG vorgenommen werden, welche die Daten dann zur Reportgenerierung an das Versicherungsunternehmen weiterleitet. Die KVG liefert also alle bewertungsrelevanten Daten der Einzelassets an das Versicherungsunternehmen, das darauf basierend die Durchschau selbst durchführt und das SCR ermittelt. Die SCR-Ermittlung erfolgt damit komplett in den Systemen und auf Basis der Daten des Versicherers. Aus Sicht der KVG kann man sich auf die Datenlieferung beschränken und muss das SCR nicht selbst ermitteln. Das Versicherungsunternehmen muss indes in der Lage sein, die Anforderungen in Bezug auf Bewertungsmodelle, Marktdaten und zugehörige Systeme, inkl. entsprechender Dokumentationserfordernisse, zu erfüllen. Diese Anforderungen beziehen sich auf tendenziell komplexe Assets in den Fonds, für die das Know-how in der Regel bei der KVG liegt. KVGen müssen überdies alle für eine Bewertung erforderlichen Stamm- und Kursdaten aus ihren Systemen exportieren und an das Versicherungsunternehmen liefern.

b) Vornahme der Durchschau durch die KVG

Praxisnaher ist indes zum anderen die Vorgehensweise, dass KVGen die Durchschau durchführen und die Ergebnisse an den Versicherer liefern, der diese mit anderen Aktiva wie Direktanlagen und Passiva zum Gesamt-SCR aggregiert. Vorteilhaft daran ist, dass der Versicherer als Ergebnis bereits das SCR des Fonds und die Wertveränderungen unter allen Solvency II-relevanten Szenarien erhält. Er wird damit in die Lage versetzt, auf Basis marktüblicher Solvency II-Systeme den Beitrag der Fonds in konsistenter Weise in die Ermittlung des Gesamt-SCR einfließen zu lassen. Aus Sicht der KVG bietet diese Variante den Vorteil, dass die KVG sowohl das Know-how über die Investmentstrategie und seine Assets als auch die entsprechenden Inhouse-Daten und -Systeme für

die SCR-Ermittlung nutzen kann. Dazu zählen insbesondere auch mögliche kapitalreduzierende Effekte aus Hedge-Strategien oder Ähnliches. Darüber hinaus bietet diese Alternative der KVG die Möglichkeit, Investmentstrategien für Fonds vor Auflage unter Solvency II-Aspekten zu optimieren, was zu Wettbewerbsvorteilen führen kann. Ggf. lassen sich auch Synergien aus den Anforderungen aus dem Wertpapieraufsichtsrecht wie z.B. den qualifizierten Ansatz gemäß DerivateV oder die Hebelermittlung nach der AIFM-Richtlinie heben.
Für das Versicherungsunternehmen ergibt sich der Nachteil, dass es die SCR-Ermittlung durch die KVG im Rahmen eines Auslagerungs-Controllings überwachen und die Ergebnisse entsprechend validieren muss.

Die SCR-Anforderungen an Fonds werden aus Sicht der Versicherer zu einem wesentlichen Kriterium bei der Beurteilung der Attraktivität der Anlageklasse Investmentfonds relativ zu Anlagealternativen. In diesem Zusammenhang ist die Ermittlung adäquater SCR-Zahlen nach dem Look-through-approach ein wichtiger Faktor. Dabei sollte die KVG bereits bei der Festlegung der Investmentstrategie eines aufzulegenden Fonds die resultierenden SCR-Anforderungen ermitteln, um sie beim Produktdesign zu berücksichtigen. Damit wird der SCR-Impact zu einem Wettbewerbskriterium zwischen unterschiedlichen Fonds und zwischen Fonds und alternativen Anlagemöglichkeiten.

II. VAG-Reporting

1. Rechtsgrundlage für das sog. VAG-Reporting

Für Versicherer ab 5 Mio. Euro Beitragsvolumen löste Solvency II seit Januar 2016 die bisher geltende Anlageverordnung (AnlV) ab. Kleinere Versicherungen, Pensionskassen, betriebliche und kommunale Versorgungseinrichtungen sind weiter an die Anlageverordnung gebunden, ebenfalls die Versorgungswerke zahlreicher Länder, die qua Landesrecht der AnlV und dem dazu erlassenen Kapitalanlagerundschreiben unterstehen. Weitere institutionelle Anleger orientieren sich freiwillig an der AnlV, weshalb AnlV und Rundschreiben für die Praxis nach wie vor von hoher Relevanz sind. Wiewohl auch Solvency II und die EbAV-II-Richtlinie als europäische Richtlinien im VAG umgesetzt worden sind, meint man mit „VAG-Reporting" das Reporting derjenigen dem VAG unterstellten institutionellen Investoren, die eben nicht Solvency II oder EbAV II unterfallen („VAG-Investoren"). Das Versicherungsunternehmen muss die spezifischen Risiken der Kapitalanlagen und der derivativen Finanzinstrumente identifizieren, bewerten, offenlegen, steuern und kontrollieren. Bei der Kapitalanlage sind insbesondere folgende wesentliche Risiken zu beachten: Marktrisiken, Kreditrisiken, Konzentrationsrisiken und operationelle Risiken. Anlagen in Investmentvermögen sind im Risikomanagement des Versicherungsunternehmens entsprechend der Art und dem Risikogehalt der Anlage angemessen zu berücksichtigen. Sie sind vor Erwerb und während der Anlagedauer nachprüfbar umfassend auf rechtliche und wirtschaftliche Risiken zu analysieren. Versicherungsunternehmen müssen jederzeit in der Lage sein, die Auswirkungen einer Investition auf ihr Portfolio zu quantifizieren und haben ihr Engagement in Investmentvermögen hinsichtlich der Einhaltung der Anlagestrategie und der aufsichtsrechtlichen Vorgaben laufend zu überwachen. Dies setzt in Abhängigkeit der Art des Investmentvermögens eine umfassende und regelmäßige Berichterstattung der jeweiligen KVG an das Versicherungsunternehmen voraus. Die Überwachung ist nachprüfbar zu dokumentieren (vgl. Ziff. B.2.6.c. des Kapitalanlagerundschreibens).

Mit Sammelverfügung vom 21. Juni 2011 hatte die BaFin das Rundschreiben 11/2005 (VA) (sog. Berichtsrundschreiben) aufgehoben und neue Anforderungen an die Anzeige- und Berichtspflichten der (kleinen) Versicherungsunternehmen über ihre Kapitalanlagen festgelegt. Aufgrund der Gleichstellung aller indirekt über Investmentvermögen gehaltenen Vermögenswerte mit den direkten Anlagen sind grundsätzlich auch alle im Fondsvermögen befindlichen Vermögenswerte entsprechend den Vorgaben der Sammelverfügung aufzuschlüsseln. Die AnlV kategorisiert in § 2 Abs. 1 die für das gebundene Vermögen zulässigen Vermögensgegenstände und enthält quantitative Mischungs- und Streuungsgrenzen (§§ 3 und 4 AnlV), die für die Zuordnung der einzelnen im Fondsvermögen befindlichen Vermögenswerte innerhalb des VAG-Fondsreportings von Bedeutung sind. Dabei werden die Vermögenswerte im Fonds den Anlagekategorien der AnlV zugeordnet.

2. BVI-Datenblatt für das VAG-Reporting

Um die in Investmentfonds anlegenden VAG-Investoren bei der Erfüllung ihrer Berichts- und Mitteilungspflichten gegenüber der BaFin zu unterstützen, informieren die KVGen die Versicherungsunternehmen über die Vermögenszusammensetzung der von ihnen verwalteten Fonds. Hierfür verwenden sie das sog. BVI-Datenblatt, das die sich aus der Sammelverfügung ergebenden Berichtspflichten der VAG-Investoren hinsichtlich der Vermögensanlage in Anteilen an Investmentfonds (Anlage Fonds zur Sammelverfügung vom 21. Juni 2011) im Wesentlichen widerspiegelt. Das Datenblatt ist zur Berichterstattung an Anleger bestimmt, die die Anlage „Fonds" zur Sammelverfügung vom 21. Juni 2011 ausfüllen (Versicherungsunternehmen und Pensionskassen). Die Angaben im Datenblatt sind auf die Informationen beschränkt, die von der KVG geliefert werden können. Auch die Entwicklung dieses Datenblattes dient dazu, die Informationsschnittstelle zwischen VAG-Investor, eben bspw. dem beaufsichtigten Versicherer, und der KVG abzubilden. Wiewohl in den vergangenen Jahren die AnlV mehrfach (u.a. Anpassung an das KAGB) und auch das Kapitalanlagerundschreiben neu gefasst wurden, datiert das Datenblatt noch mit Stand 24.1.2012 und ist offenbar noch immer in Gebrauch. Es besteht aus drei Blättern in Excel: Dem BVI-Datenblatt, der Schuldnerliste und der Spezialfondsmeldung.

Grundsätzlich ist für die anzugebenden Daten auf den Stichtag abzustellen. In den Fällen, in denen der Stichtag am Quartalsende kein Börsentag ist, ist auf den letzten Börsentag vor Quartalsende zurückzugreifen. Gemäß Punkt A. I. 2. der Sammelverfügung vom 21. Juni 2011 sind die Berichte der Versicherungsunternehmen spätestens bis zum Ende des auf das Kalendervierteljahr folgenden Monats bei der BaFin einzureichen. Um den Versicherern die Übertragung in ihre Systeme, die Berechnung der Bestände und die Aggregation mit ggf. weiteren Fonds anderer Investmentgesellschaften zu ermöglichen, benötigen die Versicherungsunternehmen die Daten entsprechend früher.

3. Durchrechnung bei Fonds

Für die Berechnung der speziellen Mischungsquoten nach § 3 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 AnlV, der Risikokapitalquote des § 3 Abs. 3 Sätze 1 und 3 AnlV und der Immobilienquote des § 3 Abs. 5 AnlV sind alle indirekten Anlagen der Versicherungsunternehmen den direkten Anlagen gleichgestellt.

Indirekt über Fonds gehaltene Anlagen werden nur insoweit auf diese Quoten angerechnet, als sie in den Fonds enthalten sind. Voraussetzung hierfür ist nach § 3 Abs. 4 Satz 3 AnlV jedoch, dass die Vermögensstruktur dieser Fonds transparent ist. Dies wird durch Übersendung des ausgefüllten BVI-Datenblatts zum VAG-Reporting durch die KVGen an die investierten Versicherungsunternehmen erreicht.

In der Praxis sind Fälle denkbar, in denen der Fonds nur teilweise transparent gemacht werden kann (z. B. weil der Aufwand zur Beschaffung einzelner Daten zu den Vermögensgegenständen des Fonds zu hoch ist). In diesem Fall sollte mit der Versicherung abgestimmt werden, dass auf die vollständige Transparenz verzichtet werden kann. Die Teiltransparenz muss dann allerdings im BVI-Datenblatt berücksichtigt werden. Der intransparente Anteil am Fondsportfolio wird in diesem Fall grundsätzlich voll auf die 35%-Risikokapitalquote des § 3 Abs. 3 Satz 1 AnlV angerechnet. Zusätzlich wird der intransparente Anteil voll auf die Quoten nach § 3 Abs. 2 Nr. 1 bis 3 und Abs. 3 Satz 3 AnlV angerechnet.

III. CRR/CRD-IV-Reporting

Banken sind ebenfalls wichtige institutionelle Investoren und damit Kunden in (Spezial-)Investmentfonds und unterliegen mannigfaltigen Anforderungen des Bankaufsichtsrechts. Mit dem Dokument „A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems" des Basler Ausschusses für Bankenaufsicht wurde im Dezember 2010 das sogenannte Basel III-Rahmenwerk verabschiedet, das auf europäischer Ebene durch das Legislativpaket CRD IV/CRR umgesetzt wurde. Das Legislativpaket besteht aus einer Richtlinie (CRD IV) und einer Verordnung (CRR), die die bisherigen Eigenkapitalrichtlinien ersetzen. Das Legislativpaket CRD IV/CRR ist am 1. Januar 2014 in Kraft getreten. Im Zuge

der nationalen Umsetzung der CRD IV ist durch das CRD IV-Umsetzungsgesetz eine weitgehende Änderung des KWG sowie der mit dem KWG im Zusammenhang stehenden Rechtsverordnungen (u.a. SolvV und GroMiKV) vorgenommen worden. Das CRD IV-Umsetzungsgesetz wurde am 3. September 2013 im Bundesgesetzblatt veröffentlicht und ist ebenfalls am 1. Januar 2014 in Kraft getreten. Die CRR findet unmittelbar Anwendung. Im Rahmen der Übergangsregelungen werden einzelne Vorgaben des Legislativpakets stufenweise über einen Zeitraum bis 2023 eingeführt.

Banken bzw. Kreditinstitute haben Berichtspflichten zu erfüllen über Eigenmittelanforderungen, Eigenmittelabzugspositionen, den Antizyklischen Kapitalpuffer, Liquiditätsdeckungsanforderungen (*liquidity capital requirement – LCR*), die Risikotragfähigkeit, Großkredite und die KVG-Millionenkreditmeldung.

1. Eigenmittelanforderungen

Wie bei Solvency II für Versicherer müssen die Banken ebenfalls die Durchschaumethode zur Ermittlung des Risikogewichts für Investmentanteile im Standardansatz gem. Art. 132 Abs. 4 CRR im Zusammenhang mit der Ermittlung des Kreditrisikos (Teil 3 Titel II Kapitel 2 CRR) im Rahmen des Reportings an Institute anwenden. Und ebenfalls wie bei Solvency II und der Ermittlung des SCR trifft auch im Bankenreporting KVGen die (mittelbare Pflicht), Risikogewichte nach der CRR zu ermitteln.

Bei Positionen in Form von Anteilen an Organismen für gemeinsame Anlagen (OGA) handelt es sich um Positionen, die in der bis zum 31. Dezember 2013 geltenden Fassung der Solvabilitätsverordnung der Positionsklasse „Investmentanteile" zugeordnet wurden. Nach Art. 4 Abs. 1 Ziff. 7 CRR bezeichnet OGA einen Organismus für gemeinsame Anlagen in Wertpapieren (OGAW) i.S.d. Art. 1 Ziff. 2 der OGAW-Richtlinie, einen AIF i.S.d. Art. 4 Abs. 1 lit. a) der AIFM-Richtlinie oder einen Nicht-EU-AIF i.S.d. Art. 4 Abs. 1 sublit. aa) dieser Richtlinie.

OGA, die unter dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) aufgelegt wurden, werden entweder nach Art. 132 CRR (Risikopositionen in Form von Anteilen an OGA) oder nach Art. 128 CRR (mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen) behandelt.

a) Liegt eine Position in Form von Anteilen an OGA gem. Art. 132 CRR vor, kommen prinzipiell folgende Unterlegungsansätze in Betracht:

- Zuweisung eines Risikogewichts von 100% (Art. 132 Abs. 1 CRR),
- liegt für den Fonds eine externe Bonitätsbeurteilung vor, Zuweisung eines Risikogewichts, dass der gem. Art. 132 Abs. 2 CRR in Tabelle 8 angeführten Bonitätsstufe entspricht (Risikogewichte zwischen 20% und 150%),
- Ermittlung des durchschnittlichen Risikogewichts auf Basis der Fonds-Investitionen bei einer Durchschau (Transparenzansatz gem. Art. 132 Abs. 4 CRR) oder
- Ermittlung des durchschnittlichen Risikogewichts gem. Art. 132 Abs. 5 CRR, wenn dem Institut die zugrundeliegenden Risikopositionen des OGA nicht bekannt sind.

b) Handelt es sich bei dem OGA um einen AIF, der als Position mit besonders hohem Risiko gem. Art. 128 CRR gilt, erfolgt die Eigenmittelunterlegung nach den dort genannten Kriterien (siehe sogleich nachstehend unter c)).

Bei ausländischen Investmentvermögen ist im Einzelfall zu prüfen, ob es sich um einen OGA, einen AIF, der als Position mit besonders hohem Risiko gilt, oder ggf. um eine Beteiligung handelt.

c) Insbesondere: Mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen

Mit Inkrafttreten der CRR wurde die Positionsklasse „mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen" in Art. 128 CRR verpflichtend eingeführt. Gemäß Art. 128 Abs. 2 CRR sind dies u.a. Beteiligungen an Risikokapitalgesellschaften, Beteiligungen an bestimmten alternativen Investmentfonds (nach Art. 128 Abs. 2 lit. b) CRR) AIF i.S.d. Art. 4 Abs. 1 lit. a) der AIFM-Richtlinie und Positionen aus privatem Beteiligungskapital. Gemeint sind damit insbesondere Venture Capital und Private Equity. Ausgenommen sind jene Fälle, bei denen das Mandat des Fonds keinen höheren durch Fremdkapitalinstrumente oder Derivate generierten Verschuldungsgrad erlaubt, als die für OGAW in Art. 51 Abs. 3 der OGAW-Richtlinie vorgegebene Grenze. Diese Anforderung ist erfüllt, wenn sichergestellt ist, dass das mit Derivaten verbundene Gesamtrisiko den Gesamtnettowert des Investmentvermögens nicht überschreitet und wurde in § 197 Abs. 2 KAGB umgesetzt. Da die Hebelwirkung neben Derivaten auch durch

Fremdkapital erzielt werden kann, gelten die Anforderungen sinngemäß auch in Bezug auf diese Instrumente. Die Ausnahme gilt auch für alle offenen inländischen Publikums-AIF (Sonstige Sondervermögen, Gemischte Sondervermögen, offene Immobilien-Sondervermögen) sowie Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen im Sinne von § 284 KAGB. Letztere allerdings nur, sofern die 200%-Marktrisikopotentialgrenze nicht mit Zustimmung der Anleger abbedungen wurde. Positionen aus privatem Beteiligungskapital und spekulative Immobilienfinanzierung sind ebenfalls in diese Forderungsklasse zuzuordnen und mit einem Risikogewicht von 150% auszuweisen. Neben diesen Positionen, die eindeutig zugeordnet werden können, ist zusätzlich zu prüfen, ob für Positionen nach Artikel 128 Abs. 3 CRR ein hohes Verlustrisiko infolge eines Ausfalls des Schuldners besteht oder, sofern diese Aussage verneint wird, eindeutig ermittelt werden kann, dass kein hohes Verlustrisiko besteht. Kann dies nicht eindeutig ermittelt werden, so ist die geprüfte Position ebenfalls der Forderungsklasse „mit besonders hohem Risiko verbundene Positionen" zuzuordnen.

Gem. Art. 128 Abs. 3 Satz 2 CRR gibt die EBA Leitlinien heraus, in denen geklärt wird, welche Arten von Positionen unter welchen Umständen mit besonders hohem Risiko verbunden sind; solche Leitlinien hat die EBA am 17. Januar 2019 veröffentlicht. Die BaFin ihrerseits hat am 10. Mai 2019 den Entwurf für ein Rundschreiben zur Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten gemäß Artikel 128 Absatz 3 CRR zur Konsultation gestellt (Konsultation 11/2019 - Entwurf: Rundschreiben X/2019 (BA) zur Festlegung von mit hohem Risiko verbundenen Risikopositionsarten gemäß Artikel 128 Absatz 3 der Verordnung (EU) Nr. 575/2013 (CRR)). Mit dem Rundschreiben übernimmt die BaFin die EBA-Leitlinien in ihre Verwaltungspraxis. Ermittelt ein Institut Positionsarten nach Abschnitt 4.3., Teilziffer 7 der Leitlinien, teilt es dies zusammen mit einer Kurzbeschreibung der wichtigsten Merkmale dieser Risikopositionen der BaFin mit. Die BaFin übermittelt die Informationen bezüglich der Risikopositionsart und der Merkmale an die EBA.

Die Leitlinien und das Rundschreiben sind ab dem 1. Juli 2019 anzuwenden.

2. Antizyklischer Kapitalpuffer

Der antizyklische Kapitalpuffer (*Countercyclical capital buffer – CCyB*) gilt als ein makroprudenzielles Instrument der Bankenaufsicht. Er soll dem Risiko eines übermäßigen Kreditwachstums im Bankensektor entgegenwirken. Die rechtlichen Grundlagen des Puffers finden sich insbesondere in den Artikeln 130, 135 bis 140 der CRD IV, die im § 10d KWG in Verbindung mit § 64r KWG in deutsches Recht umgesetzt wurden.

Die Quote des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers hatte die BaFin mit der Allgemeinverfügung vom 28.12.2015 auf 0 Prozent festgelegt. Der deutsche Ausschuss für Finanzstabilität hat am 27. Mai 2019 die Empfehlung ausgesprochen, den Puffer für das dritte Quartal 2019 auf 0,25 Prozent anzuheben. Die BaFin führte vom 11. Juni 2019 bis zum 25. Juni 2019 eine Anhörung zur Erhöhung des inländischen antizyklischen Kapitalpuffers durch.

Der für Deutschland jeweils gültige Wert ist von den Instituten bei der Berechnung des institutsspezifischen antizyklischen Kapitalpuffers einzubeziehen und dabei auf die Summe der maßgeblichen Kreditrisikopositionen anzuwenden, die in Deutschland belegen sind. Institute, die maßgebliche Kreditrisikopositionen in anderen Ländern haben, müssen die dort gültigen antizyklischen Kapitalpuffer anteilig berücksichtigen. Als maßgebliche Kreditrisikopositionen gelten alle in § 36 der Solvabilitätsverordnung (SolvV) genannten, also grundsätzlich alle Kreditrisikopositionen gegenüber dem privaten Sektor. Der individuelle (institutsspezifische) antizyklische Kapitalpuffer ergibt sich aus dem gewichteten Durchschnitt der in- und ausländischen Kapitalpuffer. Dieser ist sodann von den Instituten als Prozentwert vom Gesamtrisikobetrag nach Art. 92 Abs. 3 der CRR in hartem Kernkapital vorzuhalten.

3. Großkredit- und Millionenkreditverordnung betrifft auch Kreditfonds

Durch die Einführung der CRR/Kapitaladäquanzverordnung vom 26. Juli 2013 und durch die daraufhin erfolgten Überarbeitungen des Gesetzes über das Kreditwesen (KWG) sowie der Großkredit- und Millionenkreditverordnung (GroMiKV) haben sich die Rechtsgrundlagen für Groß- und Millionenkredite grundlegend geändert.

Im Bereich der Großkreditregelungen haben die Art. 387 ff. CRR die alten Regelungen nach § 13 ff. KWG weitgehend abgelöst. Das Meldewesen in diesem Bereich wurde damit auf europäischer Ebene vereinheitlicht. In den Vorschriften der CRR sind zwischenzeitlich die meisten Regelungen, die bislang in der Solvabilitätsverordnung (SolvV) und der GroMiKV enthalten waren, berücksichtigt worden. Die Investmentwirtschaft hat eine Formatvorlage für die Zumeldung von Fondszusammensetzungen zum Zweck der Durchschau nach Art. 390 Abs. 7 CRR entwickelt.

Ungeachtet dessen verbleiben einige Bereiche in der nationalen Verantwortung. Für den Großkredit sind dies insbesondere die Regelungen zur Beschlussfassung in § 13 KWG bzw. §§ 3 und 4 GroMiKV, Ausnahmen von der Anwendung auf die Obergrenzen nach §§ 1 und 2 GroMiKV sowie Regelungen zur Meldung großkreditrelevanter Stammdaten nach §§ 8 bis 10 GroMiKV. Aufgrund der materiellen Zuständigkeit der *European Banking Authority* (EBA) für die europäischen Großkreditvorschriften sind in der „Meldetechnischen Durchführungsbestimmung für die Abgabe der Großkreditanzeigen nach Art. 394 CRR (Stammdaten- und Einreichungsverfahren) und der Millionenkreditanzeigen nach § 14 KWG (Gesamtverfahren), Version 2.1; Stand vom 1. März 2019)" der Deutschen Bundesbank keine materiellen Aussagen zu in der CRR bzw. in den *Implementing Technical Standards* (ITS) Annex IX geregelten Inhalte enthalten.

Das Millionenkreditmeldewesen verblieb unverändert in der nationalen Zuständigkeit und wurde im Rahmen des Modernisierungskonzeptes zum Millionenkreditmeldewesen modifiziert. Zum 1. Januar 2019 wurde der noch ausstehende Teil der Anpassung des Millionenkreditmeldewesens, die Erweiterung des Kreditbegriffs, umgesetzt und in der Version 2.0 der Durchführungsbestimmungen der Bundesbank entsprechend erläutert. Zeitgleich wurde zum Meldestichtag 31.03.2019 die Anzeige der für die Teilnahme am grenzüberschreitenden Informationsaustausch erforderlichen Daten aufgegeben. Seit diesem Zeitpunkt ist eine Meldung dieser Angaben nicht mehr zulässig. Gleiches gilt für den Kreditnehmerergänzungsschlüssel (Betragsdatenposition BA 095). Die Anpassung der GroMiKV in diesen Punkten wurde zeitgerecht abgeschlossen; durch die jüngsten und am 27. Februar 2019 im Bundesgesetzblatt verkündeten Änderungen der GroMiKV wurden durch die Neueinführung der §§ 8 Absatz 4, 16 Absatz 5 GroMiKV der rechtliche Rahmen für die perspektivische Einführung einer elektronischen Stammdateneinreichung geschaffen. Darüber hinaus wurden einige Templates des Millionenkreditmeldewesens aktualisiert. In Bezug auf die europäische AnaCredit-Statistik gilt unverändert die gemeinsame Sprachregelung von BMF, BaFin und Bundesbank aus dem Jahr 2016 (auf der Bundesbank-Homepage veröffentlicht).

Die §§ 13 ff. KWG regeln i.V.m. der GroMiKV, welche Melde- und Höchstgrenzen bei der Vergabe von Krediten an einzelne Kreditnehmereinheiten durch Kreditinstitute und andere Finanzdienstleister zu beachten sind. Aus diesen Regelungen ergeben sich umfangreiche Anforderungen an die Konsolidierung von Kreditrisikopositionen über verschiedene Anlageformen einschließlich Investmentfonds und unterschiedliche Unternehmen der gleichen Kreditnehmereinheit hinweg. Diese Anforderungen beziehen sich auch auf die in Investmentfonds enthaltenen Zielfonds. Durch Verweis im KAGB gelten diese Bestimmungen auch für Kreditfonds; § 34 Abs. 6 KAGB lautet wie folgt: „Für AIF-Kapitalverwaltungsgesellschaften, die für Rechnung eines AIF Gelddarlehen gewähren oder unverbriefte Darlehensforderungen erwerben, gilt § 14 des Kreditwesengesetzes entsprechend". Somit gelten für die Meldepflicht nach § 34 Abs. 6 KAGB i.V.m. § 14 KWG die Vorgaben der GroMiKV sowie die aktuell gültigen, oben dargestellten Meldetechnischen Durchführungsbestimmungen der Bundesbank. Die jeweilige KVG hat eine einheitliche, über alle von ihr verwalteten Fonds zusammengefasste Meldung abzugeben. Die Meldepflicht ist fondsübergreifend für die jeweiligen Kreditnehmer zu überprüfen.

IV. EbAV-Reporting

1. Die EbAV-II-Richtlinie

Altersvorsorgeeinrichtungen zählen zu den bedeutendsten institutionellen Investoren und vereinigen als Kapitalsammelstellen nur unwesentlich weniger Kapitalanlagen in (Spezial-)Investmentfonds auf sich als Solvency-II-Versicherungen. Pensionskassen, Pensionsfonds und „andere Lebensversicherungsunternehmen" sind EbAV und damit Adressaten der EbAV-II-Richtlinie („EbAV-II-RL"). Wie Solvency II per 1. Januar 2016 ist auch diese europäische Richtlinie per 13. Januar dieses Jahres im deutschen VAG umgesetzt worden. Für Pensionskassen enthält die AnlV weitere Konkretisierungen, für Pensionsfonds die weitgehend gleich aufgebaute, aber etwas liberaler ausgestaltete Pensionsfonds-Aufsichtsverordnung („PFAV").

Die EbAV-II-RL löste mit ihrem Inkrafttreten nach 10-jähriger Diskussions- und Entwicklungsphase die seit 2003 gültige EbAV-Richtlinie (2003/41/EG; „Pensionsfondsrichtlinie") ab, die EU-weite Standards für sämtliche EbAVs in den jeweiligen Mitgliedstaaten gesetzt hatte. Sowohl im Hinblick auf ihre Struktur als auch auf ihre Anforderungen ist die EbAV-II-RL mit der bekannten Struktur der Solvency-II-Verordnung vergleichbar – mit dem großen Unterschied, dass auf die aus der Säule I von Solvency II bekannten quantitativen Anforderungen (SCR) aus verschiedenen Gründen verzichtet wurde. Somit zielt die Richtlinie insbesondere durch qualitative Anforderungen auf die Sicherstellung der Solidität der betrieblichen Altersversorgung sowie auf den Schutz ihrer Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger ab. Diese neuen Anforderungen und deren Umsetzung wurden zu einer initialen und werden zu einer laufenden Mehrbelastung bei den EbAVs. Wesentliche Faktoren für ein effizientes unternehmensspezifisches Erfüllen der Anforderungen ist eine schnelle und effiziente Lösung – gepaart mit digitalen Technologien, gerade im Hinblick auf die Berichterstattung und Informationspflichten.

2. EbAV-II – Die Neuerungen im Detail

Als Neuerungen zu nennen sind vor allem die Integration der sogenannten ESG-Kriterien (*Environment, Social, Governance*) in die unternehmerische Praxis, das Risikomanagementsystem und die Anlagepolitik sowie weitere Konkretisierungen in den Anlagevorschriften. Signifikante Neuerungen trifft die EbAV-II-RL insbesondere bei den qualitativen Anforderungen an die Geschäftsorganisation, dem Risikomanagement sowie hinsichtlich Informations- und Berichtspflichten gegenüber Aufsicht, Versorgungsanwärtern und Leistungsempfängern.

Im Rahmen der neuen Anforderungen an die Governance von EbAVs haben Pensionsfonds und -kassen künftig für ein wirksames Unternehmensführungssystem Anpassungen in ihren Prozessen und in ihrer Aufbau- und Ablauforganisation vorzunehmen.

Zur Stärkung des Verbraucherschutzes wurden weiterhin konkrete Anforderungen an die Bereitstellung von Informationsdokumenten an Versorgungsanwärter und Leistungsempfänger definiert sowie der zu informierende Personenkreis auf potenzielle Versorgungsanwärter erweitert. So haben EbAVs ihren potenziellen Versorgungsanwärtern künftig dezidierte Informationen im Rahmen der Aushändigung einer Leistungs- und Renteninformation zur Verfügung zu stellen.

3. Ausgewählte Handlungsfelder

Zu den wesentlichen Handlungsfeldern für die Praxis der Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung Pensionskassen und Pensionsfonds gehören

- Interne Leitlinien und das interne Kontrollsystem (IKS) sowie das Einrichten von Schlüsselfunktionen. Schlüsselfunktionen sind zur Meldung an die Aufsicht verpflichtet, sollte der Vorstand nicht rechtzeitig geeignete (Gegen-) Maßnahmen im Risikomanagement treffen.

- Die Berücksichtigung von ESG-Kriterien (environmental, social and governance risk) insbesondere bei der allgemeinen Geschäftsführung: Die Geschäftsorganisation umfasst auch die Berücksichtigung von ökologischen, sozialen und die Unternehmensführung betreffenden Faktoren (sogenannte ESG-Faktoren) in Bezug auf die Vermögenswerte bei Anlageentscheidungen. Es besteht jedoch keine Verpflichtung in der Kapitalanlage, diese ESG-Faktoren zu berücksichtigen. Jedoch muss der Umgang mit diesen von der EbAV transparent gemacht werden. Dies erfolgt in der Erklärung zu den Grundsätzen der Anlagepolitik, die im Übrigen nun auch der Öffentlichkeit zugänglich zu machen ist.
- Das Risikomanagement und die Durchführung einer eigenen Risikobeurteilung (Own Risk Assessment, ORA). Der Einführung von quantitativen Anforderungen wie in Säule I von Solvency II wurde in der EbAV-II-Richtlinie eine Absage erteilt, wenngleich EIOPA laut Befürchtungen etwa von aba, der Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V., Bewertungsgrundsätze und Eigenmittelvorgaben gerne nach dem Vorbild von Solvency II einführen würde. Nichtsdestotrotz sieht § 234d VAG umfassende Anforderungen zur Durchführung einer eigenen Risikobeurteilung vor, über deren Ergebnis die Aufsichtsbehörde innerhalb von 14 Tagen zu informieren ist. Käme es zukünftig zu einer Angleichung von ORA an „ORSA" aus Solvency II, wären Asset Manager unweigerlich ähnlich betroffen von Informationspflichten an EbAV, wie sie es jetzt schon unter Solvency II sind.
- Die Erklärung zur Anlagepolitik
- Die erweiterten Informationspflichten den Begünstigten gegenüber: Die Neuregelung sieht unter anderem vor, dass auch potenziellen Versorgungsanwärtern, die nicht automatisch in ein Altersversorgungssystem aufgenommen werden, eine Reihe von Informationen zur Verfügung gestellt werden. Eine weitere Neuerung betrifft die Renteninformationen für Versorgungsanwärter: diese Informationen müssen eine Projektion der Altersversorgungsleistungen bis zum voraussichtlichen Rentenbeginnalter beinhalten.
- Die ausnahmslose Pflicht zur Veröffentlichung des Jahresabschlusses und des Lageberichtes.

4. Berichtspflichten

a) EZB-Berichtspflichten

Mit der ESZB-Statistik über Altersvorsorgeeinrichtungen wird die bisherige Statistik der Pensionseinrichtungen ab dem dritten Quartal 2019 auf eine neue, im Euroraum harmonisierte Grundlage gestellt. Die entsprechende Verordnung wurde am 26. Januar 2018 veröffentlicht und enthält in Teil 3 auch Berichtstabellen. Die (bisherige) Statistik über Pensionseinrichtungen erfasst im vierteljährlichen Turnus die Aktiva und Passiva der inländischen Pensionseinrichtungen, soweit sie nach der Definition des Europäischen Systems volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen (ESVG) unter dem Sektor 129 abzubilden sind. Es handelt sich um eine Sekundärstatistik, die auf Solvency-I-Aufsichtsdaten sowie Meldungen weiterer Pensionseinrichtungen beruht und durch Ergebnisse aus anderen Statistiken der Bundesbank, wie z. B. der Bankenstatistik und der Statistik über Wertpapierinvestments, ergänzt wird.

Die in die neue ESZB-Statistik über Altersvorsorgeeinrichtungen einbezogenen Altersvorsorgeeinrichtungen werden durch die Definition des ESVG zum Sektor 129 bestimmt. Dieser enthält Pensionskassen, Pensionsfonds, Berufliche Versorgungswerke der freien Berufe sowie kirchliche und kommunale Zusatzversorgungswerke. Gemäß der o. a. Verordnung wird eine Liste der berichtspflichtigen Einrichtungen zu Beginn der Meldepflicht auf der Webseite der EZB veröffentlicht.

b) EIOPA-Berichtspflichten

aa) Inhalt der neuen Meldeanforderungen

EbAV sehen ab 2019 einer erheblichen Doppelbelastung hinsichtlich Berichtspflichten entgegen. Dass die EZB ab 2019 umfangreiche Daten von Pensionseinrichtungen haben möchte, wurde vorstehend skizziert. Getrennt davon unternahm jedoch auch EIOPA einen Vorstoß, um gleichsam im Windschatten der EZB ein noch weit umfassenderes Meldewesen für EbAV anzukündigen. Im Nachgang zu einer Konsultation ("EIOPA's regular information requests towards NCAs regarding provision of occupational pensions information") veröffentlichte EIOPA am 10. April 2018 einen

Beschluss (EIOPA-BoS/18-114, 10 April 2018, *Decision of the Board of Supervisors on EIOPA's regular information requests towards NCAs regarding provision of occupational pensions information*), zusätzlich zu den national bestehenden sowie den EZB-Anforderungen ab 2019, eine Berichterstattung für EbAV basierend auf den Solvency-II-Anforderungen für die Versicherungswirtschaft einzuführen.

Diesem Beschluss ging kein Gesetzgebungsverfahren, sondern allein eine öffentliche Konsultation im Sommer 2017 voraus (siehe zur Rechtsgrundlage noch nachstehend). Mit diesem EIOPA-Beschluss wird – weitgehend analog zur dritten Säule von Solvency II für Versicherungsunternehmen – ein EU-weit einheitlicher Berichterstattungsrahmen für die EbAV geschaffen, und zwar allein auf Grundlage von Art. 35 EIOPA-Verordnung. Damit kommen auf EbAV zusätzlich zu den bereits bestehenden nationalen Meldepflichten und den künftigen EZB-Berichtspflichten sehr detaillierte EIOPA-Meldeanforderungen zu (u.a. Look-through-Ansatz für Fondsinvestitionen, umfangreiche Daten zu jeder einzelnen Direktanlage, Erstellung einer „Attributionsanalyse", Informationen über Veränderungen der versicherungstechnischen Verpflichtungen, eine Aufschlüsselung der Kapitalanlageerträge, der Verwaltungskosten und Angaben zu „sponsor´s financials").

Alle deutschen EbAV werden meldepflichtig sein. Die BaFin muss sämtliche individuellen Daten von EbAV, die eine Bilanzsumme über 1 Milliarde Euro haben, an EIOPA weitergeben. Die BaFin plant folgende Umsetzung:

- EIOPA-Pensionsdaten sollen nur von EbAVs mit einer Bilanzsumme von mehr als 100 Millionen Euro erhoben werden.
- EbAVs mit einer Bilanzsumme zwischen 100 Millionen Euro und 1 Milliarde Euro müssen keine Quartalsmeldungen vorlegen, sondern nur ihre Jahresmeldungen ohne vollständige Einzelangabe aller Vermögensanlagen (List of Assets).
- Erst bei Überschreiten einer Bilanzsumme von 1 Milliarde Euro müssen sämtliche Quartalsmeldungen sowie das volle Set an Jahresmeldungen abgeliefert werden. Maßgeblich ist dabei die Bilanzsumme nach Formblatt 100 der Versicherungsberichterstattungs-Verordnung (BerVersV) bzw. Formblatt 800 der Pensionsfonds-Aufsichtsverordnung (PFAV).

Die künftigen Berichtspflichten werden zu einem erheblichen Mehraufwand der EbAV und ggf. zu einem Meldeformat führen, das für die meisten neu und teuer ist (XBRL–Meldeformat). Jährliche Daten sind erstmals für 2019 im Jahr 2020 an die BaFin zu liefern. Vierteljährliche Daten sind erstmals für das dritte Quartal 2019 abzugeben, und zwar im vierten Quartal 2019. Im Gegensatz zu den Solvency-II-Berichtspflichten sind bei EbAV keine Proberunden vorgesehen.

bb) Rechtsgrundlage des EIOPA-Beschlusses

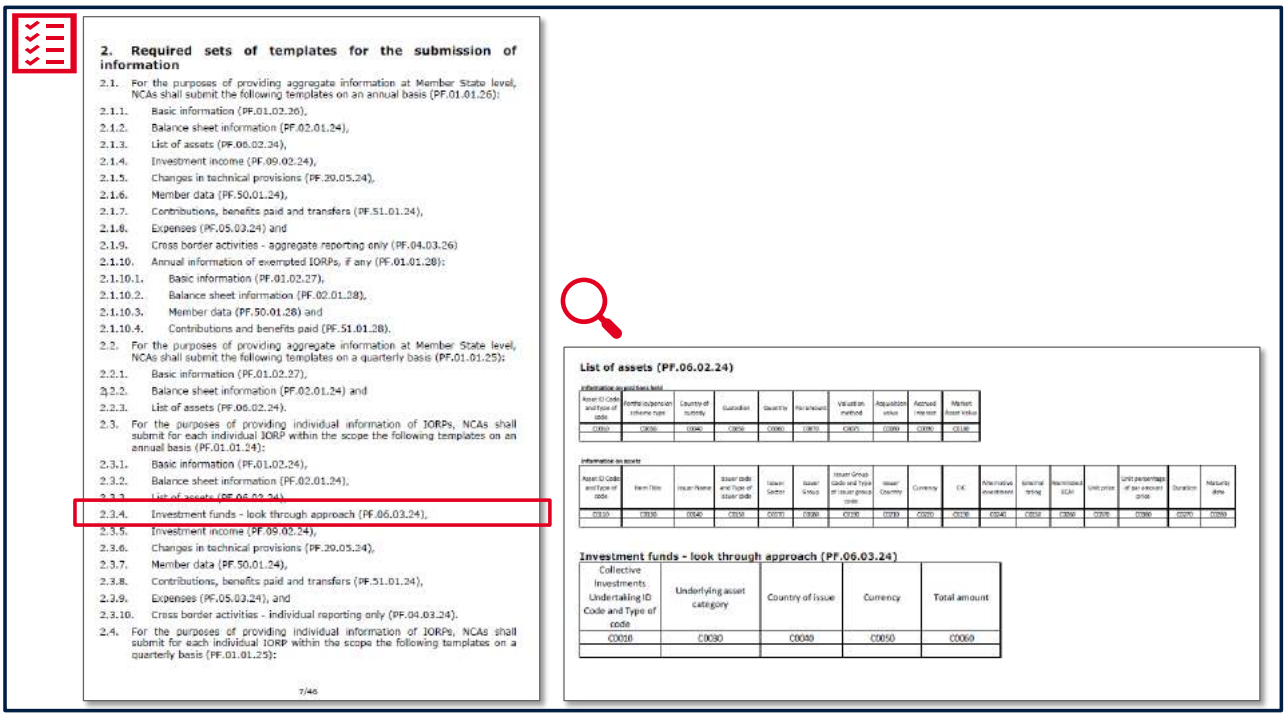
Problematisch ist insbesondere die Art und Weise bzw. die Rechtsgrundlage, wie EIOPA die umfassenden Berichtspflichten für EbAV eingeführt hat. Rechtsgrundlage ist einzig Art. 35 der EIOPA-Verordnung, gestützt auf welchen EIOPA Informationen einholen darf, „die sie zur Wahrnehmung der ihr durch diese Verordnung übertragenen Aufgaben benötigt, vorausgesetzt, sie haben rechtmäßigen Zugang zu den einschlägigen Informationen und das Informationsgesuch ist angesichts der Art der betreffenden Aufgabe erforderlich." Nach Auffassung von EIOPA fänden sich die weiteren Rechtsgrundlagen, die das neue Meldewesen rechtfertigen sollen, in den Artikeln 18 (Maßnahmen im Krisenfall zur Wahrung der Finanzstabilität, wobei der Krisenfall vom Rat beschlossen werden muss) und 32 (Bewertung von Marktentwicklungen sowie deren Folgen, potenzielle Risiken und Schwachstellen) der EIOPA-Verordnung (siehe hierzu EIOPAs Problemstellung in der Folgenabschätzung in Annex III auf S. 46 des Konsultationspapieres). Die von EIOPA genannten Aufgaben der Überwachung der Finanzstabilität und von Marktentwicklungen rechtfertigen indessen nicht das von EIOPA vorgeschlagene Meldewesen, weder die Solvency-II-ähnliche Datenabfrage in den Templates noch die Weitergabe kompletter Einzeldaten großer EbAV. Für diese Aufgaben sind Daten in der vorgesehenen Tiefe und auf individueller Ebene schlicht nicht erforderlich. Somit halten die Informationsanfragen von EIOPA nicht den Anforderungen des Artikels 35 (1) EIOPA-VO stand, wonach das Informationsgesuch „angesichts der Art der betreffenden Aufgabe erforderlich" sein

muss. Auch in Artikel 18 Abs. 4 EIOPA-Verordnung ist lediglich geregelt, dass EIOPA im vom Rat beschlossenen Krisenfall und nur bei Nichtbeachtung eines EIOPA-Beschlusses durch eine nationale Aufsichtsbehörde direkt aufsichtsrechtlich bindende Beschlüsse für einzelne EbAV erlassen darf. Weder wurde bislang der Krisenfall ausgerufen, noch kam es zu Streitigkeiten zwischen EIOPA und nationalen Aufsichtsbehörden. Daher rechtfertigt diese Argumentation keine regelmäßigen Datenlieferungen in dem vorgeschlagenen Ausmaß für einzelne EbAV.

Im nationalen Recht bildet § 43a VAG (Berichtspflichten zum Zwecke der Finanzstabilität; Verordnungsermächtigung) die Einfallstür für EIOPA-Beschlüsse wie den vorstehenden. § 43a VAG enthält eine Verordnungsermächtigung für das BMF, die es ermöglicht, Vorschriften zu erlassen, die die beaufsichtigten Unternehmen verpflichtet, der Aufsichtsbehörde – in Deutschland also der BaFin – die von EIOPA verlangten Informationen zu melden. Damit können die Rechtsgrundlagen für eine direkte Umsetzung von EIOPA-Vorgaben im Wege einer einfachen Verordnung geschaffen werden. Angesichts der Tatsache, dass die EbAV-II-Richtlinie lediglich auf eine Mindestharmonisierung beschränkt ist, geht der in Rede stehende EIOPA-Beschluss nach Auffassung der Branche (bspw. PensionsEurope oder aba) weit über das Erforderliche hinaus. Auch das Europäische Parlament und der Rat hatten sich in der Überarbeitung der EbAV-II-Richtlinie sehr klar positioniert, dass das EU-Aufsichtsrecht für EbAV – anders als unter Solvency II für den Versicherungsbereich – weiterhin nur auf eine Mindestharmonisierung beschränkt sein, die auch im Bereich der Berichtspflichten gerade keine Einführung eines EU-weit vereinheitlichten, Solvency-II-ähnlichen Meldewesens mit sich bringen solle. Für Versicherungsunternehmen hat es neben Solvency II diverser Level 2- und 3-Verordnungen auf EU-Ebene gebraucht, um ein solches Meldewesen einzuführen.

Der vorstehenden grundsätzlichen Kritik zur Rechtsgrundlage zum Trotz sollten sich Altersvorsorgeeinrichtungen auf die neuen EIOPA-Berichtspflichten rechtzeitig einstellen – und Asset Manager als Dienstleister von EbAV mit ihnen.

Nachfolgende Bilder veranschaulicht den Umfang und die Granularität der von EIOPA eingeforderten Berichtsdaten; auf über dreißig Seiten des EIOPA-Beschlusses sind die Templates, deren Inhalt und Erklärungen zu den Templates und Meldeformularen enthalten:



2. Required sets of templates for the submission of information

2.1. For the purposes of providing aggregate information at Member State level, NCAs shall submit the following templates on an annual basis (PF.01.01.26):
- 2.1.1. Basic information (PF.01.02.26),
- 2.1.2. Balance sheet information (PF.02.01.24),
- 2.1.3. List of assets (PF.06.02.24),
- 2.1.4. Investment income (PF.09.02.24),
- 2.1.5. Changes in technical provisions (PF.20.05.24),
- 2.1.6. Member data (PF.50.01.24),
- 2.1.7. Contributions, benefits paid and transfers (PF.51.01.24),
- 2.1.8. Expenses (PF.05.03.24) and
- 2.1.9. Cross border activities - aggregate reporting only (PF.04.03.26)
- 2.1.10. Annual information of exempted IORPs, if any (PF.01.01.28):
  - 2.1.10.1. Basic information (PF.01.02.27),
  - 2.1.10.2. Balance sheet information (PF.02.01.28),
  - 2.1.10.3. Member data (PF.50.01.28) and
  - 2.1.10.4. Contributions and benefits paid (PF.51.01.28).

2.2. For the purposes of providing aggregate information at Member State level, NCAs shall submit the following templates on a quarterly basis (PF.01.01.25):
- 2.2.1. Basic information (PF.01.02.27),
- 2.2.2. Balance sheet information (PF.02.01.24) and
- 2.2.3. List of assets (PF.06.02.24).

2.3. For the purposes of providing individual information of IORPs, NCAs shall submit for each individual IORP within the scope the following templates on an annual basis (PF.01.01.24):
- 2.3.1. Basic information (PF.01.02.24),
- 2.3.2. Balance sheet information (PF.02.01.24),
- 2.3.3. List of assets (PF.06.02.24),
- 2.3.4. Investment funds - look through approach (PF.06.03.24),
- 2.3.5. Investment income (PF.09.02.24),
- 2.3.6. Changes in technical provisions (PF.20.05.24),
- 2.3.7. Member data (PF.50.01.24),
- 2.3.8. Contributions, benefits paid and transfers (PF.51.01.24),
- 2.3.9. Expenses (PF.05.03.24), and
- 2.3.10. Cross border activities - individual reporting only (PF.04.03.24).

2.4. For the purposes of providing individual information of IORPs, NCAs shall submit for each individual IORP within the scope the following templates on a quarterly basis (PF.01.01.25):

7/46

List of assets (PF.06.02.24)

Investment funds - look through approach (PF.06.03.24)

Collective Investments Undertaking ID Code and Type of code	Underlying asset category	Country of issue	Currency	Total amount
C0010	C0030	C0040	C0050	C0060

c) VAG-InfoV betreffend die Informationspflichten der bAV

Das BMF hat am 25. März 2019 den Entwurf der sog. VAG-Informationspflichtenverordnung („VAG-InfoV") auf seiner Homepage veröffentlicht.

Grundlage des einschließlich der Begründung 19 Seiten langen Verordnungsentwurfs ist die im Rahmen des am 13. Januar 2019 in Kraft getretenen Gesetzes zur Umsetzung der EbAV-II-Richtlinie 2016/2341 (BGBl. I Nr. 49, S. 2672) in § 235a VAG enthaltene Ermächtigung zum Erlass einer Rechtsverordnung über die Informationspflichten. Die Verordnung wird einheitlich für Pensionsfonds, Pensionskassen und andere Lebensversicherungsunternehmen, soweit sie bAV-Leistungen erbringen, gelten.
Die EbAV-II-Richtlinie schafft neue Informationspflichten, die Einrichtungen der betrieblichen Altersversorgung gegenüber den Versorgungsanwärtern und Versorgungsempfängern erfüllen müssen. Die Eckpunkte dieser Informationspflichten wurden in das Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) aufgenommen und sollen durch die VAG-InfoV näher ausgestaltet werden. Die Verordnung trifft nähere Vorschriften zu den §§ 234l bis 234p VAG:

- § 234k Anforderungen an zu erteilende Informationen
- § 234l Allgemeine Informationen zu einem Altersversorgungssystem
- § 234m Information der Versorgungsanwärter bei Beginn des Versorgungsverhältnisses
- § 234n Information vor dem Beitritt zu einem Altersversorgungssystem
- § 234o Information der Versorgungsanwärter während der Anwartschaftsphase
- § 234p Information der Versorgungsempfänger

Die vorgenannten Vorschriften beziehen sich auf Pensionskassen; nach den §§ 144 Abs. 1 und 237 Abs. 1 Satz 1 VAG finden sie auf andere Lebensversicherungsunternehmen und Pensionsfonds entsprechend Anwendung. Damit gelten die Informationspflichten auch künftig einheitlich für Pensionskassen, Pensionsfonds und Lebensversicherungsunternehmen.

§ 3 des RefE enthält in den Allgemeine Informationen zu einem Altersvorsorgesystem u.a. Nr. 6: Informationen über das Anlageprofil, Nr. 7 die mit dem Altersvorsorgesystem verbundenen finanziellen, versicherungstechnischen und sonstigen Risiken sowie Art und Aufteilung der Risiken.

§ 4 VAG-InfoV-RefE enthält unter dem Titel Renteninformation u.a. in Abs. 2 eine Kurzinformation zu den Anlagemöglichkeiten und der Struktur des Anlagenportfolios sowie Informationen über das Risikopotential, in Abs. 3 Nr. 2 b) und c) den Jahresbericht für das Investmentvermögen und eine Erklärung zu den Grundsätzen der Anlagepolitik und die Anlagekosten. Ebenfalls enthält § 5 VAG-InfoV-RefE unter Information der Versorgungsempfänger Informationen zu den Anlagemöglichkeiten und der Struktur des Anlagenportfolios sowie das Risikopotential und die Anlagekosten.

Wenn EbAV in bzw. via Investmentfonds investieren, werden diese institutionellen Investoren auch derartige Informationen von den KVGen einfordern.

Fazit

Die unmittelbaren Berichtsplichten für Asset Manager, die aus der Fonds- und Marktregulierung resultieren, stellten und stellen für sich genommen bereits eine komplexe Herausforderung dar. Ergänzt um die fast unübersichtlich vielen Reportingpflichten, welche Asset Manager mittelbar betreffen, weil ihre Kunden – institutionelle Investoren – ihrerseits zahlreichen aufsichtlichen Berichtspflichten unterliegen, stellt sich nochmals ein neuer Grad an Komplexität ein. Hinzu kommt, dass das System (investoren-)aufsichtsrechtlicher Berichtspflichten nicht statisch, sondern dynamisch ist: Aktuell laufen sowohl der AIFM-Richtlinie-Review als auch der Solvency II Review, arbeiten die Bankaufsichtsbehörden an Basel IV und stehen Altersvorsorgeeinrichtungen ganz neue Berichtspflichten ins Haus. Asset Manager sind deshalb zwingend gehalten, die entsprechenden regulatorischen Entwicklungen genau im Auge zu behalten.
Die nachfolgenden Graphiken bieten zusammenfassend nochmals eine Übersicht über die regulatorischen Anforderungen an die Berichtspflichten:

	Look-through	Issuer/Counterparty Identification	Asset Classification	Exposures	Stresstests
AIFMD		+	+	+	+
UCITS		+		+	+
Solvency II	+	+	+	+	+
VAG/AnlV	+	+			
CRR/CRD IV/GroMiKV	+	+	+	+	
EbAV II	+	+	+	+ (ESG Exposures)	+

	Templates, Muster etc.	Dateiformate	Inhalte	Häufigkeit
AIFMD	Templates in Annex IV der AIFM-VO	Vorhandene Berichtsformate: PDF, XLS und XML Dateien für Berichtspflichten im XSD-Format (ESMA)	Märkte und Instrumente Risiken und Konzentrationen Informationen zu Liquidität und Risikoprofil	Abhängig von der Größe des verwalteten AIF bzw. aller von der KVG verwalteten AIF (vierteljährlich bis jährlich)
UCITS/ DerivateV	Excel-Datei über das MVP-Portal der BaFin	Excel	Exposures	jährlich
Solvency II	Tripartite Template 4.0 von Investment- und Versicherungswirtschaft diverser EU-Länder S.06.03	Excel-basiert FAQ BVI-Datenblatt	SCR Look-through Rohdaten Sonstiges	vierteljährlich
VAG/AnlV	VAG-Reporting	Templates vom BVI (BVI Datenblatt in Excel)	z.T. Look-through Zuordnung AnlV-Kategorien	monatlich bis vierteljährlich
CRR/CRD IV/GroMiKV	Diverse Formate und Formulare der Bundesbank Formatvorlage für die Zumeldung von Fondszusammensetzungen zum Zweck der Durchschau nach Art. 390 Abs. 7 CRR vom BVI Formulare von WM Datenservice	Übersicht in Excel Datenblatt als CSV-Datei		für GroMiKV: monatlich, ansonsten vierteljährlich
EbAV II	EIOPA-Templates EZB-Statistikformulare Formblätter 100 BerVersV bzw. 800 der PFAF	EIOPA's XBRL taxonomy data format via EIOPA Hub	Rohdaten Sonstiges	vierteljährlich

Kontakt

Bundesverband Alternative Investments e.V. (BAI)
Tel.: +49 228 96987-51
E-Mail: bommer@bvai.de

Michael Bommer
Rechtsanwalt (CH)
Referent Recht & Policy

Quantitative Analysen für eine Asset Allocation jenseits traditioneller Anlagestrategien

von Michael Busack und Dr. Jan Tille,
Absolut Research GmbH

Einleitung

Seit der Finanzkrise und aufgrund der niedrigen Zinsen haben institutionelle Investoren in Europa ihre Asset Allocation neu aufstellen müssen. Wurde zunächst in bekannten Anlagesegmenten nach Alternativen gesucht – beispielsweise durch eine Verlängerung der Duration oder Peripherieanleihen sowie die Hinzunahme von Investment-Grade-Unternehmensanleihen – setzten Investoren immer stärker auf Private Market Assets. Dennoch sind liquide Anlagen bei institutionellen Anlegern mit 70 % – 80 % hierzulande weiterhin der größte Portfoliobaustein. Obwohl einige Investoren mittlerweile auch innovativere Strategien für die Asset Allocation nutzen, sind Ansätze wie Low-Volatility-Aktien, alternative Anleihesegmente, sowie liquide Long/Short-Strategien weiterhin unterrepräsentiert. Daher gibt dieser Beitrag einen Überblick über die mittlerweile zur Verfügung stehenden liquiden Opportunitäten.

Alternativen für das liquide institutionelle Portfolio

Zu den bisher wenig genutzten Alternativen im Anleihesegment gehören einer Umfrage[1] des Beratungsunternehmens Mercer zufolge unter anderem Schwellenländeranleihen, Private Debt & Asset Backed Securities sowie Wandelanleihen. Zwar investieren der Umfrage zufolge 18 % der Investoren in Schwellenländeranleihen, die Allocation lag im Mittel jedoch nur bei 5 %. Wandelanleihen wurden nur von 3 % der Investoren genutzt und Asset Backed Securities war nur bei 1 % vertreten. Bei Aktienanlagen verhielt es sich ähnlich. Zwar wiesen fast alle Investoren ein Engagement in Aktien auf, in alternativen Ansätzen wie Low-Volatility-Strategien waren aber nur 12 % investiert. Long/Short-Strategien, die seit jeher als Alternative Investments gelten, sind ohnehin kaum vertreten.

Bedenkt man, dass diese Assets, verglichen mit traditionelleren Anlagen, andere und neue Werttreiber erschließen können, ist es erstaunlich, dass deren Diversifikationsvorteile in der Breite kaum genutzt werden. Eine mögliche Erklärung hierfür könnte sein, dass auf Investorenseite die nötige Expertise für die Erschließung der Anlageklassen fehlt. Spezialisten für Schwellenländer, Wandelanleihen, strukturierte Finanzprodukte oder Long/Short-Strategien sind teuer und lohnen sich erst ab einer gewissen Größe. Abgesehen von sehr großen institutionellen Anlegern ist die personelle Ausstattung der Kapitalanlageabteilungen oft spärlich, sodass von den Verantwortlichen eher generalistische Kompetenzen verlangt werden. Daher muss auf externe Expertise zurückgegriffen werden. Der mit der Managerauswahl verbundene Due-Diligence-Prozess ist jedoch ebenfalls mit einem hohen Ressourcenaufwand verbunden. Die Nutzung von Consultants kann den Aufwand zwar mindern. Allerdings umfassen Datenbanken meist nur eine Teilmenge der am Markt befindlichen Strategien. Daher ist es ratsam, dass sich Investoren zunächst einen neutralen und breiten Überblick über die Asset Manager, deren Produktangebot und Performance verschaffen. Im Zweifelsfall können sie mit diesen Informationen auch an die Consultants herantreten und dadurch den Auswahlprozess effizienter gestalten, breiter aufstellen und letztlich die Erfolgswahrscheinlichkeit ihrer Investments erhöhen.

Marktüberblick zu liquiden Alternativen

In der monatlichen Publikation Absolut|ranking analysiert Absolut Research die Performance europäischer Publikumsfonds, unter anderem auch in den zuvor genannten Segmenten. Während Investoren beispielsweise in den Bereichen Schwellenländer- oder auch Wandelanleihen ein breites Fondsangebot vorfinden können, das auch einige grundsätzliche Mindeststandards bezüglich Track Record und Volumen erfüllt, ist es bei einigen Faktorstrategien oder auch im Segment der Volatilitätsrisikoprämienfonds deutlich geringer.

1 Mercer European Asset Allocation Survey 2018

Abbildung 1: Übersicht über ausgewählte Anlagesegmente

Anlage-klasse	Universum	Anzahl Fonds	Segmentvolumen (Mrd. Euro)	Geschätzte Nettomittel-zuflüsse (Mrd. Euro, Mai 2016 - Apr 2019)
Anleihen	Emerging Market Bonds Global Local Currency	92	102	38,5
	Convertible Bonds Global Hedged	64	31	-6,2
	Emerging Market Bonds Corporates	56	23	3,8
	Insurance-Linked Securities	32	17	3,8
	Asset-Backed-Securities	20	34	17,5
	Loans Global	26	35	2,0
	Loans Europe	15	23	5,4
Aktien	Equity Long/Short Europe	59	22	-4,3
	Equity Event Driven	22	15	5,9
	Equity Europe Low Risk Factor	16	8	1,1
	Equity Europe Quality Factor	6	2	0,5
Gemischt	Multi-Asset Macro	41	27	5,0
	Multi-Asset Managed Futures	22	9	0,8
	Multi-Asset Risk Premia	29	23	11,4
	Volatility Short & Options-Strategien	10	5	2,9
	Equity Europe	621	369	-54,6
	Government Bonds Eurozone	133	72	-9,5

Anzahl Fonds: Es wurden nur Fonds berücksichtigt, die über eine Historie von 3 Jahren und ein verwaltetes Vermögen von mindestens 50 Mio. Euro verfügen.

Quelle: Absolut Research GmbH – Absolutranking

Ferner lässt sich in Abbildung 1 erkennen, dass Fondsinvestoren in der jüngeren Vergangenheit ihr Engagement in vielen alternativen Segmenten und Strategien ausgebaut haben. Beispielsweise sammelten Fonds, die in Lokalwährungsanleihen in Schwellenländer investieren, in dem Dreijahreszeitraum zwischen Mai 2016 und April 2019 ca. 38,5 Mrd. Euro ein. Aber auch andere Segmente profitierten von der Suche nach Alternativen. In den Segmenten Asset-Backed-Securities oder alternative Risikoprämienfonds beliefen sich die Zuflüsse auf 17,5 Mrd. Euro bzw. 11,4 Mrd. Euro. Die stetigen Erträge, die sich im Zuge sinkender Volatilitäten realisieren ließen, sorgten zudem bei Volatilitätsstrategien für Zulauf. Hier führten Zuflüsse von knapp 3 Mrd. Euro dazu, dass sich die Fondvolumina mehr als verdoppelten. Diesen positiven Entwicklungen stehen deutliche Abflüsse aus den Fonds etablierter Marktsegmente gegenüber. Aus europäischen Aktienfonds wurden während des betrachteten Zeitraums knapp 55 Mrd. Euro abgezogen und auch aus europäischen Staatsanleihenfonds flossen rund 9,5 Mrd. Euro ab.
Betrachtet man Staatsanleihen als relativ risikoloses Investment, stellen Investments in andere Segmente Risikoaktiva dar. In der Vergangenheit hat sich immer wieder gezeigt, dass die Korrelationen risikobehafteter Anlagen gegenüber Aktienmarktrisiken hoch ausfallen können (siehe Abbildung 2). Allerdings handelt es sich hierbei in der Regel um Marktsegmente mit hohem Aktienmarktbezug, sprich Wandelanleihen, Long/Short Equity oder Smart Beta. Doch auch Macro-Strategien beinhalteten mit einer Korrelation von 0,88 substanzielle Aktienmarktrisiken.

Dennoch gibt es einige Marktsegmente, die sowohl gegenüber Aktien als auch gegenüber Anleihen Diversifikationspotenziale offerieren. Insurance-Linked Securities sind ein Beispiel, Managed Futures ein anderes. Auch mit Schwellenländeranleihen, Loans oder Risikoprämienstrategien können Investoren Risiken weiter streuen.

Da hier nur die Korrelationen gegenüber traditionellen Anlageklassen dargestellt sind, müssen im Portfoliokontext zusätzlich noch die Korrelationen der verschiedenen Marktsegmente zueinander beachtet werden.

Erweitert man den Begriff "Diversifikationspotenzial" um eine absolute Dimension, zeigt sich, dass auch Marktsegmente, die eine hohe Korrelation zum Aktienmarkt aufweisen, ein Portfolio stabilisieren können. Dies gilt beispielsweise für Long/Short-Strategien und Low-Vola-Ansätze. Trotz ihrer sehr hohen Korrelationen fielen die maximalen Verluste dieser beiden Anlagesegmente während der vergangenen zehn Jahre (Mai 2009 – April 2019) deutlich geringer aus, als am Aktienmarkt. Long/Short-Strategien verloren in der Spitze 7,7 %, bei Low-Vola-Ansätzen waren es 12,5 %. Verglichen mit den knapp 20 % die der Aktienmarkt einknickte, waren die Drawdowns 60 % bzw. 35 % niedriger.

Für andere Marktsegmente wie Multi-Asset Risk Premia, Event Driven oder Loans zeigt sich zudem, dass sich der Zeitpunkt des Maximum Drawdowns, der jeweils Ende 2018 auftrat, deutlich von jenem des Aktienmarktes unterscheidet.

Abbildung 2: Diversifikationspotenzial unterschiedlicher Anlagesegmente (Mai 2009 – Apr. 2019)

Anlage-klasse	Marktsegment	Korrelation Equity Europe	Korrelation Government Bonds Eurozone	Maximum Drawdown	Zeitpunkt Max. DD
Anleihen	Emerging Market Bonds Global Local Currency	0,45	0,12	-23,4 %	Jan. 16
	Convertible Bonds Global Hedged	0,86	-0,01	-13,7 %	Sep. 11
	Emerging Market Bonds Corporates	0,57	0,17	-5,9 %	Aug. 13
	Insurance-Linked Securities	0,04	0,11	-6,5 %	Sep. 17
	Asset-Backed-Securities	0,04	0,50	-2,8 %	Jan. 11
	Loans Global	0,66	-0,09	-5,0 %	Feb. 16
	Loans Europe	0,54	-0,06	-6,1 %	Sep. 11
Aktien	Equity Long/Short Europe	0,88	-0,01	-7,7 %	Dez. 11
	Equity Event Driven	0,73	-0,07	-5,5 %	Dez. 18
	Equity Europe Low Risk Factor	0,96	0,14	-12,5 %	Sep. 11
	Equity Europe Quality Factor	0,97	0,05	-16,4 %	Sep. 11
Gemischt	Multi-Asset Macro	0,88	0,12	-7,9 %	Jun. 16
	Multi-Asset Managed Futures	0,25	0,44	-15,9 %	Feb. 19
	Multi-Asset Risk Premia	0,68	0,26	-6,7 %	Dez. 18
	Volatility Short & Options-Strategien	0,68	0,05	-9,2 %	Dez. 18
	Equity Europe	1,00	0,05	-19,2 %	Sep. 11
	Government Bonds Eurozone	0,05	1,00	-5,7 %	Mrz. 11

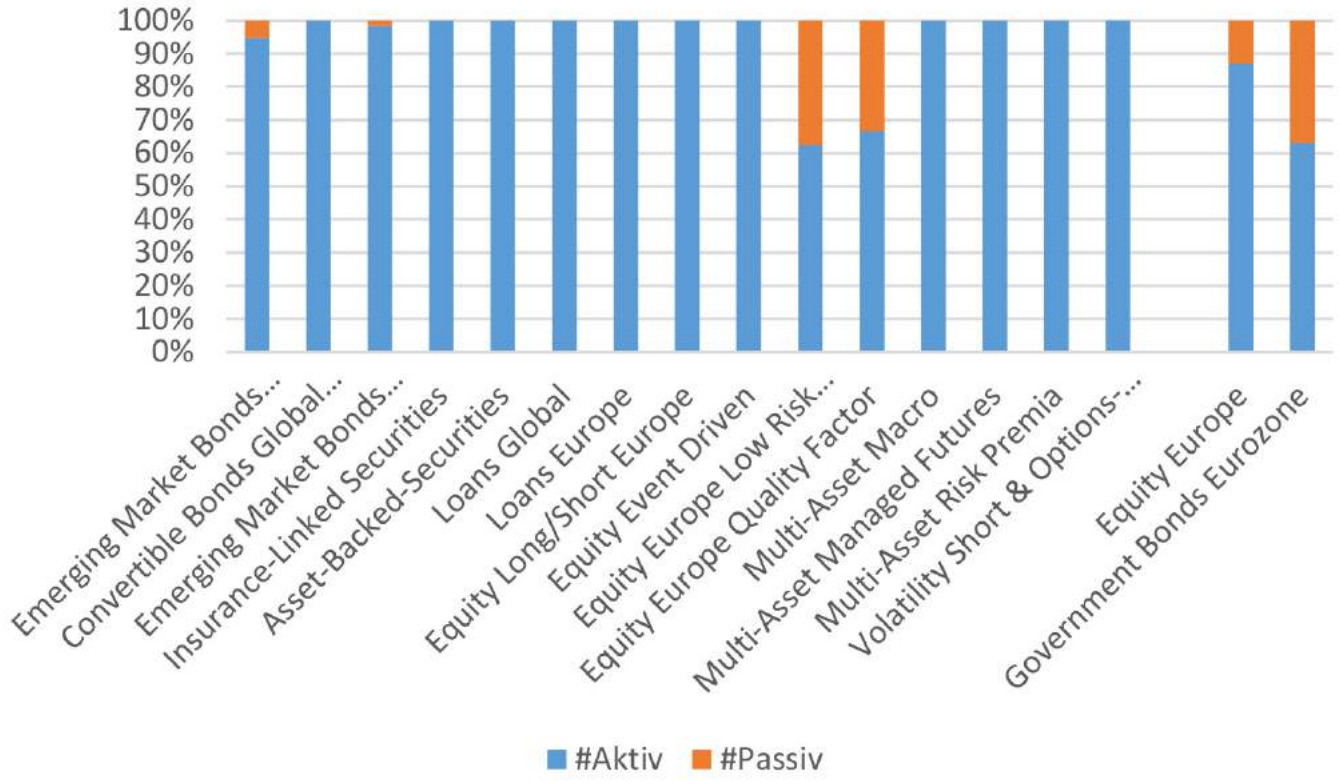
Korrelationen >= 0,75: rot, Korrelation <= 0,2: grün. Emerging Market Bonds Global Local Currency: Markit iBoxx GEMX Aggregate Total Return USD Unhedged, Convertible Bonds Global Hedged: Thomson Reuters Global Hedged Convertible Bond Index (EUR), Emerging Market Bonds Corporates: Credit Suisse Emerging Market Corporate Bond Total Total Return, Insurance-Linked Securities: Swiss Re Cat Bond Total Return Index, Asset-Backed-Securities: Barclays Global Agg Asset Backed Total Return Index Value Hedged EUR, Loans Global: S&P/LSTA Leveraged Loan Total Return Index, Loans Europe: S&P European Leveraged Loan Index, Equity Long/Short Europe: AR Alternative UCITS Equity Long/Short Europe Index, Equity Event Driven: AR Alternative UCITS Equity Event Driven Index, Equity Europe Low Risk Factor: AR - Average Europe Low Risk Factor Index, Equity Europe Quality Factor: AR Average Europe Quality Factor Index, Multi-Asset Macro: AR Alternative UCITS Multi-Asset Macro Index, Multi-Asset Managed Futures: AR Alternative UCITS Multi-Asset CTA Index, Multi-Asset Risk Premia: AR Alternative UCITS Multi-Asset Alternative Risk Premia Index, Volatility Short & Options-Strategien: AR Alternative UCITS Volatility Index. Equity Europe: STOXX Europe 600 Net Return EUR, Government Bonds Eurozone: Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR

Quellen: Absolut Research GmbH, Indexanbieter

Manager Performance – Das Top-Quartile-Prinzip

Die Performance aktiv verwalteter Strategien stand in der jüngeren Vergangenheit immer wieder in der Kritik und zusehends wurden aktive Mandate durch passiv verwaltete Ansätze ausgetauscht. Dies kann sinnvoll sein, wenn man bedenkt, dass traditionelles, aktives Management im Mittel den Markt abbildet und es daher im Durchschnitt nach Kosten langfristig zu einer Underperformance kommen muss. Ein weiterer Aspekt, der beachtet werden sollte, ist, dass es nicht in jedem Segment möglich ist, einen passiven Ansatz zu verfolgen. Während passive Strategien in den etablierten Anlagesegmenten in großem Umfang zur Verfügung stehen – im Bereich Equity Europe gibt es mehr als 80 passive Indexfonds – ist eine breite Auswahl passiver Fonds nur im Bereich Smart Beta anzutreffen (siehe Abbildung 3). In Fondssegmenten wie Loans, Asset-Backed Securities, Insurance-Linked Securities oder auch bei Long/Short-Fonds sind Investoren auf aktive Manager angewiesen. Wenn bereits die Auswahl passiver Strategien eine gewisse Due-Diligence erfordert, ist der notwendige Aufwand bei Auswahl aktiver Manager deutlich höher.

Abbildung 3: Aktive und passive Strategien in ausgewählten Fondssegmenten

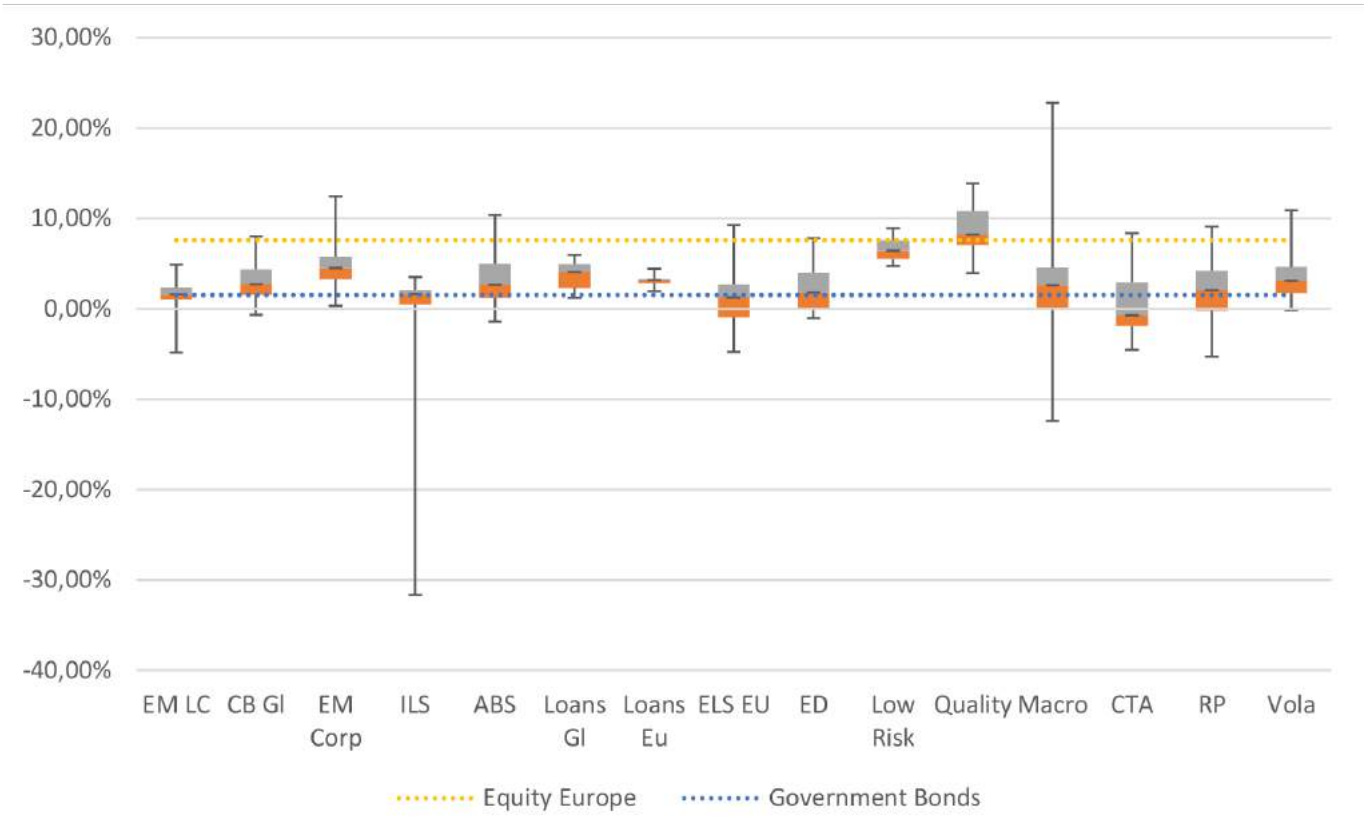


Quelle: Absolut Research – Absolutranking

Wie aus Abbildung 4 hervorgeht, waren die durchschnittlich erzielten Renditen aktiver Manager in dem Dreijahreszeitraum zwischen Mai 2016 und April 2019 in vielen Segmenten nicht attraktiv. Von den untersuchten Segmenten lag lediglich die Median-Rendite von Investmentstrategien mit Qualitätsaktien oberhalb des Aktienmarkts. Hierbei muss natürlich berücksichtigt werden, dass die meisten analysierten Kategorien zwar ähnlichen Risikofaktoren wie der Aktienmarkt ausgesetzt sein mögen, aber doch vornehmlich in andere Assets investieren, allen voran Anleihen, oder durch Short-Positionen ein geringeres Aktienexposure aufweisen. Daher ist insbesondere in haussierenden Märkten nicht davon auszugehen, dass hier in der Breite höhere Renditen erzielt werden als am Aktienmarkt.

Doch auch ein Vergleich der mittleren Renditen mit denen europäischer Staatsanleihen war nicht immer vorteilhaft. Gemessen am Bloomberg Barclays EuroAggregate Treasury Index erzielten Staatsanleihen gut 1,5 % pro Jahr, wohingegen die mittlere Manager-Rendite der deutlich risikoreichen Lokalwährungsanleihestrategien in Schwellenländern nur bei 1,6 % lag. Ähnlich schwach war die durchschnittliche Managerleistung in den Bereichen Insurance-Linked Securities (1,5 %), Equity Long/Short Europe (1,3 %), Event Driven (1,8 %), Managed Futures (-0,7 %) oder Risk-Premia-Strategien (2,1 %).

Abbildung 4: Manager Performance in unterschiedlichen Anlagesegmenten (jährliche Renditen, Mai 2016 – April 2019)



Equity Europe: STOXX Europe 600 Net Return EUR, Government Bonds: Bloomberg Barclays EuroAgg Treasury Total Return Index Value Unhedged EUR

Quellen: Absolut Research GmbH – Absolut|ranking, Indexanbieter

Abbildung 4 zeigt aber auch, dass aktives Management für Anleger einen Mehrwert generieren kann. Neben Stock Picking oder Timing Skills liegt ein weiterer Ansatzpunkt in guten Risikomanagementprozessen, die eine Outperformance in schwierigen Marktphasen erlauben.
In nahezu allen Segmenten war die Performance der Top Quartile Manager attraktiv und lag in dem betrachteten Dreijahreszeitraum innerhalb der meisten Segmente oberhalb der Renditen des breiten Aktienmarkts. Beispielsweise erzielten die Top Manager im Bereich von Unternehmensanleihen aus Schwellenländern zwischen 5,8 % und 12,5 %, Manager aus dem Bereich Asset-Backed Securities verbuchten zwischen 5,0 % und 10,4 % und bei den Global Macro Managern reichte die Performance in der Spitze bis über 20 % pro Jahr.

Die teilweise hohe Streuung zwischen den Managerergebnissen innerhalb eines Segments macht zudem ein sorgfältiges Vorgehen bei der Auswahl der Manager erforderlich. In einem ersten Schritt sollte unbedingt verhindert werden, einen Bottom Quartile Pick zu landen, da dies besonders schmerzlich sein kann. So betrugen beispielsweise die Abstände zwischen den besten und schlechtesten Fonds in den Bereichen Insurance-Linked-Securities und Multi-Asset Global Macro 35,2 Prozentpunkte.
Idealerweise werden Manager selektiert, die mit ihrer Performance im Top Quartile landen. Zwar ist die Evidenz einer persistenten Underperformance ausgeprägter als die einer persistenten Outperformance, dennoch ist das quantitative Screening ein probater Ansatz, um mit der Analyse der potenziellen Alternativen zu beginnen. Wichtig hierbei ist es, sich einen möglichst breiten Überblick über die Universen zu verschaffen, da ein breiter und umfassender Überblick die Wahrscheinlichkeit, eine schlechte Entscheidung zu treffen, reduziert. Standardisierte Analysetools, die sich zudem intuitiv handhaben lassen und es institutionellen Investoren ermöglichen sich schnell einen Überblick über die Performance und Risikomanagementfähigkeiten der Top Manager zu verschaffen und so die Komplexität für den Investor reduzieren, bieten hier einen echten Mehrwert.

Fazit

Das Spektrum liquider Alternativen zu traditionellen Aktien- und Anleiheinvestments ist divers und war bei Investoren in der Vergangenheit begehrt. Neben dem Zugang zu einträglicheren Renditequellen konnten sich Anleger durch deren geringere Korrelation Diversifikationsvorteile sichern. Quantitative Analysen erleichtern es Investoren hierbei, sich einen schnellen Überblick über die Anlagesegmente und die Managerperformance zu verschaffen, wodurch eine Entscheidung letztlich auf ein robusteres Fundament gestellt wird.

Kontakt

Michael Busack
Geschäftsführender Gesellschafter

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
Tel.: +49 40 303779-0

Dr. Jan Tille
Leiter Research

Absolut Research GmbH
Große Elbstraße 277a
22767 Hamburg
Tel.: +49 40 303779-0

von Susanne Hellmann, DekaBank

Profitable Nachrichten für alle, die wehmütig an die guten alten Zinsen zurückdenken: Hohe laufende Zinserträge gehören nicht der Vergangenheit an! Rentenorientierte Anleger können ihr Portfolio durch granular gestreute Anlagen in Lokalwährungen ergänzen und sich damit nicht nur die Chance auf überdurchschnittliche Ausschüttungen und zusätzliches Kurspotenzial sichern, sondern auch eine höhere Diversifikation erreichen.

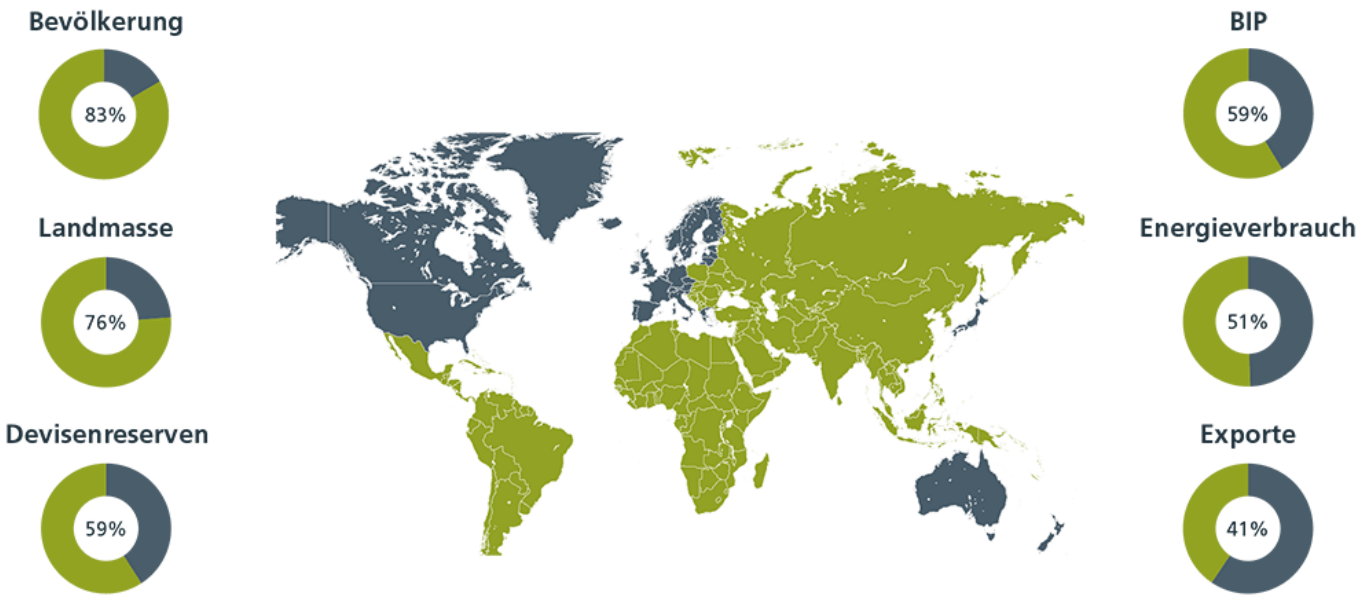
Harte Währungen, harte Konditionen.

Sprechen Anleger über Währungsinvestments, dann assoziiert man damit in erster Linie US-Dollar, britische Pfund, Schweizer Franken und japanische Yen. Auch wenn die Zinssätze für langlaufende US-Staatsanleihen wieder eine nennenswerte Höhe erreicht haben, bieten die Kupons von Anleihen in den anderen Hartwährungen keinen Grund zur Euphorie: Echte Rendite-Pick-ups gibt es nur für ein deutlich höheres Durations- und/oder Kreditrisiko. Ein Engagement in Fremdwährung wird zudem von vielen institutionellen Investoren noch immer eher als Spekulation denn als solide Positionierung empfunden und am besten möglichst zügig abgesichert.

Ziel: Überrendite.
Richtung: Emerging Markets.

Schwellenländer und Frontier Markets repräsentieren einen Großteil der weltweiten Wirtschaftskraft und profitieren besonders stark von der Globalisierung.

Emerging Markets profitieren von der Globalisierung.



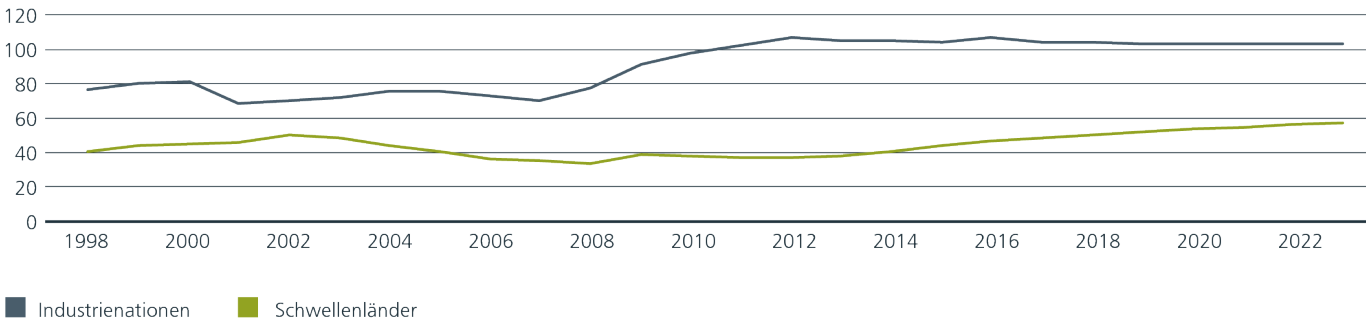
Quellen: IWF, Weltbank, DekaBank Daten für: Bevölkerung 2017.
Daten für: Devisenreserven 2017. Daten für: BIP (Kaufkraftparitäten) 2017. Daten für: Energieverbrauch 2011. Daten für: Exporte 2017.
Die enthaltenen Meinungsaussagen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder.
Diese kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt. Stand: 26.03.2019

Für eine Anlage sprechen insbesondere eine relativ geringe Staatsverschuldung und eine gute Wachstumsdynamik.

Geringe Staatsverschuldung

Die Verschuldungsquote von Schwellenländern ist oft deutlich geringer als in Industrienationen.

Öffentliche Verschuldung in % des BIP.

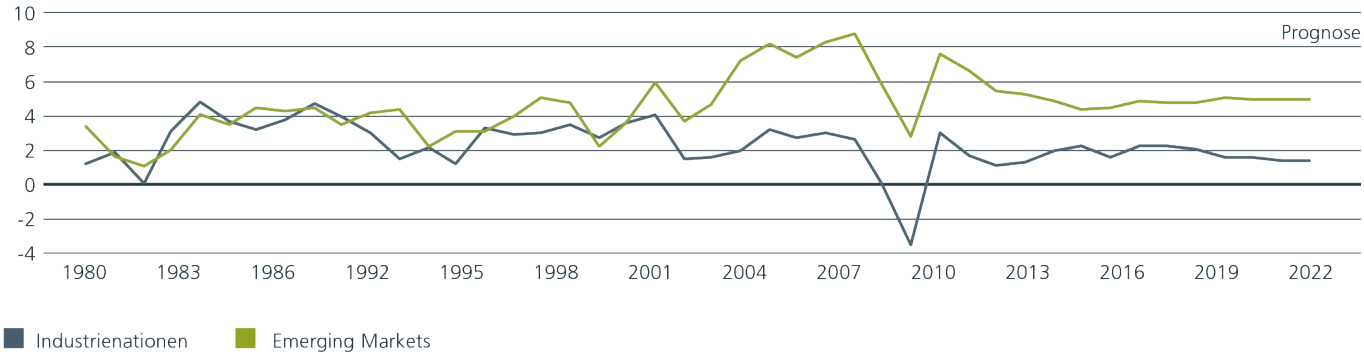


Quellen: IWF, DekaBank. Ab 2018 Prognose des IWF.
Die enthaltenen Meinungsaussagen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt.
Stand: 26.03.2019

Starke Wachstumsdynamik

Kontinuierlich steigender Anteil der Emerging Markets am weltweiten Wirtschaftswachstum.

Wirtschaftswachstum in %.



Quellen: IWF, DekaBank. Prognose ab 2018: IWF.
Die enthaltenen Meinungsaussagen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder. Diese kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt.
26.03.2019

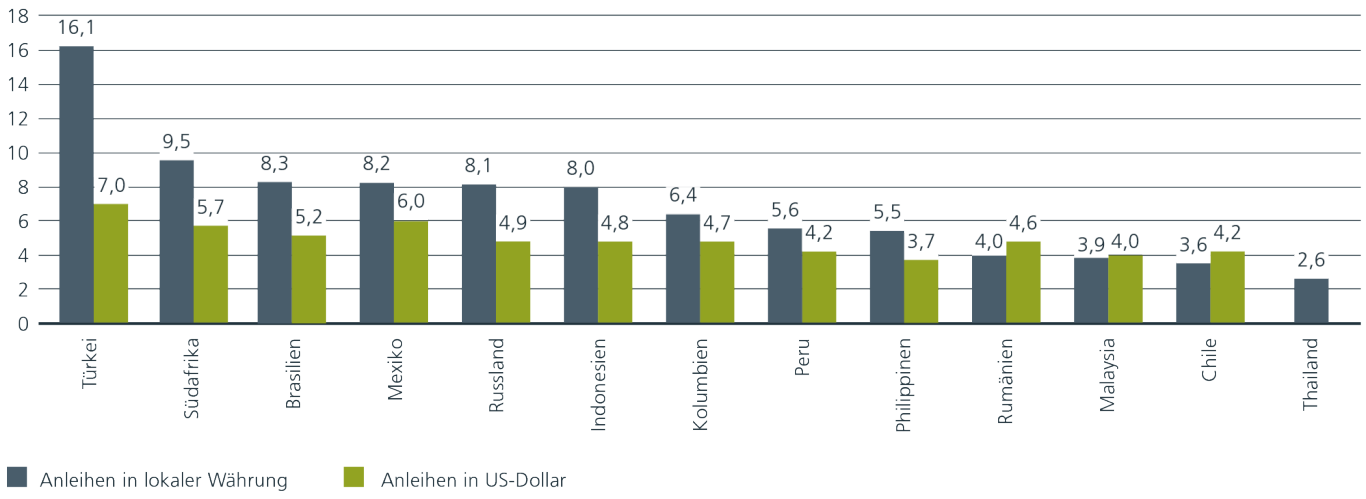
Fünf Gründe für Emerging & Frontier Markets

1. **Kontinuierlich niedrige Renditen in der Eurozone**
   Renditedruck führt zu Kapitalzuflüssen in den Emerging Markets. Steigendes internationales Interesse, höhere Liquidität und Nachfrage nach lokaler Währung kann zu steigenden Preisen führen.
2. **Globales Wirtschaftswachstum schwächt ab**
   Schwellenländer sollten weiterhin höhere Wachstumsraten als Industriestaaten bieten. Eine globale Rezession wird derzeit nicht erwartet.
3. **USA und US-Dollar**
   US-Renditen sollten nur moderat steigen, es wird derzeit kein starker Trend im EUR/USD erwartet.
4. **Geringe Inflationsgefahren**
   Die globalen Zentralbanken sollten weiterhin eher zu einer lockeren Geldpolitik neigen.
5. **Keine Emerging-Market-Krise in Sicht**
   Spezifische Länderrisiken (wie etwa Wahlen in Argentinien oder Deleveraging in China) könnten durch breite Diversifikation und höhere Zinserträge gemildert werden.

Währungen neu denken!

Wer hohe laufende Ausschüttungen fordert, aber auch überschaubare Wertschwankungen toleriert, sollte sich dem Markt für Fremdwährungsanlagen vorurteilsfrei nähern: Vergleicht man die Renditen eines beliebigen Emittenten für eine in Hartwährung und eine in lokaler Währung begebene Anleihe mit identischer Laufzeit, ist die lokale Variante sehr oft die attraktive Alternative. Die Rendite-Spreads in Lokalwährung sind deutlich höher als bei Euro- oder US-Dollar-Denominierung und ermöglichen zusätzliche Erträge.

Durchschnittliche Rendite in %.



Quellen: Bloomberg, DekaBank. Laufzeit entspricht der durchschnittlicher Laufzeit des EMBIG Index bzw GBI EM Index für das jeweilige Land.
Die enthaltenen Meinungsaussagen geben unsere aktuelle Einschätzung zum Zeitpunkt der Erstellung wieder.
Diese kann sich jederzeit ohne Ankündigung ändern. Die Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt.
Bitte beachten Sie: Die angegebene Wertentwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Stand: 07.03.2019

Robuster Investmentprozess für solide Ergebnisse.

Mit einer Anlage in lokalen Währungen aus Schwellenländern und Frontier Markets können Anleger an vergleichsweise hohen Kupons partizipieren, sich die Chance auf mögliche Wechselkursgewinne sichern und schließlich ihre risikoadjustierte Rendite deutlich verbessern – sofern sie die Auswahl der Länder, Emittenten und schließlich die Selektion der Einzeltitel in einen soliden, bewährten Prozess überführen, über globale Marktzugänge und Referenzbanken verfügen und auf eine hohe Expertise im laufenden Management von Währungs- und Anleihepositionen zurückgreifen können.

Schritt 1: Quality first!

Wer Wert auf Qualität legt und von der aufwendigen fundamentalen Analyse einzelner Unternehmen absehen möchte, konzentriert sich auf supranationale, staatliche oder staatsnahe Emittenten sowie Förderbanken und Finanzinstitutionen weltweit und legt den Schwerpunkt auf lokale Währungen – ohne sich darauf zu beschränken. So benötigen Entwicklungsbanken oftmals lokale Währungen zur Kreditvergabe an Unternehmen auf dem Heimatmarkt, unter anderem für Projektfinanzierungen. Zugleich begeben andere Institutionen Hartwährungsanleihen mit attraktiven Zinssätzen, um ihren Auslandsverpflichtungen nachzukommen.

Das grundsätzlich weltweite Auswahluniversum an Ländern und Währungen wird dabei lediglich durch etwaige Anlagebeschränkungen für ausländische Investoren, begrenzte Konvertierbarkeit oder unzureichende Liquidität für institutionelle Bedürfnisse eingeschränkt.

Anlageinstrumente.

Der Schwerpunkt liegt auf liquiden und gut bewertbaren fest oder variabel verzinslichen Wertpapieren, aber auch inflationsgebundenen Anleihen.

Schritt 2: Top-down zu Land und Währung.

Ist das Auswahluniversum hinreichend definiert, gibt die fundamentale Analyse der möglichen Zielländer und -währungen Aufschluss über deren Attraktivität für eine Investition. Im Interesse des Anlegers stehen neben der wirtschaftlichen Entwicklung insbesondere politischer Konsens und Stabilität. Makroökonomische Kennzahlen zur Solvenz, Liquidität und Stabilität fungieren als objektiv-quantitative Entscheidungsparameter für eine mögliche Investition.

Auf Basis der kurz- bis mittelfristigen Marktperspektiven unter Berücksichtigung von Inflationsentwicklung und etwaiger Wechselkurseffekte erfolgt die Szenario- und Performance-Simulation.

Währungen brauchen Expertise.

Wechselkursentwicklungen von Lokalwährungen sind oftmals von anderen Einflussfaktoren abhängig als Hartwährungen. Die Bewertung des Trade-offs zwischen Zinschance und Wechselkursrisiko erfordert höchste Expertise in der qualitativen und quantitativen Analyse.

Schritt 3: Bottom-up zum Portfolio.

Bei der Erstellung einer Empfehlungsliste für die Einzeltitelselektion stehen die mittelfristige Bonität der Emittenten und die Liquidität der Wertpapiere im Vordergrund. Die Analyse umfasst u. a. eine Relative-Value-Betrachtung gegenüber vergleichbaren Wertpapieren, Emittenten und Neuemissionen. Für die Auswahl einzelner Anleihen ist die lokale Zinsstrukturkurve von großer Bedeutung. In der Praxis hat sich bereits oft herausgestellt, dass längere Laufzeiten weder eine lohnenswerte Zusatzrendite noch die nötige Liquidität aufweisen, weshalb die durchschnittliche Duration des optimierten Portfolios vergleichsweise niedrig ist (derzeit unter 3 Jahren).

Wer absichert, verliert.

Mit einer qualitativ hochwertigen Auswahl und einer extrem granularen Diversifikation von Emittenten, Währungen und Restlaufzeiten lassen sich die Länder-, Kredit- und Liquiditätsrisiken bereits deutlich reduzieren. Eine Absicherung der Wechselkursrisiken kostet Anleger mindestens den Renditevorteil gegenüber dem Euro; zumeist sind aber Forward-, Swap- und Optionsmärkte nicht hinreichend entwickelt oder liquide und Absicherungen daher nur zu sehr hohen Kosten verfügbar. In Einzelfällen können Derivate dennoch zur Absicherung eingesetzt werden.

Schritt 4: Lokal anlegen, global diversifizieren.

Anleger sollten eine wirklich globale Diversifikation anstreben – wer sich nur auf die größten Emerging Markets, wie etwa die BRICS-Staaten oder die Next Eleven beschränkt, vergibt nicht nur Renditechancen, sondern reduziert auch die möglichen Diversifikationseffekte.

Eine intelligente Gleichgewichtung der Währungen innerhalb definierter Marktgrößen – für Frontier Markets etwa 1 Prozent, für mittelgroße Märkte ca. 2 Prozent und für etablierte Emerging Markets rund 3 Prozent – sorgt für eine höchst granulare Risikostreuung über Länder und Emittenten. Unter diesen Bedingungen kann das Zielportfolio über 70 Währungen, mehr als 300 Emittenten und über 1000 Anleihen umfassen.

Durchhalten zahlt sich aus.

Handelskosten, also die Geld-Brief-Spanne und Transaktionsgebühren, sind bei Engagements in Schwellenländern und ihren Finanzinstrumenten deutliche höher als etwa in der Eurozone. Ein intelligenter Ansatz reduziert die Handelskosten, indem Anleihen in der Regel bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

Schritt 5: Integriertes Risikomanagement.

Das Risikomanagement und -controlling erfordert angesichts der Anzahl der Währungen und Positionen klar definierte Prozesse und eine permanente Überwachung der Risiko- und Performance-Kennziffern.

- Länderrisiken
- Kreditrisiken
- Zinsrisiken
- Wechselkursrisiken
- Liquiditätsrisiken
- operationelle Risiken

Die Strategie im Überblick.

Anlageziel

- Realisierung einer höheren Rendite als in Euro-Anleihen
- benchmarkfreie Strategie

Investmentuniversum

- global
- staatliche, staatsnahe und supranationale Emittenten, Banken
- Fokus auf Lokalwährungen aus Emerging Markets, Frontier Markets und Industrienationen

Investmentuniversum

- aktiv, fundamentalanalytisch (qualitativ und quantitativ)
- systematische Entscheidungsfindung
- Kombination von langjähriger Expertise und mathematischer Modellierung

Ansatz

- Fokus auf kontinuierlich hohe Ausschüttungen
- granulare Diversifikation
- kurze Duration
- Endfälligkeitsansatz (Held to maturity)

Ziele eines typischen Anlegers

- Erzielung hoher regelmäßiger Ausschüttungen
- Sicherung einer Chance auf Zusatzerträge durch Währungs- und Kursgewinne
- Wertschwankungen sollten toleriert werden

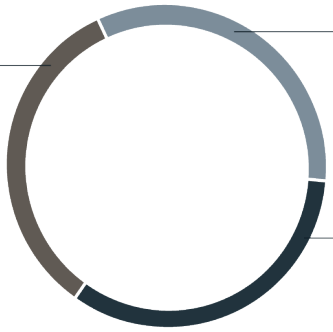
Über Deka Institutionell

Ein Partner, alle Leistungen.

Wir schaffen Synergien – Sie profitieren von unserer Marktstärke, Leistungsvielfalt und regulatorischer Expertise.

Produkte

- Über 1000 Publikumsfonds, Spezialfonds und Mandate
- Aktive und passive Portfoliostrategien
- Fundamentale und quantitative Anlagekonzepte
- Immobilien-, Kapitalmarkt- und Kreditlösungen



Consulting

- Fiduciary Management
- Consultant Relations
- Strategieberatung
- Nachhaltigkeits- und ESG-Strategien

Asset Servicing

- Master-KVG
- Verwahrstelle
- Risikocontrolling
- Reporting

Kontakt

Susanne Hellmann
Abteilungsleiterin Vertrieb Institutionelle Anleger, DekaBank

E-Mail: susanne.hellmann@deka.de
Te.: (0 69) 71 47 – 87 64

Aus einer Hand: Alternative Investments in einem deutschen Spezialfonds

von Felix von Bothmer und Meike Fröhlich, HSBC INKA

Die jüngere Vergangenheit war geprägt von Einschränkungen und Unsicherheiten, die eine Investition institutioneller Anleger in Alternative Investments über ihre deutsche Investmentvermögen erheblich erschwerte – und zwar auf steuerrechtlicher (Investmentsteuergesetz, InvStG) und anlegerspezifischer Ebene (Regulierung und individuelle Grundsätze). Seit 2018 wurden Voraussetzungen geschaffen, die die Bündelung Alternativer Investments in einem deutschen Fondsvehikel erleichtern – und dem Aufbau besonderer Fondsstrukturen in Deutschland ebenso entgegen kommen wie dem stärkeren Fokus vieler deutscher institutioneller Investoren auf alternative Kapitalanlagen und ihrer entsprechenden strategischen und taktischen Asset Allocation. Die Vorteile sind vielfältig – bei einer fundierten Konzeption und einer umfassenden Umsetzung aus einer Hand.

Seit dem 24. Dezember 2013 durften (neu aufgelegte) Investmentvermögen nur noch einen eingeschränkten Katalog zulässiger Vermögenswerte erwerben, um investmentsteuerrechtlich als **Investmentfonds** zu gelten. Hielt sich ein Fonds nicht an diese Vorgabe, so konnte der Fonds investmentsteuerrechtlich **nur als steuerlich vergleichsweise unattraktive Kapital- oder Personen-Investitionsgesellschaft** aufgelegt werden. Nicht zu den zulässigen Vermögenswerten zählten insbesondere Anteile an gewerblichen bzw. gewerblich geprägten Personengesellschaften, die tendenziell die gebräuchlichste Form für ausländische Fondsstrukturen darstellt, um in alternative Anlagen zu investieren. Zudem sahen sich Anleger, die direkt oder indirekt der Anlageverordnung (**AnlV**) unterliegen (die „**AnlV-Anleger**"), durch den Ende Dezember 2016 veröffentlichten Entwurf des neuen Kapitalanlagerundschreibens der BaFin vielen Zweifels- und Auslegungsfragen ausgesetzt. Es war zu befürchten, dass ein Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds für **Spezial-Investmentvermögen** gemäß AnlV als gängiges Bündelungsvehikel der Anleger nicht mehr zulässig sei.

Aufgrund dieser Unsicherheiten haben Anleger in der Vergangenheit entsprechend häufig über alternative Zugangswege und/oder andere Jurisdiktionen investiert. Für einen bestmöglichen Marktzugang nutzten sie dabei teilweise je nach Investmentstrategie jeweils unterschiedliche Plattformen diverser Anbieter. Einige Investoren sehen sich nun aber mit den operativen Herausforderungen eines wenig standardisierten Marktumfelds konfrontiert – wie beispielsweise einer inkonsistenten Datenqualität und -vergleichbarkeit sowohl innerhalb des illiquiden Portfolios als auch mit Blick auf eine konsolidierte Sicht mit dem liquiden Teil des dezentral gesteuerten Gesamtvermögens. Da die Nachfrage nach Investitionen in alternative Investments zudem aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes und des steigenden Interesses an nachhaltigen Investitionen weiter wächst, rückt die Assetklasse auch bei Wirtschaftsprüfern und der Finanzaufsicht immer mehr in den Fokus. Es verwundert deshalb nicht, dass in der Branche seit einiger Zeit vermehrt Fragestellungen mit folgendem Inhalt im Rahmen von Arbeitskreisen oder Foren diskutiert werden:

- Wie gehen andere Marktteilnehmer mit den operativen Herausforderungen um?
- Kann eine zentrale Plattform für illiquide und liquide Assets die operationelle Belastung vermindern?

Neues Fundament

Seit 2018 kann die alternative Asset Allocation über ein deutsches Investmentvermögen auf einem neuen Fundament aufbauen. Dabei sind die verschiedenen Ebenen Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB), Investmentsteuergesetz (InvStG) und Anlegerregulierung (hier am Beispiel Anlageverordnung, AnlV) für die Konzeption der tragenden Investmentstruktur relevant.

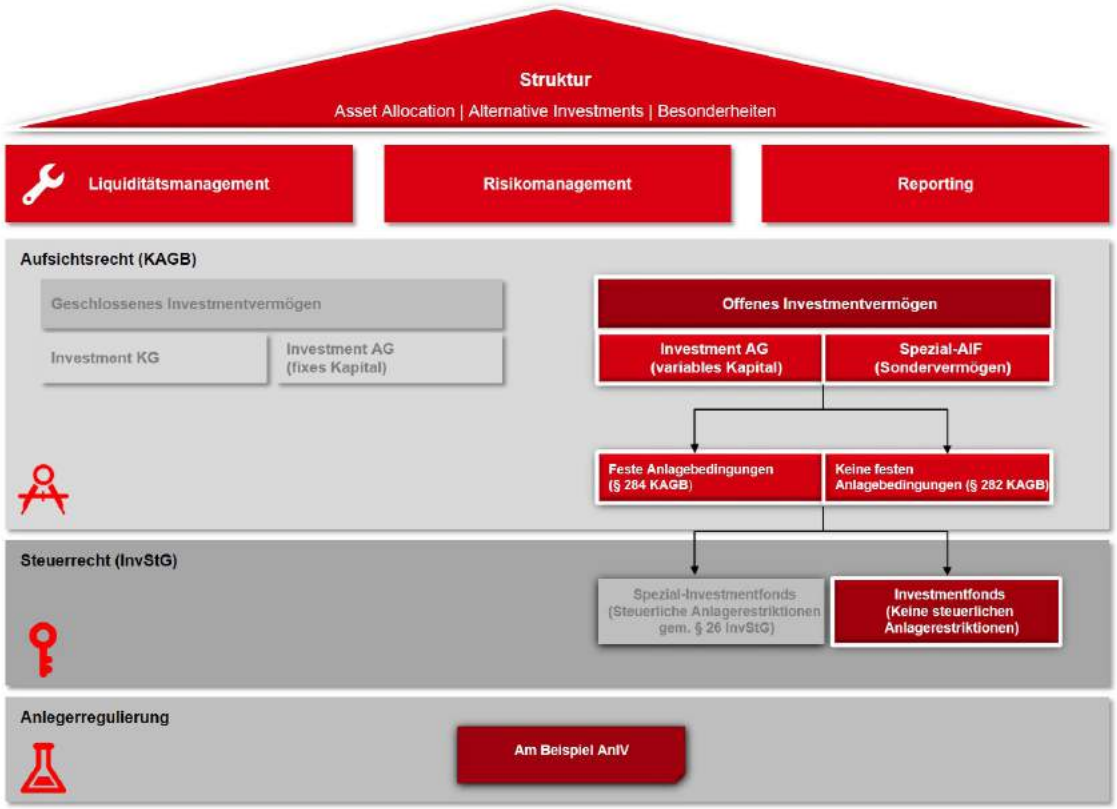


Abbildung 1: Die tragende Konzeption und Umsetzung in einem offenen Spezial-AIF – Der Investmentfonds für Alternative Investments (Quelle: eigene Darstellung).

Ebene Steuerrecht: Steuerstatus Investmentfonds als Türöffner

Mit dem am 1. Januar 2018 in Kraft getretenen InvStG erfolgte eine grundlegende Reform der Besteuerung von Investmentvermögen – und öffnete die Türen für ein deutsches Investmentvermögen, um alternative Assets zu verwalten. Die bisherige steuerrechtliche Unterscheidung zwischen Investmentfonds einerseits und Kapital- bzw. Personen-Investitionsgesellschaften andererseits wurde abgeschafft. Unterschieden wird nunmehr nur noch zwischen **Investmentfonds (Kapitel-2-Fonds) und Spezial-Investmentfonds (Kapitel-3-Fonds)**. Für Kapitel-3-Fonds schreibt der Gesetzgeber weiterhin einen abschließenden Anlagekatalog investmentsteuerrechtlich zulässiger Vermögenswerte vor, welcher dem bislang geltenden Anlagekatalog für Investmentfonds unter dem alten InvStG bis Ende 2017 weitestgehend entspricht und somit Investitionen in alternative Anlagen nur sehr eingeschränkt ermöglicht: Insbesondere der Erwerb von Anteilen an geschlossenen Fonds in der Rechtsform einer gewerblichen oder gewerblich geprägten Personengesellschaft ist untersagt.

Der Kapitel-2-Fonds hingegen kann auch steuerlich in sämtliche Vermögenswerte investieren, die das Investmentaufsichtsrecht für Investmentvermögen für zulässig erachtet, d.h. insbesondere in jegliche Formen von Unternehmensbeteiligungen. Anlagegrenzen für einzelne Anlageklassen werden ihm nicht vorgeschrieben. Somit fokussieren wir uns im Folgenden ausschließlich auf den **Investmentfonds** als deutsches Bündelungsvehikel für verschiedene alternative Anlagen. Dieser unterliegt lediglich bei inländischen Einkünften (Beteiligungseinnahmen/Dividenden, Immobilienerträge, sonstige inländische Erträge) einer partiellen Körperschaftsteuerpflicht in Höhe von 15 % inkl. Solidaritätszuschlag. Steuerbefreite bzw. teil-steuerbefreite Anleger sollten prüfen,

inwieweit auch diese Besteuerung (teilweise) vermieden werden kann. Ausländische Einkünfte hingegen sowie Zinsen etc. sind auf Ebene des Investmentfonds weiterhin nicht steuerpflichtig. Der weit überwiegende Anteil alternativer Anlagen wird nach wie vor im Ausland aufgelegt und vermittelt in der Regel auch keine inländischen Einkünfte. Deren Erträge wären folglich steuerfrei durch den Kapitel-2-Fonds zu vereinnahmen.

Ebene Anlegerregulierung: Zugänge für AnlV-Anleger

Das neue **Kapitalanlagerundschreiben** (RS 11/2017 (VA)) stellt sicher, dass AnlV-regulierte Anleger weiterhin mittels eines Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB (als mithin das gängigste Pooling-Vehikel) Anteile an geschlossenen Fonds erwerben dürfen. Denn klarstellend wurde nun die Anlagemöglichkeit in geschlossene Private-Equity-Zielfonds im Rahmen der 20-Prozent-Grenze für nicht-börsennotierte Unternehmensbeteiligungen geregelt.

Ebene KAGB: Offene Investmentvermögen im Fokus der Konzeption

Als Pooling-Vehikel verschiedener alternativer Anlagen in einem deutschen Kapitel-2-Fonds bietet sich vor allem das **offene Spezial-AIF-Sondervermögen** oder die **offene Spezial-InvAG** an. Diese können zu diesem Zweck zum einen als offener Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB oder als offene Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB ausgestaltet werden.

Der Fokus auf offene Strukturen ist durch die Rahmenbedingungen der **geschlossenen Investmentvermögen** begründet: Hier sieht das KAGB die **Investmentaktiengesellschaft mit fixem Kapital (InvAG)** und die **Investmentkommanditgesellschaft (InvKG)** vor. Während letztere aus dem Anwendungsbereich des InvStG herausfällt, macht die Anwendbarkeit umfangreicher aktienrechtlicher Bestimmungen die Handhabung der InvAG in der Praxis im Vergleich mit ausländischen Investmentvermögen gleicher Rechtsform jedoch wenig konkurrenzfähig, so dass an dieser Stelle nicht weiter auf diese Strukturen eingegangen wird.

Etablierter Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB

Das bislang am häufigsten genutzte Investmentvermögen zur Bündelung verschiedener alternativer Anlagen in Deutschland ist der seit langem etablierte Spezial-AIF mit festen Anlagebedingungen gemäß § 284 KAGB. Das liegt zum einen daran, dass eine Vielzahl der institutionellen Anleger Teile ihrer Kapitalanlage bereits in einen oder mehrere Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB („Masterfonds") investiert haben und damit bereits über ein Pooling-Vehikel verfügen. Weitere begünstigende Aspekte zementieren diesen Status.

Wie der Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB muss der Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB die gleichen Voraussetzungen hinsichtlich der Bewertbarkeit der Vermögenswerte und der Risikomischung erfüllen. Im Vergleich zu einem Fonds gemäß § 282 KAGB beinhaltet er den Nachteil, dass ihm per Gesetz ein abgeschlossener Anlagekatalog vorgegeben ist. Zudem hat er auch in seiner liberalsten Ausgestaltung einige Anlagegrenzen zu beachten: Die größte Einschränkung bildet bei der Bündelung von alternativen Zielfonds die Anlagegrenze für Unternehmensbeteiligungen, die nicht zum Handel an einer Börse zugelassen oder in einen organisierten Markt einbezogen sind. Vielfach sollten die Beteiligungen an derartigen Zielfonds investmentrechtlich als nicht notierte Unternehmensbeteiligung klassifizieren und somit maximal 20 Prozent des Vermögens des Fonds ausmachen. Daher wird dieser vor allem zur Beimischung alternativer Anlagestrategie in Form von Eigenkapital genutzt.

Dagegen bestehen keine Anlagegrenzen für Schuldverschreibungen oder Darlehen, so dass der Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB eine durchaus konkurrenzfähige Alternative für die Investition in Private Debt oder (Bank-)Loans darstellt. Kombiniert mit den liquiden Anlagen erhöhen solche Fremdkapitalinvestitionen natürlich den Spielraum für Vermögenswerte, die auf die zuvor genannte Anlagegrenze für nicht notierte Unternehmensbeteiligungen anzurechnen sind.

Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB

Der allgemeine Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB wurde mit Umsetzung der AIFM-Richtlinie als neue Art von Investmentvermögen eingeführt und ist bisher noch weniger verbreitet. Er zeichnet sich dadurch aus, dass er weder auf einen Katalog zulässiger Vermögensgegenstände beschränkt ist, noch bestimmte Maximalgrenzen für einzelne Anlageklassen einhalten muss. Er kann in alle Vermögensgegenstände angelegt werden, sofern deren Verkehrswert ermittelt werden kann. Ergänzt wird dieser große Gestaltungsspielraum um eine Vorgabe, die die Liquidität des Spezial-AIF betrifft: Da es sich bei dem Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB um ein offenes Investmentvermögen handelt, muss die Zusammensetzung der Vermögensgegenstände des Spezial-AIF im Einklang mit den eingeräumten Anteilsrückgaberechten für Anleger stehen („Kohärenzgebot"). In der Praxis wird dem Kohärenzgebot dadurch Rechnung getragen, dass anders als bei den üblichen offenen Wertpapierfonds kein tägliches Rücknahmerecht eingeräumt wird, sondern Rücknahmefristen vereinbart werden. Diese ermöglichen es der Kapitalverwaltungsgesellschaft (KVG), auch umfangreicheren Anteilsrückgaben nachzukommen.

Spezifikationen für AnlV-Anleger

Für AnlV-Anleger besteht gegebenenfalls die Möglichkeit, das Investmentvermögen so auszugestalten, dass es auf die Beteiligungsquote gemäß AnlV anzurechnen ist. Zwar handelt es sich beim Spezial-AIF nach § 282 KAGB investmentaufsichtsrechtlich um ein offenes Investmentvermögen. Unter Beteiligungen gemäß der AnlV werden wiederum lediglich geschlossene Alternative Investmentfonds zusammengefasst. Gemäß den Vorgaben zum „Investmentprozess bei Anlagen in Investmentvermögen" im Kapitalanlagerundschreiben gilt ein Investmentvermögen jedoch als offen, wenn es mindestens einmal pro Jahr den Anlegern das Recht zur Rückgabe gegen Auszahlung der Anteile gewährt. Ob ein investmentrechtlich offenes Investmentvermögen gemäß AnlV als geschlossen gelten kann, wenn die Anleger zum Beispiel alle zwei Jahre ihre Anteile zurückgeben können, sollte im Einzelfall gegebenenfalls mit der zuständigen Aufsicht geklärt werden.

Gelingt die Ausgestaltung des § 282 KAGB nicht als Beteiligung gemäß AnlV oder ist sie gegebenenfalls auch gar nicht gewollt, da auch andere Anlagen als Beteiligungen im Fonds gebündelt werden sollen, so würde dieser als Investmentvermögen gemäß AnlV auf die sogenannte Alternative Quote angerechnet werden. Eine Durchschau auf die im Fonds befindlichen Vermögenswerte ist jedoch unzulässig, um sie den jeweiligen Beteiligungs- oder anderen Quoten nach der Anlageverordnung zuzuordnen.

	Steuerlicher Investmentfonds (seit 1. Januar 2018)	
Aufsichtsrechtliche Ausgestaltung	Spezial-AIF **mit** festen Anlagebedingungen (§ 284 KAGB)	Spezial-AIF (offen, aber **ohne** feste Anlagebedingungen) (§ 282 KAGB)
Anlagebeschränkungen	Gem. KAGB max. 20% nicht notierte Unternehmensbeteiligungen	Keine (weder quantitativ noch qualitativ)
Risikomischung	Erforderlich	Erforderlich
Bewertbarkeit	Erforderlich	Erforderlich
Konsolidierungspflicht nach HGB	Nein (§ 290 Abs. 2 Nr. 4 HGB)	Ggfs. Ja
Operative Flexibilität	Hoch	Hoch
Umsatzsteuer auf die Fondsverwaltung	Nein	Ja
Mögliches Anlagespektrum	Durch Erhöhung des Fondsvolumens wird das zulässige Anlagevolumen in Alternative Investments (in Form von Unternehmensbeteiligungen) erhöht	Keine Anlagebeschränkungen (weder quantitativ noch qualitativ)

Abbildung 2: Der offene Investmentfonds zur Bündelung von Alternative Investments (Quelle: eigene Darstellung).

Eine tragende Struktur

Durch die Bündelung verschiedenster alternativer Anlagen über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB wird die Konsolidierungspflicht gemäß Handelsgesetzbuch aufgehoben. Erfolgt die Bündelung alternativer Anlagen über die gängigen Fondsstrukturen im Ausland (zum Beispiel einen Luxemburger RAIF in der Rechtsform einer SA oder einer SCS) oder über einen Spezial-AIF gemäß § 282 KAGB, die keine Vergleichbarkeit mit dem Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB aufweisen, muss dieses Pooling-Vehikel gegebenenfalls konsolidiert werden.

Werden derartige Strukturen jedoch nur mittelbar im Rahmen einer Kaskade über einen Spezial-AIF gemäß § 284 KAGB gehalten, sind sie nicht zu konsolidieren.

Mit Blick auf die Umsatzsteuerpflicht der von der KVG erhobenen Verwaltungsvergütung ist zudem danach zu unterscheiden, ob ein Investmentfonds i.S.v. § 282 KAGB (dann wohl umsatzsteuerpflichtig) oder i.S.v. § 284 KAGB (dann grundsätzlich umsatzsteuerfrei) vorliegt.

Abbildung 3: Investmentfonds als Masterfonds nach § 284 KAGB (Quelle: eigene Darstellung).

Die konzeptionellen Überlegungen auf der aufsichtsrechtlichen und steuerrechtlichen Ebene bilden die Grundlage für eine tragende deutsche Investmentstruktur für alternative Investments.
Zudem ergeben sich auf der operativen Ebene viele Vorteile durch eine fortlaufende Verwaltung alternativer Investmentportfolien aus einer Hand – zusammen mit den liquiden Anlagen z.B. innerhalb eines bestehenden Masterfonds und von einem erfahrenen Service-Dienstleister.

Liquiditätssteuerung und Währungsabsicherung

Besonders deutlich werden die Vorteile der zentralen Verwaltung in einem einzigen Investmentvermögen mit Blick auf die Liquiditätssteuerung und die Absicherung von Währungsrisiken. Die Bündelung der traditionellen und alternativen Anlagen in einem Pooling-Vehikel ermöglicht eine zentrale Liquiditätssteuerung und Umschichtung mit geringem operativem Aufwand bei eventuellem Liquiditätsbedarf oder -überhang. Besondere Relevanz entfalten die Argumente für eine zentrale Liquiditätssteuerung zudem in Anwendungsfällen, in denen es kurzfristig zu einem erhöhten Liquiditätsbedarf kommen kann. Eine Investition in alternative Anlagen geht in der Regel mit Kapitalabrufstrukturen einher. Die einzelnen Abrufbeträge bewegen sich nicht selten

in Millionenhöhe, wodurch die Möglichkeit eines Fundings durch Umschichtungen liquider Mittel aus anderen Segmenten innerhalb eines Investmentvermögens immer attraktiver wird. Zusätzlich zur deutlichen Verringerung der Frequenz und Höhe von notwendigen Anteilscheingeschäften entstehen weitere positive Effekte aus Kostensicht, da die anhaltende Zinspolitik und die damit einhergehende Belastung der Anleger mit Guthabenzinsen die Opportunitätskosten für die Vorhaltung von Kapital stark erhöhen.

Durch die Beimischung der alternativen Anlagen in einem Masterfonds gemäß § 284 KAGB bzw. die zentrale Verwaltung der liquiden und illiquiden Anlagen in verschiedenen Investmentvermögen bei einer einzigen KVG können die alternativen Anlagen in eine zentrale Währungsabsicherung integriert werden. Bislang werden die Währungsrisiken der beiden Anlagearten oftmals getrennt betrachtet und abgesichert. Teilweise erfolgt eine Absicherung der Währungsrisiken alternativer Anlagen sogar auf der Bilanz des Anlegers. Durch die Vereinigung der liquiden und illiquiden Kapitalanlage in einer Hand kann die Währungsabsicherung kosteneffizient erfolgen und zu einer Reduzierung des Aufwands auf Anlegerseite führen.

Reporting

Ein einheitliches Berichtswesen, das sowohl die liquiden Vermögenswerte als auch die illiquiden Assets berücksichtigt, vereinfacht die Erfüllung unterschiedlichster interner und externer Reportingverpflichtungen. Viele Anleger investieren nur als Beimischung in Alternative Investments und müssen dann aufgrund einer fehlenden Reportinglandschaft sämtliche statische wie dynamische Daten unter hohem manuellem Aufwand in die Systemlandschaft integrieren und diese dort durch übergeordnete Logiken mit den Datensätzen des weiteren Portfolios konsolidieren. Das funktioniert selten ohne einen Datenbruch, da unterschiedliche Datenformate, -quellen und -inhalte manuell in die Sprache des liquiden Marktes überführt werden müssen.

Dabei ist die Aufbereitung der Daten und deren Integration in die bestehende Systemlandschaft essentiell, um die Informationsbedürfnisse des Managements und der Regulatoren in gewünschter Qualität und in einem konsistenten Datenformat erfüllen zu können. Intern wünschen sich die Entscheider oft einen möglichst aktuellen Blick auf die strategische Asset Allokation des Gesamtportfolios samt Länder-, Branchen- und Währungsallokationen als auch Informationen über aggregierte Marktwerte und Cashflows innerhalb eines bestimmten Clusters – mit dem Ziel eines aussagekräftigen Reportings für das Gesamtportfolio und die Vermeidung von Klumpenrisiken, die bei einem dezentralen Berichtswesen oft unentdeckt bleiben. Interne Adressaten mögen dabei noch Verständnis für eine eingeschränkte Datenverfügbarkeit in Bezug auf Teilbereiche des Portfolios haben, die dann auf anderen Wegen aufbereitet werden. Externe Adressaten sind gegebenenfalls hier meist weniger kompromissbereit. Eine eingeschränkte Granularität der Daten geht oft zumindest indirekt mit monetären Nachteilen einher. Im Hinblick auf ein einheitliches konsolidiertes Solvency II-Risiko- und Bestandsreporting ist es beispielsweise vorteilhaft, sowohl liquide als auch illiquide Investments einheitlich bei einer KVG mit entsprechendem Expertenwissen zu bündeln, um in den vollständigen Genuss anwendbarer Erleichterungsregeln für die Risikokapitalunterlegung bei verschiedensten Assetklassen zu kommen. Genannt seien hier u.a. Erleichterungen für „Qualified Infrastructure" sowohl auf der Debt- als auch auf der Equity-Seite.

Die Bündelung der Anlagen über eine zentrale Plattform kann den operationellen Aufwand auf Anlegerseite um ein Vielfaches verringern. Während auf Anlegerseite aufgrund fehlender Skaleneffekte die Investition in spezielle Infrastruktur im eigenen Hause verständlicherweise ausbleibt, zeichnet sich die KVG als entsprechend aufgestellter Dienstleister explizit über die Transformation unterschiedlichster Datenströme in ein konsolidiertes, einheitliches sowie adressaten- und sachgerechtes Reporting aus. Der Aufwand verschiebt sich somit von dem Anleger auf die KVG, die mit der Administration des deutschen Spezial-Investmentvermögen betraut ist – und durch die Verwaltung unterschiedlicher Anlegerportfolien enorme Effizienzgewinne erreicht.

Fazit

Die Vorteile einer Investition in alternative Investments über einen deutschen Investmentfonds in Hinblick auf Konsolidierung, Liquiditätsmanagement und Absicherung von Risiken auf Masterfondsebene erscheinen sehr valide. Schlussendlich ist dabei immer die spezifische Regulierung auf Anlegerseite maßgeblich für die Entscheidung darüber, welches Investitionsvehikel die Bedürfnisse und Anforderungen bestmöglich abdeckt. Die regulatorischen Voraussetzungen für die Investition über den deutschen Investmentfonds aber sind bereits geschaffen und ebnen den Weg für ein zentrales Datenmanagement und Berichtswesen, das den Anforderungen der deutschen Investoren und Aufsichtsbehörden gerecht werden kann.

Die Master-KVG HSBC INKA ist eine hundertprozentige Tochter von HSBC Deutschland und Teil der HSBC Securities Services als global agierender und erfahrener Wertpapierdienstleister. Seit über 50 Jahren entwickeln wir stetig unser Dienstleistungsspektrum weiter – und stärken unsere Vorreiterrolle auch in regulatorischen Themen und seit 2008 zudem auch mit Fokus auf Alternative Investments: für Versorgungseinrichtungen, Versicherungen, CTAs, privatwirtschaftliche Unternehmen, Banken, Kirchen, Family Offices und Stiftungen. Wir verwalten rund Euro 367 Mrd. Assets under Administration – davon mehr als EUR 9 Mrd. in Alternativen Kapitalanlagen zuzüglich von ca. EUR 5 Mrd. als noch nicht abgerufenes Commitment (Stand: 31.12.2018). 2018 wurde HSBC INKA als „Beste Master-KVG" (TELOS Zufriedenheitsstudie 2018) ausgezeichnet.

Kontakt

Felix von Bothmer, LL.M. (UCT)
Director | Head of Alternative & Structured Products
Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH
Yorckstraße 21, 40476 Düsseldorf, Deutschland

Telefon +49 211 910-1957
Fax +49 211 910-98004
Mobil +49 173 20 03 164
E-Mail f.bothmer@inka-kag.de
Website www.inka-kag.de

Meike Fröhlich
Associate Director | Head of Life Cycle Management
Alternative & Structured Products | Internationale Kapitalanlagegesellschaft mbH
Yorckstraße 21, 40476 Düsseldorf, Deutschland

Telefon +49 211 910-2065
Fax +49 211 910-8004
E-Mail m.froehlich@inka-kag.de
Website www.inka-kag.de

Luxemburg- Warum sich der Schritt über die Grenze lohnt

von Stephan Grimm und Viktoria Heyer, LIS Luxembourg

Als eine auf alternative Anlagen spezialisierte Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft (Service KVG oder Service-AIFM) bekommen wir oft die Frage von deutschen VAG-Investoren (Versicherern, Pensionskassen und Versorgungswerken) gestellt, welche konkreten Gründe für die Auflage eines Luxemburger Alternativen Investmentfonds (Lux AIF) zur Bündelung von alternativen Assets gegenüber der Auflage in Deutschland bestehen.

Der Weg über die Grenze bringt erst einmal neue und oft auch komplexere Anforderungen durch das ausländische Steuer-, Gesellschafts- und Investmentrecht mit sich, welche aber nicht zwingend mit der deutschen Gesetzgebung vergleichbar sind. Gleichzeitig ergibt sich ebenso eine höhere Erklärungsbedürftigkeit gegenüber der Gremien des VAG Investors, sobald der Finanzplatz Luxemburg dem natürlichen deutschen Standort bevorzugt wird.

Vorab sei angemerkt, dass durchaus auch die Investition in alternative Investments über die bekannten deutschen Spezialfonds möglich ist. Insbesondere die Änderungen durch das neue Investmentsteuergesetz (InvStG) erlauben - bei Intransparenz des Fonds - die Anlage in alle Arten von Vermögenswerten. Besonders bei deutschen Investments mit deutschen Investoren, wie zum Beispiel dem klassischen deutschen Immobilien-Spezialfonds, erfüllen auch deutsche Vehikel die jeweiligen Anforderungen sehr gut. Die Vorteilhaftigkeit Luxemburgs als Fondsstandort kommt jedoch dann zum Tragen, wenn die Investitionen internationaler, komplexer und in unterschiedlichen Assetklassen getätigt werden, und damit eine höhere Flexibilität an das Fondsvehikel nötig ist.

Aus den oben genannten Gründen bilden aus unserer Erfahrung deutsche VAG Investoren vereinzelte Investitionen, beispielsweise in Private Equity Dachfonds, überwiegend im eigenen deutschen Spezialfonds ab. Die Frage zur Auflage eines neuen Fondsvehikels für alternative Anlagen und damit die Frage, welcher Fondsstandort gewählt wird, kommen oft erst nach den Ergebnissen neuer ALM Studien zum Tragen. So planen die meisten Kunden das Exposure in alternative Assets auch aufgrund des weiterhin niedrigen Zinsumfelds zu erhöhen.

Institutionalisierung der Anlage in alternative Assets

Um die Ergebnisse der Asset-Liability-Management Studie entsprechend zeitnah umzusetzen, muss die Organisation entsprechend darauf vorbereitet werden. Somit muss bereits heute entschieden werden, wie der zusätzliche Arbeitsaufwand bei Investition in die weiterhin wenig standardisierten alternativen Assetklassen intern abgebildet werden kann. Gerade VAG Investoren verfügen oftmals nur über eine überschaubare Anzahl an Mitarbeitern, die die Auswahl der Assets, Due Diligence und Deal-Implementierung von Investments organisieren können. Insofern stellt sich schnell die Frage, ob das Investmentteam stark ausgebaut werden soll oder/und, ob die Prozesse entsprechend unter Zuhilfenahme von Dienstleistern institutionalisiert werden können. Hier bietet sich die Errichtung eines Bündelungsvehikel in Form eines alternativen Investmentfonds (AIF) unter Einbindung externer Asset Manager an. Da diese über ausreichend Middle- und Back Office Kapazitäten verfügen, kann durch die Einbindung von spezialisierten Managern (beispielsweise Private Equity) das Kapital sehr viel schneller platziert werden. Zudem können dadurch auch komplexere Investments im Fonds getätigt werden, in denen das jeweilige Investmentteam noch wenig Erfahrung hat, oder für die schlicht keine Kapazitäten (beispielsweise Co- Investments) bestehen. Der Fonds erlaubt die schnelle Anbindung des Managers, womit unter Zuhilfenahme des Service-AIFM Zeichnungen in Neuinvestment schneller erfolgen können. Die Gründung von Teilfonds (Compartments) innerhalb einer Investmentgesellschaft (SICAV) erlaubt zudem die gesellschaftsrechtliche Trennung der einzelnen Vermögen, so dass unterschiedliche Investmentstrategien unter Beauftragung einzelner Manager abgebildet werden können. Die Einbindung externer Manager schließt die weitere eigene Selektion und Investition durch den VAG Investor nicht aus. In der Praxis wird meist ein eigener Teilfonds errichtet, der für die Ideen des Investmentteams offen steht, und ebenso im Wettbewerb mit den extern angebundenen Managern stehen kann.

Weiterhin fungiert der Fonds und die damit beauftrage KVG als Middle Office für den Kunden. Durch die Zwischenschaltung des Fonds werden Investitionen, Capital Calls und Ausschüttungen auf Fondsebene geblockt, so dass das Back-Office des Investors sehr viel weniger in Anspruch genommen wird. Der fast schon banale Grund die jeweiligen

Unterschriften auf Fondsebene einzuholen, und damit nicht die jeweiligen unterschiedlichen Zeichnungsberechtigten der Pensionskasse anzufragen, ist eine spürbare Entlastung für den VAG Investor, was ihm erlaubt, sich auf die Auswahl von Assets, Managern und der Risikoüberwachung zu konzentrieren.

Aber aus welchen Gründen bietet es sich nun an, ein Bündelungsvehikel für alternativen Assets in Luxemburg neben (oder unterhalb) des traditionellen deutschen Spezialfonds (oder Master-KVG) zu errichten?

Regulatorische Flexibilität

Mit einer der Hauptgründe zum Grenzübertritt ist die Ausnutzung des flexibleren regulatorischen Umfelds in Luxemburg. Das hiesige Investment-, Gesellschafts- und Steuerrecht ist eben nicht nur auf deutsche Anleger und Initiatoren unter nationalen Gesichtspunkten zugeschnitten, sondern hat sich, unter dem Grundgedanken der größtmöglichen Flexibilität, für weltweite Investoren und Investments entwickelt. Dieser Grundgedanke findet sich in der Gesetzgebung wieder. Somit besteht hohe Investitionssicherheit in der Rechts- und Steuergesetzgebung, welche gleichzeitig die jederzeitige flexible Anpassung der Luxemburger Fondsstruktur an neue Anforderungen des Investors, beispielshalber in Form von Änderungen im deutschen Aufsichts- oder Steuerrechts, erlaubt.

Passgenaue Ausgestaltung der Investmentstruktur

Im Einklang mit dem Investmentrecht kann jede Gesellschaftsform, ob steuerlich transparent (lux. SCS) oder intransparent (lux. AG, oder aber lux. KGaA) für den Fonds gewählt werden. Das Investmentrecht, sei es in Form des Reservierten Alternativen Investmentfonds (RAIF), erlaubt zudem die im Grunde freie Ausgestaltung der Fondsstruktur. Neben der Abbildung unterschiedlicher Assetklassen innerhalb eines RAIFs steht es dem Initiator darüber hinaus offen, Capital Calls, Ausschüttungen und die Rückgabe von Anteilen flexibel und im Einklang mit seinen internen und externen Anforderungen, wie zum Beispiel dem Versicherungsaufsichtsgesetz, zu regeln.

Targets auch in Luxemburg

Der Trend von Offshore zu Onshore treibt auch international erfolgreiche Manager, die bisher in Offshore Jurisdiktionen (etwa exemplarisch Cayman) Fonds errichtet haben, nach Luxemburg. Anfangs lediglich als Parallelfonds zur Bündelung europäischer Gelder errichtet, der gemeinsam mit dem Cayman Hauptfonds die jeweilige Investmentstrategie verfolgt, wird heute vermehrt auch der Hauptfonds in Luxemburg (Onshore) aufgelegt. Diese immer breitere Basis an Fondsvehikeln erlaubt es dem VAG Initiator, über den eigenen Fonds innerhalb Luxemburgs in Anlagen zu investieren, womit steuerliche, rechtliche und operative Fragestellungen oftmals sehr viel einfacher beantwortet werden können.

Spezialisierte Anbieter für alternative Investments

Luxemburg hat durch die Flexibilisierung bestehender Investmentvehikel (beispielsweise die SCS) und die Einführung neuer Investmentvehikel (ein Beispiel wäre der RAIF) nach Einführung der AIFMD im Jahre 2013 den Standort für alternative Investments attraktiver gemacht. Der Trend in alternative Anlagen, steuerliche Compliance und der generelle Shift von Offhore zu Onshore haben der alternativen Assetindustrie einen Boom beschert. Um diese Industrie haben sich traditionelle Banken weiterentwickelt aber auch neu spezialisierte Dienstleister etabliert, die es gewohnt sind, Investitionen in Alternatives global zu administrieren und die jeweiligen Services modular (d.h. AIFM, Fund Administration und Verwahrstelle) bereitzustellen. Dieses Netzwerk an Dienstleistern wird von einer Vielzahl nationaler und internationaler Rechts- und Steuerberater ergänzt, die einen hohen Grad an Spezialisierung aufweisen.

Die Internationalität des Finanzplatzes und die damit einhergehenden Anforderungen von Investoren und Managern aus der ganzen Welt zwingen die Anbieter dazu, Trends sehr viel schneller operativ umzusetzen. So gehört im Unterschied zu deutschen Anbietern die direkte Kreditvergabe aus dem Fonds für KVGs und Verwahrstellen bereits seit Langem zum Standardgeschäft, da dies für amerikanische und angelsächsische Initiatoren von jeher eingefordert wurde.

Für den Kunden bedeutet dies einen hohen Wettbewerb um Qualität und eine ausreichende Anzahl an Dienstleistern, um das kulturell und operative passende Setup zu finden.

Steuerliche Sicherheit

Die steuerliche Betrachtung erfolgt auch deshalb meist nicht mehr mit der Zielsetzung der steuerlichen Optimierung, weil deutsche VAG Investoren meist explizit oder implizit steuerbefreit sind. Vielmehr geht es um steuerliche Investitionssicherheit, um nicht in Fragestellungen wie beispielsweise einer plötzlich auftretenden Gewerbe- oder Umsatzsteuerbelastung oder einer generellen Doppelbesteuerung auf Fondsebene zu laufen. Dies wird durch die enge Zusammenarbeit der Industrie mit der Gesetzgebung, sowie durch die Zielsetzung, das Steuer-, Investment- und Gesellschaftsrechts im Gleichklang weiterzuentwickeln, gewährleistet.

Fazit

Die oben genannten Gründe sind der Hauptreiber von VAG Investoren grenzüberschreitend tätig zu werden, und scheinen mehr als ausreichend zu sein, den Trend weiterhin zu befeuern. Wie immer ist die Betrachtung des Einzelfalls entscheidend dafür, welche Struktur rechtlich, kommerziell und steuerlich am Sinnvollsten ist. Zu den Nachteilen gehören sicherlich die höheren Kosten für die Rechts- und Steuerberatung bei Auflage eines Luxemburger Fonds gegenüber eines deutschen (bestehenden) Spezialfonds. Nach unserer Erfahrung „rechnet" sich ein eigenes Investmentvehikel ab einem Investitionsvolumen von 100 Mio. Euro, wobei diese in den Anfangsjahren nach Gründung darunter liegen kann. Bei kleineren Investorengruppen (beispielsweise Versorgungswerken) empfiehlt sich daher die Auflage eines gemeinsamen Vehikels, um die Auflage- und Gemeinkosten entsprechend auf mehrere Schultern zu verteilen.

Kontakt

Stephan Grimm
Director, Business Development

LIS Luxembourg
Airport Center Luxembourg
5, Heienhaff,
L-1736 Senningerberg
Luxembourg

Viktoria Heyer
Head of Team Product Management

LIS Luxembourg
Airport Center Luxembourg
5, Heienhaff,
L-1736 Senningerberg
Luxembourg

Infrastrukturdarlehen – krisenfest, wenig volatil, nachhaltig

von Thomas Wendt, NN Investment Partners

„Lower for longer" erlebt dank Donald Trump gerade wieder einen Aufschwung. Infrastrukturdarlehen besitzen Eigenschaften, die in diesem Umfeld vorteilhaft sind – lange Laufzeiten, geringe Volatilität und Zyklizität sowie einen deutlichen Renditeaufschlag gegenüber vergleichbaren Unternehmensanleihen. Zudem eröffnen sie als nachhaltige Anlageklasse ein größeres Feld als nur erneuerbare Energien und können gleich mehrere nachhaltige Entwicklungsziele der Vereinten Nationen unterstützen.

Bis Anfang Mai dieses Jahres konnte die Welt noch auf eine relative schnelle Lösung des Handelskonflikts zwischen den USA und China hoffen. Doch dann twitterte US-Präsident Donald Trump wieder einmal, und die Wahrscheinlichkeit eines länger andauernden und verschärften Handelskonflikts ist damit deutlich gestiegen.

Was heißt das für das Wirtschaftswachstum und die Finanzmärkte? Die Weltwirtschaft hatte sich in diesem Frühjahr gerade wieder stabilisiert und ein paar zarte Hoffnungsschimmer ausgesandt, nicht zuletzt aufgrund deutlich besserer Daten aus China. Aufgrund der Verschärfung des Handelskonflikts ist jedoch eine längere Phase der Handelsunsicherheit das neue Basisszenario von NN Investment Partners. Dies dürfte das Vertrauen der Unternehmen und die Investitionen stark belasten, was wiederum das globale Wachstum beeinträchtigen wird. In diesem Umfeld dürfte eine globale Wachstumserholung später kommen. Um eine globale Rezession zu verhindern, werden die US-Notenbank und die EZB in diesem Szenario keinen härteren Kurs einschlagen, was die Tür für eine Lockerung der Fiskal- und/oder Geldpolitik auch in mehreren anderen Regionen offenhält. Das „lower for longer" an der Zinsfront dürfte damit zurück sein.

Im Übrigen ist deutlich geworden, dass der Konflikt zwischen den USA und China mehr ist als ein als ein kurz- bis mittelfristig lösbarer Handelskonflikt: Es ist auch ein Tech-Konflikt. Die Haltung von Google gegenüber Huawei hinsichtlich der Bereitstellung des Mobiltelefon-Betriebssystems Android hat dies sehr deutlich gemacht. Je nach Ausmaß kann ein solcher Tech-Konflikt zwischen den beiden Supermächten, der theoretisch zu einer Zweiteilung der IT-Welt führen könnte, schwerwiegende langfristige Folgen für die Weltwirtschaft und die Märkte haben.

Aber selbst wenn es nicht soweit kommt, rückt auch das Szenario eines längeren und verschärften Handelskonflikts die Vorteile von Private Debt und insbesondere von Infrastrukturfinanzierungen wieder deutlicher in den Vordergrund – lange Laufzeiten, geringe Volatilität und Zyklizität sowie der Renditeaufschlag gegenüber Anleihen bei gleichem oder niedrigeren Risikoniveau.

Eigenschaften von Infrastrukturdarlehen

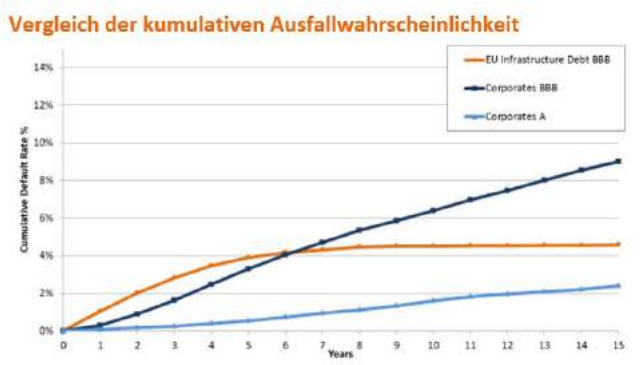
Infrastrukturdarlehen, auch als Projektfinanzierung bezeichnet, lassen sich am besten als eine Form von Cashflow basierter Kreditvergabe an eine Zweckgesellschaft oder ein beaufsichtigtes Unternehmen für den Bau und/oder Betrieb eines einzelnen Projektes oder eines Portfolios von Projekten beschreiben. Infrastrukturdarlehen sollten als Buy-and-Hold-Investments verstanden werden. Obwohl es einen aktiven Zweitmarkt für den Handel von Infrastrukturkrediten gibt, handelt es sich um einen bilateralen Privatmarkt, der weniger transparent und weniger liquide ist als börsennotierte Unternehmensanleihen. Die Finanzierungsparameter der Infrastrukturdarlehen werden speziell auf die spezifischen Bedürfnisse des Projekts angepasst. Anleger sollten sich daher der Komplexität von Investitionen in Infrastrukturprojekten im Vergleich zu anderen, traditionellen festverzinslichen Anlageklassen sowie der Tatsache bewusst sein, dass es relativ lange dauert, bis eine Transaktion abgeschlossen ist.

Insgesamt weist die Anlageklasse eine Reihe von allgemein gültigen Merkmalen auf, die in der nachfolgenden Tabelle aufgeführt sind.

Eigenschaften	Beschreibung
Kapitalnehmer/ Emittent	Entweder eine insolvenzsichere Zweckgesellschaft oder ein beaufsichtigtes Unternehmen
Zusage	Volle Zusage, fester Ablaufplan der Inanspruchnahme
Rückzahlung	Meistens amortisierend
Laufzeit	5 - 30 Jahre (gewichtete Durchschnittslaufzeit 5 - 15 Jahre)
Zinsen	Feste oder variable Verzinsung möglich
Zusagegebühr	Gezahlt auf nicht in Anspruch genommene Beträge
Spread-Aufschlag	70-100 Basispunkte über der entsprechenden Benchmark von Unternehmensanleihen
Solvency II-Gebühr	Infrastrukturinvestitionen haben 33% niedrigere Solvenzkapitalanforderungen (SCR, Standardformel) als Unternehmensanleihen mit gleichem Rating

Hervorragende Fundamentaldaten

Eine der bemerkenswertesten Eigenschaften von Infrastrukturschuldtiteln als Anlageklasse ist ihr Risikoprofil, das sich üblicherweise im Zeitverlauf verbessert. Moody's hat umfassende historische Daten zu Ausfall- und Verwertungsquoten zusammengetragen. Das Datenmaterial umfasst 5.880 Projekte, die zusammen 62% aller Transaktionen für Projektfinanzierungen von 1983 bis 2015 weltweit ausmachen. Diese Daten zeigen, dass die Ausfallrate von Infrastrukturschuldtiteln interessanterweise für die ersten fünf Jahre mit den Ausfallraten von Unternehmensanleihen mit vergleichbarem Rating vergleichbar ist, der Trend danach jedoch deutlich darunter liegt (siehe Grafik).



Dieses einzigartige Merkmal von Infrastrukturschuldtiteln entsteht dadurch, dass die Wahrscheinlichkeit für einen Ausfall insgesamt abnimmt, nachdem bei einem Projekt die Bauphase und Inbetriebnahme abgeschlossen wurde und es in seinen Betriebszustand übergeht. Verstärkt wird dieser Effekt durch das amortisierende Schuldenprofil vieler Infrastrukturprojekte, wodurch es zu einer sukzessiven Schuldenreduzierung über die Laufzeit der Anlage kommt. Aus diesem Grund kommt es bei Infrastrukturschuldtiteln innerhalb des Anlagezeitraums eher zu Anhebungen des Kreditratings als zu Herabstufungen.

Eine weitere bemerkenswerte Eigenschaft von Infrastrukturschuldtiteln sind die hohen Erlösquoten, falls es doch zu einem Ausfall kommen sollte. Anhand der historischen Daten von Moody's kann man erkennen, dass es bei Infrastrukturschuldtiteln nach einem Ausfall zu deutlich geringeren Verlusten kommt als bei Unternehmensanleihen. Die höheren Erlösquoten bei Infrastruktur basieren teilweise auf den Sicherheitsbestimmungen und der Finanzierungsdokumentation. Die Dokumente beinhalten normalerweise umfassende Darstellungen, Gewährleistungen, Financial Covenants und Informationsauflagen, Bestimmungen zu Sperrfristen von Kapitalausschüttungen und Ausfallereignisse. Darüber hinaus beinhalten viele Infrastrukturprojekte Stand-by-Liquidität in Form von Instandhaltungsrücklagen, Schuldendienstrücklagen sowie umfassende Sicherheitsaspekte, einschließlich direkter Vereinbarungen und Eintrittsrechte, um dem Kapitalgeber im Fall grundlegender Kreditschwierigkeiten ein schnelles Handeln zu ermöglichen. Das setzt natürlich einen regelmäßigen Dialog und regelmäßige Berichterstattung über den gesamten Investmentprozess hinweg voraus.

Auch aus Sicht von Solvency II sind Investitionen in Infrastruktur interessant, denn in der Regel sind die Kapitalkosten auf Investitionen in Infrastrukturforderungen durchschnittlich um 33% niedriger als für Investitionen in Unternehmensanleihen mit gleichem Rating.

Geringe Zyklizität

Darüber hinaus weisen Investitionen in Infrastrukturdarlehen mehrheitlich eine sehr geringe Zyklizität auf. Dies unterscheidet Infrastrukturdarlehen von vielen anderen Anlageklassen und trägt dazu bei, den Einfluss von stärker konjunkturabhängigen Märkten auf das Portfolio zu reduzieren. Während der Kreditkrise haben sich viele Portfolios aus Infrastrukturdarlehen als überaus belastbar erwiesen und haben sich durchgehend positiv entwickelt, ohne einen nennenswerten Anstieg der Ausfälle.

Illiquiditätsprämie von 70-100 Basispunkten

Investitionen in Infrastruktur können verschiedene Formen annehmen, angefangen von Private Equity am einen Ende des Risikospektrums bis hin zu vorrangig besicherten Investment-Grade Darlehensforderungen am anderen Ende. Für institutionelle Investoren und Cash-Flow-Matching-Portfolios sind Investitionen in weniger risikobehaftete, vorrangig besicherte Schuldverschreibungen die geeignetste Wahl.

Institutionelle Investoren mit einem Rentenportfolio können mit einer Allokation in solche Infrastrukturdarlehen die Erträge im Vergleich zu Investment-Grade-Unternehmensanleihen steigern, ohne das Risiko oder verbundene Kapitalkosten anzuheben. Die (Illiquiditäts-)Prämie europäischer Infrastrukturdarlehen gegenüber vergleichbaren Unternehmensanleihen beträgt dabei rund 70-100 Basispunkte.

Allerdings müssen Investoren bei einer solchen Portfoliooptimierung auf ein gewisses Maß an Liquidität verzichten, da Infrastrukturdarlehen, wie andere Private-Debt-Anlagen auch, generell eine geringere Liquidität aufweisen als traditionelle festverzinsliche Wertpapiere. Investoren sollten daher vorher die Überschuss-Liquidität in ihren Portfolios messen.

Der Aufwand lohnt sich, und zwar nicht nur hinsichtlich der Ertragssteigerung, sondern auch wegen der stärkeren Diversifizierung durch den Zugang zu neuen Märkten und einem breiteren Universum von Kreditnehmern und Emittenten. Darüber hinaus weisen viele Portfolios aus Infrastrukturdarlehen eine insgesamt niedrige Marktpreisvolatilität im Vergleich zu den täglichen Marktpreisschwankungen liquiderer börsennotierter Wertpapiere auf.

Nachhaltige Infrastrukturprojekte kombinieren höhere Renditen mit ökologischen und sozialen Gewinnen

Typische Infrastruktursektoren sind beispielsweise öffentlich-private Partnerschaftsprojekte für Regierungsgebäude, Schulen, Krankenhäuser und Straßen, aber auch der Bereich der erneuerbaren Energie und Energieübertragung, Wasser und Umwelt, Telekommunikation oder öffentliche Verkehrsmittel.

Viele dieser Infrastrukturprojekte weisen äußerst positive ESG-Eigenschaften auf. ESG steht für Environmental, Social, Governance, auf Deutsch Umwelt, Soziales und Unternehmensführung. Das öffentliche Bewusstsein für ESG-Aspekte hat in den vergangenen Jahren deutlich zugenommen. Auf der politischen Ebene hat dies unter anderem zum Pariser Klimaabkommen geführt und zur Einführung der Ziele für nachhaltige Entwicklung (Sustainable Development Goals, SDGs) der Vereinten Nationen. Die Umsetzung der 17 SDGs soll die Armut beenden, Ungleichheiten bekämpfen und Umweltprobleme wie den Klimawandel bewältigen. Die SDGs sind heute der am weitesten verbreitete Referenzpunkt für nachhaltiges Investieren.

Unter den nachhaltigen Infrastrukturarten ist erneuerbare Energie die bekannteste. Gemäß Europäischer Kommission liegt der Investitionsbedarf in erneuerbare Energien zur Erfüllung des im Pariser Abkommens definierten 2-Grad-Ziels bei der globalen Erderwärmung in den kommenden 20 Jahren alleine in Europa bei rund 180 Milliarden Euro pro Jahr.

Allerdings bietet Infrastruktur als Anlageklasse eine deutlich größere Bandbreite als „nur" erneuerbare Energien. Die Anlageklasse eröffnet vielmehr ein breit diversifiziertes Spektrum an Chancen über viele Branchen hinweg und bietet soziale und ökologische Vorteile, die auf mehrere SDGs einzahlen und zugleich Konzentrationsrisiken im Portfolio vermeiden:

1. Projekte im Transportsektor, wie Eisenbahn, Stadtbahn oder Ladestationen für Elektrofahrzeuge, erweitern das Angebot an CO_2-armen Verkehrsmitteln in städtischen und ländlichen Gegenden.
2. Digitale Infrastruktur, wie z. B. Glasfasertechnologie verbessert durch eine zunehmende Abdeckung ländlicher Gebiete die Bereitstellung grundlegender, wohlstandfördernder Dienstleistungen wie Online-Banking und Bildung, insbesondere auch in Schwellenländern.
3. Soziale Infrastruktur, wie z. B. Gesundheits- und Bildungseinrichtungen, bietet einen breiten Zugang zu Basisleistungen für alle Bevölkerungsgruppen.
4. Nachhaltige Ver- und Entsorgungsinfrastruktur, z.B. in den Bereichen Wasser- und Abwasser sowie Abfallrecycling.
5. Alternative Energie, z.B. Windräder und Solaranlagen.

Die private Natur bei Finanzierungen von Infrastruktur bedeutet, dass Investoren ESG-Aspekte in den Verhandlungen mit den Projektträgern direkt beeinflussen können. Für Private-Debt-Investoren sind ESG-Aspekte ein zentraler Bestandteil des Due-Diligence-Prozesses und der Verhandlungen über die Finanzierung und die Dokumentation. So können sie die Steuerung von ESG-Themen über den gesamten Projektzyklus hinweg beeinflussen und engagiert nachhaltig investieren.

Kontakt

NN Investment Partners

Thomas Wendt
Senior Sales Director Institutionals

E-Mail: thomas.wendt@nnip.com
Tel.: +49 69 50 95 49 26

Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha

by Flurin Grond and Dr. Thomas Kochanek, Progressive Capital Partners Ltd

The alternative asset management industry is faced with growing pressure and a credibility problem, as liquid alternative investment strategies have delivered disappointing returns for some time now.

At the illiquid end of the spectrum, the wave of capital chasing the strong historical returns of private equity has pushed valuation to levels that cause financial analysts to forecast substantially lower future returns (Blackrock, 2018).

Still, global financial markets should offer plenty of attractive investment opportunities today. Therefore, an investor should be able to build a diversified portfolio that is positioned on the efficient frontier, and dynamically adjust the holdings to the changing market conditions to keep moving towards the desired investment goal. The reality tends to be entirely different. The majority of the investment industry still uses asset allocation approaches that propose a mostly static allocation to each asset class and sub-categories. As a consequence, many professional investors are not able to capitalise on the value opportunities that financial markets regularly offer, as their investment process is not fast and flexible enough to act during the limited time window.

There is a section within the alternative investment space where inefficiencies are numerous, competition is low, and active management by skilled and focused investment specialists can add substantial value. We call this segment "Niche Alternatives".

Niche Alternatives is an investment universe where there is low competition. It offers a very attractive risk/reward trade-off and can help strengthen and diversify existing traditional, but more importantly alternative asset allocations.

Typically, these are areas where there is limited historical data available for backtesting and portfolio optimisation, or markets which had been over-hyped in the distant past and since have done poorly for a long time. Therefore, such assets, industries or countries are often regarded as "un-investable" by many at that time.

For professional investors, being associated with such failures is often considered a career risk, and therefore the wider investment community still tries to exit positions in such assets. This pushes the price below fair value.

Another reason for outsized expected returns can be that a mix of increased regulation and the silo-effect among allocators that prevent capital to flow to areas that are not strictly complying with defined investment guidelines. Currently, this is the case for many investments which require a 2-5 year time horizon as they neither fit the liquid nor the private equity buckets. Not only because of that but also due to the regulation glut and the quantitative easing policies by global central banks distorting the term-structure for risk since the global financial crisis, an allocation to semi-liquid Niche Alternative and co-investment strategies becomes particularly attractive today.

A common explanation for these extra return premiums is that financial investors are not assessing certain pockets in the market from a purely economic point of view. Quite often such omissions can be entirely rational from the perspective of the particular allocator.

For example, for a large asset manager to analyse and monitor a USD 20 million niche opportunity requires the same time as to assess a USD 100 million classic opportunity. Therefore, to deploy the same capital in smaller Niche Alternative opportunities needs five times the resources. Consequently, the decision to focus on the more sizeable opportunity might be the rational thing to do.

Even more so, a dedicated team of Niche Alternative specialists is needed to harvest most of the offered risk premiums by looking beyond the "silo-ing" of asset classes, by objectively assessing the risk/reward characteristics of the opportunities, and by creating a portfolio of asymmetric return streams.

Being active in Niche Alternatives means to look for investments, where the broader investment community feels uncomfortable to invest; or even better where the current holders of positions feel they need to sell an investment and are willing to accept a fire sale price to exit an otherwise good asset.

A common example is a liquidator of collateral for whom the primary goal is to cover the defaulted loan as soon as possible, rather than wait and optimise the future return of the collateral.

Due to the broad field and the specific characteristics in Niche Alternatives, the best approach to look at this investment segment is to apply a value and contrarian led investment methodology.

That is, over the business cycle, capital should be deployed in areas which are temporarily out of favour – in some cases even considered un-investable by the wider investment community, and shifted away from markets and asset classes where investors feel over-confident, mostly due to past good performance, but offer little risk premium anymore.

Those smaller opportunities attract low competition as large asset managers, and investment banks focus on more established, larger capacity opportunities, where they can allocate more capital or generate higher fees, which in return enhanced the already beneficial risk/reward profile.

Banks – from their perspective – made a perfectly rational decision to pull-out of lending against legal claims, as the overall market size, the relative complexity of the business, and the capital requirements on their balance sheet made this market segment not the best use of their finite time and capital. As a result, the risk premium for lending against legal claims increased by more than 100%.

Further areas where the market currently offers outsized risk- and illiquidity-premia are music royalties, shipping, or specialty-infrastructure, such as class-A warehouses in Russia. In summary, acquiring Niche Alternative investments at attractive valuations is a vital element in the path to generate a decent outperformance. However, even though building-up and exiting an investment is a critical element to performance, the key to long-term success ultimately lies in selecting solid opportunities and right-sizing these in holistic portfolio construction.

Conventional alternative investment approaches are often considered proven and reliable because they are broadly used, have historical returns available and are seemingly less risky. In comparison Niche Alternative opportunities often bring much more complexity. The wide-ranging field of the opportunity set, the required network of specialists, the very case-specific data or lack of thereof, the significant volume of potential opportunities to sort through and analyse can be overwhelming compared to more traditional areas of the alternative investment space.

Some investment approaches are going to develop and mature and will grow into conventional alternative assets, whereas others offer striking risk/return opportunities merely for a restricted time window. That makes it essential to decide where to assign the limited time of the investment team most effectively.

As with any other investment opportunity, the benefits and challenges must be weighted. Careful consideration must be given to how one will approach such investments during the limited time window the market offers such attractive returns. Moreover, it is necessary to have a harvesting plan before entering into a niche strategy position because the liquidity can often be more challenging on the way out.

Contrariwise, since the return distribution among different Niche Alternative opportunities and co-investments can diverge broadly, picking a single niche opportunity or a single strategy can be very risky. Hence, one approach to investing in Niche Alternatives is through a holistic portfolio, where built-in diversification reduces the idiosyncratic deal risk. Also, this makes the wider dispersion of returns work in favour of the beneficiaries. This is classic finance theory of diversification leading to lower pool risk than the specific risk related to any single investment in the portfolio.

Again, whereas Niche Alternative opportunities have a superior risk/return profile compared to more conventional alternative investments, they also deliver a considerable array of possible outcomes. This dispersion needs to be accounted for in the portfolio management approach. We tackle this challenge by assigning maximum exposures to different risk factors and then decide if the projected return, sensitivity and correlation characteristics are sufficiently robust for the specific investment to win a spot in the portfolio.

Niche Alternatives: How to Access the Differentiating Alpha

For analysis purposes, one methodology is to group different niche opportunities in buckets with similar characteristics and to use the same lenses for assessing the fundamental attractiveness, the various risks, and the payout structure for the different opportunities.

Niche Alternatives can be invested in via "listed vehicles", i.e. exchange-listed funds where good assets trade at substantial discounts to NAV, and where a path can be seen to closing this discount over a reasonable period. Such discounts arise typically due to irrational selling following periods for disappointing performance or occasionally they are triggered by technical dislocation.

"Appraisal rights/litigation financing" are legal related investment opportunities. It is a wide investment field, ranging from financing commercial litigation to international arbitration, to lending against legal claims, or making use of minority shareholder rights, which are structured to have option-like pay-off profiles. While competition in the space is limited and therefore expected returns very attractive, we appreciate the low correlation to financial markets as the investment outcome is not related to the economy but based on the grounds of the law.

Given a semi-liquid investment mandate, focus on "secondary alternatives" can be on tail-end private equity and side-pocket buying. This field is characterised by information asymmetry and working with well-connected partners which is the basis to add alpha. Moreover, it is important to acknowledge that this opportunity-set as well as pricing is highly cyclical and therefore pro-actively navigating the exposure adds to the margins-of-safety.

Additionally, co-investment opportunities are often interesting in the event-driven space, where regulatory barriers or human behavioural patterns have created irrational pricing and asymmetric risk/reward patters.

A portfolio edge can be built by ignoring the classic asset-class categorisation and by combining solidly established alpha sources with attractive niche opportunities that are not overcrowded at the time of our investment. Having an allocation to each of the above categories at all times should not be the ultimate goal, but rather shifting capital to the areas which offer the best risk/rewards over the cycle.

Adding Niche Alternative exposure into a blend of traditional asset classes and established alternative investments increases the portfolio returns while reducing the risk of capital loss. Niche Alternatives are a way to achieve the original purpose of alternative assets in the portfolio context. Even more, Niche Alternatives can improve the quality of the overall portfolio, by adding superior return streams with complementary correlation characteristics. This is realised by accessing the differentiating alpha these strategies generate, and doing so through a complementary allocation could be highly additive to a broader portfolio.

The rewards of Niche Alternatives are clear: this segment of the alternative investment market has a strong track record of outperformance, and is currently very attractively priced in comparison to traditional as well as established alternative asset classes.

Contact

Flurin Grond
Deputy CIO

Progressive Capital Partners Ltd
Haldenstrasse 3
6340 Baar
Switzerland
E-Mail: fg@progressivecapital.com
Tel.: +41 41 561 40 92

Dr. Thomas Kochanek
COO

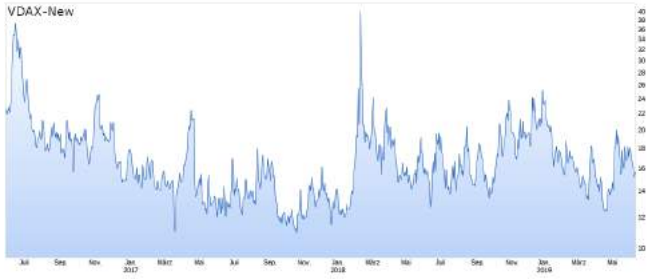
Progressive Capital Partners Ltd
Haldenstrasse 3
6340 Baar
Switzerland
E-Mail: tpk@progressivecapital.com
Tel.: +41 41 561 40 86

Auseinanderdriften politischer Risiken und Börseneuphorie

von Harald Bareit, QC Partners

Frühindikatoren und Investorenumfragen deuten darauf hin, dass unruhigere Zeiten an den Aktienmärkten bevorstehen. Gleichzeitig liegen die Aktienindizes in diesem Jahr mehrheitlich zweistellig im Plus. Haben sich die Börsen von den wirtschaftspolitischen Belastungsfaktoren und Risiken abgekoppelt?

Blickt man auf den VDAX NEW, den Volatilitätsindex des DAX, sowie auf das US-Pendant VIX und den europäischen VSTOXX, so fällt eines auf: Mit Werten um 15 Punkte (Stand Mitte Juni) stehen die Schwankungsbarometer relativ tief. Zwar gab es im Mai einige schnelle Intraday-Bewegungen und die Märkte wurden zwischenzeitlich deutlich nervöser. Der VDAX NEW schnellte exemplarisch bis auf 20 Punkte nach oben. Und nun? Es scheint, als sei wieder Beruhigung eingekehrt. Anleger sollten meines Erachtens die gute Stimmung mit Vorsicht genießen. Zum Vergleich: Im Jahr 2017 hatte der VDAX NEW mit 10,5 Volatilitätspunkten noch sein Allzeittief markiert und kletterte dann im Folgejahr in zwei Phasen bis auf 40 Volatilitätspunkte.



Quelle: Deutsche Börse AG / ariva.de

Obschon der derzeit relativ niedrigen impliziten Werte ist das durchschnittliche Niveau der Schwankungsbreiten in der Tendenz seit rund zwei Jahren ansteigend. Wir sehen zudem ein erhebliches Auseinanderlaufen der genannten Indizes mit Messgrößen, die den Grad politischer Unsicherheiten weltweit dokumentieren, etwa dem von Standford-Ökonomen entwickelten Economic Policy Uncertainty Index.

Rückschlagrisiken sind gegeben. Die Volatilitätsindizes sollten als Frühwarnsystem gewertet werden.

Volatilität spiegelt Risiken nicht adäquat wider

Zuletzt war die Stimmung an den Aktienmärkten schon fast euphorisch. Der DAX und der DJ EUROSTOXX 50 lagen seit Anfang des Jahres zweistellig im Plus. Niedrige Volatilitätsindizes deuten auf Zuversicht vieler Anleger hin. Doch wie sind die zwischenzeitlich scharfen Korrekturen des Monats Mai zu bewerten, in welchem wir heftige Bewegungen in beide Richtungen und eine deutliche Zunahme der Nachfrage nach Absicherung in Form von Put-Optionen beobachteten? Zum Vergleich: Nach ähnlich starken Volatilitätsbewegungen entlud sich die Reaktion im Januar und Oktober letzten Jahres in massiven Kurskorrekturen. Laufen wir aktuell in ein ähnliches Szenario? Werden Risiken zu stark ausgeblendet? Um besser zu verstehen, wie professionelle Anleger die derzeitige Verfassung der Finanzmärkte interpretieren, haben wir unlängst gemeinsam mit der Fachpublikation IPE Institutional Investment einige Investoren zu den wahrgenommenen Risiken befragt: Mehr als zwei Drittel der befragten institutionellen Investoren und Vermögensverwalter (70 Prozent) gehen davon aus, dass der Handelskonflikt zwischen den USA, China und Europa in unmittelbarer Zukunft den stärksten Einfluss auf die Schwankungsbreite an den Märkten haben wird. Derzeit (Stand: Mitte Juni) stehen die Verhandlungen zwischen den USA und China auf des Messers Schneide. Beim G20-Gipfel in Osaka werden beide Regierungschefs aufeinandertreffen. Der US-Präsident hat unlängst mit weiteren Zöllen in Höhe von 300 Milliarden Dollar gedroht. Ein Scheitern der Gespräche dürfte, vor dem Hintergrund schwächerer konjunktureller Daten aus dem Reich der Mitte, erhebliche Konsequenzen auf die Weltwirtschaft haben. Als weiterer Belastungsfaktor ist ein zunehmend angespanntes Verhältnis zwischen den USA und dem Iran hinzugekommen.

Brexit, Italien, Unternehmensgewinne

Jeder zweite Investor (51 Prozent) nannte die mit dem (wahrscheinlichen) Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (Brexit) verbundenen Risiken. Theresa May hat ihren Posten als Vorsitzende der Konservativen Partei unlängst abgegeben, auch als Premierministerin wird sie abtreten. Der weitere Ausgang, und ob es gar zu einem zweiten Referendum kommen kann, wird stark von der Linie ihres Nachfolgers abhängen. Die Dynamik der Unternehmensgewinne (32 Prozent) sowie Italien (Stabilität des

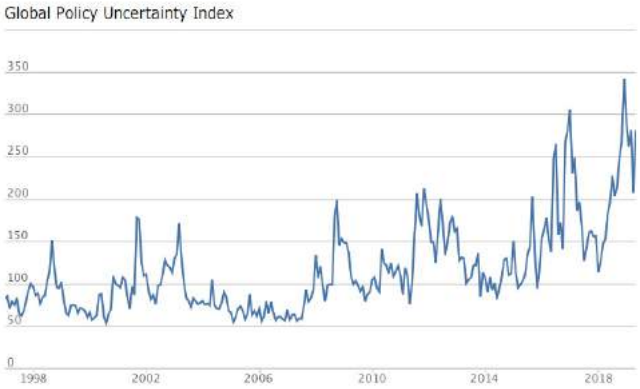
Bankensystems) folgten in der Einschätzung der Investoren mit deutlichem Abstand (23 Prozent beziehungsweise 19 Prozent der Umfrageteilnehmer). Basierend auf den Bewegungen an den Optionsmärkten gehen wir davon aus, dass die Frage, inwieweit Tempo und Wachstum der Unternehmensgewinne mit den Kursniveaus und Indexanstiegen seit Anfang 2019 mithalten können, stärker in den Fokus rücken wird. Ebenso hat sich seit unserer Befragung die Situation in Italien verschärft. Die Europäische Kommission hat die Eröffnung eines Defizitverfahrens gegen Italien empfohlen. Der Renditespread zwischen italienischen und deutschen 30-jährigen Anleihen ist mit mehr als 3 Prozent auf ein 6-Jahres-Hoch gestiegen. Italiens Regierungskoalition hat unlängst die europäischen Partner mit der Aussage irritiert, man denke über kurzlaufende Anleihen in sehr kleiner Stückelung (sogenannte Mini-Bots) nach. Für die italienische Wirtschaft besteht die Gefahr einer Zangenbewegung aus steigenden Schulden in Verbindung mit steigenden Zinsen.

Leerverkäufe auf den VIX

Recherchen von Bloomberg legen nahe, dass sich US-Hedgefonds noch im April dieses Jahres auf weiterhin niedrige Volatilitäten eingerichtet haben. Gemäß der U.S. Commodity Futures Trading Commission, der Aufsichtsbehörde der US-Future- und Optionsmärkte, haben die Leerverkäufe von VIX-Futures in der Woche nach Ostern 178.000 Kontrakte erreicht. Dies entspricht dem höchsten Volumen seit Beginn der Messungen im Jahr 2004. Wenngleich die Aktienmärkte schon zu diesem Zeitpunkt als technisch überkauft bezeichnet werden mussten, gab es offensichtlich ein breites Grundvertrauen in eine anhaltende Aktienmarktrally. Aus unserer Sicht ist Skepsis angebracht. Die Märkte sind an einer Stelle angekommen, an der er ein weiterer Kursanstieg kein Selbstläufer ist. Alles Positive ist bereits in die Kurse eingepreist. Saisonalität und Markttechnik sprechen für weitere Korrekturen, zudem waren die Bewertungen der Kurs-Gewinn-Verhältnisse (KGV) zwischenzeitlich gestiegen, auch wenn diese sich am aktuellen Rand wieder ihren Durchschnitten angenähert haben. Weiter sinkende Gewinne dürften hier jedoch wieder für einen Anstieg sorgen.

Entkopplung der Börsen vom politischen Umfeld

Der politische Unsicherheitsindex Global Economic Policy Uncertainty Index, dessen Datenhistorie bis ins Jahr 1999 zurückreicht, notierte im Februar 2019 mit 318 Punkten nur knapp unter seinem Allzeithoch aus dem November 2018 (341 Punkte). Der Index bildet politische Unsicherheiten in den größten Volkswirtschaften der Welt ab und speist sich, neben weiteren Variablen, vornehmlich aus einer Auswertung führender Tageszeitungen und der Nennung beziehungsweise Häufigkeit bestimmter Schlüsselbegriffe. Die Beobachtung: Politische Unsicherheiten spiegeln sich in der in Volatilität gemessenen Unsicherheit am Finanzmarkt derzeit nur bedingt wider, die Wechselbeziehung scheint relativiert. Diese Wahrnehmung einer Entkopplung der Börsen von ihrem politischen Umfeld ist valide. Sie bedarf jedoch einer Differenzierung: Einerseits sollten bei einer Gegenüberstellung des politischen Unsicherheitsindex mit Volatilitäts-Futures immer deren genaue Laufzeitbänder und damit die zugrundeliegenden Zeiträume berücksichtigt werden. Zudem ist eine Betrachtung, die rein auf globale Indizes abstellt, nicht immer hilfreich. So liegen die lokalen Unsicherheitsindizes für Europa derzeit im Bereich ihres historischen Mittelwertes, ähnlich verhält es sich mit dem US-Pendant. Insofern stehen niedrige Volatilitätsindizes dazu nicht unbedingt im Widerspruch. Anders verhält es sich mit China und Hong Kong: Hier lagen die politischen Unsicherheiten zwischenzeitlich beim vierfachen ihres 10-Jahres-Durchschnitts beziehungsweise beim dreifachen des 5-Jahres-Durchschnitts.



Quelle: Baker-Bloom-Davis

Notenbanken vs. Ende des Konjunkturzyklus

Für das angelaufene Jahr erwarten die Teilnehmer der erwähnten Umfrage mehrheitlich (45 Prozent) steigende Volatilitätsentwicklungen. Mit geringeren Schwankungen rechnet nur rund jeder zehnte (13 Prozent) Investor. Ende letzten Jahres gab es bereits Anzeichen für sich verschärfende Korrekturen. Für den S&P 500 etwa war es der zweitschlechteste Dezember aller Zeiten. Zwar sehen wir im Moment etwas mehr Vorsicht der Anleger und Zurückhaltung bei Neuengagements, mit Ausnahme einer kurzen Phase im Mai kann man jedoch von einer allgemeinen Sorglosigkeit sprechen. Ein Grund ist sicherlich, dass sowohl im Euroraum als auch in den USA über die Notenbanken weiterhin künstliche Nachfrage generiert wird. Die Europäische Zentralbank (EZB) investierte im Rahmen ihrer Politik der quantitativen Lockerung bisher rund 2,6 Billionen Euro in Staats- und Unternehmensanleihen. Die kumulierten Effekte der seit Mitte 2014 ergriffenen geldpolitischen Maßnahmen auf das BIP-Wachstum im Euroraum werden auf 1,9 Prozentpunkte beziffert. Zum Jahresende 2018 hat die EZB das Ankaufprogramm eingestellt. Trotzdem wird sie auch nach dem offiziellen Ende der Eingriffe am Markt aktiv bleiben. Das andauernd historisch niedrige Zinsniveau führt zu einer gewissen Nivellierung, an einigen Stellen auch Ausblendung, von Risiken. Auf der anderen Seite des Atlantiks hatte die US-Notenbank Fed ursprünglich ein Auslaufen der Politik der quantitativen Lockerung bis September 2019 angekündigt. Angesichts teilweise drastisch gesenkter BIP-Wachstumsprognosen einiger Volkswirtschaften zeichnet sich nun jedoch eine Wende ab. Äußerungen des Fed-Chefs Jerome Powell zufolge (man wolle es "geduldig" angehen lassen) erscheinen Zinssenkungen inzwischen möglich.

Potenzial für Alternative Investments

Wo liegen vor diesem Hintergrund Chancen für alternative Investments? BAI-Geschäftsführer Frank Dornseifer hat unlängst auf Potenziale zum Beispiel bei den Themen Infrastruktur, Private Equity, Private Debt und alternative Risikoprämien hingewiesen. Wir beschäftigen uns bei QC Partners vornehmlich mit der Frage, wie Investoren von den Risikoprämien an den Aktienmärkten profitieren, also erwartete Schwankungen erfolgreich in Performance wandeln können. Das Thema Volatilität wird historisch von vielen Anlegern als Unsicherheitsfaktor wahrgenommen. Die Ergebnisse der qualitativen Studie mit IPE Institutional Investment legen zwei nahezu gleich große Lager in Deutschland nahe: 55 Prozent der befragten Anleger sehen in der Assetklasse Volatilität (eher) eine Chance, während 45 Prozent sie (eher) als Risiko betrachten. Diejenigen, die Performancebeiträge aus Volatilität anstreben, setzen vornehmlich auf Optionsschreibestrategien (34 Prozent) sowie Long Vola Strategien (19 Prozent). Nur knapp jeder zehnte Investor nutzt Vola Variance Swaps (Mehrfachnennungen waren möglich). Daneben gibt es einen signifikanten Teil an Marktteilnehmern, die zwar mit steigenden Kursausschlägen rechnen, darauf jedoch nicht gezielt mit Investmentlösungen, die den Faktor Volatilität extrahieren, reagieren. Dies ist anders als bei traditionellen Anlagen: Wer steigende Aktienmärkte erwartet, für den ist relativ klar, wie er sich ausrichtet.

Unser Ziel ist es, hier anzusetzen und über Renditechancen sowie Risikomanagement- und Diversifizierungsvorteile der Assetklasse Volatilität weiter zu informieren.

ÜBER QC PARTNERS

QC Partners ist eine eigentümergeführte Asset Management-Gesellschaft mit Sitz in Frankfurt am Main. Das Unternehmen ist darauf spezialisiert, werthaltige und weitgehend unkorrelierte Investmentstrategien zu offerieren. Zu den Investoren der Strategien von QC Partners zählen Versorgungswerke, Banken, Versicherungen sowie Vermögensverwalter und Family Offices. www.qcpartners.com

Kontakt

Harald Bareit, CFA
Geschäftsführender Gesellschafter | Partner

QC PARTNERS
Goethestraße 10
60313 Frankfurt am Main
Tel: +49 (69) 505000671
E-Mail: Harald.Bareit@qcpartners.com

Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA)

von Ralph Karels, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Sicheres Navigieren im unberechenbaren Kapitalmarkt mittels zuschaltbarem Fahrerassistenz-System: Wie Overlay Management von institutionellen Investoren intelligent genutzt werden kann, um auch bei volatilen Kapitalmärkten mit dem Portfolio auf Spur zu bleiben und Renditechancen zu nutzen.

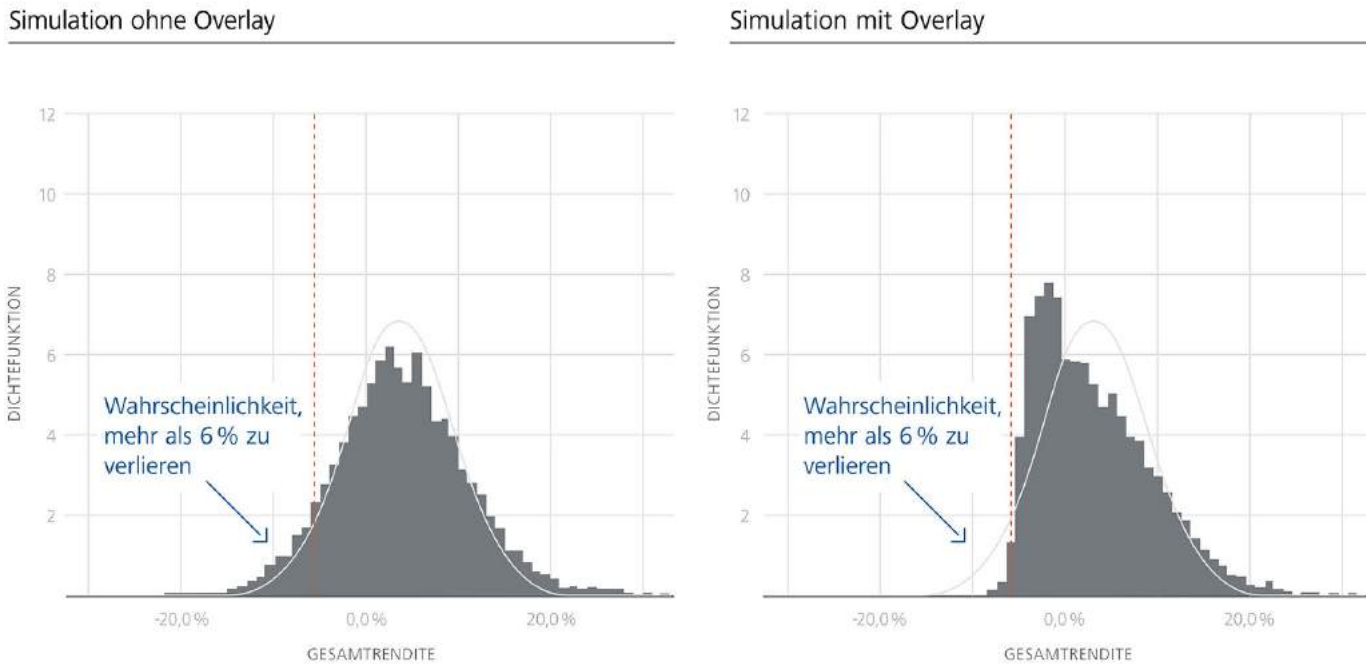
Die letzte große Krise an den Finanzmärkten jährt sich 2019 bereits zum zehnten Mal, und mit dem nicht enden wollenden Brexit-Drama, schwelenden Handelskonflikten sowie geopolitischen Spannungen sind die Vorzeichen für die Märkte dieses Jahr schwierig zu deuten – zumal es in der Geschichte bisher nur einmal eine Aufschwungphase gab, die mehr als neun Jahre andauerte. Auch das sich stetig weiter verengende regulatorische Korsett zwingt Investoren dazu, ihre Strategische Asset-Allokation (SAA) entsprechend (neu) aufzustellen.

Angesichts dieser Aussichten und generell eingeschränkter Risikobudgets ist die Reaktionsweise der Investoren sehr unterschiedlich: Manche Investoren allokieren ihr Portfolio mit Tritt aufs Gaspedal und damit stark ertragsorientiert, sind aber mit Blick auf die Risikotragfähigkeit im roten Drehzahlbereich. Andere wiederum allokieren sehr risikoavers und steuern somit ihre Strategische Asset-Allokation mit angezogener Handbremse. Diese Vorgehensweise ist zwar weniger riskant, doch die benötigten Erträge können damit kaum erwirtschaftet werden. Die Quadratur des Kreises? Beide Allokationsstile können im Hinblick auf ihr Risiko-Ertrags-Profil durch intelligentes Overlay Management optimiert werden – eventuell ergänzend durch Signale der Taktischen Asset-Allokation (TAA).

Der jeweilige Zugewinn an risikoadjustierter Performance übersteigt dabei im Idealfall die überschaubaren fixen Opportunitätskosten. Selbst renditeorientierte Allokationen können in turbulenten Marktphasen mit Overlay Management aufrechterhalten werden, da der maximale Verlust mit einer vorab definierten Wahrscheinlichkeit auf das Risikobudget des Investors beschränkt ist. Das bedeutet: Mehr Flexibilität bei der Planung der Kapitalanlage ohne die Partizipation an attraktiven Aufwärtsbewegungen des Marktes zu sehr einzuschränken.

Geringere Volatilität bei ähnlicher Rendite. Auf Spur bleiben mit Overlay Management.

Der häufigste Fall im aktuellen Kapitalmarktumfeld: Der Investor geht gemessen an seiner Verlusttoleranz zu viele Risiken ein. Simuliert wird die Renditeverteilung einer repräsentativen SAA bestehend aus 40 Prozent Renten, 35 Prozent Aktien und 25 Prozent sonstigen Anlagen (etwa Immobilien) mit und ohne Overlay, jeweils mit einem angenommenen Risikobudget von sechs Prozent. Bei der Simulation ohne Overlay Management ist die Wahrscheinlichkeit stark erhöht, mit der Rendite der SAA mehr als sechs Prozent zu verlieren, illustriert durch den signifikanten Gewichtsanteil der Verteilung links der gestrichelten Linie. Die Simulation mit Overlay Management zeigt, dass dieser Fall extrem selten ist – siehe Gewichtsanteil der Verteilung ebenfalls links der gestrichelten Linie.



Quelle: Portfolio Management Universal-Investment-Luxembourg S. A. Niederlassung Frankfurt am Main

In Kennzahlen ausgedrückt

	Simulation ohne Overlay	Simulation mit Overlay
Rendite p. a.	3,08 %	2,95 %
Volatilität	5,83 %	4,74 %
Sharpe Ratio	0,5289	0,6214
Schiefe	-1,2113	-0,9608
Kurtosis	26,3254	10,0771
Minimum Return (worst case)	-33,56 %	-14,18 %
Historischer Value at Risk	-13,55 %	-6,11 %
Expected Shortfall resp. Conditional Value at Risk (CVaR)	-17,99 %	-7,37 %

Quelle: Portfolio Management Universal-Investment-Luxembourg S. A. Niederlassung Frankfurt am Main

Während die Rendite der SAA mit Overlay in der Simulation mit 2,95 Prozent nur geringfügige und verkraftbare Einbußen von 0,13 Prozent verzeichnet, konnte die Volatilität gleichzeitig um mehr als ein Prozent auf 4,74 Prozent gesenkt werden. Entscheidend ist jedoch: Das Risiko extremer nachteiliger Ereignisse (VaR bzw. Expected Shortfall) sinkt mit Overlay um über die Hälfte: Der Value at Risk (VaR) der SAA ohne Overlay liegt mit 13,55 Prozent mehr als doppelt so hoch im Vergleich zur SAA mit Overlay mit 6,1 Prozent.

Auch die Kennzahl für das Überschreiten des VaR – Expected Shortfall – verdeutlicht die Wirkung des Overlay Managements. Während die SAA ohne Overlay Management im schlimmsten aller Fälle im Schnitt 18 Prozent verliert, sind es mit Overlay mit 7,4 Prozent nur geringfügig mehr als der VaR.

Chancenorientiertere Allokation bei gleichbleibender Risikotragfähigkeit. Auf Spur bleiben mit Overlay Management.

Ist die SAA eines Investors gemessen an seiner Risikotragfähigkeit zu defensiv aufgestellt, kann eine transparente und regelgebundene Overlay-Strategie helfen, das vorhandene Risikobudget besser zu bewirtschaften. Taktische Allokationssignale (TAA-Signale) für Aktien und Renten können genutzt werden, um den Investitionsgrad zu erhöhen und zusätzliches Markt-Exposure aufzubauen. Bei Verwendung von modularen Risikobudgets kann das Markt-Exposure so in einzelnen Asset-Klassen auf- beziehungsweise abgebaut und mit Hilfe von TAA-Signalen bei entsprechender Einschätzung zudem gehebelt oder „Short" gegangen werden. Eine diesbezügliche Signalqualität vorausgesetzt, kann mit Overlay Management eine Outperformance gegenüber der SAA erzielt werden.

Auch Investoren, deren SAA in Bezug auf das vorhandene Risikobudget ausgewogen aufgestellt ist, können von einem Overlay profitieren, um in Echtzeit mit qualitativ hochwertigen Aussagen zur Risikoauslastung der SAA versorgt zu werden. Zudem soll durch einen virtuellen „Notfallknopf" existenzielle Drawdowns der SAA verhindert werden.
Die beiden Fälle (zu offensive oder zu defensive SAA) sehen im Rendite-Risiko-Diagramm wie folgt aus:

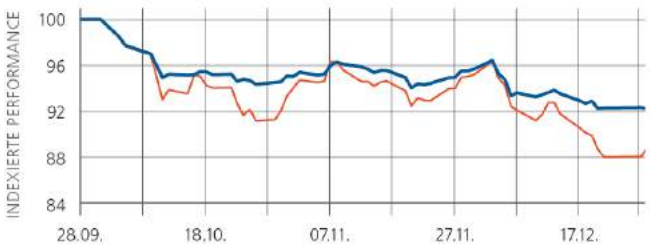
Die SAA inklusive Overlay-Strategie (dunkler Punkt) stellt in beiden Fällen die attraktivere und tragfähigere Alternative dar.

Kapitalmarktturbulenzen? Auf Spur bleiben mit Overlay Management.

Die Einsatzmöglichkeiten von Overlays sind mannigfaltig: Die Strategien wirken sowohl bei Aktienmarktkorrekturen als auch bei einem sich ändernden Zinsumfeld. Auch schwierig in den Griff zu bekommende V-Korrekturen einzelner Märkte können mit einem modular aufgestellten Overlay Management und Risikobudgetsponsoring besser gehandhabt werden. Overlays helfen aber nicht nur in schwierigen Marktphasen, sondern können auch ein probates Instrument sein, um aufgelaufene Erträge sowie die dauerhafte Optimierung des Risiko-Ertrags-Profils durch effiziente Risikobudgetauslastung zu sichern.

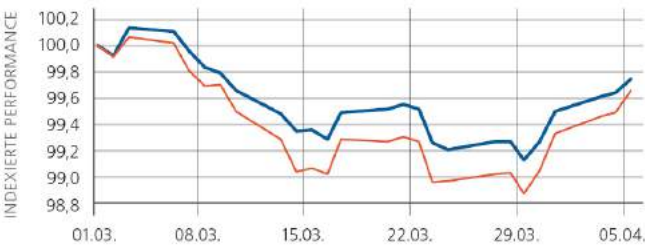
Intelligente Overlay-Ansätze: Mehr Chancen und weniger Risiken für die Strategische Asset-Allokation (SAA)

Aktienkorrektur / Aktiensicherung viertes Quartal 2018



Die Aktienkorrektur im vierten Quartal 2018 kam für viele überraschend. Gewinne wurden teilweise aufgegeben und angestrebte Zielrenditen nicht erreicht. Abbildung: Bestehendes globales Aktienmandat mit einem Gesamtrisikobudget von 10,8 %. Mit Overlay Management konnte der Verlust begrenzt und darüber hinaus die Volatilität verringert werden.

FED-Zinserhöhung / Zinssicherung März bis April 2017



In einem Zinszyklus überschießt der Markt häufig mit seinen Erwartungen. Ein Overlay kann helfen, diese Marktentwicklungen zu glätten und in einem Zinsanhebungszyklus Verluste zu begrenzen. Bei Unternehmensanleihen kann mit dem Einsatz eines Overlays ein teurer Verkauf der Anleihen vermieden werden, da die Verluste durch Zinsanstiege mittels Derivate abgesichert werden. Abbildung: Bestehendes Portfolio mit modularem Overlay-Ansatz und einem Risikobudget von 7,5 %; verteilt auf die Risikoarten Aktien, Zins und Spread.

Quelle: Portfolio Management Universal-Investment

Performance inklusive Overlay Performance exklusive Overlay

Kernaspekte eines individuell angepassten Overlay Managements.

Einige optionale Eigenschaften von Overlay-Ansätzen können Investoren dabei entscheidende Vorteile bieten, es lohnt sich also, darauf zu achten:

1. Modularität: Das Risikobudget wird auf die Faktoren Zins, Spread, Aktien und Währung verteilt. Jedes Risiko wird separat gesteuert. So bleiben Performance-Chancen von sich positiv entwickelnden Marktsegmenten erhalten, die Gefahr einer Vollsicherung sinkt. Gesichert wird nur dort, wo es nötig ist.
2. Signale: Wenn TAA-Signale eine negative Einschätzung für ein bestimmtes Kapitalmarktsegment liefern, wird dort Risikobudget entzogen. Dies steht dann für andere Marktsegmente mit positiver Prognose zur Verfügung. Durch den Risikobudget-Transfer können antizyklisch Sicherungsmaßnahmen aufgelöst werden. Die Prozyklik – Absicherung nach fallenden Kursen, Wiedereinstieg nach steigenden Kursen – verringert sich.
3. Overlay in Kombination mit einem Masterfonds: Bei Bereitstellung eines Overlay-Segments im Masterfonds werden die einzelnen Asset Manager kaum tangiert und können sich uneingeschränkt ihrem Auftrag widmen, Alpha zu generieren.

Mehrwert versus Opportunitätskosten.

Rechnet es sich, Overlay Management als strategisches Instrument zu implementieren, um Risikotragfähigkeit und Ertragsziele zu koordinieren? Oder sind die Opportunitätskosten doch zu hoch? Belegbar ist: Der Zugewinn an risikoadjustierter Rendite, die ein entscheidendes Kriterium für viele Investoren ist, übertrifft im Allgemeinen deutlich die überschaubaren Opportunitätskosten eines Overlays. Die effiziente Steuerung des Risikobudgets, die Sicherung von Ertragszielen und die Verringerung des Risikos von Vollsicherungen durch Modularität und Risikobudget-Transfer schaffen einen Mehrwert. Somit sind intelligente Overlay-Ansätze ein sinnvolles strategisches Instrument für institutionelle Investoren.

Kontakt

Thorsten Schneider
Head of Sales Institutional Investors
& Distribution Services

Universal-Investment-Gesellschaft mbH

E-Mail: thorsten.schneider@universal-investment.com
Tel.: +49 69 71043-164

Ralph Karels
Senior Manager Produktmanagement
Portfoliomanagement

Universal-Investment-Luxembourg S.A.
Niederlassung Frankfurt am Main

E-Mail: ralph.karels@universal-investment.com
Tel.: +49 69 71043-183

www.overlay.universal-investment.com

© 2019. Dieser Artikel richtet sich ausschließlich an professionelle oder semi-professionelle Anleger und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Alle Rechte vorbehalten. Dieser Artikel dient ausschließlich Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von Universal-Investment.

4. - 5. Juli

MUPET 2019
München

Die MUPET, die vor 20 Jahren als Mandanten-Workshop von P+P Pöllath + Partners Rechtsanwälte Steuerberater mbB startete, ist heute eine der führenden Fachtagungen zum Thema Private Equity. Spezialisten aus dem In- und Ausland berichten über die neuesten Entwicklungen in den Bereichen Private Funds, Tax und M&A. Sie treffen u.a. Investoren, Initiatoren, Manager, Transaktionsspezialisten, Finanzierer, Vorstände, Geschäftsführer und Berater aus allen beteiligten Disziplinen.

19. Sep

institutional assets AWARDS 2019
München

„looking forward": am 19.09.2019 dreht sich in der BMW Welt München alles um Allokationen und Investmentstrategien, die sich im Spannungsfeld zwischen Performance & Kontrolle in der Kapitalanlage-Praxis besonders bewährt haben.

Verfolgen Sie bei den institutional assets AWARDS 2019 Fachdebatten unter den erfolgreichsten Investoren zu aktuellen Schlüsselfragen.

Passend zum Motto „Performance und Kontrolle" unternehmen wir einen spannenden „Abstecher" in die Welt des automatisierten Fahrens und gewähren Einblicke in die Zukunft vernetzter Mobilität aus allererster Hand.

19. Sep

Frankfurter Insolvenz – und M&A Forum (FIMA)
Frankfurt

Im Fokus des jährlichen Frankfurter Insolvenz- und M&A-Forums (FIMA) steht der interdisziplinäre Austausch zu den Themen Restrukturierung, Insolvenz und Distressed M&A. Im Rahmen der Jahrestagung der Sanierungsbranche kommen Anwälte, Insolvenzverwalter, Banker, Manager, Investoren und Berater zu Wort. Das Event zieht regelmäßig mehr als 200 Teilnehmer an, die sich über die neuesten Entwicklungen der Branche austauschen.

26. - 27. Sep

TSI Kongress 2019 – ABS Reloaded: Die Chancen von STS in unruhigen Zeiten

Berlin

In Zeiten des Umbruchs auf den Finanzmärkten ist ein hochkarätiges und funktionierendes Netzwerk von zentraler Bedeutung für die Marktteilnehmer. Umso bezeichnender ist es, dass die TSI Community von Jahr zu Jahr national und international weiterwächst. Dies kommt allen Beteiligten zugute. Die Plattform, um alle diese Marktteilnehmer des Verbriefungs- und Asset Based Finance Marktes zusammen zu bringen, ist der jährliche TSI Kongress in Berlin.

Der diesjährige TSI Kongress, der am 26. und 27. September 2019 bereits zum 13. Mal stattfindet, spiegelt die Vielzahl der aktuellen Themen, Chancen und Herausforderungen wieder. Mit der Überschrift „**ABS Reloaded: Die Chancen von STS in unruhigen Zeiten**“ eröffnen wir Raum für zielführende und wegweisende Diskussionen im Vorfeld und im Rahmen des Kongresses.

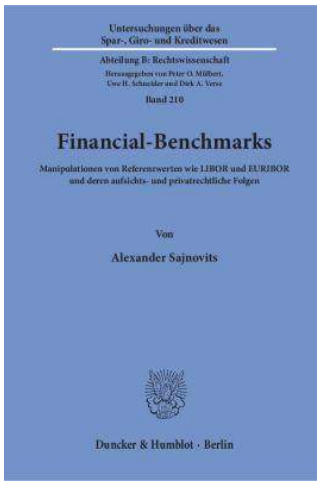
Mehr als 35 Diskussionsforen und Workshops sowie viele Business Events bieten umfangreiche Informationen und zahlreiche Möglichkeiten, Kontakte zu knüpfen und Netzwerke zu vertiefen.

- Zu den Themen des Kongresses im Detail
- Wen Sie auf diesem Kongress treffen
- Zu den Partnern und Sponsoren

Zur gesamten Eventseite des TSI Kongress 2019

Vorstellungen von Büchern und Datenbanken

An dieser Stelle im Newsletter möchten wir Ihnen interessante Veröffentlichungen zum Thema „Alternative Investments“ vorstellen. Dies sind neben Büchern auch Datenbanken, herausragende akademische Arbeiten wie Habilitations- und Promotionsschriften oder Diplom/Master-Arbeiten. Wir würden es sehr begrüßen, wenn Sie auch aktiv von der Möglichkeit Gebrauch machen. Bitte wenden Sie sich diesbezüglich an die BAI-Geschäftsstelle unter 0228 969870 oder gaul@bvai.de.



Financial-Benchmarks

Manipulationen von Referenzwerten wie LIBOR und EURIBOR und deren aufsichts- und privatrechtliche Folgen

Alexander Sajnovits

Duncker&Humblot 2018, 393 S., ISBN 978-3-428-15539-2, 99,90 EUR

Der LIBOR-Manipulationsskandal wird mitunter als einer der größten Finanzskandale unserer Zeit bezeichnet. Allein das Gesamtvolumen der auf den LIBOR und den EURIBOR referenzierenden Finanzinstrumente bezifferte das FSB auf 370 Billionen Euro. Es ist daher nicht verwunderlich, dass die Manipulationen auch einschneidende rechtliche Folgen hatten. Der Autor legt die erste umfassende Untersuchung dieser vielfältigen Rechtsfragen aus der Perspektive des Unionsrecht und der deutschen Rechtsordnung vor. Neben einer Analyse zu den rechtsökonomischen Grundlagen von Financial-Benchmarks enthält das Werk u.a. nähere Ausführungen zum präventiven Aufsichtsrecht in Form der neuen Benchmark-VO der EU, zum Marktmanipulationsverbot und zum Privatrecht. Gerade der letztere Bereich verdient besonderes Augenmerk, weil sich durch die Bezugnahme auf Benchmarks in Finanzkontrakten und -instrumenten jede Manipulation auch auf die jeweiligen Vertragspflichten der Parteien auswirkt.

Akquisitionsfinanzierungen, 4.A

Diem/Jahn

C.H.BECK, 4., vollständig überarbeitete Auflage 2019. Buch. 370 S. Kartoniert

ISBN 978-3-406-70978-4, 119 EUR

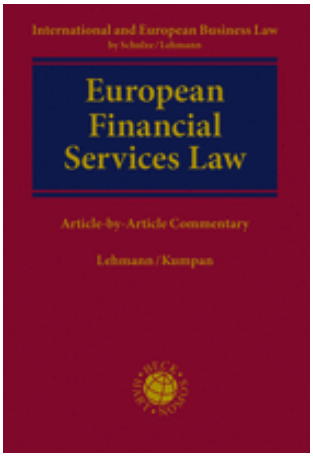
Die professionelle Anleitung für geglückte LBOs.

Das aktuelle Handbuch

- erklärt die angelsächsische Praxis der Strukturierung und vertraglichen Umsetzung von LBOs
- ordnet die wesentlichen Vertragsbestimmungen der gebräuchlichen LBO-Kreditverträge und Gläubigervereinbarungen in das deutsche Recht ein
- schlägt gleichwertige, mit dem deutschen Recht konforme Regelungen vor, soweit bestimmte Formulierungen gegen deutsches Recht verstoßen oder zu Risiken führen
- stellt die für Strukturierung und Besicherung von LBO-Finanzierungen relevanten Schranken des deutschen Rechts dar und entwickelt Gestaltungsmöglichkeiten
- verweist zur Veranschaulichung an vielen Stellen des ¬Buches auf Vertragsbestimmungen des von der Loan ¬Market Association (LMA) für LBOFinanzierungen entwickelten Senior Multicurrency Term and Revolving Facilities Agreement.

Die 4. Auflage

erörtert u.a. die neue Rechtsprechung des BGH zu Upstream-Sicherheiten sowie zur Unzulässigkeit von Bearbeitungsgebühren in Darlehensverträgen und stellt deren praktische Auswirkungen auf Akquisitionsfinanzierungen dar.



European Financial Services Law

Lehmann/Kumpan

C.H.BECK 2019. Buch. XLII, 1803 S. Hardcover (In Leinen), ISBN 978-3-406-70870-1, 280 EUR

Der Band analysiert und erläutert die EU-Rechtsvorschriften für Finanzdienstleistungen. Damit liegt für Rechtsanwälte in internationalen Kanzleien, die Finanzwirtschaft, Regulierungsbehörden und Wissenschaftler ein Referenzwerk für ein tiefgreifendes Verständnis aller relevanten unionsrechtlichen Finanzdienstleistungsregelungen vor. Es dient als Nachschlagewerk, das sowohl komplexe Themen leicht verständlich und übersichtlich darstellt, als auch intensive Analysen schwieriger rechtlicher Fragen bietet.

Das Buch untersucht folgende Bereiche:

- Wertpapierdienstleistungen
- Marktverhalten
- Markttransparenz und Informationen
- Geldanlagen
- Abrechnungsverkehr
- Einlagensicherung
- Zahlungsdienste

Für jeden Fachbereich werden die wichtigsten Richtlinien und Vorschriften besprochen, etwa:

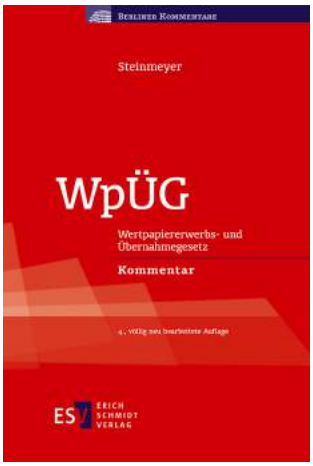
- MiFID II und MiFIR
- MAD und MAR
- Prospekt-Richtlinie und
- Verordnung
- Verordnung über Leerverkäufe
- Rating Agentur-Verordnung
- OGAW-IV und AIFMD
- EMIR
- SEPA-Verordnung

Vorteile auf einen Blick

- englischsprachig
- renommierte Experten erklären, Artikel für Artikel, die wichtigen europäischen Richtlinien und Vorschriften für Finanzdienstleistungen
- an vielen Beispielen wird dabei die außerordentliche Bedeutung für die Praxis deutlich

Zielgruppe

Für Rechtsanwälte in internationalen Kanzleien, die Finanzwirtschaft, Regulierungsbehörden und Wissenschaftler.



WpÜG

Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz Kommentar

Steinmeyer

Erich Schmidt Verlag, 4., völlig neu bearbeitete Auflage 2019, 1098 Seiten, ISBN 978-3-503-18194-0, 138 EUR

Im Zeitalter von Globalisierung und steigendem Wettbewerbsdruck kommt Übernahmeverfahren nach dem WpÜG eine immer größere Bedeutung zu. Doch sind die Fallstricke und Risiken für alle Beteiligten enorm, sodass hier nur erfolgreich agieren kann, wer sich in der gesamten Materie bestens auskennt. Deshalb wird der Praktiker auch diesmal wieder zum Steinmeyer greifen, weil er weiß: Das ist

„... eine Kommentierung aus einem Guss (...). Alle denkbaren Detailfragen des Übernahmerechts werden praxisnah aufbereitet (...). Die Kommentierung lässt keine Wünsche offen ...“

Prof. Dr. Carl-Heinz Witt, LL.M. (Georgetown Univ.) in NZG 31/2013

Wer kann Ihnen das schon bieten?

Wenn die neue Auflage erscheint, werden Sie mit dem Steinmeyer den aktuellsten Praxiskommentar zum WpÜG in Händen halten, in die alle seit der Vorauflage ergangenen Änderungen sorgfältig eingearbeitet wurden. Zum Beispiel:

- zwei neue Zurechnungstatbestände (Nrn. 7 und 8) in § 30 Abs. 1 Satz 1 WpÜG durch das Gesetz zur Umsetzung der Transparenzrichtlinie-Änderungsrichtlinie
- alle Auswirkungen auf das WpÜG aufgrund gewichtiger Änderungen im WpHG durch 1. und 2. FiMaNoG
- höherer Bußgeldrahmen bei Verstößen gegen das WpÜG
- Einfluss neuer Rechtsprechung, Literatur und Verwaltungspraxis der BaFin auf Auslegung und Anwendung des WpÜG

Hier schreiben Praktiker für Praktiker

Dies ist ein Werk von Praktikern für Praktiker. Die zum WpÜG erlassenen Verordnungen werden – soweit relevant – an den jeweiligen Gesetzesstellen gleich mitbehandelt. Unter besonderer Berücksichtigung der Anwendungspraxis der BaFin.

Was Praktiker besonders schätzen

Die erfahrenen Autoren wissen genau, was sie ihrem Kommentar mitgeben müssen, damit er Ihnen im Alltag von größtem Nutzen ist:

- hilfreiche Checklisten
- lebendige Praxisbeispiele
- zahlreiche Übersichten: **u.a. Liste bedeutsamer übernahmerechtlicher Angebotsverfahren mit Anmerkungen**
- viele praxiserprobte, direkt einsetzbare Lösungsvorschläge