



# portfolio:strategie

## Euro-Unternehmensanleihen: Mehrwert durch aktives Management nach klaren Grundsätzen

### Metzler Asset Management nutzt einen aktiven Investmentansatz

Der Markt und die Wertentwicklung von Euro-Unternehmensanleihen wurden durch die expansive Geldpolitik der Europäischen Zentralbank und die entsprechend niedrigen und teils negativen Realzinsen deutlich beflügelt. Aktives Management der Asset-Klasse ist jedoch wichtiger denn je. Denn seit vielen Jahrzehnten gültige Marktmechanismen sind durch die Politik des lockeren Geldes außer Kraft gesetzt worden. Außerdem hat die Anlageklasse Fixed Income längst nicht mehr den Status eines „sicheren Hafens“. Als Corporate-Bond-Spezialisten im Metzler Asset Management handeln wir bei unseren Analysen und Investments nach der Prämisse, dass sich Risiken mithilfe eines aktiven Managements am ehesten kontrollieren lassen.

Im Investmentprozess konzentrieren wir uns darauf, aktiv und flexibel Entscheidungen zu treffen. Integraler Bestandteil ist stets das Risikomanagement, sodass wir sehr schnell auch auf unerwartete Veränderungen reagieren können.

### Investmentphilosophie

Ziel des bewusst konservativen Ansatzes im Corporate-Bond-Management von Metzler ist eine stabile Wertentwicklung der Unternehmensanleihen-Portfolios über den gesamten Investmentzyklus. Der Fokus liegt deshalb darauf, stetige Erträge zu erwirtschaften und Verluste aus Bonitätsverschlechterungen und Ausfällen zu vermeiden. Diese Philosophie bestimmt das Management der uns anvertrauten Vermögen und die Zusammenarbeit im Team – auch in wechselnden Marktphasen.

---

## Inhalt

Investmentansatz .....	Seite 2
Investmentprozess .....	Seite 2
Risikomanagement .....	Seite 5
Controlling .....	Seite 6
Nachhaltige Investments als Baustein für den Erfolg .....	Seite 6
Merkmale der Strategie .....	Seite 7
Rechtliche Hinweise, Risikohinweise und Fußnoten .....	Seite 7
Portfoliomanagement .....	Seite 8

---

## Investmentansatz

Kern unseres Investmentansatzes für Unternehmensanleihen ist ein transparenter, strukturierter und teamorientierter Prozess. Wir haben dabei nicht allein die Rendite im Blick, sondern auch die Risiken und die Risikobereitschaft unserer Kunden; das Risikomanagement ist Bestandteil des Investmentprozesses. Das Portfoliomanagement berücksichtigt bei Investmententscheidungen die quantitativen und qualitativen Analysen unserer Spezialistenteams. Die Entscheidung über den generellen Einsatz und die Gewichtung der Alphaquellen trifft der verantwortliche Portfoliomanager unter Berücksichtigung der Kundenvorgaben.

Das Risikoprofil des Kunden integrieren wir so, dass das Portfolio eine ausgewogene Struktur hat und keine Einzelstrategie das Gesamtergebnis dominiert. Die Anlageempfehlungen und -entscheidungen sind letztendlich das Ergebnis des klaren Teamansatzes unserer Strategien.

## Investmentprozess

Zu unserem Investmentprozess bei Corporate-Bond-Portfolios gehören die jeweilige Alphastrategie und die Portfoliokonstruktion. Auch das Controlling und das Risikomanagement sind für uns feste Bestandteile des Prozesses.

Unsere Corporate-Bond-Strategie basiert auf einem kombinierten Top-down- und Bottom-up-Ansatz. Die Grundlage für unsere Analysen ist das makroökonomische Basisszenario. Die Entscheidungen für die Gewichtungen der Asset- und Ratingklassen sowie der Sektoren treffen wir auf Basis von Top-down-Analysen. Das Corporate-Research auf den Ebenen von Emittenten und Einzeltiteln erfolgt bottom-up. Die Ergebnisse münden in die Corporate-Bond-Strategie und die Portfoliogewichtungen (Abb. 1).

Das Anlageuniversum besteht aus internationalen, in Euro denominierten Investmentgrade-Anleihen. Aus diesem Universum filtern wir die besten Unternehmen und Titel für das Corporate-Bond-Portfolio heraus.

Abb. 1: Kombiniertes Investmentprozess als Schlüssel zum robusten Zusatzertrag



Neben Anleihen können Futures und Kreditderivate ins Portfolio aufgenommen werden.

#### Asset-Klassen-/Sektor-/Ratinganalyse

Die relative Attraktivität von staatsnahen Emittenten, Covered Bonds und Unternehmensanleihen wird von der Entwicklung der Zinsdifferenz zwischen diesen Asset-Klassen und Staatsanleihen bestimmt. Diese Differenz unterteilen wir nochmal in Swaps und Swap-Spreads.

Wir verwenden verschiedene Scoreboards für die Analyse der Spread-Produkte, die größtenteils als Liquiditätsprämie interpretiert werden. Diese Scoreboards helfen uns dabei, die Entwicklung des Swap-Spreads sowie die Entwicklung der Credit-Spreads im Investmentgrade- und High-Yield-Bereich zu prognostizieren. Im Investmentgrade-Bereich unterscheiden wir zusätzlich zwischen den Segmenten Finanzen und Nichtfinanzen; bei den High Yields konzentrieren wir uns auf Nichtfinanzunternehmen. In jedes Scoreboard fließen auch Ergebnisse eigenentwickelter Modelle zur Ermittlung fairer

Spreads, technische und marktspezifische Faktoren sowie die Beurteilung der Angebots- und Nachfragefaktoren ein. Durch die Kombination dieser Ergebnisse wird top-down die relative Attraktivität der Asset-Klassen, Sektoren und Ratingkategorien bestimmt.

#### Corporate Research

Das Corporate Research besteht aus einem zweistufigen Bottom-up-Prozess – einer detaillierten Fundamentalanalyse einzelner Emittenten und einer Einzeltitelauswahl nach titelspezifischen Faktoren und Relative-Value-Aspekten.

##### 1) Bottom-up-Analyse – erste Stufe:

In unsere Emittentenauswahl fließen quantitative und qualitative Faktoren ein sowie die Einschätzung von möglichen Event-Risiken. Ergebnis der Analyse ist eine Gesamtbeurteilung des Emittenten (Abb. 2).

- Traditionelle Kennzahlenanalyse: Unsere Corporate-Bond-Spezialisten bereiten in diesem Schritt Finanzdaten der grundsätzlich in Frage kommenden Unter-

Abb. 2: Bottom-up-Analyse – erste Stufe: Emittentenauswahl



**Bitte beachten Sie die Rechtlichen Hinweise auf Seite 7.**

nehmen des Anlageuniversums auf, um Kennzahlen wie Verschuldungsgrad, Cashflow, Erträge, Gewinnmargen und Liquidität zu ermitteln. Aus diesen Zahlen leiten wir mithilfe eines selbstentwickelten Tools ein quantitatives Rating ab. Die eigenen Rating-ergebnisse vergleichen wir mit denen von Rating-agenturen.

- Primär- und Sekundärresearch: Neben der Geschäftsstrategie analysieren wir das Management der Unternehmen, wobei wir uns auf die Punkte Kompetenz, Glaubwürdigkeit und Langfristigkeit konzentrieren. Entscheidend für die Bewertung von Eigen- und Fremdkapital ist dabei die Geschäftsstrategie. Ferner untersuchen wir das Markt- und Wettbewerbsumfeld der Unternehmen und den Einfluss interner und externer Interessengruppen.
- Einschätzung von Event-Risiken: Das Event-Risiko ist der größte Einzelfaktor, der zu schnellen und hohen Verlusten im Portfolio führen kann. Im Ratingprozess betrachten die Portfoliomanager vor allem unvorher-

sehbare Ereignisse wie Umweltkatastrophen, die die finanzielle Lage eines Emittenten massiv belasten und/oder die Bonität verschlechtern können.

## 2) Bottom-up-Analyse – zweite Stufe:

Die Investitionsentscheidung wird in der zweiten Stufe der Bottom-up-Analyse getroffen, da eine positive Einschätzung des Emittenten in der ersten Stufe nicht zwangsläufig eine Kaufempfehlung ist (Abb. 3).

- Analyse der Anleihebedingungen: Hier betrachten wir neben der Anleihestruktur unter anderem Gläubigerschutzklauseln, die sogenannten Covenants. Investorenfreundliche Covenants können bei der Entscheidung zwischen verschiedenen Anleihen eines Emittenten ausschlaggebend sein.
- Analyse der Liquiditätsmerkmale: Wichtige Liquiditätsmerkmale sind das ausstehende Volumen, die Indexzugehörigkeit und die Qualität der bei Emissionen beteiligten Broker. Außerdem ist ein Rating wichtig im Hinblick auf die Handelsaktivitäten –

Abb. 3: Bottom-up-Analyse – zweite Stufe: Einzeltitelauswahl

<b>Anleihebedingungen</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	Emissionsrecht und Covenants
	<input checked="" type="checkbox"/>	Anleihestruktur
<b>Liquiditätsmerkmale</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	Volumen und Indexzugehörigkeit
	<input checked="" type="checkbox"/>	Anzahl und Qualität der Broker
	<input checked="" type="checkbox"/>	Verfügbarkeit von Ratings
<b>Relative Attraktivität</b>	<input checked="" type="checkbox"/>	Peer-Group
	<input checked="" type="checkbox"/>	Rating- und Laufzeitenklassen
	<input checked="" type="checkbox"/>	ESG-Einschätzung
	<input checked="" type="checkbox"/>	Zeitpunkt- und Zeitrumbetrachtung

**Bitte beachten Sie die Rechtlichen Hinweise auf Seite 7.**

nicht geratete Titel werden nicht in Indizes aufgenommen und weisen daher weniger Aktivitäten auf.

- Analyse der relativen Attraktivität: Hier geht es um die Bewertung des Emittenten durch die Marktteilnehmer im Vergleich zu unserer Einschätzung. Zusätzlich stellen wir verschiedene Emittenten aus einer Branche gegenüber, um die relative Attraktivität zu ermitteln. Ziel ist es, Ineffizienzen am Markt zu identifizieren und über- oder unterbewertete Anleihen herauszufiltern. Auch dabei nutzen unsere Portfoliomanager selbst entwickelte Tools.

#### Formulierung der Corporate-Strategie

Aus der oben beschriebenen Top-down-Analyse leiten wir die Gewichte der einzelnen Asset-Klassen, Sektoren und Ratingklassen in unseren Portfolios ab. Die Höhe der taktischen Allokation außerhalb des Corporate-Universums basiert auf dem jeweiligen Mandatsprofil und den Anlagerichtlinien unserer Kunden.

Eine detaillierte [Branchenallokation](#) ergibt sich bottom-up aus der relativen Attraktivität verschiedener Unternehmensanleihen innerhalb ihrer Branche. Es fließen zwar branchenspezifische Faktoren in unsere Analysen ein, führen aber nicht zu einer zwingenden Entscheidung über die Branchengewichtung.

Die [Länderallokation](#) ergibt sich aus der Emittentenanalyse und den Einzeltitelgewichtungen. Hier können Event-Risiken eine wichtige Rolle spielen.

Das [Corporate-Research](#) besteht aus unserer fundamentalen Unternehmenseinschätzung und aus der Bewertung der aktuell am Markt gehandelten Risikoprämien für den Emittenten. Durch die Kombination beider Faktoren werden die Anleihen mit dem besten Risiko-Ertrags-Profil herausgefiltert.

Grundsätzlich nimmt der Bottom-up-Ansatz einen höheren Stellenwert ein als die Top-down-Analyse.

#### Risikomanagement

Das Risikomanagement (Abb. 4 auf S. 6) integrieren wir in die Portfoliokonstruktion und beziehen dabei alle Faktoren ein, die den Ertrag beeinflussen können. Damit heben wir uns gezielt vom Markt ab, denn üblicherweise werden zuerst die Portfolios implementiert, bevor die Verantwortlichen die Risiken analysieren. Wir messen die Risiken auf Ebene der Konzerne und Unternehmen, der Branchen sowie des Gesamtportfolios.

Zusätzlich müssen die Portfoliomanager ex ante interne und gegebenenfalls kundenspezifische Vorgaben berücksichtigen und kontinuierliche Kontrollen durchführen. Selbstverständlich sind auch die permanente Beobachtung des jeweiligen Portfolios, schnelle und flexible Reaktionen auf das Marktgeschehen sowie eine strikte Verkaufsdisziplin feste Bestandteile.

Unter Gesichtspunkten des Risikomanagements legen wir großen Wert darauf, die Anlagen über eine ausreichende Zahl von Emittenten und Wertpapieren im Portfolio zu streuen.

#### Risiken

- Branchen-/Einzeltitel
- Umwelt, Soziales, Unternehmensführung
- Liquidität
- Ausfall
- Vorzeitiges Kündigungsrecht
- Zins

#### Überwachung

- Messung der Risikobeiträge
- ESG-Integration
- Prüfung von Liquiditätsmerkmalen
- Bonitätsanalyse
- Analyse ökonomischer und regulatorischer Faktoren
- Risikobudgetierung und Modelldiversifikation

Maßnahmen zur Risikobegrenzung werden konsequent ergriffen, wenn qualitative und quantitative Warnsysteme Signale erzeugen.

## Controlling

Das Risiko-Controlling umfasst die Performance-Attribution, die Risikoanalyse und die Kontrolle des Einhaltens von Investmentrichtlinien.

### Performance-Attribution

Der aktive Ertrag wird in Durationsmanagement, Zinsstrukturkurvenmanagement, Allokation, Titelselektion und Trading heruntergebrochen. Dafür verwenden wir ein externes System, das es uns ermöglicht, die Performancebeiträge der einzelnen Anleihen der Benchmark direkt gegenüberzustellen.

### Risikoanalyse

Das Portfoliomanagement schätzt das Gesamtrisiko und den Ex-ante-Tracking-Error und ermittelt die Portfolio-Risikoquellen.

### Kontrolle des Einhaltens von Investmentrichtlinien

Mithilfe eines IT-gestützten Systems stellen wir sicher, dass alle relevanten Investmentrichtlinien bei der Umsetzung des Kundenportfolios berücksichtigt werden. Zusätzlich nutzen wir das System für Ex-post-Analysen:

Die Bestände werden täglich auf die Einhaltung aller Richtlinien überprüft.

## Nachhaltige Investments als Baustein für den Erfolg

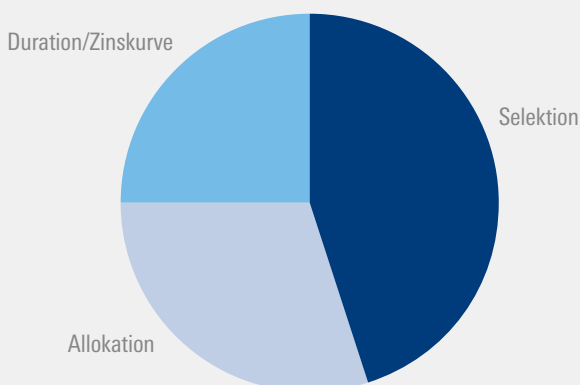
Das Thema Nachhaltigkeit ist für Metzler Asset Management ein fester Bestandteil der Unternehmensphilosophie und Unternehmensstrategie. Nachhaltigkeit beinhaltet ein klares Bekenntnis zur Entwicklung langfristig tragfähiger Konzepte. Dies bezieht sich zunächst auf Produkte und Dienstleistungen, aber auch auf eine dauerhafte Begleitung unserer Kunden bei allen Finanzmarktfragen und nicht zuletzt auf unsere bewährten Kooperationen.

Neben rein finanziellen Kriterien berücksichtigt Metzler Asset Management im Investmentprozess auch, wie Unternehmen ökologische, soziale und Aspekte der Unternehmensführung handhaben.

Die ESG<sup>1</sup>-Integration hat das Ziel, durch das Einbeziehen wesentlicher Nachhaltigkeitsaspekte in die traditionelle Investmentanalyse das Rendite-Risiko-Profil der Fonds

Abb. 4: Konsequente Portfoliokonstruktion

Wir prüfen jedes Investment im Detail



- **Integration**  
des Risikomanagements in die Portfoliokonstruktion
- **Diversifikation**  
der Entscheidungen und damit des aktiven Risikos; Vermeidung von Risikokonzentration
- **Konsistente Portfoliostrukturen**  
Vermeidung von nicht beabsichtigten Positionierungen

**Bitte beachten Sie die Rechtlichen Hinweise auf Seite 7.**

zu verbessern. In unseren fundamentalen Fixed-Income-Strategien werden Nachhaltigkeitskriterien sowohl in Publikumsfonds als auch in Spezialfonds umgesetzt. Bei Spezialfonds können kundenindividuelle Nachhaltigkeitskriterien vereinbart werden, die im Selektions- sowie im Allokationsprozess berücksichtigt werden.

## Merkmale der Strategie

---

### Ganzheitlicher Investmentansatz

- Kombiniertes Top-down- und Bottom-up-Ansatz
- Quantitative und qualitative Analysemethoden
- Hoher Verantwortungsgrad der Fondsmanager

### Konsequenter Investmentansatz

- Investition nur bei attraktiver Bewertung
- Permanentes Management der eingegangenen Risiken

### Langjährige Erfahrung mit starkem Track-Record

- Analyse und Management von Corporate Bonds seit Entstehung des Euro-Marktes 1999
- Stetige Outperformance über den gesamten Investmentzyklus

---

**Werbeinformation der Metzler Asset Management GmbH.  
Information für professionelle Kunden – keine Weitergabe an Privatkunden.**

### Rechtliche Hinweise, Risikohinweise und Fußnoten

<sup>1</sup> ESG steht für „Environment, Social and Governance“, also für Umwelt, Soziales und Unternehmensführung

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird.

Diese Unterlage dient ausschließlich der Information und ist nicht auf die speziellen Investmentziele, Finanzsituationen oder Bedürfnisse individueller Empfänger ausgerichtet. Bevor ein Empfänger auf Grundlage der in dieser Unterlage enthaltenen Informationen oder Empfehlungen handelt, sollte er abwägen, ob diese Entscheidung für seine persönlichen Umstände passend ist, und sollte folglich seine eigenständigen Investmententscheidungen, wenn nötig mithilfe eines Anlagevermittlers, gemäß seiner persönlichen Finanzsituation und seinen Investmentzielen treffen.

Diese Unterlage ist kein Angebot oder Teil eines Angebots zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten, noch stellt diese Unterlage eine Grundlage für irgendeinen Vertrag oder irgendeine Verpflichtung dar. Weder Metzler noch der Autor haften für diese Unterlage oder die Verwendung ihrer Inhalte. Kaufaufträge können nur angenommen werden auf der Grundlage des geltenden Verkaufsprospektes, der eine ausführliche Darstellung der mit diesem Investment verbundenen Risiken enthält, der geltenden wesentlichen Anlegerinformationen (KID) sowie des geltenden Jahres- und Halbjahresberichts.

Vergangenheitswerte sind keine Garantie für zukünftige Wertentwicklung. Es kann daher nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass ein Portfolio die in der Vergangenheit erzielte Wertentwicklung auch in Zukunft erreichen wird. Eventuelle Erträge aus Investitionen unterliegen Schwankungen; der Preis oder Wert von Finanzinstrumenten, die in dieser Unterlage beschrieben werden, kann steigen oder fallen. Im Übrigen hängt die tatsächliche Wertentwicklung eines Portfolios vom Volumen des Portfolios und von den vereinbarten Gebühren und fremden Kosten ab.

Metzler kann somit nicht garantieren, zusichern oder gewährleisten, dass das Portfolio die vom Anleger angestrebte Entwicklung erreicht, da ein Portfolio stets Risiken ausgesetzt ist, welche die Wertentwicklung des Portfolios negativ beeinträchtigen können und auf welche Metzler nur begrenzte Einflussmöglichkeit hat. Insbesondere kann nicht garantiert, zugesichert oder gewährleistet werden, dass durch ESG-Investments tatsächlich die Rendite gesteigert und/oder das Portfoliorisiko reduziert wird. Ebenso kann aus dem Ziel des „verantwortlichen Investierens“ (Definition entsprechend den BVI-Wohlverhaltensregeln) keine zivilrechtliche Haftung seitens Metzler abgeleitet werden.

Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden. Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.

## Das Portfoliomanagement

Das Team Fixed Income ist verantwortlich für die Gesamtsteuerung und die Performance der Strategie.



**Michael Lesnik**  
– Seit 2012 bei Metzler  
– Teamleitung Asset Allocation & Fixed Income



**Carmen Rügemer**  
– Seit 2003 bei Metzler  
– Portfoliomanagerin Fixed Income



**Christian Eickholz**  
– Seit 2017 bei Metzler  
– Portfoliomanager Fixed Income



**Felix Spiegelhalder**  
– Seit 2016 bei Metzler  
– Portfoliomanager Fixed Income



**Joanna Glögger**  
– Seit 2008 bei Metzler  
– Portfoliomanagerin Fixed Income



**Peter Welling**  
– Seit 1994 bei Metzler  
– Portfoliomanager Fixed Income



**Tristan Krieger**  
– Seit 2016 bei Metzler  
– Portfoliomanager Fixed Income

---

## Metzler Asset Management

Metzler Asset Management GmbH  
Untermainanlage 1  
60329 Frankfurt am Main  
asset\_management@metzler.com  
www.metzler.com/asset-management

Signatory of:



Assessment Report 2020

**5x A+**

Bestnoten für Metzler Asset Management