

# Absolut report

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren

Beitrag in Ausgabe 05 | 2025

THOMAS HERBERT UND MARTIN DREIER HAGIM GmbH

Credit-Portfoliomanagement in Zeiten von Konvergenz  
und Regimewechseln



# Credit-Portfoliomanagement in Zeiten von Konvergenz und Regimewechseln

© baona\_iStock



**THOMAS HERBERT**  
CEO / CIO  
HAGIM GmbH  
Frankfurt am Main



**MARTIN DREIER**  
Head of Portfolio Management Credit  
HAGIM GmbH  
Frankfurt am Main

In Zeiten geopolitischer Fragmentierung und struktureller Marktveränderungen stoßen traditionelle Benchmark-Strategien zunehmend an ihre Grenzen. Gleichzeitig eröffnen sich durch die Konvergenz von öffentlichen und privaten Kreditmärkten neue Chancen in der institutionellen Kapitalanlage. Thomas Herbert und Martin Dreier von HAGIM zeigen auf, wie durch eine ganzheitliche Steuerung aller Credit-Segmente diese neuen Möglichkeiten ausgeschöpft werden können.

## Einleitung

Seit der globalen Finanzkrise 2008 haben Themen wie die Eurokrise, Financial Repression mit negativen Zinsen, Covid-19, der Zinsschock von 2022 und steigende Inflation für ständig neue Herausforderungen in der institutionellen Kapitalanlage gesorgt. Parallel führt die fortschreitende geopolitische Fragmentierung, die weiter steigende Staatsverschuldung in Europa und den USA verbunden mit politischer Unsicherheit zu zusätzlichen, signifikanten Preisschwankungen an den Märkten. Es ist also kein Zufall, dass sich der Internationale Währungsfonds in seinem Global Financial Stability Report 2025 vertieft mit „Geopolitical Risks: Implications for Asset Prices and Financial Stability“ beschäftigt.

Ein aktives Portfoliomanagement scheint für ein derartiges Umfeld wie gemacht. Insbesondere für die fundamentale Selektion von Unternehmensanleihen sollten hohe Volatilität, starke Dispersion der Risikoprämien und Unsicherheit über die Richtung der Märkte zu attraktiven Anlagechancen

führen. „Kaufen, wenn die Kanonen donnern“ ist ein in diesem Zusammenhang oft gepriesenes Mantra. Doch wenn sich der Rauch dann lichtet, was – wie der „Liberation Day“ in den USA Anfang April gezeigt hat – ganz schnell gehen kann, zeigt sich insbesondere in der institutionellen Kapitalanlage oftmals nur begrenzte Aktivität.

Eine wichtige Ursache für diese oftmals schwache Ausbeute liegt in der häufig vorzufindenden Governance-Struktur der Kapitalanlage regulierter institutioneller Anleger. Meist wird eine strategische Asset-Allokation (SAA) vom Gesamtvorstand auf Basis einer ALM-Studie turnusmäßig verabschiedet. Wesentliche Annahmen dieser SAA sind zumindest implizit, dass

1. Risikoprämien stationär sind und für lange Zeiträume zuverlässig prognostiziert werden können,
2. Rebalancing zwischen den Assetklassen der SAA ohne Friktion erfolgen kann,
3. Korrelationen zwischen den Assetklassen langfristig stabil sind und
4. die einzelnen Assetklassen als jeweils eigenständige Silos verwaltet und durch strategische Benchmarks abgebildet werden können.

Im Fixed Income Management im Allgemeinen und Credit-Portfoliomanagement im Besonderen führt dies zur strikten Abgrenzung von Assetklassen, die ökonomisch und im Hinblick auf eine ganzheitliche Portfoliosteuerung nur sehr begrenzt hilfreich ist. Die Trennlinie zwischen den Ratingkategorien BBB- und BB+ oder die (nicht einheitliche) geografische Einteilung der Welt in aufstrebende und Industriekulturen oder selbst die Trennung zwischen liquiden und illiquiden Assetklassen ist für eine SAA-gesteuerte Kapitalanlage mit Benchmarks sicherlich praktisch, für das Erreichen spezifischer Anlageziele im aktuellen, von strukturellen Veränderungen geprägten Marktumfeld jedoch nicht immer hilfreich.

## Die Benchmark im aktiven Management liquider Unternehmensanleihen

Es gibt gute Gründe dem Manager eines Anleiheportfolios einen Index als Benchmark vorzugeben, als klare und objektive Messlatte zur Bewertung seiner Performance. Sie schafft damit auch Transparenz in der Berichterstattung. Für das Risikomanagement können Risikobudgets im Sinne eines maximalen oder zu minimierenden Tracking Errors vereinbart werden. Zudem ermöglicht die Index-Benchmark eine Vergleichbarkeit zwischen verschiedenen Managern.

Die Liste der Kritikpunkte ist jedoch lang. Im Zusammenhang mit liquiden Portfolios von Unternehmensanleihen (Credit-Portfolio) ist insbesondere das sog. „Bump-Problem“ zu nennen: Während Aktienindizes den wirtschaftlichen Erfolg zumindest indirekt über die Marktkapitalisierung wider spiegeln, beruhen die Gewichtungen von Kreditindizes auf dem ausstehenden Emissionsvolumen. Wer mehr emittiert, hat mehr Indexgewicht – unabhängig vom ökonomischen Erfolg oder der Kreditwürdigkeit. Unternehmen mit viel

Bilanzvolumen und hoher Verschuldung nehmen somit den meisten Raum im Index ein. Das bedeutet nicht automatisch, dass die Anleihen dieser Emittenten per se unattraktiv sind – birgt aber das Risiko, dass Unternehmen mit hohem Leverage in einem Portfolio, das relativ zu einem Benchmarkindex verwaltet wird, prominent vertreten sind.

Dass dieses Risiko nicht trivial ist, zeigte Roll bereits 1992 in einer Studie.<sup>1</sup> Demnach fokussieren sich Relative-Return-Manager regelmäßig auf Tracking-Error-Minimierung, nicht aber auf fundamentale Portfolioeffizienz. Diese Tracking-Error-Bindung kann dazu führen, dass in Titel investiert wird, die in der Benchmark stark gewichtet sind, aber nicht das optimale Risiko-Rendite-Profil aufweisen. Weiterhin zeigen Chen und Pennacchi (2009)<sup>2</sup>, dass Fondsmanager in Zeiten erhöhter Marktvolatilität tendenziell zu einer stärkeren Benchmark-Orientierung neigen, um Tracking-Error-Risiken zu minimieren – genau dann, wenn aktive Entscheidungen potenziell den größten Mehrwert liefern könnten. **ABBILDUNG 1** verdeutlicht das Problem.

Die marktwertgewichteten Indizes stellen jeweils lediglich eine zufällig wirkende Punkt-Kombination aus theoretisch unendlich vielen möglichen Rendite-Risiko-Verhältnissen dar. Und wie bereits Markowitz (1952) in der modernen Portfoliotheorie zeigte, liegt eine marktwertgewichtete Kombination selten auf der mathematisch effizienten Grenze.<sup>5</sup> Selbst die Mischung mehrerer der abgebildeten Indizes nach komplexesten Regeln erzeugt mathematisch nur lineare Kombinationen der ursprünglichen Positionen. Das Resultat bleibt eine Kombination bereits suboptimaler Punkte und kann daher niemals die theoretisch mögliche Efficient Frontier erreichen.

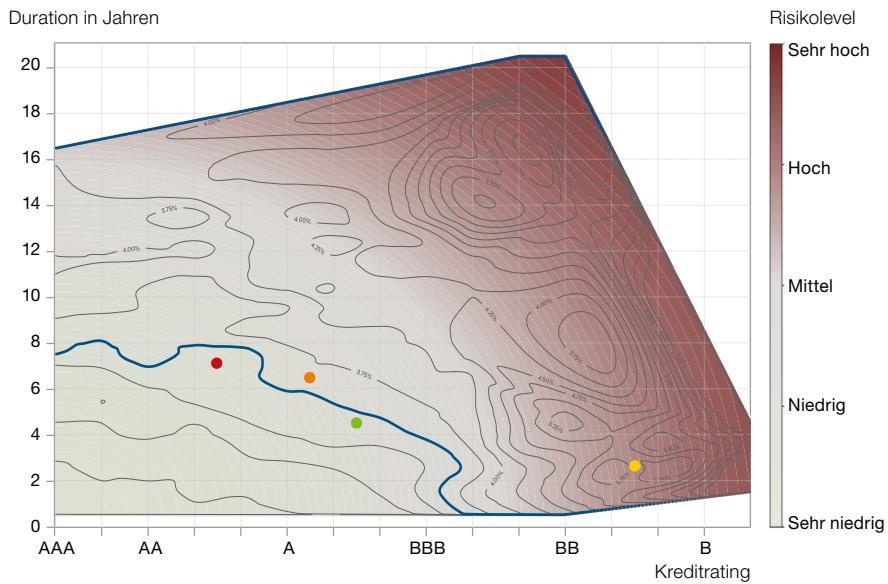
Hinter der vermeintlich aktiven Steuerung institutioneller Anleiheportfolios verbirgt sich daher häufig eine Strategie, die stärker von einem extern gesetzten Maßstab abhängt, als von den tatsächlichen Zielen des Anlegers. Das aktive Element beschränkt sich auf Über- oder Untergewichtungen gegenüber einem Index, dessen Zusammensetzung und Effizienz nicht hinterfragt wird. Damit werden nicht nur attraktive Anlagechancen außerhalb der Benchmark, sondern im ungünstigsten Fall auch die ökonomischen, regulatorischen und handelsrechtlichen Ziele des Anlegers verpasst.

## Mangelnde Ausrichtung an Anlagezielen des Investors

Dieses Problem wurde insbesondere nach dem deutlichen Zinsanstieg im Jahr 2022 deutlich. Das dramatisch veränderte Marktumfeld hatte bei institutionellen Investoren mit passiv-

## 1 | Risiko-Rendite-Landschaft für institutionelle Anleger

● Bloomberg EM USD Aggregate Investment Grade TR Index (hedged in Euro)  
 ● Bloomberg High Yield (Euro) ex Fin TR Index  
 ● Bloomberg Euro Aggregate Corporate Index  
 ● Bloomberg Euro Aggregate Treasury TR Index  
 — 3,5 % = beispielhafte Mindestverzinsung



Die Visualisierung basiert auf Rendite- und Risikodaten sämtlicher EUR denominierten Anleihen aus gängigen Bloomberg Indizes.<sup>3</sup> Die Durationen wurden gemäß Indexdefinition in Klassen eingeteilt und die Kreditratings auf einer ordinalen Skala von AAA bis B- abgebildet. Für jede Kombination aus Duration und Rating wurden Durchschnittsrenditen berechnet und mittels Interpolation sowie Glättung (Gaussian-Filter)<sup>4</sup> zu einer kontinuierlichen Risiko-Rendite-Fläche erweitert. Der Risiko-Score kombiniert Rating- und Duration-Komponenten und wurde als Heatmap visualisiert, die Isoquanten markieren Renditeniveaus.

Quelle: eigene Darstellung

seitigen Verpflichtungen die Dynamik der stillen Lasten und Reserven nahezu auf den Kopf gestellt. Das Portfoliomanagement nach einem Benchmark-Index berücksichtigt allerdings keine Aspekte der handelsrechtlichen Ergebnissteuerung. Es berücksichtigt auch keine passivseitige Mindestrendite.

Die fortlaufende Minimierung des Tracking Errors im Anleiheportfoliomanagement, aber auch die turnusmäßige Anpassung der SAA nach den standardmäßigen Prozessen hätten zu neuen Zielportfolios geführt. Die notwendigen Transaktionen zum Erreichen dieser neuen Zielallokation hätten in den meisten Fällen allerdings zu nicht vertretbaren Reallokationsverlusten geführt. Aus nicht effizienten Portfolios zu Beginn des Jahres 2022 wurden in sehr vielen Fällen noch weniger effiziente Portfolios im Jahr 2023.

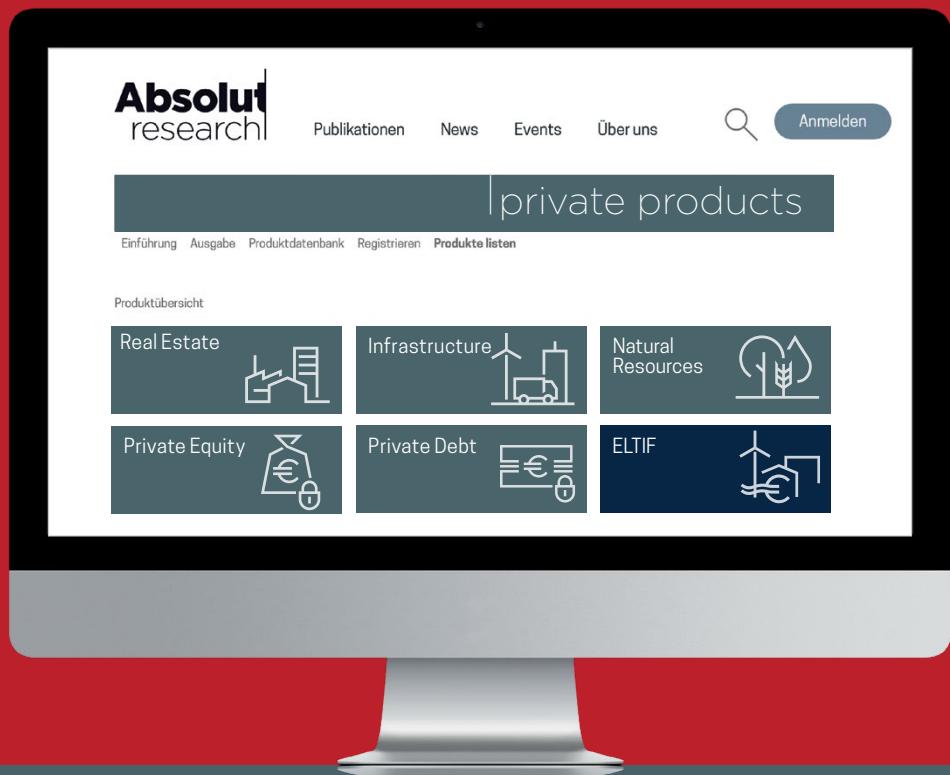
## Diversifikation und alternative Konstruktionsprinzipien

Befürworter Benchmark-orientierter Strategien verweisen neben den genannten Vorteilen oft auf den Diversifikationseffekt, der durch die breite Abdeckung der Indizes erreicht wird. Tatsächlich bieten Benchmarks ein hohes Maß an Diversifikation entlang der Risikokategorien Schuldner, Bonität, Duration, Sektor und Geografie. Diese Art der Diversifikation ist jedoch nicht an eine strikte Index-Orientierung gebunden.

Israel et al. (2018) zeigen, dass eine gezielte Titelauswahl (Best Selection) unter Aufbrechen klassischer Assetklassen-Silos zu mindestens ebenso effektiver Diversifikation führen

# Der Kompass für Private Markets

## Unabhängige Produktplattform für professionelle Investoren



Real Estate



Infrastructure



Private Debt



Private Equity



Natural Resources

## Registrieren Sie sich jetzt!

Die Produktplattform Absolut|private products bietet Asset Ownern eine kostenfreie, aktuelle, vollkommen unabhängige Datenbank für die am Markt zur Verfügung stehenden Private-Market-Investments in fünf Assetklassen.

**Absolut**  
research

DIE PLATTFORM FÜR INSTITUTIONELLE INVESTOREN

kann – bei gleichzeitig verbessertem Risiko-Rendite-Profil.<sup>6</sup> Dies wird besonders relevant, wenn traditionelle Kategorisierungen wie Investment Grade vs. High Yield oder Developed vs. Emerging Markets an Aussagekraft verlieren.

Die Herausforderungen institutioneller Investoren mit passivseitigen Verpflichtungen werden in der Realität nur in seltenen Fällen optimal durch standardisierte Benchmark-Strategien zu lösen sein. Jede Bilanz, jedes Auszahlungsprofil und jede regulatorische Situation ist unterschiedlich und erfordert individuelle Lösungen – insbesondere in Zeiten, in denen Kapitalsammelstellen zunehmend Cashflow-neutral oder sogar negativ werden.

Spezialisierte, auf konkrete Bedürfnisse zugeschnittene Portfoliostrategien eignen sich häufig deutlich besser als standardisierte Benchmark-Orientierung für das Erreichen spezifischer Anlageziele.<sup>7</sup> Bekannte und gut etablierte Strategien sind bspw. Short Duration-, Target Maturity-, Buy & Maintain- oder Leiterstrategien.

Diese Konstruktionsprinzipien ermöglichen eine deutlich präzisere Ausrichtung auf konkrete Anlageziele als die pauschale Orientierung an einer historisch gewachsenen Benchmark. Darüber hinaus sind diese Ansätze nicht mehr auf traditionelle Aufteilungen in Sub-Assetklassen wie Staatsanleihen, Investment Grade, High Yield oder Emerging Markets angewiesen. Und auch mit Blick auf die Efficient Frontier zeigt sich ein positiver Nebeneffekt: Erfolgt die Auswahl der Emittenten und Anleihen auf der Basis einer intensiven Bonitätsanalyse und zielorientierter Bewertungskriterien, so kann eine deutliche Annäherung an die Efficient Frontier erreicht werden. Das wird auch Auswirkungen auf die Art der Manager-Selektion haben. Der starke Fokus auf die quantitative Analyse historischer Track-Records wird an Bedeutung verlieren. Die präzise Formulierung individueller Anlegerziele und Restriktionen mit eindeutigen und transparenten Erfolgskriterien wird wichtiger werden.

Es gibt allerdings einen weiteren Grund für institutionelle Investoren, die weit verbreiteten, auf Benchmark-Indizes und Sub-Assetklassen beruhenden Allokationsprozesse für liquide Credit-Portfolios in Frage zu stellen: das in den vergangenen Jahren bemerkenswerte Wachstum von Private Markets.

## Aufstieg von Private Credit

Für VAG-regulierte Solvency I und II Investoren sind ordentliche Erträge zur Steuerung des handelsbilanziellen Zielergebnisses wichtig. In den liquiden Anleihemärkten war allerdings über viele Jahre ein positiver Kupon keine Selbstverständlichkeit mehr. Private-Market-Strategien boten sich hier als Lösung an.<sup>8</sup> In diesem Bereich konnten spezialisierte Asset Manager ihren Kunden noch laufende ordentliche Erträge von 4 % oder mehr zeigen. In der SAA wurden diese Strategien meist als illiquide Investments geführt.

Schätzungen für die DACH-Region gehen davon aus, dass mittlerweile über 90 % der institutionellen Investoren in Private-Market-Strategien investiert sind. Ob Datenanbieter, Asset Manager oder Verbände, es gibt kaum eine Institution die aktuell nicht an das weitere Wachstum von Private Markets

im Allgemeinen und Private Debt im Besonderen glaubt. So soll der globale Private-Debt-Markt entsprechend dieser Erwartungen in den kommenden Jahren auf deutlich über 2 Billionen Euro anwachsen.

Methodisch wurde das bei den meisten institutionellen Anlegern üblicherweise existierende quantitative Kapitalmarktmödell zur Ableitung der SAA um die Assetklasse Private Markets erweitert. Das Problem bestand jedoch u. a. darin, dass für eine quantitative Optimierung meist gar nicht die erforderlichen Zeitreihen zur historischen Wertentwicklung, Volatilität und Korrelationen in ausreichender Qualität verfügbar waren. Darüber hinaus entspricht das vom Investor zugesagte Kapital nicht dem investierten Kapital und Kapitalabrufe sind nicht unbedingt an das allgemeine Marktumfeld geknüpft. Aber auch die Rückflüsse aus Private-Market-Anlagen sind schwieriger zu bestimmen, so dass die Modellierung der Cashflows eine eigene Herausforderung darstellt. Schließlich führt die begrenzte Liquidität der Strategien unter Umständen dazu, dass im Rahmen von ALM und SAA geplante Reallokationen im Portfolio nur begrenzt und mit signifikanten Zeitverzögerungen umgesetzt werden können.

Diesen Herausforderungen stehen allerdings gewichtige Vorteile gegenüber. Diese lassen sich anhand der Efficient Frontier verkürzt darstellen in einer Linksverschiebung aufgrund der Diversifikationseigenschaften der Private-Market-Strategien und einer Verlängerung nach rechts oben aufgrund der insbesondere im Infrastrukturbereich möglichen, sehr langen Laufzeiten.

Im Ergebnis entstanden durch die Integration von Private Markets zunächst weitere Silos im Katalog zulässiger Assetklassen der Kapitalanlage und neben Kategorien wie Investment Grade und High Yield finden sich jetzt Private-Market-Segmente wie Direct Lending, Infrastructure und Real Estate Debt. Die Trennlinie zwischen Öffentlich und Privat verläuft allerdings nicht mehr entlang von Ratings oder Ländergrenzen, sondern entlang einer wenig trennscharfen Einteilung in liquide und illiquide Assetklassen (**ABBILDUNG 2**).

## 2 | Typische Bausteine der Kapitalanlage

Strategische Asset Allocation	
Öffentliche & liquide Anlagen	Private & illiquide Anlagen
Geldmarkt	Private Debt Real Estate, Corporate Loans, Infrastructure
Staatsanleihen Supras & Agencies Covered Bonds	Private Equity Real Estate, Beteiligungen, Infrastructure
Unternehmensanleihen Investment Grade (IG), High Yield (HY), Emerging Markets (EM)	Special Situations
Convertible Bonds	Asset Based Finance

Quelle: eigene Darstellung

## Konvergenz von öffentlichen und privaten Credit-Märkten

Kapitalmärkte zeichnen sich jedoch durch ständige Innovation aus, wodurch sich die Landschaft investierbarer Produkte und Strategien verändert. Begünstigt durch die Erfahrungen aus dem Zinsanstieg im Jahr 2022 haben sich insbesondere Strategien verbreitet, die die Liquidität im Segment der Private Markets verbessern. So haben von Anlegern (LP) initiierte Sekundärmarkttransaktionen (Secondaries), die zuvor eher für das Private-Equity-Segment charakteristisch waren, auch für Private-Debt-Fonds Fuß gefasst. Mit dem wachsenden Primärmarkt dürfte sich auch der Sekundärmarkt weiter dynamisch entwickeln. Das sollte auf Dauer dazu führen, dass die Abschläge zum NAV beim Verkauf von Fondsanteilen tendenziell sinken.

Mittels Secondaries, die durch Fonds-Sponsoren (GP) eher zum Laufzeitende durchgeführt werden, kann die Planbarkeit und Verlässlichkeit der Cashflows für Anleger verbessert werden. Sollten zum vorgesehenen Laufzeitende Teile des Portfolios entgegen den ursprünglichen Erwartungen noch nicht liquidiert sein, kann dieser Teil durch den GP am Sekundärmarkt angeboten werden. Capital-Call-Finance-Strategien und NAV Loans zielen in eine ähnliche Richtung. In der Investitionsphase können Capital-Call-Strategien Anlegern helfen, die Cashflows aus Kapitalabrufen zu glätten. Während der sogenannten Harvesting Phase kann zusätzlicher Kapitalbedarf durch NAV Loans abgedeckt werden. Durch die Nutzung müssen keine Kapitalzusagen von bis zu 15 % für zusätzlichen und oftmals unerwarteten Kapitalbedarf blockiert werden, was die Planbarkeit der Erträge verbessert. Allerdings erhöhen NAV Loans den Leverage auf Fondsebene und das entspricht nicht immer den Präferenzen der Investoren. Capital-Call-Strategien haben zudem den Vorteil sehr kurzer Laufzeiten und bieten eine Alternative zu liquiden Short-Duration-Strategien oder Geldmarktanlagen.

Darüber hinaus bieten CLOs Zugang zu diversifizierten Darlehenportfolios, die im Sekundärmarkt einen funktionsfähigen Handel erlauben, wenn auch nicht zu den Geld-Brief-Spannen liquider Unternehmensanleihen. CLO-ETFs verschiedener Ratingklassen bieten ebenfalls ein liquides Vehikel und reduzieren zusätzlich den Governance-Aufwand im Vergleich zu Direct-Lending-Fonds. In den USA verzeichnen nicht börsengehandelte Business Development Companies (BDCs) ein rasantes Wachstum. Die von der Ratingagentur Fitch beobachteten BDCs haben ihre Assets von 2023 auf 2024 verdreifacht. BDCs stellen Unternehmensfinanzierungen bereit und bieten Investoren vierteljährliche Liquidität.

Neben dem breiteren und tieferen Strategieangebot hat sich aber auch die Infrastruktur für Private-Market-Investitionen deutlich verbessert. Das betrifft sowohl die Verfügbarkeit historischer Daten, als auch die Systeme, um vorhandene Informationen strukturiert auszuwerten. Optical Character Recognition (OCR) und Natural Language Processing (NLP) erlauben es, umfangreiche Dokumentationen, individuell erstellte Darlehensdokumente oder Bewertungsgutachten schnell und effizient zu strukturieren und mit Hilfe von KI-Tools in standardisierte Formate zu transformieren.

Schließlich haben sich auch die Darlehensnehmer auf die neue Dynamik eingestellt. Je nach Marktsituation und Gesamtkosten der Mittelbeschaffung entscheiden sich Unternehmen mehr und mehr zwischen Anleihen, syndizierten Krediten und Darlehen von Private-Market-Fondsanbietern. Gemäß einer Studie von McKinsey haben syndizierte Kredite bei großvolumigen LBO-Darlehen von über 500 Mio. US-Dollar zwar nach wie vor die Nase deutlich vorne, die zunehmende Konzentration auf sehr große und global agierende Private-Debt-Häuser mit ihren Multi-Milliarden-Dollar-Fonds führt allerdings auch hier zu einem zunehmenden Wettbewerb.<sup>9</sup> Darüber hinaus wurde die Verschiebung des Darlehensgeschäfts von Banken zu Nicht-Banken durch die strengere Regulierung der Eigenkapitalvorschriften für Banken begünstigt. Die finalen Anpassungen zu Basel III werden diesen Trend wohl weiter verstärken und schon jetzt entstehen vermehrt Partnerschaften zwischen Banken und Private-Debt-Anbietern.

## Management von Risikofaktoren

Diese dynamische Entwicklung wird sich auch auf die Governance-Strukturen der institutionellen Kapitalanlage auswirken, was sich aus den aufsichtsrechtlichen Anforderungen ergibt. In ihrem Rundschreiben 05/2025 (VA) (PPP-Rundschreiben) stellt die BaFin auch mit Bezug auf § 124 Abs. 1 VAG und den EIOPA-Leitlinien 27 bis 35 erneut klar, dass Versicherungen nur in Vermögenswerte und Instrumente investieren dürfen, deren Risiken sie hinreichend identifizieren, bewerten, überwachen, steuern, kontrollieren und in ihre Berichterstattung einbeziehen können. Für Sterbe- (§ 218 VAG) und Pensionskassen (§ 232 VAG) gilt der Grundsatz der Anlagesicherheit für jeden direkt und indirekt gehaltenen Vermögenswert.

Insbesondere für Markt- und Kreditrisiken ergibt sich die Notwendigkeit einer ganzheitlichen Betrachtung über Assetklassen-Silos hinweg (**ABBILDUNG 3**).

### 3 | Ganzheitliche Betrachtung von Chancen und Risiken

Kreditrisiko & Duration	Liquidität & Transparenz
Komplexität & Regulatorik	Cash Flows & Bewertung
Konzentration	

Quelle: eigene Darstellung

Für ein Anlageportfolio, dass neben liquiden Unternehmensanleihen auch nennenswert in Private Credit allokiert ist, gerät die vorwiegende Orientierung an traditionellen Assetklassen und die turnusmäßige Anpassung des Allokationsvektors zunehmend unter Druck. Eine getrennte Festlegung der Allokation in Public Credit und Private Credit anhand von Rendite, Volatilität und Korrelation erscheint daher nicht

mehr zeitgemäß. Auch der Einsatz von Benchmarks ist im Private-Debt-Bereich aufgrund der starken Individualisierung nicht weit verbreitet. Der Versuch, mehr Transparenz und Vergleichbarkeit zu schaffen, hat MSCI dazu veranlasst, alleine im Jahr 2024 insgesamt 130 neue Private-Market-Indizes einzuführen. Auch mit einem regelbasierten Klassifizierungssystem bleibt das für Anleger in der Anwendung herausfordernd.

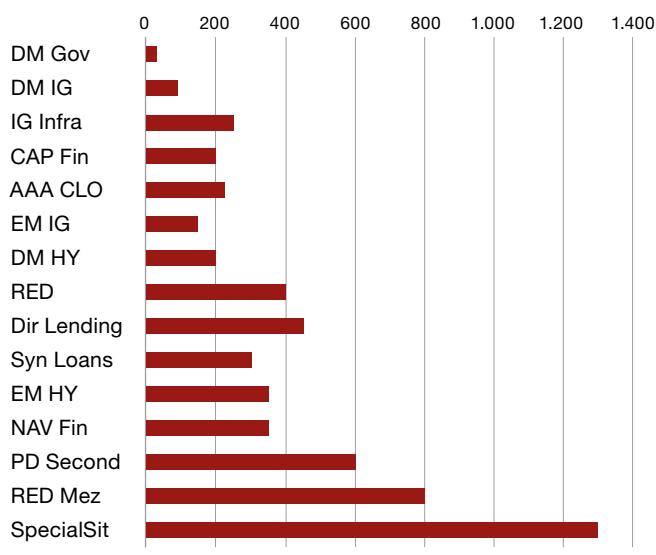
Risikofaktoren wie Duration, Bonität, Liquidität, Währung oder Komplexität sollten für Anlagen in Credit-Märkte für das Gesamtportfolio ganzheitlich abgebildet und gesteuert werden. Die Integration faktorbasierter Ansätze sollte durch die zunehmende Überschneidung von privaten und öffentlichen Kreditmärkten zusätzliche Aufmerksamkeit bekommen.

## Total Portfolio Approach

Die Schwierigkeit anhand von traditionellen SAA-Prozessen und Governance-Strukturen auf die aktuellen Herausforderungen konzeptionell die richtigen Antworten zu finden, könnte dem Total Portfolio Approach (TPA)<sup>10</sup> in der Kapitalanlage institutioneller Investoren steigende Bedeutung verschaffen.

Der Wechsel von einer SAA auf einen TPA wird sicherlich nicht über Nacht und zunächst wahrscheinlich nur bei einer kleineren Anzahl von institutionellen Anlegern erfolgen. Einzelne Elemente können aber frühzeitig in den Kapitalanlageprozess eingebunden werden. Dazu gehört ein konsolidiertes Reporting von Credit Exposures über alle Credit-Assetklassen hinweg. Die Steuerung von Durations-, Liquiditäts- und insbesondere Bonitätsrisiken über ein breites Spektrum von Credit-Segmenten hinweg sollte nicht nur die Diversifikation, sondern auch die Robustheit des Anlageportfolios verbessern (ABBILDUNG 4).

## 4 | Spreads im Multi Credit-Universum



Quelle: eigene Darstellung

Multi-Credit-Strategien erhalten durch die zunehmende Konvergenz von öffentlichem und privatem Credit eine neue Bedeutung. Dass das Umdenken bereits begonnen hat, zeigen die Partnerschaften von Capital Group und KKR oder State Street und Carlyle eindrucksvoll.

Elementar wird die Fähigkeit sein, über verschiedene Vehikel, Teams und Credit-Strategien ganzheitlich und angemessen auf plötzliche Veränderungen in einem Umfeld struktureller Umbrüche zu reagieren. Gerade in Zeiten von Konvergenz und Regimewechseln bedarf es der Unterstützung von Dienstleistern und Asset Managern, die über das gesamte Credit-Spektrum beraten und Lösungen bereitstellen können, um institutionelle Portfolios erfolgreich in die Zukunft zu steuern.

## Fußnoten

- 1) Roll, R. (1992): A Mean/Variance Analysis of Tracking Error. *Journal of Portfolio Management*.
- 2) Chen, H. & Pennacchi, G.G. (2009): Does Prior Performance Affect a Mutual Fund's Choice of Risk? *Journal of Financial and Quantitative Analysis*.
- 3) Dabei handelt es sich um die folgenden Indizes: (LECFTREU) Bloomberg Euro AGG Corporate Excl Financials TR Index Unhedged EUR, (H23969EU) Bloomberg Euro HY ex Financials BB - B 3 % Capped TR Index Hedged EUR, (H29194EU) Bloomberg EM Hard Currency Aggregate: Investment Grade und (I00014EU) Bloomberg EM USD Aggregate Total Return Index Value Unhedged EUR.
- 4) Gaussian - Filter: Zur Verbesserung der Lesbarkeit der Isoquanten wurde ein zweidimensionaler Gaussian Filter ( $\sigma = 1$ ) eingesetzt, während die Risiko - Heatmap mit stärkerer Glättung ( $\sigma = 3$ ) berechnet wurde. Der Filter mittelt benachbarte Werte mit einer Gaußschen Gewichtungsfunktion, wodurch lokale Ausreißer reduziert und Interpolationsartefakte geglättet werden, ohne die großräumige Struktur der Rendite - Risikofläche wesentlich zu verändern.
- 5) Markowitz, H. (1952): Portfolio Selection. *Journal of Finance*.
- 6) Israel, R. et al. (2018): Can Investors Benefit from the Performance of Fixed Income Mutual Funds? *Journal of Investment Management*.
- 7) Das zeigen verschiedene Studien wie beispielsweise Amenc, N. et al. (2014): *New Frontiers in Smart Beta*. *Journal of Portfolio Management*. Ilmanen, A. (2012). *Expected Returns: An Investor's Guide to Harvesting Market Rewards*. Wiley Finance. Barber, J. R. (1999). *Bond Portfolio Optimization*. *Journal of Portfolio Management*, 26(1), 93 - 102. Johnson, R. R. (2016). *Bond Ladders: The Pros and Cons*. *Journal of Financial Planning*, 29(2), 34 - 39. Martellini, L., & Priaulet, P. (2001). *Fixed - Income Securities: Dynamic Methods for Interest Rate Risk Pricing and Hedging*. Wiley Finance.
- 8) Private Markets sind im Folgenden Private Equity, Infrastructure, Real Estate und auf der Fremdkapitalsseite Private Debt, Infrastructure Debt und Real Estate Debt.
- 9) McKinsey & Company: Braced for shifting weather – Global Private Markets Report 2025.
- 10) Guter Überblick zum TPA findet sich bei Redouane Elkamhi und Jacky S. H. Lee: Total Portfolio Approach, in: *The Journal of Portfolio Management*, 2025. Sammlung aktueller Artikel zu dem Thema in: CAIA Association „The rise of Total Portfolio Approach“, 2024. Auch WTW und das Thinking Ahead Institute haben eine Reihe von interessanten und öffentlich verfügbaren Beiträgen dazu publiziert.

# Absolut report

Neue Perspektiven für  
institutionelle Investoren

## artikel



## kommentare

### Florian Martin

KGAL Group

### Werner Krämer

Lazard Asset Management

## standpunkt

### Prof. Dr. Christoph Kaserer

Technische Universität München

### Kapitalmarkttiefe und Infrastrukturinvestitionen

## drei fragen an

### Peter Herrmannsberger

Philips Pensionskasse (VfAG)

### Asset Allocation einer Pensionskasse

## Printausgabe

Hier können Sie eine kostenlose Probeausgabe des Absolut|report 05|2025 anfordern.