

Themen und Märkte Q2/2024

alpha insights

1

"Sicher ist, dass nichts sicher ist. Selbst das nicht."

(Joachim Ringelnatz)



Dr. Götz Albert, CFA
Partner und Chief Investment Officer

Die Börsen setzen unbeirrt auf das Wunschscenario sinkender Zinsen. Der MSCI World beispielsweise ist seit Ende Oktober, als die Zinssenkungshoffnungen begannen, um 30 Prozent gestiegen. Die Aktienmärkte haben durchaus gute Chancen, weiter zu steigen – wenn die Zinsen in den USA und in der Euro-Zone in den nächsten Monaten tatsächlich sinken. Gewissheit für derartige Prognosen gibt es nicht, zumal die Börsen in Erwartung der positiven Auswirkungen, die niedrige Zinsen für Unternehmen und Konzerngewinne haben, bereits kräftig in Vorleistung gegangen sind. Im Sinne von Joachim Ringelnatz sollten Anleger ihr Portfolio daher stärker diversifizieren und Anlagestrategien jenseits der klassischen Konzepte integrieren.



Small & Mid Caps

Unternehmenskäufer machen sich niedrige Bewertungen zu Nutze
S. 2



Volatilität

Mit Volatilitäts-Overlays das Beste aus Anleihebeständen herausholen
S. 5



Wandelanleihen

Refinanzierungsvorteile von Wandelanleihen eröffnen auch Chancen für Investoren
S. 3



Wertsicherung

Multi-Asset-Strategien in Trouble: Wertsicherung als attraktive Alternative!
S. 6



1 x pro Quartal per E-Mail erhalten?
Einfach den QR-Code scannen und anmelden!



CLO

Sicherheit bei strukturierten Produkten: Auf eine diversifizierte Asset-Basis kommt es an
S. 4



Risiko-Overlay

FX-Overlays sind keine Alpha-Quelle
S. 7



Small & Mid Caps

Unternehmenskäufer machen sich niedrige Bewertungen zu Nutze



Marcus Ratz
Partner und Portfolio Manager,
Small & Mid Caps Europa



Jonas Liegl, CFA
Portfolio Manager, Small & Mid
Caps Europa

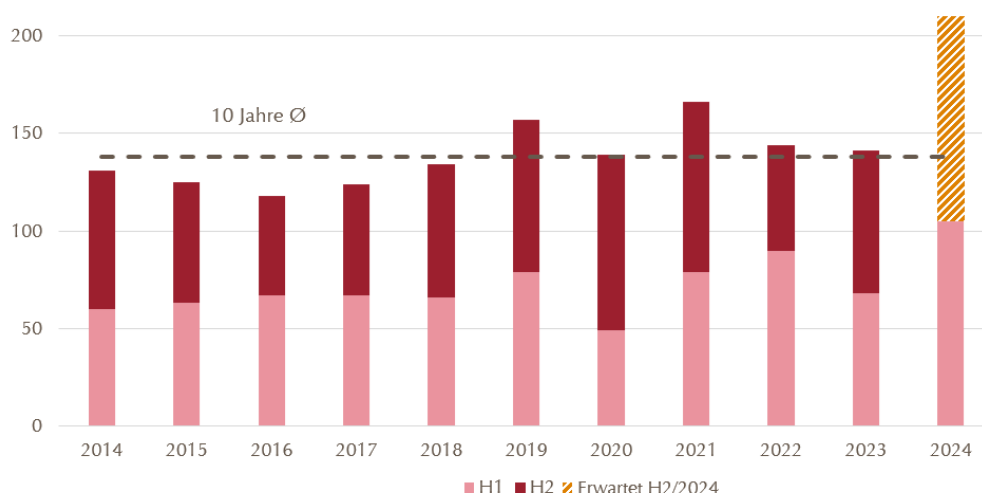
Viel ist bereits in den vergangenen Monaten über die niedrigen Bewertungen im Segment für europäische Small & Mid Cap-Aktien berichtet worden. Während eine breit angelegte Erholungsrallye des Segments weiter auf sich warten lässt, machen sich Private Equity (PE)-Firmen die aktuelle Zurückhaltung zu Nutze, indem sie börsennotierte Unternehmen zu günstigen Kursen kaufen. Beispiele hierfür sind die Übernahmen des britischen Cyberunternehmens Darktrace oder auch die Beratungsfirma Alpha Financial Markets Consulting aus dem Segment der Micro Caps.

Gerade im Nebenwerte-Bereich lässt sich derzeit eine zunehmende Zahl von Übernahmen durch andere, größere Konkurrenten oder PE-Firmen beobachten. In Anbetracht der immer noch vergleichsweise hohen Zinsen sind die erhöhten M&A-Aktivitäten nicht auf günstige Finanzierungsmöglichkeiten zurückzuführen, sondern auf die historisch niedrigen Bewertungen im Nebenwerte-Segment (auch wir berichteten bereits darüber).

Betrachtet man die Historie von Firmenübernahmen und -käufen über die vergangenen 10 Jahre im Bereich der europäischen Small & Mid Caps, so bewegten sich diese auf einem relativ konstanten Niveau (siehe Grafik unten). Im laufenden Jahr liegt die Anzahl der angekündigten Transaktionen jedoch bereits zur Jahresmitte bei über 70% des Gesamtjahres-Durchschnitts der letzten 10 Jahre bzw. 40% über dem Durchschnittswert für das erste Halbjahr.

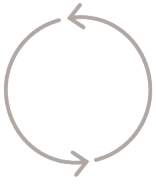
Dabei ist anzumerken, dass Akquisitionen in der Regel mit einem erheblichen Bewertungsaufschlag erfolgen. Dieser liegt häufig im mittleren zweistelligen Prozentbereich, was unterstreicht, dass die Käufer die Zielunternehmen für stark unterbewertet halten. Während Konkurrenzunternehmen diese Prämien zu zahlen bereit sind, da sie sich neben dem erworbenen Unternehmenswert zusätzliche Synergieeffekte versprechen, stehen bei PE-Firmen nahezu ausschließlich Renditeüberlegungen im Vordergrund. Die Schlussfolgerung liegt also nahe, dass PE-Firmen trotz Prämien von bis zu 100% (!) weiteres Kurspotenzial sehen.

M&A-Aktivität im europäischen Nebenwerte-Segment in den letzten 10 Jahren



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Quelle: Bloomberg M&A-Monitor. Filter: Date (Announcement Date); Status (Announced, pending, completed); Type (PE, Majority Purchase, Company Takeover); Region (Western Europe); Target (Public); Size(USD 50 Mio.-10 Mrd.). Stand: 30.06.2024



Wandelanleihen

Refinanzierungsvorteile von Wandelanleihen eröffnen auch Chancen für Investoren



Marc-Alexander Knieß
Portfolio Manager, Wandelanleihen



Stefan Schauer
Portfolio Manager, Wandelanleihen



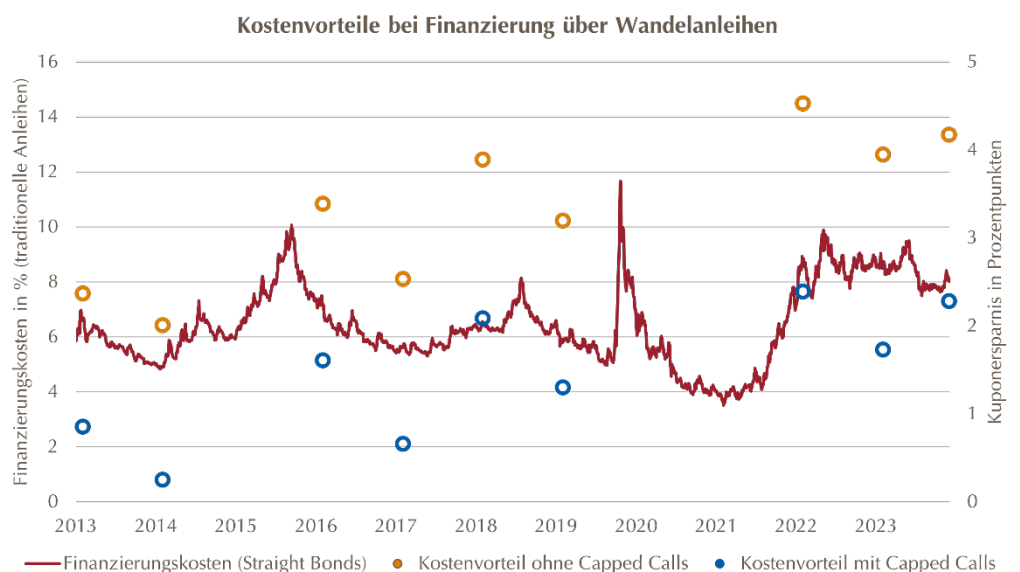
Manuel Zell
Portfolio Manager, Wandelanleihen

Am Primärmarkt für Wandelanleihen herrscht weiterhin rege Aktivität. Das Unternehmen Alibaba emittierte im Mai eine der größten Wandelanleihen-Tranchen der Geschichte mit einem Volumen von \$5 Mrd., das weltweite Primärmarktvolumen erreichte per Ende Juni 2024 den höchsten Wert seit 2021. Dieser Anstieg ist nicht zuletzt darauf zurückzuführen, dass viele Unternehmen ihre auslaufenden Finanzierungen – Stichwort "Maturity Wall" – möglichst günstig refinanzieren möchten. Doch wie groß ist die Ersparnis in Form niedrigerer Kupons, die Emittenten mit einer potenziellen Verwässerung ihres Eigenkapitals (bei Ausübung der Option durch die Investoren) bezahlen?

Gemäß einer 10-Jahres-Analyse der Bank of America für den US-Markt (siehe Grafik unten) sparen Unternehmen mit Wandelanleihen Zinskosten von durchschnittlich 3,2 Prozentpunkten p. a. gegenüber traditionellen Schultiteln. Die Differenz fällt dabei umso höher aus, je höher das allgemeine Zinsniveau ist. Da die Zinssenkungen in den USA weiterhin auf sich warten lassen, werden die Einsparungen im laufenden Jahr sogar auf rund 4,2 Prozentpunkte geschätzt. Diese Refinanzierungsvorteile sind für viele Unternehmen offenbar derart attraktiv, dass sie das Risiko eines verwässerten Eigenkapitals in Kauf zu nehmen scheinen.

Bei näherer Betrachtung zeigt sich jedoch, dass viele Emittenten mittels sogenannter Capped Calls versuchen, die Verwässerungseffekte einzudämmen, die durch Optionsausübungen im Zuge steigender Aktienkurse eintreten würden. Dazu kaufen sie Call-Optionen und damit das Recht zum Kauf eigener Aktien, wodurch der Nettoeffekt auf die Anzahl ausstehender Aktien reduziert wird.

Die Refinanzierungsvorteile sind nicht nur für Emittenten, sondern auch für Investoren interessant. Denn die gestiegene Emissionsaktivität führt zu einer deutlich höheren Anzahl von Unternehmen, die erstmalig im Wandelanleihe-Segment aktiv sind, was wiederum für Investoren einen größeren Spielraum bei der Titelselektion bedeutet.



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.
Rendite der HY Straight Bonds von Wandelanleiheemittenten basierend auf deren individuellem Credit Spread (geschätzt).
Quelle: Bank of America. Stand: 23.05.2024



CLO

Sicherheit bei strukturierten Produkten: Auf eine diversifizierte Asset-Basis kommt es an



Dr. Klaus Ripper
Portfolio Manager,
Fixed Income Credit

Die Risiken im Markt für Gewerbeimmobilien hatten wir bereits im ersten Quartal thematisiert. Dieser macht sich insbesondere in den Metropolregionen bemerkbar, wie nun Investoren eines Commercial Mortgage-backed Security (CMBS) in den USA leidvoll erfahren mussten. Hier kam es durch den Ausfall einer Hypothek auf das Bürogebäude, 1740 Broadway in New York City, zu massiven Verlusten für die Investoren. Doch weshalb spielte dieses eine Gebäude hierbei eine derart gewichtige Rolle? Nun, die betreffende ABS-Struktur war lediglich durch diese eine Hypothek besichert. Der Wertverlust der Hypothek hatte daher derart dramatische Auswirkungen, dass nicht nur Investoren der nachrangigen Tranchen Verluste hinnehmen mussten, sondern auch Investoren der AAA-Tranche.

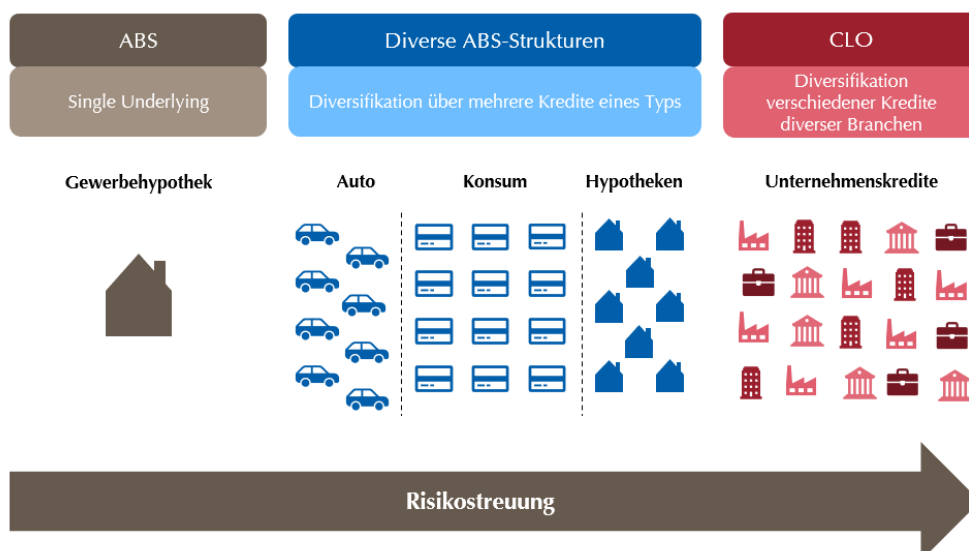


Norbert Adam
Portfolio Manager,
Fixed Income Credit

Auch wenn das Beispiel sicherlich als einer der wenigen Extremfälle zu betrachten ist, zeigt es die hohe Relevanz einer diversifizierten Asset-Basis von ABS-Strukturen. Anleger sollten bei der Auswahl strukturierter Produkte (oder Fonds auf ebensolche) immer im Blick behalten, welches Underlying diese beinhalten. Auch die Resilienz von Tranchen mit der höchsten Bonitätsstufe einer Wasserfallstruktur wird maßgeblich von den ihr zugrundeliegenden Krediten bestimmt. Während im MBS-Segment durchaus Beispiele für eine sehr konzentrierte Risikobasis zu finden sind, liegt die Anzahl der Kredite bei Auto-ABS (Leasingforderungen), Credit Card-ABS (Kreditkartenforderungen) und CLOs (Unternehmenskredite) deutlich höher (i. d. R. mehr als 100 Kredite). Durch die Vielzahl an Krediten kann die Wasserfallstruktur hier erst ihre wahre Stärke ausspielen und Investoren in den oberen Tranchen vor etwaigen Verlusten schützen.

Bei CLOs handelt es sich zudem um erstrangig besicherte Darlehen mittlerer und großer Unternehmen, die aus den verschiedensten Branchen kommen – vom Luxusuhrenhersteller bis hin zum Pharmaunternehmen.

Dies gibt CLO-Strukturen eine zusätzliche Sicherheit, da die ihnen zugrunde liegenden Kredite und deren Besicherung eine möglichst breite sektorale Diversifizierung mit sich bringen.





Volatilität

Mit Volatilitäts-Overlays das Beste aus Anleihebeständen herausholen



Mark Ritter, CFA, CAIA
Portfolio Manager,
Derivative Solutions

Das gestiegene Zinsniveau hat Investoren dazu veranlasst, ihre Fixed Income-Bestände auszubauen, da diese wieder höhere Renditen bei vermeintlich geringem Risiko bieten. Wie sich in den vergangenen Jahren zeigte, sind jedoch auch Anleihen nicht immun gegen Verluste. Hohe Durationsverluste aber auch aktuell stark gesunkene Risikoaufschläge (Spreads) haben die Notwendigkeit weiter diversifizierender Portfoliobausteine erneut klar hervorgehoben.

Volatilitätsstrategien können ein solcher Baustein im Portfolio sein, da sie eine alternative Risikoprämie vereinnahmen und damit eine größere Unabhängigkeit von den Aktien- und Anleihemärkten bieten. Anleihe-Investoren können über eine derivative Overlay-Lösung von diesen zusätzlichen, diversifizierenden Erträgen profitieren – ohne auf den vorhandenen Anleihebestand in der Asset Allokation verzichten zu müssen.

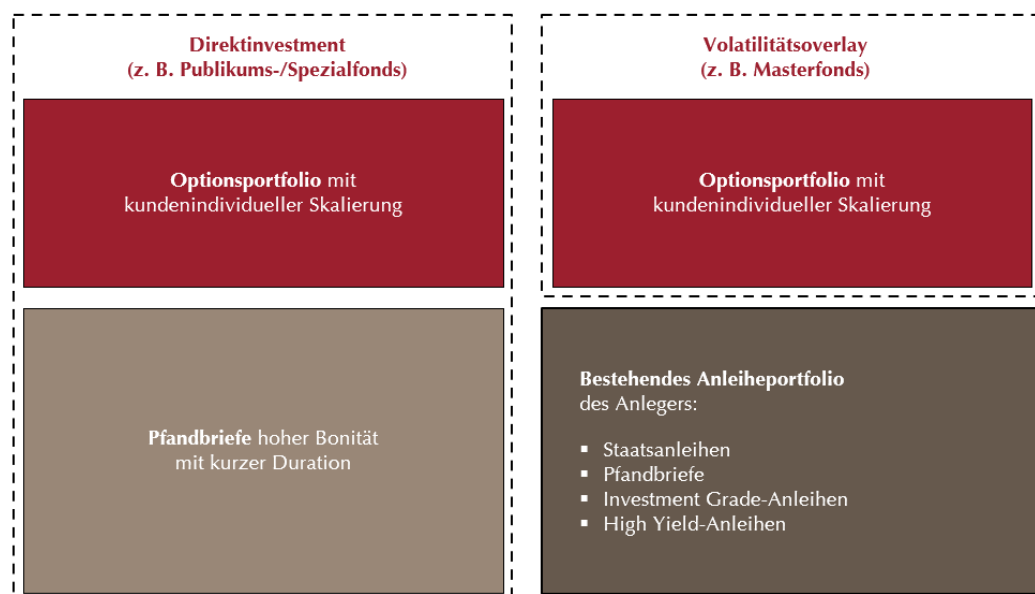


Alexander Raviol
Partner, CIO Derivative Solutions

Im Gegensatz zum Direktinvestment (z. B. in einem Spezial- oder Publikumsfonds) bietet eine Overlay-Lösung die Möglichkeit, mit einem reduzierten Cash-Einsatz zu arbeiten und die bereits im Portfolio des Investors befindlichen Anleihen als Sicherheiten für die eingesetzten Derivate zu nutzen. Dabei können sich Investoren voll auf das Management ihrer Fixed Income-Portfolios konzentrieren, während das darauf aufgesetzte Volatilitäts-Overlay problemlos von einem auf Volatilität spezialisierten Anbieter verwaltet werden kann.

Die kundenindividuelle Skalierung des Derivateportfolios ermöglicht es zudem, das Rendite-Risikoprofil der Volatilitätsstrategie zielgerichtet an die Anforderungen des Investors anzupassen. Möglich sind dabei alle Abstufungen – von defensiven Zusatzerträgen mit geringem Risiko bis hin zu aktienähnlichen Profilen mit höherem Risiko.

Im Ergebnis kann durch das Vereinnahmen der Volatilitätsrisikoprämie ein verbessertes Rendite-/Risikoprofil in der Gesamtanlage erzielt werden – ohne signifikante Abweichungen von der bestehenden Allokation erforderlich zu machen.





Wertsicherung

Multi-Asset-Strategien in Trouble: Wertsicherung als attraktive Alternative!



Stephan Steiger, CFA, CAIA
Portfolio Manager,
Derivative Solutions

Nachdem Multi-Asset-Strategien im Zuge der Zinssteigerungen vor zwei Jahren massiv unter Druck gerieten, schienen sich die Aussichten zu Anfang dieses Jahres wieder deutlich aufgehellt zu haben. In Erwartung einer Zinswende im Laufe dieses Jahres setzten viele Anleger wieder vermehrt auf den Einsatz von Mischportfolios aus Aktien und Anleihen.

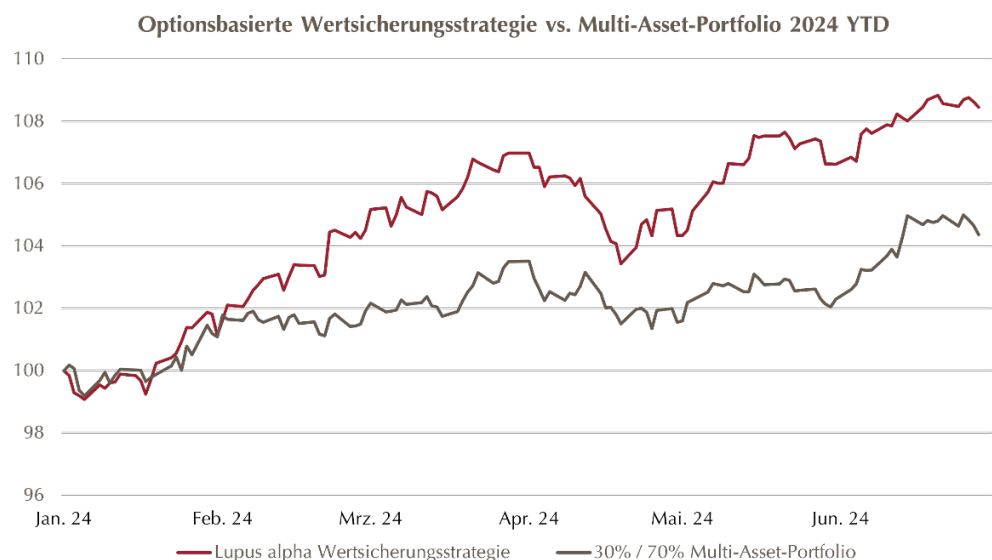
Durch die immer wieder verschobenen Zinssenkungen in den USA und dem eher zaghaften ersten Zinsschritt der EZB wurden diese Hoffnungen jedoch bislang nicht erfüllt. Im Gegenteil: Auch das laufende Jahr 2024 zeigt, dass die Herausforderungen für Multi-Asset-Ansätze anhalten. Erneut sehen sich Anleger mit einer unterdurchschnittlichen Performance konfrontiert, was insbesondere auf die Wertentwicklung der Anleihenkomponente zurückzuführen ist, während die Aktienseite durchaus starke Performancebeiträge lieferte. Dies liegt in den oft hohen Durationsrisiken der Strategien begründet. Für Anleger mit einem begrenzten Risikobudget stellt sich daher die Frage nach alternativen Strategien.



Alexander Raviol
Partner, CIO Derivative Solutions

Ein Beispiel für defensivere Anlagestrategien, die nicht unter solch hohen Durationsrisiken leiden und vom aktuellen Marktumfeld sogar profitieren, stellen optionsbasierte Aktienwertsicherungsstrategien dar. Im Gegensatz zu traditionellen Mischfonds sind sie für Kursgewinne nicht auf Zinssenkungen angewiesen und nutzen die aktuell niedrige Aktienvolatilität, um bei effektiver Absicherung gleichzeitig attraktive Renditechancen zu ermöglichen.

Im Basisportfolio bestehend aus kurzlaufenden Anleihen profitieren sie von erhöhten Zinserträgen, ohne dabei nennenswerte Durationsrisiken eingehen zu müssen. Darüber hinaus kommt ihnen das aktuell niedrige Volatilitätsniveau zugute ([siehe alpha insights Q1/2024](#)) das sich Multi-Asset-Konzepte hingegen nur selten zu Nutze machen (können). In einem unsicheren Marktumfeld stellen diese Strategien daher eine überzeugende Alternative für Anleger dar, die Kapitalerhalt und Renditepotenzial vereinen wollen und bereit sind sich jenseits der klassischen Konzepte zu positionieren.



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.

Multi-Asset-Portfolio (30% Aktien / 70% Anleihen) basierend auf BMADM37E Index.

Quelle: Bloomberg, Lupus alpha. Stand: 30.06.2024



Risiko-Overlay

FX-Overlays sind keine Alpha-Quelle



Marvin Labod
Head of Quantitative Analysis

Wenn es an den Devisenmärkten zu Turbulenzen kommt, sind es in der Regel nicht die großen internationalen Reservewährungen, die die Schlagzeilen bestimmen. Seit einiger Zeit ist mit dem japanischen Yen jedoch genau das der Fall. Enttäuscht über die Weigerung der Bank of Japan (BOJ), die Leitzinsen den ökonomischen Realitäten anzupassen, fällt der Yen aktuell von einem Tief zum Nächsten und selbst Interventionen seitens der Zentralbank verfehlen ihr Ziel.

Derart auffällige Bewegungen veranlassen Investoren immer wieder dazu, ihre bestehende Absicherung gegenüber möglichen Wechselkurseffekten auf das Portfolio zu hinterfragen. Im Rahmen des Asset-Liability-Managements aufgesetzt, hört man in diesem Zusammenhang oft von Konzepten, die neben dem Risikomanagement zusätzlich Alpha aus dem FX-Overlay zu generieren versprechen. Doch ist das realistisch? Wir sind aus den folgenden Gründen skeptisch:

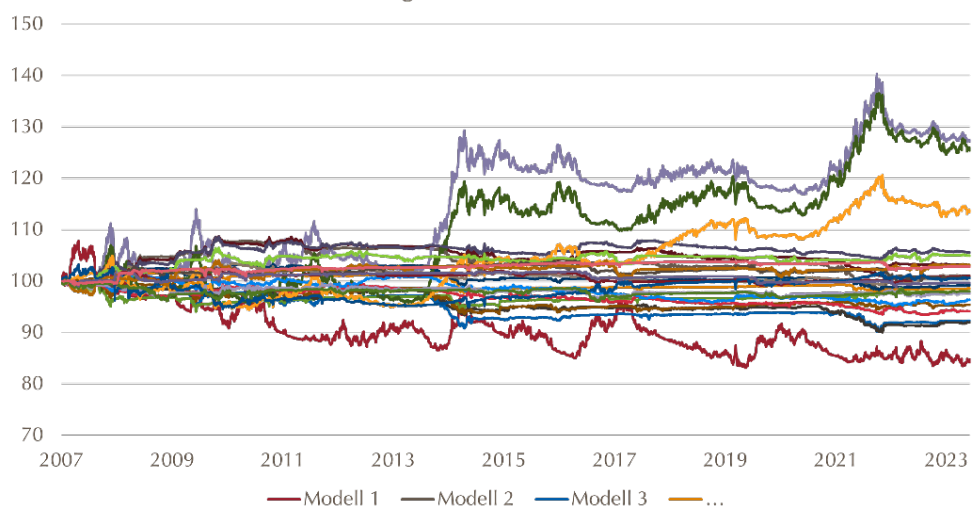


Alexander Raviol
Partner, CIO Derivative Solutions

Für langfristige Mehrrenditen sind Markteffizienzen erforderlich. Diese dürften jedoch bei wichtigen Währungspaaren kaum gegeben sein, da hier eine Vielzahl professioneller Händler aktiv ist – von Zentralbanken bis hin zu Hedge-Fonds. Im Vergleich zu anderen Assetklassen ist zudem nicht ohne Weiteres ersichtlich, welche Marktteilnehmer die Long- bzw. Short-Position halten: Einerseits ist dies durch den Handel eines Währungspaares per Definition nicht zu bestimmen; andererseits sind die Transaktions- und Bestandsdaten zu einem großen Teil nicht öffentlich zugänglich.

Viele FX-Overlays basieren letztendlich auf der Momentum- bzw. Trendfolge-Idee. Gerade diese Modelle erweisen sich in den betrachteten Märkten jedoch als nicht robust. Im Rahmen von Backtests lassen sich zwar in der Vergangenheit funktionierende Modelle finden, die Realität sieht jedoch oft anders aus. Die untenstehende Grafik veranschaulicht dies anhand verschiedener Trendfolgemodelle für EUR/USD. Einige funktionieren, viele jedoch nicht – was nicht mehr als Zufall sein dürfte. Während es also durchaus sinnvoll ist, Währungsrisiken zu managen, sollte man nicht der Versuchung erliegen, dabei noch einen Zusatzertrag generieren zu können.

Verschiedene Trendfolge-Modelle auf EUR/USD im Zeitverlauf



Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind keine Garantie für die zukünftige Wertentwicklung.
Simulationen von Straddles auf EUR/USD mit verschiedenen Laufzeiten und 90 bis 110% Moneyness.
Quelle: Lupus alpha, eigene Berechnungen. Stand: 30.06.2024

Es handelt sich hierbei um Fondsinformationen zu allgemeinen Informationszwecken. Die Fondsinformationen ersetzen weder eigene Marktrecherchen noch sonstige rechtliche, steuerliche oder finanzielle Information oder Beratung. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu dem Fonds sowie dessen Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. dem Basisinformationsblatt, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und das Basisinformationsblatt, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter info@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de. Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie das Basisinformationsblatt und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in A-1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Fondsinformation noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH
Speicherstraße 49–51
D-60327 Frankfurt am Main