



Case Study 2 + 3

Externes Transition Management

Externes Transition Management

Schlüsselfakten zur durchgeführten Transition

- US-Corporate-Portfolio (Volumen 500 Mio. Euro)
- Asset-Manager-Austausch
- Umstrukturierung des Portfolios

Ausgangssituation

Der Investor plante eine Umstrukturierung eines US-Corporate-Portfolios in ein passives US-Aktienportfolio. Auf den ersten Blick erschien die Transition als reguläre Umschichtung von Renten in Aktien mit gleichzeitigem Wechsel der Asset Manager. Auf den zweiten Blick ergaben sich jedoch komplexe Strukturen mit diversen Risikofaktoren, die sich auf beide Portfolios auswirken konnten.

Kritische Punkte, die in der Pre-Trade-Analyse identifiziert wurden

- USD: Währungsrisiko
- Sektorenrisiken einzelner Branchen
- Unternehmensrisiken
- Liquidität
- Einbindung Overlay Management

Die seinerzeitigen Berechnungen des Transition-Management-Teams ergaben, dass eine klassische Umstrukturierung ohne Transition Management mit unkoordiniertem Abverkauf der Renten durch Asset Manager A und Aufbau der Aktien durch Asset Manager B einen Tracking Error von 14,06 % p. a. beziehungsweise 3,7 Mio. Euro über den Transition-Zeitraum zur Folge hätte. Durch die Umsetzung der Transition mit einem Transition Manager konnte der Tracking Error auf 2,79 % p. a. beziehungsweise 0,8 Mio. Euro über den Transition-Zeitraum gesenkt werden.

Das Aktienportfolio ist im Handel liquider als Bonds. Daher wurde das Aktienexposure durch den Einsatz eines S&P-500-Futures bereits zum Start der Transition aufgebaut. Mit dieser Maßnahme konnten Opportunitätsrisiken deutlich reduziert werden. Darüber hinaus wurden Durationsrisiken der Bonds durch den Einsatz von US-Zinsfutures abgesichert.

Es verblieb damit im Wesentlichen noch das Kreditrisiko der Bonds. Während des liquiditätsoptimierten Cash-neutralen Handels der physischen Wertpapiere wurden die Derivate im Gegenzug entsprechend abgebaut. Ein Vorteil, da der Handel zeitlich über den Tag gestreckt werden konnte, um so die Market-Impact-Kosten so gering wie möglich zu halten. Die Risiken wurden über Derivate gesteuert und der Wertpapier-Basket unter Berücksichtigung der Sektoren- und Unternehmensrisiken gehandelt. Sektoren, die im Zielfolio unter- beziehungsweise übergewichtet sind, wurden vorrangig gehandelt. Das Risikoprofil des Zielfolios wurde so zügig aufgebaut.

Weitere Vorteile

- **Durch den Einsatz von Transition Management musste die USD-Kasse nicht gegen die Fondswährung Euro konvertiert werden (cross).**
- **Der Overlay Manager konnte seine Anpassungen in Absprache mit dem Transition Manager durchführen. Es gab daher kein zeitliches Gap zwischen Handel und dem regulären Anpassungszeitpunkt.**

Ergebnis

Die prognostizierten Handelskosten konnten gesenkt werden. Die Gesamtkosten (Implementation Shortfall) der gesamten Umstrukturierung beliefen sich auf rund 700.000 Euro und entsprachen damit fast punktgenau den Schätzungen für eine optimierte Umsetzung mit Transition Management. Der Einsatz von Transition Management hat dem Investor eine Kostenreduktion von circa 3 Mio. Euro erbracht.

Externes Transition Management

Schlüsselfakten zur geplanten Transition

- Umstrukturierung eines bestehenden passiven Aktienportfolios
- Verschiebung der regionalen Ausrichtung (von EuroStoxx zu Aktien global/exkl. Europa)
- Kein Asset-Manager-Austausch

Ausgangssituation

Ein institutioneller Investor ist mit einem Schwerpunkt in Europa investiert und beabsichtigt, ein Segment seines Masterfonds in Höhe von 200 Mio. Euro aus einem passiv gemanagten EuroStoxx-Mandat in ein passives globales Mandat exklusive Europa umzustrukturieren. Ein Asset-Manager-Wechsel ist nicht geplant. Daher besteht für den Investor die Möglichkeit, die Transaktion durch den Asset Manager durchführen zu lassen – oder ein Transition Management hinzuzuziehen.

Für den Asset Manager spricht, dass bis auf die notwendige Änderung der Anlagerichtlinien keine weiteren Schritte unternommen werden müssen. Häufig wird für die Umstrukturierungsphase eine Performance-Pause vereinbart. Üblicherweise wird der Asset Manager die Transition mit Benchmark-Schlusskurs (Closing) des jeweiligen Marktes handeln. Dies ist aus Sicht des Asset Managers wegen des zu diesem Zeitpunkt äußerst liquiden Handels nachvollziehbar, da er nahe der Benchmarkpreise handelt und damit einen entsprechend geringen Tracking Error generiert.

Doch dieses Vorgehen eines für die Transition nicht incentivierten Asset Managers wirft Fragen auf, die aus der neutralen Position des Transition Managers thematisiert und analysiert werden können. Etwa: Wie sieht dabei das Intraday-Risikoprofil aus?

Hierfür sind die unterschiedlichen globalen Handelszeiten zu berücksichtigen:

- Asien/Pazifik: Japan und Australien beenden den Handel vor Börseneröffnung in Europa um 7:00 Uhr bzw. 6:00 Uhr deutscher Zeit. Singapur und Hongkong überschneiden sich mit der Börseneröffnung bis 10:00 Uhr bzw. 9:00 Uhr.
- Europa: Die Hauptmärkte Europas beenden den Handel um 17:30 Uhr.
- Amerika: USA und Kanada handeln bis 22:00 Uhr deutscher Zeit.

Bei einem Handel zum Closing sieht das Intraday-Profil (Abb. 1) folgendermaßen aus: Überinvestition nach Abschluss des asiatischen und australischen Handels in Höhe von 120 %, da der Handel in Asien/Pazifik abgeschlossen wurde und die europäischen Aktien noch nicht verkauft wurden. Um 17:30 Uhr sind die europäischen Aktien verkauft und der Investitionsgrad des Fonds beträgt 20 %. Die Käufe in den USA und Kanada werden um 22:00 Uhr gehandelt und der Fonds befindet sich in seiner Zielstruktur mit 100 % Investitionsgrad. Unter Benchmarkgesichtspunkten ist der Handel gut abgewickelt worden, weist allerdings angesichts der Volatilität ein erhebliches Intraday-Risiko auf.



Im Rahmen des Transition Managements können erhebliche risikomindernde Strategien implementiert werden, die das Intraday-Profil (Abb. 2) deutlich verbessern und ein durchgängiges risikooptimiertes Investment sicherstellen. Auch hier werden Australien und Japan zum Börsenschluss gekauft. Dies führt zu einer Überinvestition in Höhe von 110 % bis zur Börseneröffnung in Europa. Mit dieser werden 20 % der europäischen Gattungen unter Berücksichtigung der Sektorenrisiken veräußert und zeitgleich die verbleibenden asiatischen Märkte Hongkong und Singapur erworben. Der Fonds ist zirka 30 Minuten nach der Börseneröffnung in Europa wieder mit 100 % investiert. Dabei wird bei den verbleibenden europäischen Aktien ein Augenmerk auf das Risikoprofil gelegt, um eine möglichst geringe Abweichung zum Risiko des Zielfortfolios zu erhalten. Die amerikanischen Gattungen werden zu Beginn des US-Handels erworben. Zeitgleich werden die verbleibenden europäischen Gattungen veräußert. Der Fonds bleibt durchgehend mit 100 % investiert.

Ergebnis

Mit der vom Transition Management eingebrachten Optimierung unterliegt der Investitionsgrad nur geringen Abweichungen. Die Liquidität und die Risikoprofile der zu handelnden Gattungen werden berücksichtigt. Ein im Vorfeld sorgfältig geplanter Transition-Management-Prozess führt zu einer erheblichen Reduzierung der Risiken und ist unabdingbar für eine sichere Umstrukturierung sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite.

Disclaimer

© 2021. Alle Rechte vorbehalten. Der Inhalt richtet sich ausschließlich an professionelle oder semiprofessionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Er dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung des Inhalts. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von Universal Investment.