

dpn

DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

DRITTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 3 / 2017 / 8,- €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT
LEITERbAV

PENSIONSVERMÖGEN:

BONDS &
BEYOND





Weiterhin drückt sich das Notenbankgeld mittel- und unmittelbar in alle Asset-Klassen. Die Märkte bleiben kompliziert, die politischen Friktionen nehmen eher zu. In der Summe bleiben die Anforderungen an Pensionsinvestoren ebenso vielfältig wie herausfordernd. Über Strategien und Taktiken, über die Notwendigkeit weiterer Diversifikation und über Nischen, die längst keine mehr sind, sprach Pascal Bazzazi in den traditionsreichen Räumen der Hoechster Pensionskasse mit Anita Horstmann, Maria Haindl, Olaf John, Andreas Hilka, Christof Quiring und Jörg Schomburg.

Roundtable
Frankfurt-Höchst, im Frühling 2017

BONDS & BEYOND

Die Jagd durch alle Asset-Klassen

Guten Morgen, Frau Horstmann und Frau Haindl, die Herren. Beginnen wir mit der allgemeinen, großen Lage, um dann zum Speziellen zu kommen. Vor einem Jahr galt zwar unschön, aber recht eindeutig: globaler Niedrigzins ohne Wende in absehbarer Zeit. Nach Brexit-Abstimmung und Donald Trump sehen wir zumindest in den USA leicht steigende Zinsen. Europa dagegen könnte infolge der gesammelten politischen, ökonomischen und fiskalischen Probleme weiter im Niedrigzins verharren. Könnten jetzt in den großen Währungsräumen die Zinsen auseinanderlaufen, die komplizierten Märkte sich weiter verkomplizieren? Herr Hilka, machen Sie den Anfang?

Hilka — Ich hatte so auf Ladies first gehofft.

Aber, Herr Hilka, Sie als ausgewiesener Experte, der sich gern auch mit den makroökonomischen Aspekten beschäftigt ...

Hilka — In der Tat deutet vieles auf ein Auseinanderlaufen hin, zumindest am kurzen Ende. In den USA gibt es für höhere Zinsen eine hinreichend gute Konjunktur. In Europa bleibt die Staatsschuldenkrise bestimmend, samt impliziter und bis jetzt unwidersprochener Politik der EZB, dem weiter mit Staatsfinanzierung zu begegnen. Wir hatten zwischenzeitlich eine Inflation in Deutschland von über zwei Prozent, doch ich denke nicht, dass dies bei der EZB zu einem echten Politikwechsel führen wird, auch weil sie den Inflationsanstieg bereits als nicht nachhaltig bezeichnet. Auf zwölf bis 18 Monate erwarte ich keine wesentliche Änderung der EZB-Politik. Und wenn die Schuldenkrise in Südeuropa tatsächlich weiter per Staatsfinanzierung kuriert werden soll, dann reden wir von fünf, zehn oder mehr Jahren, in denen die EZB akkumulierende Geldpolitik betreibt. Auch wenn ich nicht weiß, wo die Konjunktur in den USA in fünf Jahren sein wird, spricht vieles dafür, dass die Zinsentwicklung auseinanderläuft.

Die Diskutanten in der Eingangshalle des Peter-Behrens-Baus (v.l.n.r.):

Pascal Bazzazi — LEITER BAV UND dpn, **Christof Quiring** — FIDELITY INTERNATIONAL, **Anita Horstmann** — NESTLÉ PENSIONS KASSE, **Jörg Schomburg** — AXA INVESTMENT MANAGERS, **Olaf John** — INSIGHT INVESTMENT, **Maria Haindl** — DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT, **Andreas Hilka** — HÖCHSTER PENSIONS KASSE.

SPONSOREN



Deutsche
Asset Management 





» Grundsätzlich bewegen wir uns in allen Allokationsentscheidungen nicht mehr im Staatsanleihenbereich, sondern eben darunter, sei es mit Financials oder eben insbesondere mit Corporates. Wir vergeben Hypothekendarlehen, das ist für uns gedanklich der Ersatz für AAA-Risiken.«

Andreas Hilka

John — Ich rechne damit, dass die Zinslagen im Euro- und im Dollarraum am langen Ende nur marginal auseinanderlaufen werden, denn ich sehe auch in Europa mögliche Zinssteigerungen. Auf die nun offenbar etwas anziehende Inflation könnte ein Tapering des Quantitative Easing folgen. Wir rechnen jedenfalls in den nächsten zwölf Monaten durchaus auch in Europa, insbesondere in Deutschland, mit einem Anstieg am langen Ende der Zinskurve. Und das wird dann für Probleme beim Anleihenbestand sorgen.

Haindl — Wir erwarten in den USA im Laufe des Jahres mehrere moderate Zinssteigerungen, Betonung liegt auf moderat. In Europa nehmen die Diskussionen um eine Rückführung der in den Markt gepumpten Mittel zu.

Schomburg — Unsere Prognose ist verhalten. Wir rechnen beispielsweise beim Bund mit einem Anstieg auf circa 80 Basispunkte in den nächsten zwölf Monaten und in den USA auf circa 290 Basispunkte. Die FED könnte dieses Jahr zwei bis drei Zinsschritte vornehmen. Für Deutschland beziehungsweise Europa rechnen wir nicht mit Zinsschritten in diesem Jahr, allerdings sehen wir auch ein kommendes Tapering als möglichen ersten Schritt hin zu leicht höheren Zinsen in Europa.

Horstmann — Wir denken, dass die Zinserhöhungen in den USA sehr zurückhaltend ausfallen werden. Ein flacher Wirtschaftsaufschwung

könnte auf ein niedriges Zinsniveau angewiesen bleiben. In Europa sehen wir ebenfalls noch keine guten Gründe, warum das Niedrigzinsniveau schnell vorbeigehen sollte.

Quiring — Ohne die EZB-Politik hätten wir ein ganz anderes Zinsniveau. Selbst wenn wir nun kurz aufgrund der wieder gestiegenen Energiepreise mit 2,2 Prozent Inflation überschießen, wäre doch selbst bei einer Inflation von 1,5 Prozent und einem Wachstum von 1,5 Prozent ein Zins von zwei bis drei Prozent angemessen. Und da wären wir auch, wenn die EZB sich marktadäquat verhielte. Nun tut sie das aber nicht, und das wird uns auch noch etwas begleiten. Deswegen dürfte das Zinsdifferential zwischen Europa sowie den USA und Asien bestehen bleiben. Das Korrektiv ist der Dollar, und wir können uns gut vorstellen, dass der Dollar auch auf pari geht oder sogar darunter.

Wäre es denn schlimm, wenn die Zinsen stiegen?

Haindl — Die Frage ist, in welchem Tempo die Zinsen anziehen. Wenn zum Beispiel Zinsen so steigen, wie sie in den letzten zehn Jahren gefallen sind, bringt das für die meisten Marktteilnehmer nicht wirklich materielle Probleme. Schnelle Zinssteigerungen könnten jedoch für Turbulenzen sorgen.

Horstmann — Langfristig sind wir auf ein höheres Zinsniveau angewiesen, und grundsätzlich muss irgendwann auch wieder ein anderes Niveau erreicht werden. Wie Maria Haindl sagte, entscheidend ist allein der Weg dorthin.

Hilka — Wirklich relevant für uns als Einrichtung der bAV sind die langfristigen Zinsen. Diese bestimmen, ob wir dauerhaft unsere Leistungsversprechen von rund drei Prozent im Schnitt aufrechterhalten können. Ich denke, dass im Zweifel der Gesetzgeber auch Mittel und Wege fände, bei einem Zinsanstieg für bilanzielle Entlastung zu sorgen, zum Beispiel bei Abmilderung der Mark-to-Market-Vorschriften.

Sie meinen, dass die Politik eine etwaige Zinswende regulatorisch begleiten sollte?

Hilka — Es gibt historische Präzedenzfälle. 2002, nach dem Platzen der Dot-Com-Bubble, hat der Gesetzgeber für HGB-Investoren das gemilderte Niederwertprinzip eingeführt.

John — Für viele Pensionsinvestoren, die nach IFRS berichten, würde ein Zinsanstieg bei allen Herausforderungen, die er schafft, aber auch eine Verbesserung der Funding Ratio bedeuten, da die Liabilities größtenteils eine längere Duration haben als die Assets. Beide Seiten gehen zurück, aber die Liability-Seite gibt stärker nach als die Asset-Seite. Im Übrigen sei erwähnt, dass das Zinsniveau und seine finanziellen Implikationen auf der Passiv-Seite keinen Einfluss auf den am Ende zu leistenden Cashflow im Zuge der tatsächlichen Rentenzahlungen haben.



Christof Quiring – Leiter Investment- und Pensionslösungen – FIDELITY INTERNATIONAL

»Wenn ich sehe, dass eine italienische Staatsanleihe eine geringere Verzinsung bietet als eine amerikanische, dann würde mir das zu denken geben und ich mich auch sukzessive aus Euro-Staatsanleihen zurückziehen.«

Christof Quiring sieht in überzogenen Garantien und der entsprechend defensiven Anlage einen wichtigen Hemmschuh für die Weiterentwicklung der deutschen bAV und mahnt angesichts der Zinslage dazu, über Aktien die Beteiligung am weltweiten Produktivvermögen nicht zu vernachlässigen – und das möglichst ohne überzogenen Home Bias. Der gebürtige Dortmunder Quiring stieg nach einer Ausbildung zum Bankkaufmann und anschließendem Studium der Betriebswirtschaftslehre 1997 als Unternehmensberater im Bereich Investment Banking bei der I&K Beratung ein. 1999 wechselte er als Leiter Portfolio Analysis zu Union Investment. Im Jahre 2001 übernahm er bei Invesco die Verantwortung für den Geschäftsbereich »Pensionsmanagement«, bevor der heute 49-Jährige 2006 zu Fidelity kam. Fidelity verwaltet für institutionelle Kunden weltweit gut 71 Milliarden US-Dollar.

Kommen wir jetzt vom Allgemeinen zum Speziellen, zu den konkreten Asset-Klassen und ihrem Management. Zunächst Staatsanleihen. Diese haben bei Pensionsinvestoren – gerade in Deutschland, gerade bei regulierten Einrichtungen – stets eine relevante Bedeutung im Portfolio gehabt. Frage an die beiden Investoren: Welche Rolle spielt die Staatsanleihe, sei es die deutsche oder die europäische, in Ihren Häusern noch?

Hilka — Ehrliche Antwort, bei uns spielt sie keine große Rolle mehr. Wir nutzen Bunds, um ein wenig auf politische Risiken zu reagieren oder uns vorzubereiten. Wir hatten vor der Präsidentschaftswahl in Österreich und vor dem Referendum in Italien kleine, taktische Positionen aufgebaut, weil wir uns etwas absichern wollten, falls es zur Flucht in

» **Commercial Real Estate Loans mit circa 2 bis 2,5 Prozent, Dutch Residential Mortgages mit circa 2 bis 2,5 Prozent, Infrastructure Debt ähnlich mit circa 2,5 Prozent. Der Investor erzielt eine höhere Rendite als bei Unternehmensanleihen mit vergleichbaren Ratings und erhält Diversifikationsvorteile.**«

Jörg Schomburg

Qualität käme, so infolge von Zweifeln am Fortbestand der EWU oder gar EU. Denn wir haben eine Reihe Corporates und damit gewisse Spread-Risiken, die potenziell hätten leiden können. Bunds sind hier immer noch besser als Festgeld oder sonstige Kasse-Positionen, die wir alternativ gehalten hätten. Aber grundsätzlich bewegen wir uns in allen Allokationsentscheidungen nicht mehr im Staatsanleihenbereich, sondern eben darunter, sei es mit Financials oder eben insbesondere mit Corporates. Wir vergeben Hypothekendarlehen, das ist für uns gedanklich der Ersatz für AAA-Risiken.

Horstmann — Das ist bei uns etwas anders. Wir haben in der Tat nach 2008 ein gut geratetes Staatsanleihen-Portfolio aufgebaut, 50 Prozent europäisch, 50 Prozent US-Treasuries. Für den Fall von Kreditkrisenphasen wollen wir ein äußerst liquides Mandat halten, um die laufenden Renten zu bedienen. Allerdings haben wir jüngst in der letzten Sitzung des Investmentkomitees noch mal dieses Portfolio unter die Lupe genommen und entschieden, dass wir hier um ein Viertel reduzieren und dies in Inflation Linker und EMD umschichten.

Schomburg — Herr Hilka, wie taktisch gehen Sie vor?

Hilka — Das ist die totale Ausnahme, muss ich zugeben. Wir haben vor den besagten Wahlen ein 50/50-Risiko gesehen, dass es zu kurzfristigen Kapitalmarktreaktionen kommt. Wir reden hier vielleicht über zwei bis drei Prozent der Anlage. Gut, das hätte uns im Zweifel nicht vor großen Verlusten gerettet, aber immerhin haben wir einen vernünftigen Profit gemacht. Und da wir anders als die Nestlé Pensionskasse keine Aktien haben, müssen wir eben woanders Zusatzrenditen erwirtschaften.

Herr Quiring, der Sie für eine grundsätzliche Präferenz der Real Assets bekannt sind, wie bewerten Sie die Staatsanleihe im Pensionsvermögen?

Quiring — Sie hat nach wie vor ihre Berechtigung als Sicherungsinstrument und zur Liquiditätsvorhaltung, aber als Anlagegut ist die

Bundesanleihe nicht mehr opportun. Bemerkenswert ist auch das Zinsdifferenzial zu Asien oder den USA. Wenn man hier eine Währungsmeinung hat, dann sollte man sich stärker in diesen Wirtschaftsräumen engagieren. Ich registriere bei unseren Mandaten jedenfalls, dass sie zunehmend aus Euro-Staatsanleihen auch räumlich heraus diversifizieren, nicht zuletzt nach Asien. Wir sehen auch, dass Emerging Markets nicht mehr als homogener Raum betrachtet werden – was sie ja auch nie waren –, und das insbesondere bei den Bonds. Für Investment Grade Credit kriegt man in Europa ungefähr einen Yield von einem Prozent. In Asien sind es 3,3 Prozent – ungefähr gleiches Kreditrisiko, gleiche Rating-Kategorie.

John — Vor oder nach Hedging?

Quiring — Vor Hedging. Wenn man eine Meinung zum US-Dollar hat, kann man versuchen, einen Zusatzertrag zu vereinnahmen. Klar, wenn man den Dollar hedged, sollte in der Theorie die Zinsdifferenz verschwinden, doch gibt es hier in der Praxis durchaus Arbitragen.

John — Derzeit ist das Hedgen von Dollar allerdings teuer.

Quiring — Das stimmt. Man muss hierzu schon eine Währungsmeinung haben. Jedoch: Die Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa war noch nie so groß wie heute, und sie ist auch nie über einen längeren Zeitraum so groß geblieben. Das Korrektiv kann ja nur der Dollar sein. Ein weiterer interessanter Raum könnte China sein. Wir Inves-

toren fremdeln ein bisschen mit China, während unsere Industrie hier längst exzellente Beziehungen aufgebaut und kaum mehr Berührungsängste hat. Das Land ist mittlerweile unser größter Handelspartner, als Anlageregion aber immer noch eher unterrepräsentiert. Daher lohnt es, einen Blick insbesondere auf die Dim Sum Bonds, die Staatsanleihen zu werfen, die heute mit rund 5,7 Prozent rentieren.

Hilka — Würden Sie die auch ungehedged kaufen wollen? Oder ist Ihr Rat, hier das offene Währungsrisiko zu gehen? Wir hedgen 90 bis 100 Prozent und geben das den Managern auch vor.

Quiring — Als Pensionskasse kann, soll und wird man nicht ein komplett offenes Währungsrisiko im Rentenbereich gehen, aber man sollte prüfen, ob man wirklich einen Voll-Hedge braucht. Und wenn Sie – und so habe ich Sie beide verstanden – ja auch taktisch vorgehen, wäre das etwas, das sich anzusehen lohnen könnte. Es ist erstaunlich, auf welchem Niveau wir bei den europäischen Staatsanleihen





Maria Haindl – Head of Solutions EMEA –
DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT

»Wenn man sich erwartete Renditen von traditionellen Strategien und Anlageklassen anschaut, sieht man schon länger, dass man nicht einfach so weitermachen kann wie in den letzten zwanzig Jahren.«

Maria Haindl leitet bei Deutsche Asset Management den Bereich Solutions EMEA, der für maßgeschneiderte Lösungen zu BAV, Pensionsexpertise, Versicherungen, strategischer Asset Allocation und Liability Driven Investment für institutionelle Kunden zuständig ist. Der Schwerpunkt liegt hier auf Pensions- und Versicherungslösungen, welche die Expertise der Deutsche Asset Management-Plattform in aktiven, passiven und alternativen Strategien kombinieren.

Die heute 40-jährige Haindl, die aus Bukarest stammt, war nach dem Studium der Betriebswirtschaftslehre in München ab 2001 im Bereich Equities Derivatives der Deutschen Bank in London tätig. 2008 wechselte sie als Leiterin Investment Solutions zu Barclays Asset Management. Im Jahr 2016 kam sie zur Deutschen Bank nach Frankfurt. Die Deutsche Asset Management verwaltet Stand Ende März 2017 weltweit mehr als 720 Milliarden Euro.



mittlerweile sind. Und man hat hervorragend damit verdient. Aber sofern wir nicht davon ausgehen, dass die Gesamtzinsstrukturkurve negativ wird, muss man sagen, dass die Party hier wohl zu Ende ist. Und wenn ich sehe, dass eine italienische Staatsanleihe eine geringere Verzinsung bietet als eine amerikanische, dann würde mir das zu denken geben und ich mich auch sukzessive aus Euro-Staatsanleihen zurückziehen.

John – Ich möchte ergänzen, dass man auch die Volatilität im Zinsbereich im Vergleich zu der höheren Volatilität der Währungen ansehen muss. Als Euro-Investor sehe ich den Ausgangspunkt, zunächst voll zu hedgen und dann zu prüfen, wie viel taktisches Währungsrisiko ich nehmen kann.

Haindl – Zuweilen benötigen Pensionsinvestoren die lange Duration von Staatsanleihen in ihren Portfolios – wobei sich durchaus Alternativen mit hoher Duration finden lassen. Bemerkenswert ist jedenfalls, dass derzeit die Korrelation von europäischen Peripherie-Staatsanleihen zu Aktien höher ist als zum Beispiel zu Unternehmensanleihen. Grund ist vermutlich, dass diesen Staatsanleihen mittlerweile ein gewisses Ausfallrisiko, ein Kreditrisiko sozusagen zugeschrieben wird, was in den zehn Jahren vor der Finanzkrise 2008 nicht der Fall war.

Apropos Duration. Welche Funktion kommt in Zeiten des Niedrigzinses der Staatsanleihe zu, wenn Pensionsinvestoren unter IFRS ihre Assets an den Verpflichtungen ausrichten möchten, via Duration Matching, via Cashflow-Steuerung?

John – Im Rahmen des Liability Driven Investment erfüllen Staatsanleihen durchaus eine Aufgabe, weil man die wesentlichen vier Risiken steuert – Zins, Kredit, Inflation und Langlebigkeit. Insbesondere für die längere Duration ist das Universum bei Corporates zu klein. Hier können Staatsanleihen nützlich sein. Das gilt auch für Inflationsanleihen.

Schomburg – Das kann ich unterstreichen. Staatsanleihen haben auch in unseren Mandaten hauptsächlich im LDI-Kontext ihre Berechtigung, eben mit dem Fokus auf Inflation Linked Bonds, die darüber hinaus auch zur Optimierung des Portfolios eingesetzt werden. Die Break Even Inflation war vor einem Jahr zwar noch attraktiver. Trotzdem haben Inflation Linker eine Berechtigung als strategisches Investment in einem Anleihenportfolio.

Billig ist das Matching in diesen Zeiten aber nicht?

John – Ja, aber die Frage ist nicht, ob hedgen oder nicht, sondern wie viel. Und insbesondere in den letzten Jahren hat sich gezeigt, wie sinnvoll eine kleine Hedging-Quote sein kann, wenn die Zinsen weiter fallen. Ich erinnere mich gut, wie man vor fünf Jahren belächelt wurde, wenn man von LDI sprach. Die Hedging-Quote hängt auch von der jeweiligen Marktmeinung ab. Rechnet ein Investor beispielsweise mit anziehenden Zinsen, wird er die Quote niedrig halten. Allerdings gibt es ja nicht nur das Zinsrisiko. Insofern



muss man das ganzheitlich betrachten. Selbst der Investor, der mit seiner Duration optimal aufgestellt ist, kann gleichwohl sein Portfolio an die kommenden Cashflows anpassen, dabei den Anteil an Fixed Income reduzieren und so die Durationsrisiken gleich halten, aber die Cashflow-Risiken verringern und damit die Effizienz verbessern. Bei einer ansteigenden Zinskurve kann man so zusätzlich noch die laufende Verzinsung erhöhen.

Denkt man an Ersatz für die Staatsanleihen, stößt man zuerst auf die schon erwähnten Corporates. Nimmt deren Bedeutung zu, und merkt man auf den Märkten bereits, dass hier die Akteure mit den tiefsten Taschen, die Notenbanken, aktiv sind?

Hilka – Material gibt es grundsätzlich ja genügend. Das Problem ist die Marktreaktion, die nach der Ankündigung und dann der Umsetzung des Anleihekaufprogramms der EZB aufgetreten ist. Das hat unter anderem im letzten Jahr zu diesen fantastisch niedrigen Renditen auch im Investment Grade Corporate Bereich geführt.

Haindl – Credit ist zweifelsohne ein sehr wichtiger Bestandteil der meisten Portfolios, und das, glauben wir, wird auch so bleiben. Stellt sich die Frage, wie hoch man mit dem Risiko heraufgeht. Wir sehen starke Inflows sowohl in Investment Grade Corporates wie in High

Yield, besonders in us-Dollar. Nun funktioniert der Markt der us-Credits ein bisschen anders als der europäische Markt. Er ist in gewisser Weise reifer, und die Ausfallrisiken im us-Markt werden durch andere Branchen als in Europa determiniert. Ein Engagement dort dient daher auch der Diversifikation. Das ist ein regelrechter Trend, der hier derzeit stattfindet.

Hilka – Bei europäischen Corporate Investment Grade sehen wir derzeit laufende Renditen von vielleicht 1,4 oder 1,5 Prozent – also für einen Pensionsinvestor nicht mehr auskömmlich. Wir sind also aus sehr guten Risiken, wie wir glaubten, sukzessive in größere Kreditrisiken gegangen – europäische Corporates, us-Corporates im IG-Bereich, irgendwann High Yield. Wir haben uns schrittweise entlang der Rating-Bandbreite in schlechtere Risiken bewegt. Dass es hier keine Ausfälle gegeben hat, ist das Glück? Kaum, sondern eher eine Art positiver Kollateralschaden der EZB-Politik.

Schomburg – Die Investoren haben ihre Credit-Risiken in den letzten Jahren zwar sukzessive, aber auf breiter Front erhöht. Dabei muss man auch mal nach links und rechts blicken, Corporate Loans, Collateral Loan Obligations et cetera.

Damit sind wir bei den Alternatives. Das heißt Diversifikation – über Asset-Klassen sowieso, aber auch über Räume?

Quiring – Ausgangspunkt ist in der Regel die ALM-Studie, und wenn die Investoren nicht Abstriche bei ihrer Zielrendite machen wollen, müssen sie sich mit alternativen Anlageklassen beschäftigen. Fazit ist dann oft, dass das Portfolio breiter diversifiziert und in neue Asset-Klassen investiert wird, zum Beispiel Loans, häufig als Floating Rate Notes, die von einem möglichen Zinsanstieg nicht betroffen sind. Infrastruktur, Real Estate, das sind weitere Anlageklassen, die häufig dazukommen. Darüber hinaus wird das Portfolio meist auch globaler aufgestellt. Die Anleger setzen sich auch im Bereich der Alternative Credits mit anderen Regionen als Europa und USA auseinander, beispielsweise mit Emerging Markets.

Haindl – Das kann ich bestätigen. In der Tat, die Portfolios werden globaler. Die globale Orientierung unserer Investoren ergibt sich aus der Divergenz der unterschiedlichen regionalen Märkte.

John – Alternative Credit, Private Debt und Secured Finance sind auf dem Vormarsch. Auch hier sind die Spreads zwar gefallen, bieten aber noch relativ gute Renditen im Vergleich zu Investment-Grade-Anleihen.

Hilka – Zumindest unsere Kasse muss Kreditrisiken eingehen, daran führt kein Weg vorbei. Municipal Bonds sind für viele ein Thema, für uns auch. Wir steigen hier stärker ein, gehen damit leicht aus



schlechteren Kreditrisiken heraus, ohne dass wir uns in der laufenden Rendite wirklich verschlechtern. Dänische Pfandbriefe finden wir übrigens derzeit sehr interessant.

Horstmann — Mitte 2015 haben wir unsere jüngste ALM-Studie gemacht, das Resultat für unsere strategische Asset Allocation für die Festverzinslichen sind 25 Prozent High Quality Bonds, also Staatsanleihen, auch inflationsgeschützte, dann 25 Prozent Credits plus 4 Prozent Loans, das heißt Senior Secured Loans. Sehr weit entfernen wir uns dabei nicht von der SAA, weil wir fürchten, dann unsere Performance-Ziele nicht mehr zu erreichen. Gut, in Nuancen nehmen wir Unter- und Übergewichtung vor. Im Juni 2016 haben wir ein Loan-Mandat aufgesetzt und sind damit zufrieden.

Herr Schomburg, was beobachten Sie im Markt für Alternative Debt?

Schomburg — Ich sehe zwei Tendenzen. Zum ersten Investments in Alternatives, die so hoch rentieren, dass sie die Zielrendite der Investoren erreichen respektive übertreffen, wie zum Beispiel mit Investments in Corporate Loans, Insurance Linked Securities, CLOs oder Regulatory Capital. Und zweitens Investments, bei denen der Fokus darauf liegt, zum Beispiel Investment Grade Corporates teilweise zu ersetzen. Diese Investments rentieren zwar unter der Zielrendite von sagen wir mal circa drei Prozent, können jedoch einen wertvollen Beitrag zur Optimierung des Portfolios liefern.

Können Sie für das Zweitgenannte auch Beispiele mit den zu erwartenden Performances nennen?

Schomburg — Commercial Real Estate Loans mit circa 2 bis 2,5 Prozent, Dutch Residential Mortgages mit circa 2 bis 2,5 Prozent, Infrastructure Debt ähnlich mit circa 2,5 Prozent. Ergebnis: Der Investor erzielt eine höhere Rendite als bei Unternehmensanleihen mit vergleichbaren Ratings und erhält Diversifikationsvorteile. Das kann man vielleicht »Millimeter-Arbeit am Portfolio« nennen – lohnt sich aber.

John — Wir nutzen im Rahmen von Secured-Finance-Mandaten diese Instrumente ebenfalls sehr intensiv, zum Beispiel gepoolte Anlagen mit Consumer Cash Flows, Asset Backed Cashflows und Corporate Cashflows – sei es über Börsenmärkte, also verbrieft, oder über private Märkte in Form von Zwischenfinanzierungen. Secured Finance ist eine attraktive Alternative, um ein Renditeziel auch tatsächlich zu erreichen. Das dient dem Kapitalerhalt, und es fließen regelmäßige Erträge, die in die Liquiditätsplanung eingebunden werden können.

Gibt es hier noch grundsätzliche Zurückhaltung, die aus den Jahren nach 2007 – Stichworte ABS, keine Märkte, Mark to Market, Mark to Model – resultiert?

Schomburg — Wenn wir mit Investoren sprechen, dann ist das in der Tat meist ein längeres Gespräch. Und man muss sehr viel mehr über CLOs als Asset-Klasse sprechen und weniger über sich selbst und die eigenen Stärken im Management von CLOs. Interessanterweise sehen wir auch Nachfrage auf der Versicherungsseite, obwohl CLOs dort unter Solvency II Schmerzen verursachen. Nötig ist immer die genaue Beschäftigung mit CLOs. Von der Erkenntnis,

dass man in Unternehmenskredite investiert, ist es bis zur konkreten Anlage kein großer Schritt mehr. Jedenfalls denke ich, dass der Investor, der es aus regulatorischen Gründen kann, sich zumindest mit dem Thema beschäftigen sollte.

John — Dass den CLOs aus der Vergangenheit noch ein schlechter Ruf anhaftet, sehe ich ebenso. Allerdings sollte man als Anleger die Unterschiede sehen. Heute gibt es andere Typen von CLOs als damals – mit schärferen Rating-Bedingungen und der Retention Rule von fünf Prozent. Außerdem unterscheiden sich die CLOs in den USA von denen, die in Europa aufgelegt werden. Hier sollte man sich auskennen, bevor man investiert.

Nun könnte man trotz der multiplen Herausforderungen an den Märkten als Investor schlicht im Mainstream bleiben und das kaufen, was alle kaufen. Wenn es dann schiefeht, geht es für alle schiefe. Wenn man aber in komplexe Alternativen investiert: Geht es gut, sagt keiner danke; geht es schiefe, hat man den schwarzen Peter. Gibt es das Problem, zumindest grundsätzlich?

Horstmann — Ja.

Hilka — Ja.

Das heißt, zu den ökonomischen und aufsichtsrechtlichen Zwängen, denen man unterliegt, und zu den Marktverzerrungen tritt, dass man nicht nur entlang der Rating- und Risikostruktur operieren muss, sondern immer auch die interne Kommunikation beachten sollte?

Hilka — Auf jeden Fall. Gut, es fällt immer leichter, wenn Sie einen großen Kreis von Trägerunternehmen haben, die teilweise selber High Yield sind und deren Treasurer wegen der eigenen Refinanzierung die Fragen des Marktzugangs nur zu gut kennen. Wenn Sie mit denen über Private Debt oder Bank Loans reden, dann wissen die sehr genau, wovon man spricht. Aber das gilt natürlich nicht für alle. Und dann haben viele Einrichtungen Aufsichtsräte von der Arbeitnehmer- wie von der Arbeitgeberseite. Die Schnittmenge derjenigen, die dann tatsächlich in diesen Themen firm sind, ist meist nicht allzu groß. Häufig werden dann Risiken eher gesehen als Chancen.

Frau Horstmann, Ihre Kasse gehört mittelbar zu einem börsennotierten, international operierenden Konzern. Ist dieser aufgeschlossen gegenüber alternativen Instrumenten?

Horstmann — Ausgehend von unserer ALM-Studie haben wir natürlich gewisse Vorgaben, die wir auch einhalten, um zu unserem Expected Return zu kommen. Innerhalb der Festverzinslichen haben wir die Staatsanleihen untergewichtet. Dann gibt es innerhalb der Asset-Klasse Credit – bei uns wie erwähnt 25 Prozent – durchaus einige Möglichkeiten. Da sind zuerst die europäischen Corporates, die wir schon lange halten. Seit 2007 halten wir ein Global Credit Bond Mandat, das zu einem Drittel EMD und High Yields enthält. Dass wir nun auch Senior Secured Loans allokiert haben, sagte ich ja schon. Die sind unauffällig bei Zinserhöhungen.

»Secured Finance ist eine attraktive Alternative, um ein Renditeziel auch tatsächlich zu erreichen. Das dient dem Kapitalerhalt, und es fließen regelmäßige Erträge, die in die Liquiditätsplanung eingebunden werden können.«

Olaf John

Zudem hat sich unser Investmentkomitee auch für Studentendarlehen entschieden. Wir werden jetzt bis zu 26 Millionen Euro an begünstigte Studenten an mehreren privaten Hochschulen in Deutschland über verschiedene Fachrichtungen ausleihen. Das entspricht circa 1,5 Prozent unserer Kapitalanlagen.

Das stelle ich mir aufwändig vor. Wie läuft das in der Praxis? Und was erwarten Sie hier?

Horstmann — Wir kooperieren mit einem Unternehmen, das seit 2005 schon in diesem Geschäftsfeld erfolgreich tätig ist und die operative Umsetzung verantwortet. Diversifikationseffekte ergeben sich aus der Aufteilung und nochmaligen Ausdehnung auf mehrere private Hochschulen sowie auf verschiedene Fachrichtungen – Wirtschaftswissenschaften in unterschiedlichen Programmen, Jura, Touristik, Luftfahrttechnik. Die Finanzierung der Studenten erfolgt über zwei eigens für die Nestlé-Pensionseinrichtungen aufgelegten Studienfördergesellschaften. Diese

Gesellschaften wurden von Creditreform mit einem Investment Grade Rating versehen. Unsere Renditeerwartung liegt hier bei circa sechs Prozent.

Was begegnet uns im Markt noch verstärkt derzeit?

Haindl — Infrastructure Debt, sowohl bei Versicherern wie auch bei Pensionsinvestoren – und zwar interessanterweise nicht als Alternatives klassifiziert, sondern tatsächlich für das Rentenportfolio. Schließlich erfüllen die meisten Merkmale von Infrastructure Debt ja auch – abgesehen von der größeren Illiquidität – die Kriterien von Bonds. Die lange Duration ist ebenso hervorragend für diejenigen, die Verbindlichkeiten haben, wie der Kapitalerhalt. Hinzu tritt der Inflation Hedge, da Infrastruktur die Inflation verhältnismäßig leicht an ihre Kunden weitergeben kann. Der relevante Unterschied bleibt die Illiquidität. Aber wenn man davon ausgeht, dass Liquidität im Bereich Bonds ohnehin nicht mehr das ist, was sie vor 20, 15 oder zehn Jahren war, sei es aufgrund von Dodd-Frank oder anderen strukturellen Veränderungen, dann relativiert sich das. Warum soll man dann nicht in Infrastructure Debt gehen und zusätzlich die Illiquiditätsprämie vereinnahmen?

Könnte hier zuweilen auch ein sehr geringes Ausfallrisiko hinzukommen, wenn der Emittent sovereign oder sub-sovereign ist?

Haindl — Unseres Erachtens ist das Ausfallrisiko bei Infrastructure Debt historisch niedriger als bei vergleichbaren Unternehmensanleihen, und im Ernstfall sind die Recovery Rates höher. Das heißt, man nennt Infrastructure Debt alternativ, aber wie gesagt, abgesehen von der Illiquidität sind sie sehr rentenähnlich. Entsprechend sehen wir viel Interesse bei unseren Mandanten. Allerdings – wie Sie, Herr Schomburg, eben bei den CLOs sagten – ist der Entscheidungsprozess der Investoren hier stets länger als bei Bonds. Das dürfte vor allem an dem Etikett »alternativ« liegen. Aber wir bringen derzeit durchaus einige große Mandate ein. Besonders die Duration, aber auch die relative Unabhängigkeit vom Konjunkturzyklus finden die Investoren attraktiv.

Schomburg — Welche Renditen erwarten Sie im Bereich Infrastructure Debt?

Haindl — Das ist unterschiedlich je nach dem Risiko, das der Investor fährt. Wir haben zum Beispiel eine mit einem Rating versehene Note für Versicherer, und wir arbeiten an Möglichkeiten des Co-Investments und an Spezialfondslösungen für Pensionseinrichtungen. Je nach Vehikel, die man einsetzt, und je nach Risikoprofil gibt es unterschiedliche Renditeerwartungen für ein Europafokussiertes Portfolio, zwischen zwei und drei Prozent. Aber: Die Rendite ist wichtig, wichtiger ist jedoch die erwähnte Verlängerung der Duration.

Hilka — Findet man denn noch genügend Material für Infrastructure Debt? Vieles von dem, was ich höre, könnte man gut umsetzen. Überspitzt gesagt, würde ich am liebsten unser ganzes Fixed Income Portfolio in diese Richtung bewegen. Aber woher nehmen?

Haindl — Der Markt entwickelt sich, und entsprechend wird es nicht unähnlich zum Immobilienmarkt auch schon schwieriger, angesichts des vielen investionssuchenden Geldes sinnvolle Objekte zu finden. Gleichwohl wächst der Markt, und das gilt vor allem für den Bereich Infrastruktur. Dazu muss man nicht mal auf die Aussagen von Donald Trump zurückgreifen, der ja ein billionenschweres Programm für die USA angekündigt hat. Die Erneuerung von Infrastruktur steht praktisch überall politisch auf dem Programm. Als Investor ist man hier zwar heute kein Pionier mehr, aber es ist immer noch eine nicht überall schon gängige Anlageklasse. Expertise aufzubauen ist nicht ganz einfach. Wir sehen unsere Aufgabe auch darin, den potenziellen Investoren relativ simple Vehikel an die Hand zu geben, seien es Notes mit Rating oder Co-Investments, wo wir mit eigenem Geld dabei sind und so die Due Diligence auch für uns selbst vornehmen.

Schomburg — Infrastructure Debt bringt in der Tat den Vorteil der langen Duration. Daher muss man doppelt prüfen, wie das Projekt finanziert ist, so dass auch in fünf bis zehn Jahren gerade bei einem Zinsanstieg die Zinsen weiter bedient werden können. Wenn man die lange Duration nicht sucht, sind Commercial Real Estate Loans eine weniger komplexe Alternative. Unsere Kunden fragen beides nach.

Und Private Debt?

John — Klar, Infrastructure – ob Debt oder Equity – ist eine sehr interessante Anlageklasse. Jedoch ist es schon schwierig, nach Kosten und Administrationsaufwand ausreichend rentable Objekte zu finden. Wir finden daher derzeit andere Segmente des Private Debt mit Investment Grade interessanter – beispielsweise Trade Finance, besagte Commercial Real Estate und Loans. Der große Vorteil ist auch hier, dass es sich meist um Floater ohne Zinssteigerungsrisiko und Anlagen mit vertraglich festgelegten Renditen handelt. Und der Pensionsinvestor kann auch hier im Vorfeld kalkulieren, welche Rendite und welche Cashflows er vereinnahmen wird, und so sein Portfolio optimieren – anders als bei traditionellen Absolute-Return-Strategien wie Multi Asset, Long/Short oder Multi-Strategy. In dem gegenwärtigen Umfeld sollte der Pensionsinvestor, so denken wir, nicht unter dem alleinigen Gesichtspunkt der Renditemaximierung handeln, sondern verstärkt unter dem der Wahrscheinlichkeit, die für seine Liabilities notwendige Rendite zu verdienen. Daher gehen wir davon aus, dass die Asset-Klasse Private Debt sich weiter etablieren wird.

Alternatives kann man nicht an jeder Ecke kaufen, das ist das eine. Das andere ist, dass man sie, gerade illiquide Alternatives, auch nicht von jedem kaufen sollte, oder?

» Wir werden jetzt bis zu 26 Millionen Euro an begünstigte Studenten an mehreren privaten Hochschulen in Deutschland über verschiedene Fachrichtungen ausleihen. Das entspricht circa 1,5 Prozent unserer Kapitalanlagen.«

Anita Horstmann



Andreas Hilka – Vorstand Asset Management – PENSIONSKASSE DER MITARBEITER DER HOECHST-GRUPPE VVAG UND HÖCHSTER PENSIONSKASSE VVAG

»Die einzig vernünftige, wenn auch nicht sonderlich originelle Reaktion ist und bleibt Diversifizierung der Kapitalanlage.«
Überbetriebliche Einrichtungen der bav unterliegen besonderen externen Steuerungsimpulsen, nicht zuletzt den Stresstests der Aufsichten. Insofern kann Andreas Hilka die Kapitalanlage seiner Kassen nicht unter rein ökonomischen Gesichtspunkten steuern. Seit 2016 ist der 49-Jährige erneut Mitglied des Vorstands für den Bereich Asset Management der Pensionskasse der Mitarbeiter der Hoechst-Gruppe VVAG wie auch der Höchster Pensionskasse VVAG. Wirtschaftsingenieur Hilka war bereits von 1995 bis Ende 2007 zunächst bei der seinerzeitigen Hoechst AG und dann bei den beiden Kassen tätig, dort die letzten fünf Jahre ebenfalls als Kapitalanlagenvorstand. Zwischenstationen waren Allianz Global Investors und Credit Suisse. Bereits seit 2005 leitet Hilka den Fachausschuss Kapitalanlage der aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.. Mit Kapitalanlagen von circa 10 Milliarden Euro decken die beiden Pensionskassen die Ansprüche von rund 300.000 Berechtigten aus gut 500 Trägerunternehmen.





Haindl — Immer, wenn wir über Illiquidität sprechen, müssen wir auch über die Managerauswahl sprechen, eben weil man nicht ohne Weiteres die Möglichkeit des jederzeitigen einfachen Exits hat. Die Leute, die Illiquides managen, müssen wirklich wissen, was sie tun. Das Alpha kommt hier praktisch nicht aus der Illiquidität, sondern aus der Managementexpertise. Zusätzlich schafft eine fundierte Due Diligence in der Finanzierungs- wie in der Refinanzierungsphase Mehrwert für die Investoren. Daher sind Portfoliomanager mit Projektfinanzierungserfahrung wichtig.

Hilka — Insgesamt entwickelt sich der Bereich Private Debt in Europa erst. Die Banken ziehen sich zurück. Gibt es denn hier überhaupt gute und erfahrene Manager in ausreichender Zahl? Sie sprechen ja zu Recht davon, dass man hierauf achten muss.

Haindl — Der Markt entwickelt sich hauptsächlich in Europa. In Amerika ist er schon etwas ausgereifter.

Hilka — Das stimmt.

Schomburg — Man muss auf Spezialisten setzen, mit möglichst langer Erfahrung von über zehn bis fünfzehn Jahren. Sie sollten bereits die eine oder andere schwierige Marktsituation erlebt haben.

Thema Real Assets, zunächst mal zu den Aktien. Herr Hilka, die Hoechst Pensionskasse hält keine. Der Hintergrund ist kein ökonomischer, sondern ein regulatorischer, nämlich dass die Behandlung von Aktien im Stresstest Ihnen nicht behagt, richtig?

»Wenn man davon ausgeht, dass Liquidität im Bereich Bonds ohnehin nicht mehr das ist, was sie vor 20, 15 oder zehn Jahren war, [...] warum soll man dann nicht in Infrastructure Debt gehen und zusätzlich die Illiquiditätsprämie vereinnahmen?«

Maria Haindl

Hilka — So kann man es verkürzt formulieren. Wenn wir Risikokapitalunterlegung und Verlustsimulation im Stresstest eines Investments der Ertragsersparnis gegenüberstellen, ist eine Immobilie, die vier Prozent plus nach allen Kosten und Abschreibungen erwarten lässt, attraktiver – in der Stresstestbetrachtung – als eine Aktie, die vielleicht sechs bis acht Prozent liefert, aber eine deutlich höhere Volatilität hat und im Stresstest anders behandelt werden muss.

Frau Horstmann, wie gehen Sie mit Aktien um?

Horstmann — Wir behalten unsere 26-prozentige Aktienquote bei, davon sind zwei Prozentpunkte Private Equity. Hier werden wir möglicherweise auf drei Prozentpunkte gehen. Wir haben immer schon Aktien gehabt, bis vor zwei Jahren war die Quote bei 30 Prozent. Dann haben wir, um etwas Volatilität rauszunehmen, vier Prozent unserer Assets in Loans als Substitut investiert.

Und der Stress bei Aktien im Test kümmert Sie nicht?

Horstmann — Wir sind in der komfortablen Situation, dass relativ hohe stille Reserven vorhanden sind, ungefähr elf Prozent derzeit. Aber auch wenn wir den Test mit der relativ hohen Aktienquote so nicht bestünden, hätten wir immer noch den Ausgleichsposten Forderung an Trägerunternehmen – die Nestlé Deutschland AG als Hauptträgerunternehmen hat uns eine Garantieverpflichtung gegeben. Dieses Jahr brauchen wir ihn nicht. Aber wir haben den Posten in den Vorjahren schon mal mit kleinen Beträgen tatsächlich gefüllt.

Ach ja, die Träger. Die Höchster Pensionskasse hat ...

Hilka — ... in der Summe gut 500 Trägerunternehmen. Zu Zeiten der Hoechst AG war das alles kein Problem, aber bei 500 Stakeholdern ist das leider kompliziert.

Quiring — Schon länger muss man sich die Frage stellen, ob man angesichts der Verzinsung bei Corporate Bonds nicht bei erstklassigen Dividentiteln in der besseren Anlageklasse aufgehoben ist – sofern man eben besagte Volatilität, auch regulatorisch, aushalten kann. Schauen wir nach Japan, seit zwei Jahrzehnten Null-Zins-Politik, Ende nicht absehbar. Aber die Unternehmen schaffen es, sechs Prozent Return on Equity zu generieren. Sie haben sich an die deflationären Verhältnisse angepasst und erzielen ihre Kapitalkosten. Und für einen langfristigen Investor, sei es ein CTA oder ein Pensionsfonds, ist das die beste langfristige Sicherheit, die er haben kann – die Beteiligung am globalen Kapitalstock.

Hilka — Ja, und hier muss ich einen tiefen Seufzer machen – und voller Hoffnung auf einen Sprung aus unseren heutigen Regimes heraus im Zuge der reinen Beitragszusage warten, denn dann ist das Bild auch für uns und damit auch für die Berechtigten ein ganz anderes. Ohne harte Verpflichtung wird man mit der gegenwärtigen Lage ganz anders umgehen können.

Quiring — Wir haben uns in Deutschland in unserer Altersversorgung Zügel angelegt, die uns hindern, das Richtige zu tun, während andere Länder längst gehandelt haben – Großbritannien, die Niederlande ... In Deutschland tun wir uns schwer mit dem Gedanken, Volatilität in der Altersversorgung zuzulassen, aber schlussendlich werden auch wir sie langfristig akzeptieren, wenn wir das Vermögen aufbauen wollen, das wir dann für die Absicherung der individuellen Langlebigkeit benötigen.



Olaf John – Head of Distribution, Europe –
INSIGHT INVESTMENT

»Für viele Pensionsinvestoren, die nach IFRS berichten, würde ein Zinsanstieg bei allen Herausforderungen, die er schafft, aber auch eine Verbesserung der Funding Ratio bedeuten, da die Liabilities größtenteils eine längere Duration haben als die Assets.«

Aktuar Olaf John ist auf dem bav-Parkett als Experte für das Liability Driven Investment bekannt, also das Ausrichten der Kapitalanlage an der Verpflichtungsseite. In diesem Sinne rät er seinen Mandanten im gegenwärtigen Umfeld nicht dazu, die reine Renditeorientierung der Planvermögen in den Vordergrund zu rücken, sondern über verlässliche und kalkulierbare Zahlungsströme aus der Kapitalanlage die Wahrscheinlichkeit der Bedeckung der Liability Cashflows zu optimieren. Nach London zur Insight Investment, Tochter der BNY Mellon, kam der 52-jährige John, der aus dem Hunsrück stammt, Anfang 2009. Bereits seit 1990 ist er in der bav tätig. Als Pionier des deutschen Investment Consulting baute er diesen Bereich Anfang der 90er Jahre bei der damaligen Towers Perrin auf. Die Insight Investment verwaltet Stand Ende 2016 für institutionelle Investoren weltweit umgerechnet über 600 Milliarden Euro, davon 8 Milliarden in Deutschland.

Schomburg — Für mich das schlagende Argument für Aktien ist, dass die Unternehmensgewinne wirklich aktuell nachhaltig steigen und nicht nur in den Köpfen der Analysten. Gleichzeitig sind die relativen Bewertungen noch nicht übertrieben hoch. Aber ich schließe mich Christof Quiring an: Es ist bemerkenswert wie auch erstaunlich, dass wir hierzulande über langjährige Zeiträume denken und investieren und uns gleichzeitig oftmals einer Zwölf-Monats-Systematik und kürzer unterwerfen – mit allen negativen Folgen für die Gesamtperformance.

Hilka — So ist es. Mittlerweile haben wir quartalsweise Stresstests samt Anforderung, täglich bedeckt zu sein.

Quiring — Wir wollen langfristig strategisch investieren, zählen aber jeden Abend das Geld.

Wenn Aktien für Pensionsinvestoren regulatorisch kompliziert sein können, ist das ein Grund mehr, der für Real Estate spricht?

Quiring — Real Estate ist eine Anlageklasse, die in jedes langfristige Portfolio gehört. Die Hoechster Pensionskasse ist – wenn ich recht informiert bin, Herr Hilka – in der komfortablen Situation, dass sie schon immer im Rhein-Main-Gebiet viele Immobilien hatte, die ihr heute helfen. Wer jetzt in Real Estate investieren will, hat natürlich das Problem, dass die Anlageklasse schon eine Zeit lang sehr nachgefragt ist und nun höhere Eintrittsbarrieren aufweist. Die Multiples haben sichtlich angezogen, entsprechend muss man auch mit den Renditeerwartungen zurückhaltender sein. Aber auch Objektsuche und Due Diligence verzögern die Investmentprozesse an sich.

Frau Horstmann, wie ist das bei Ihnen?

Horstmann — Wir haben Real Estate leicht von 15 auf 16 Prozent erhöht. Diese bringen eine stetige Rendite und haben uns auch in Stressphasen sehr geholfen. Wir bauen damit regelmäßig auch über die planmäßige AfA stille Reserven auf, mit denen wir in ertragschwachen Jahren die Ergebnisse glätten können. Das haben wir schon 2008 durch den Transfer einiger Immobilien in eine Grundstücksgesellschaft so gemacht.

Gesamtgemengelage: Politische Risiken wirken sich zuweilen weniger stark aus als gedacht, werden aber nicht weniger und sollten nicht unterschätzt werden. Regulierung nicht immer hilfreich; Zinsentwicklung weiter unklar, zumindest in Europa könnte der Niedrigzins aber noch lange anhalten – und so könnte auch die Geldmengenausdehnung weitergehen. Investoren weiter auf der ständig drängenderen Suche nach lohnenden Investments. Wie sieht also Ihr grundsätzliches Fazit aus?



Anita Horstmann – zuständig für Asset Controlling – VORSTAND NESTLÉ VERSORGUNGSEINRICHTUNGEN

»Wir haben Real Estate leicht von 15 auf 16 Prozent erhöht. Diese bringen eine stetige Rendite und haben uns auch in Stressphasen sehr geholfen.«

Anita Horstmann, 52, plädiert für Diversifikation in der Kapitalanlage. Sie ist seit 2002 für die deutschen Nestlé Versorgungseinrichtungen tätig, welche eine Pensionskasse, eine Rückdeckungskasse, einen Pensionsfonds und ein CTA (Contractual Trust Arrangement) umfassen. Insgesamt werden circa 9.000 Rentner und 25.000 Anwärter mit einem Kapital von 1,5 Milliarden Euro verwaltet.



»Schon länger muss man sich die Frage stellen, ob man angesichts der Verzinsung bei Corporates nicht bei erstklassigen Dividentiteln in der besseren Anlageklasse aufgehoben ist – sofern man eben besagte Volatilität, auch regulatorisch, aushalten kann.«

Christof Quiring

Diskutieren Sie die Themen, die die institutionelle Welt bewegen – nur beim **dpn Roundtable!**

Wir bringen Asset Manager, Investoren und Consultants an einen Tisch. Sie präsentieren sich und Ihre Ideen. Wir dokumentieren die hochklassigen Diskussionen ausführlich. Beteiligen Sie sich – und erreichen Sie Ihre Zielgruppe.

Zu Konditionen und Terminen kontaktieren Sie: **Eve Buckland**
eve.buckland@ft.com
+44 (0)207 775 6324 | +44 (0)7725 063 426
Alle dpn-Roundtables finden Sie auch im Internet:
dpn-online.com/dpn/Roundtables



Quiring — Der beste Schutz für ein langfristig strategisch ausgerichtetes Portfolio ist und bleibt eine sehr breite Diversifizierung über viele Asset-Klassen hinweg, dies aber nicht nur regional, sondern global. Dazu gehören sicher Aktien, aber auch alternative Asset-Klassen wie Senior Secured Loans, Infrastruktur und Real Estate.

Schomburg — Jeder Basispunkt zählt. Es ist die Zeit der Portfolio-Optimierung. Ja, es ist jetzt die Zeit, Hürden zu nehmen – heißt, über den Tellerrand schauen in alternative Asset-Klassen. Wer sich Unternehmenskredite ansieht, der sollte sich auch Leveraged Loans, CLOs und Regulatory Debt anschauen. Wer Darlehen auch für seine eigene Immobilie hat, für den sind vielleicht auch Commercial Real Estate Loans nicht fremd. Und worüber wir nicht gesprochen



Jörg Schomburg – Head of Institutional Sales – AXA INVESTMENT MANAGERS DEUTSCHLAND GMBH
 »Es ist die Zeit der Portfolio-Optimierung, die Zeit, Hürden zu nehmen – heißt, über den Tellerrand schauen in alternative Asset-Klassen.«

Jörg Schomburg ist ein steter Verfechter von Alternative Debt für institutionelle Investoren. Dass diese sich nicht von allein erklären, ist dem 49-jährigen Kölner klar: Transparenz schaffen und Alternative Debt en détail darlegen – in Bezug auf Rendite, Volatilität, Diversifikation, Verpflichtung, SCR et cetera – sind hier Grundvoraussetzungen der Beratung. Neben Pensionsinvestoren betreut sein Haus hier vor allem Klienten aus der Assekuranz. Nach dem Studium gründete Schomburg, Diplom-Kaufmann und CFA, eine Immobilienfirma in den USA, die er bis 1999 leitete. Dann wechselte er als Fondsmanager für gemischte Mandate für institutionelle Kunden zur damaligen dbi. Es folgten Aufgaben als Leiter des Account Management Teams und in der Betreuung und im Sales für Corporate Kunden, ab 2007 als Direktor des Bereichs Institutional Sales. Da hieß das Unternehmen längst Allianz Global Investors. 2013 folgte der Wechsel zur AXA Investment Managers, ein aktiver, langfristig orientierter und weltweit tätiger Multi-Experte in der Vermögensverwaltung. Die AXA IM verwaltet heute rund 700 Milliarden Euro in 21 Ländern und ist Teil der französischen AXA-Gruppe.

haben: Versicherungsrisiken übernehmen in Form von Insurance Linked Securities, niedrig korreliert zu anderen Asset-Klassen bei attraktiven Renditen.

Haindl — Wenn man sich erwartete Renditen von traditionellen Strategien und Anlageklassen anschaut, sieht man schon länger, dass man nicht einfach so weitermachen kann wie in den letzten zwanzig Jahren. Die Renditen sind weitaus niedriger – bei ähnlicher Volatilität. Also weiter diversifizieren – über Regionen, Anlageklassen und Renditetreiber hinweg. Richtig, über den Tellerrand blicken – neue Produkte, neue Regionen, neue Renditequellen. Wichtig ist, wenn man tatsächlich mehr Risiko nehmen will oder muss, das Risikomanagement im Auge zu behalten.

John — Für die nahe Zukunft im Sinne von Anlageklassen denke ich an Private Debt, Emerging Markets Debt und Real Assets, die vor allem Inflationsschutz und sichere, klar kalkulierbare Erträge bringen; außerdem über diesen Weg das Portfolio optimieren sowie schließlich Illiquiditätsprämien und Komplexitätsprämien einnehmen. Wenn man das konsequent weiterdenkt, sollte sich der Investor auf die zu leistenden Cashflows konzentrieren. Und nicht auf ALM-Studien basierend auf historischen Daten oder künstlich interpolierten Zinskurven. Das heißt Investmentstrategien, die den Fokus nicht auf die Funding Ratio legen, sondern auf die letztlich zu erbringenden Rentenzahlungen.

Und wie bilanzieren die Investoren die Lage?

Horstmann — Ich blicke für uns recht optimistisch in die Zukunft. Asset-seitig sehe ich uns mit einem relativ hohen Anteil von Equity, Immobilien und Alternatives gut gerüstet. Und auf der Verpflichtungsseite haben wir etwas abgespeckt, beispielsweise verzichten wir auf großzügige Rentenanpassungen der Alttarife, denen die BaFin im Übrigen nicht mehr zustimmen würde. Bereits 2006 haben wir den neuen Tarif »Vorsorgekonto« mit einem Nullzins eingeführt. Wir haben über zehn Jahre einen Betrag von 50 Millionen Euro für Langlebigkeit in der Deckungsrückstellung aufgebaut. Mit einem Sicherheitszuschlag von fünf Prozent in den biometrischen Grundlagen rechnen wir jedes Jahr mit versicherungstechnischen Gewinnen. Unser durchschnittlicher Rechnungszins sinkt von 3,5 auf jetzt 3,2 Prozent, Tendenz weiter fallend. Und schließlich haben wir die Patronatserklärung der großen Mutter, um große Kapitalmarktschwankungen ausgleichen zu können.

Hilka — Die einzig vernünftige, wenn auch nicht sonderlich originelle Reaktion ist und bleibt in der Tat Diversifizierung der Kapitalanlage. Wir haben heute eine ganze Reihe von Ideen besprochen, die das ermöglichen.

Und ich freue mich, dass man in diesen Zeiten drei Stunden über Pensionswesen reden kann, ohne dass das Wort Sozialpartnermodell einmal genannt wurde!



**DRITTE SONDERAUSGABE
 BETRIEBLICHE ALTERSVERSORGUNG
 № 3 / 2017**

Chefredakteur	Michael Lennert (ML), Frankfurt am Main
E-Mail	michael.lennert@ft.com
Telefon	+49 (0) 69 / 15 68 51 17
Redaktion	Pascal Bazzazi (PBA, LEITER BAV UND dpn), Berlin
E-Mail	pascal.bazzazi@ft.com
Telefon	+49 (0) 178 / 660 0130
Art Director & Layout	Hartmut Friedrich , Berlin
E-Mail	hf@kwer-magazin.de
Herausgeber	Eduardo Llull , London, UK
Anzeigen	Eve Buckland , London, UK
E-Mail	eve.buckland@ft.com
Telefon	+44 (0) 20 / 77 75 63 24
Illustration	Jacopo Pfrang , Berlin
Fotografie (Roundtable)	Nastassja Zinsmeister , Köln
Copyright	© Financial Times Limited, 2016. »dpn« und »dpn brief« sind Warenzeichen der Financial Times Limited. »Financial Times« und »FT« sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen: Nummer 227590.
Chefredaktion	Grüneburgweg 16–18, 60322 Frankfurt/Main
Telefon	+49 (0) 69 / 15 68 51 17
Fax	+49 (0) 69 / 15 68 51 55
Verlag	Financial Times Limited One Southwark Bridge London SE1 9HL Großbritannien
Abonnement	Bestellungen im Internet unter: www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Abo-service	Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: dpn.subscription@mup-pv.de oder per Tel.: +49 (0) 89 / 139 28 42 35
Erscheinungstermin	Juni 2017
ISSN	1476-3028