

Interview with Adela BAHO, Head of Risk Management AIFM, Intertrust Fund Management (Luxembourg) S.à r.l.

## Navigating a shifting regulatory landscape

A spotlight on Intertrust's AIFM services, Managing risks

### Can you go back to your group's history

Our Alternative Investment Fund Manager (AIFM) license was set up one and a half years ago and is now fully operational, serving a diverse range of alternative investment funds. Our Luxembourg AIFM team, with expertise in risk management, portfolio management, legal and compliance matters, offers flexible and tailor-made solutions to third party clients. This comes on top of Intertrust's long-standing alternative fund central administration and depository services out of Luxembourg and complements our AIFM offering in Ireland that has been in place since 2015.

### What is the main feature of your funds?

The funds managed by our AIFM cover a wide range of investment strategies including private equity, real estate, private debt, infrastructure, fund of funds and hedge funds.

### Amongst the strategies you cited, what are the ones investors are mostly looking for today, and why?

Investors are turning to alternative assets in search of higher yield, better diversification and lower risk than the ones offered by traditional asset classes. As recently announced by the FED and the ECB, yields are going to remain lower for longer, with negative yielding debt hitting new records. One of the outcomes of this situation is the increasing share of investments in private debt, private equity and infrastructure assets. The inclusion of the alternative assets, from the investors' perspective, has been beneficial to the risk-adjusted performance of the overall portfolio, and this in both pre- and post- global financial crisis macro-regimes. This broadly diversified port-



folio has shown a lower volatility and therefore higher risk-adjusted returns when measured by the well-known measure of the "Sharpe Ratio".

### Risk management being one of the core functions of the AIFM, in your opinion, how should the "ideal" risk management framework look for your above-mentioned strategies?

Well, it depends on the strategy. We apply a customised risk assessment for each asset class, at initial investment and on an ongoing basis following the valuation cycle. In any case, it is widely accepted that the aim of risk management is to use a forward-looking approach when assessing the risks. In my opinion, the approach to follow should include both top-down and bottom-up.

The former consists of estimating returns and understanding the behavior of the fund, that is the main determinants of the investment decision including leverage, over-performance versus the risk-free rate and the decomposition in systematic and idiosyncratic risk elements. It's worth noting that most of academic research and market practice also focuses on the aggregated fund level. We aim at improving that by using a bottom-up approach looking at the target investment. As an example, if we take the private debt case, though it remains challenging to obtain the data, the bottom-up risk assessment shall focus on the performance of the target company. We need to know the financial health of the company, that is if the firm has the ability to generate enough cash flows in order to pay back its debt and eventually decrease leverage risk, or what is the chance that the company may go out of business before the loan maturity is reached or before the exit of the investment. Without going into details, the family of credit default models such as Merton structural model can be used.

### What is your overall view on the changing economic situation and potential impact in the private equity space?

Well, in the current economic cycle, that is low or even negative real interest rates, low inflation and cheap credit, companies tend to increase the leverage, particularly those involved in buyout activities. The procyclicality feature of the investment in private equity increases the challenge of the asset class to continue to provide high level of returns. This is because during good times there will be both good and bad projects to be financed and liquidity, including cheap credit, is currently available for transactions. The level of dry powder is at its highest level since 2000, increasing even exponentially for the buyouts since 2012 (according to Preqin).

### What are hidden risk management challenges facing the alternative asset class?

The recent growth in capital committed to the asset class has come at the same time as the increase in regulation and more stringent investor protection. It has become crucial to better control the risk factors of the asset class, and consequently be better prepared to be insulated from potential systematic risk or financial distress. Certainly, we can think of diversification principles at both, the fund and Limited Partners (LPs) level. In our risk management process, we do not consider, at least at this stage, the LPs' asset allocation decision making process.

However, what we observe at the fund level is that the diversification does not constitute the control variable during the asset allocation process but is instead the result of investment opportunities that arises to the GP when making investment decisions. It is worth noting that this observation is supported by empirical findings in the academia in both forms of capital raising, ex-ante commitment and deal by deal financing. We aim at designing a framework able to provide more transparency for investors, reduce information asymmetry by minimising the well-known principal-agent problem, that is the trade-off between risk and incentives between investors and fund managers.

In this environment we mitigate the risks by optimising the contractual set-up and review thoroughly all management and partnership agreements from risk management perspective.

Intertrust has launched their latest research report 'Navigating a shifting regulatory landscape', surveying 115 alternative investment fund managers from across Europe, North America and Asia to find out their views on how AIFMD has impacted managers' ability to market AIFs across Europe, how effective the Directive has been and the challenges managers have faced. Email [luxembourg@intertrustgroup.com](mailto:luxembourg@intertrustgroup.com) to request a copy. [www.intertrustgroup.com/luxembourg](http://www.intertrustgroup.com/luxembourg)

## « Les crédits de haute qualité et les obligations de marchés émergents devraient bien se comporter »

**L**e marché actuel des titres à revenu fixe offre un environnement positif. Les stratégies d'investissement sélectives basées sur le portage, explique Kevin ZHAO, gestionnaire de portefeuille principal de la stratégie USB Global Dynamic Bond et responsable du département Global Sovereign and Currency, Fixed Income.

Selon Kevin Zhao, la gestion active des titres à revenu fixe devrait performer dans des conditions de marché caractérisées par une volatilité raisonnablement élevée ou une corrélation relativement faible : « Les données historiques montrent que les gestionnaires actifs de titres à revenu fixe ont généralement obtenu de meilleures performances que les fonds indiciaires passifs, sans changement particulier dans le temps. Plusieurs raisons expliquent cette meilleure performance active des revenus fixes, comme un nombre bien plus élevé de titres dans les indices obligataires consolidés que dans les principaux indices boursiers, des frais de transaction plus élevés pour le rééquilibrage des fonds passifs et des escomptes sur les nouvelles émissions pour les gestionnaires actifs participant aux adjudications et syndications. De plus, les gestionnaires avisés ont pu anticiper les changements de politique monétaire grâce aux fonctions de réaction bien définies des banques centrales, afin d'ancrer les perspectives d'inflation et de maintenir la stabilité macro-économique. »

**Il semble qu'il n'y aura pas de nouvelle hausse des taux d'intérêt dans les mois à venir, ni par la Fed ni par la Banque centrale européenne. Comment les investisseurs à revenu fixe doivent-ils se positionner dans ce contexte ?**

Nous sommes d'accord avec cette interprétation de la Fed et de la BCE. Nous avions anticipé, avant la dernière hausse des taux en décembre 2018, que la Fed cesserait de resserrer ses taux. L'absence de pression inflationniste à l'échelle mondiale permet à la plupart des banques centrales de marquer un temps d'arrêt ou de ne pas commencer à resserrer leur politique, même si les taux de chômage ont chuté à un niveau proche, voire inférieur au creux du cycle précédent. La courbe de Phillips n'est ni linéaire ni stable dans le temps. Et vu l'inflation bien en deçà des cibles des banques centrales depuis 2008, nous ne voyons pas l'utilité d'une politique monétaire préventive à ce stade du cycle économique, en particulier face aux vents contraires structurels de la déflation mondiale. C'est pourquoi nous pensons que dans les mois à venir, étant donné qu'aucune banque centrale ne resserrera ses taux, les crédits de haute qualité et les obligations de marchés émergents avec des fondamentaux raisonnablement solides devraient bien se comporter. Toutefois, nous continuerons de rechercher des stratégies diversifiées pour générer

des rendements ajustés au risque attractifs pour les investisseurs, sans nous en remettre uniquement au portage bénéficiaire.

### Comment un gestionnaire actif de titres à revenu fixe peut-il tirer profit des politiques divergentes des banques centrales ?

Nous avons anticipé et exploité proactivement les opportunités créées par les divergences de politique des banques centrales ces 3-4 dernières années. Par exemple, nous nous sommes fortement retirés des obligations américaines en septembre 2017, en prévision de la relance d'un cycle de resserrement monétaire par la Fed. Plus tard en 2018, nous avons fortement misé sur les obligations de longue durée, face à l'apparition de signaux indiquant que les projections («dots») de la Fed pour de nouvelles hausses des taux en 2019 et 2020 étaient injustifiées, étant donné que l'inflation n'avait pas dépassé sa cible de 2% malgré le très faible taux de chômage et le ralentissement de la croissance dans le reste du monde. De même, en août 2017, nous avons freiné les obligations britanniques pour privilégier les obligations de longue durée en Nouvelle-Zélande, en prévision de la hausse des taux par la Banque d'Angleterre (BoE), qui contrastait avec la tendance plus accommodante de la Banque de réserve de la Nouvelle-Zélande (RBNZ).

### Quel regard portez-vous sur les récentes discussions relatives à l'indépendance des banques centrales ? Les responsables politiques exerceront-ils à l'avenir plus de pression sur les banques centrales, ou les États-Unis sont-ils une exception ?

Selon nous, l'indépendance opérationnelle des banques centrales sera largement préservée, même si, en tant qu'agences gouvernementales, elles ne pourront jamais être totalement indépendantes. Autrement dit, la gouvernance des banques centrales évoluera toujours en réaction aux pressions politiques et à la conjoncture économique. Les récentes interférences politiques dans la Fed relevaient davantage du style personnel du président Trump et nous pensons que la réserve fédérale sortira largement indemne de la présidence Trump. En revanche, nous ne voyons guère d'un bon œil la *Modern Monetary Theory* (MMT). Si un grand pays devait pleinement adopter cette théorie monétaire, ce serait un désastre pour les actuels détenteurs d'obligations.

### Quelles sont vos perspectives de marché pour les mois à venir ? Quel est le positionnement de votre portefeuille ?

Actuellement, la durée est relativement courte, ce qui suggère que nous pensons que, sur la plupart des marchés obligataires, les investisseurs ne sont pas adéquatement récompensés par les rende-

ments très faibles d'une prise de risque à très long terme, en particulier au Japon, en Allemagne, en Suisse et en Suède. Comme ces dernières années, nous nous concentrons sur les opportunités de valeur relative en ouvrant des positions longues sur des pays comme les États-Unis et la Nouvelle-Zélande, où nous pensons que les banques centrales disposent d'une marge de manœuvre importante pour diminuer les taux, si la croissance tombait soudainement en dessous de son potentiel ou si l'inflation demeurait nettement en dessous de la cible des banques centrales. De plus, nous avons une exposition modérée aux obligations d'entreprise «investment grade» et à haut rendement pour obtenir un portage positif, ainsi qu'une exposition diversifiée sur quelques marchés émergents pour les opportunités de portage et de valeur relative.

### Quel est, selon vous, le principal risque pour les marchés mondiaux ?

Depuis l'élection du président Trump, nous pensons que le principal risque pour les marchés mondiaux n'est ni le resserrement de la Fed ni le ralentissement de la Chine, mais bien une guerre commerciale amorcée par les États-Unis, qui serait suivie de représailles par d'importants partenaires commerciaux. La Grande Dépression faisait suite à l'adoption d'une législation protectionniste à travers la loi Smoot-Hawley, promulguée en juin 1930. Nous continuons de penser que le principal risque réside dans une guerre commerciale mondiale.

Il y a eu récemment un tournant dans les négociations commerciales entre les États-Unis et la Chine. Néanmoins, la prudence reste de mise et les pourparlers entre Trump et Jinping peuvent être rompus à tout moment, bien que les deux présidents aient tout intérêt à conclure un accord. À ce stade, nous pensons que l'impact global sur l'économie mondiale reste raisonnablement contenu et considérons une guerre commerciale mondiale

généralisée comme le principal risque de perte extrême. Notre réponse à cette situation passe par un risque de portefeuille inférieur à la moyenne, des obligations de longue durée aux États-Unis et en Chine, une exposition au crédit inférieure à la moyenne, comme des obligations «investment grade» ou à haut rendement, et la limitation minimale de notre exposition à des devises comme le CAD, l'AUD, le NZD, le TWD, le KRW, etc. qui dépendent fortement du commerce extérieur.

### Quelle est l'approche d'investissement de la stratégie USB Global Dynamic ?

L'approche d'investissement de cette stratégie repose sur un processus d'investissement dynamique en 4 étapes, combinant à la fois des fondamentaux de long terme et des dynamiques techniques et de marché de court terme. La stratégie est véritablement diversifiée par pays, catégorie d'actif, stratégies, styles d'investissement, tendances à long terme versus opérations à court terme, fondamentaux versus tactiques. Nous équilibrons notre exposition aux obligations à haut rendement et de marchés émergents avec des allocations d'obligations d'État AAA/AA. Nous nous concentrons sur le contrôle des risques et visons à générer des rendements ajustés au risque positifs dans tous les environnements économiques et de marché.



Obligations	au 28/06	au 31/05	Var	Plus haut	Plus bas
EUR AlticeLux 7,25% 15/05/2022	102,860	101,975	0,86 %	103,145	91,800
EUR BNPParibas 4,875% pp	102,750	102,217	0,52 %	104,000	101,000
NZD BNPParibas 5,875% 04/12/2019	101,640	101,884	-0,23 %	102,981	101,640
USD Colombia 8,375% 15/02/2027	120,750	123,660	-2,35 %	124,760	114,000
USD DeutscheBank 2,2% 17/11/2020	97,750	97,130	0,63 %	97,770	95,040
USD GazCapital 8,625% 28/04/2034	136,559	130,936	4,29 %	138,105	124,219
EUR GiePsaTresor 6% 19/09/2033	136,000	129,510	5,01 %	136,040	117,247
EUR HeidelbergFinLu 7,5%	105,761	106,291	-0,49 %	108,983	105,761
EUR Lafarge 4,75% 23/03/2020	103,719	103,923	-0,19 %	105,538	103,603
EUR Luxembourg 2,125% 10/07/2023	111,335	110,935	0,36 %	111,435	110,321
EUR Luxembourg 2,25% 19/03/2028	120,860	119,315	1,29 %	120,901	115,155
EUR Luxembourg 2,25% 21/03/2022	108,160	108,030	0,12 %	108,618	107,877
EUR Luxembourg 2,75% 20/08/2043	143,669	-	-	-	-
EUR Luxembourg 3,375% 18/05/2020	103,505	103,755	-0,24 %	105,434	103,500
EUR NovoBanco 100 09/04/2052	18,049	17,451	3,42 %	18,049	15,862
EUR NyrtarNIHlds 8,5% 15/09/2019	40,974	42,835	-4,34 %	49,932	24,236
USD PetroVenezuela 12,75%	28,700	-	-	28,700	28,700
USD PetroVenezuela 5,375%	22,406	24,374	-8,07 %	25,894	14,850
USD PetroVenezuela 5,5% 12/04/2037	22,226	23,452	-5,22 %	25,983	15,020
EUR RaiffeisenBkInt 6% 16/10/2023	119,452	117,857	1,35 %	119,452	115,194
EUR TelecomItaliaCa 7,2% 18/07/2036	110,595	102,250	8,16 %	110,627	94,904
EUR TelecomItaliaFi 7,75% 24/01/2033	137,010	128,051	6,99 %	137,700	119,174
USD Turkey 7,375% 05/02/2025	103,978	98,195	5,88 %	106,500	96,500
USD Venezuela 11,75% 21/10/2026	28,191	28,977	-2,71 %	34,658	24,469
EUR VWIntFin 5,125% pp	112,145	109,635	2,28 %	113,000	102,275
EUR ØRSTED A/S 6,25% 26/06/3013	119,125	116,338	2,39 %	119,125	111,560