

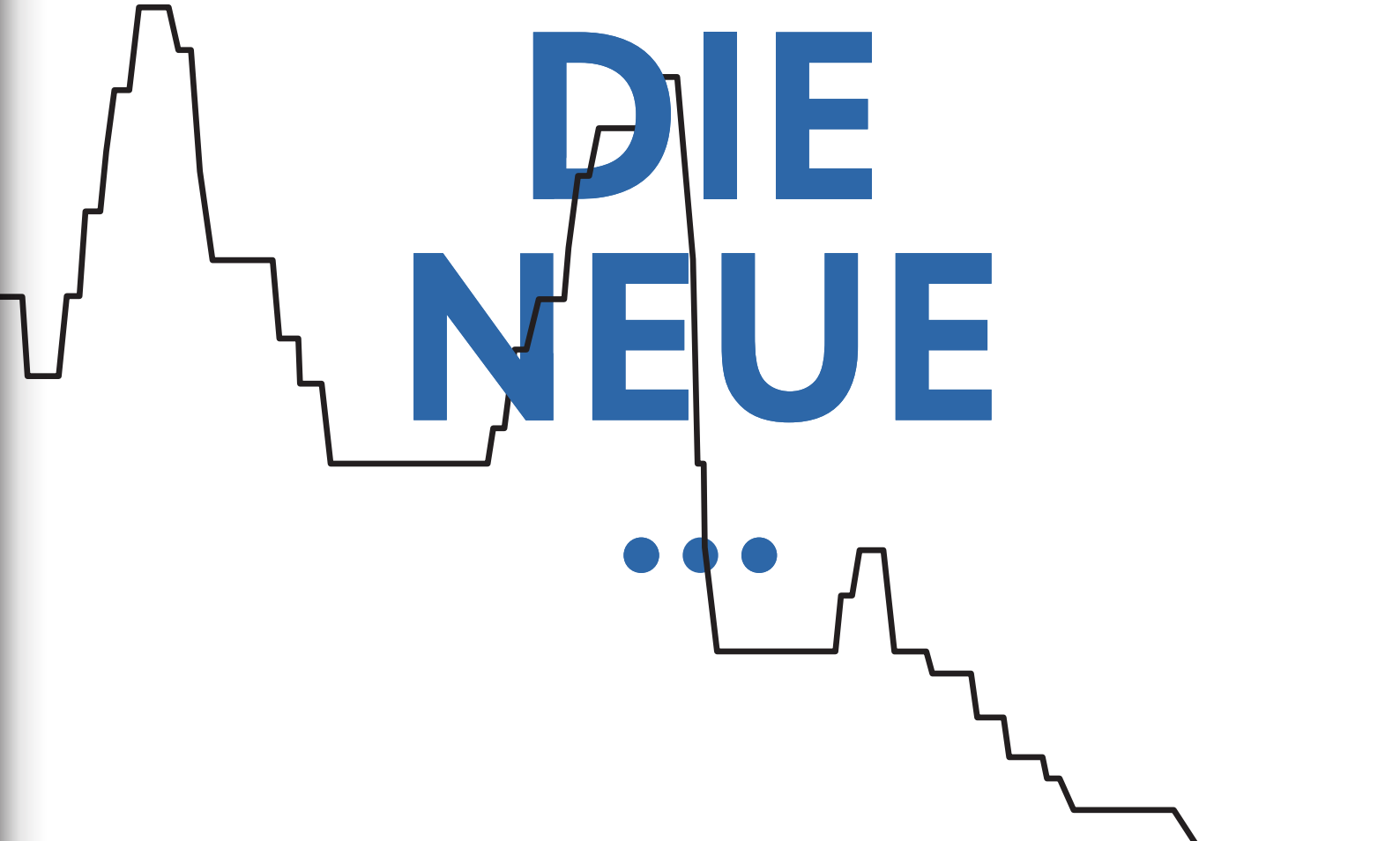
dpn

DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

SIEBTE SONDERAUSGABE
BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG
№ 3 / 2019 / 8,- €

HERAUSGEGEBEN IN
KOOPERATION MIT

LEITERbAV



DIE NEUE ...



Eine Publikation von  **FRANKFURT
BUSINESS
MEDIA**
DER F.A.Z.-FACHVERLAG

SEHEN, WAS WERT IST.



NOR MALI TÄT ?

Warum ist Ihre betriebliche Altersversorgung bei uns in guten Händen?

Ziel von Metzler Pension Management ist, die für Sie beste Lösung für die Herausforderungen in der bAV zu finden und umzusetzen. Unsere Unabhängigkeit und unsere langjährige Erfahrung im Pensionsmanagement und in der Zeitwertkontenverwaltung erlauben es uns, gemeinsam mit Ihnen individuelle Konzepte zu entwickeln und eine langfristige Geschäftsbeziehung einzugehen. So sind wir Ihnen ein verlässlicher Partner für zeitgemäße Lösungen in der bAV. Mehr dazu unter (069) 2104-1536 und www.metzler.com/pension-management.

METZLER
Pension Management
SONDERAUSGABE bAV

*Niedrigzins für
immer und ewig*

...

Editorial

»Geld- und Zinspolitik beeinflussen so gut wie alle Lebensbereiche des modernen menschlichen Daseins. Ob daher ein politisch installierter Niedrigzins als echte neue Normalität überhaupt realistisch ist, ja, er mit all seinen Folgewirkungen und Verzerrungen überhaupt mit der freiheitlich-demokratischen Grundordnung und der sozialen Marktwirtschaft dauerhaft in Übereinstimmung gebracht werden kann, ist alles andere als klar, sogar eher unwahrscheinlich.«

Michael Lennert und Pascal Bazzazi

LIEBE LESERIN, LIEBER LESER,

— was ist schon normal? Diese Frage, die man in vielen Lebensbereichen hin und wieder und mal mehr oder weniger ernst stellt, ist im Prinzip auch das Titelthema der vorliegenden dpn-Sonderausgabe Pensions. Genau genommen lautet das Thema »Die neue Normalität?«.

Gefragt wird wenig überraschend nach dem politisch installierten Niedrigzins, der uns mittlerweile seit circa zwölf Jahren begleitet und – angesichts der fiskal-, der wirtschafts- und nicht zuletzt der geopolitischen Gemengelage praktisch auf dem ganzen Planeten – uns vermutlich noch sehr lange begleiten wird. Da kann man schon mal fragen, ob wir es hier nicht nur mit einem recht langfristigen Phänomen, sondern tatsächlich mit einer echten neuen Normalität zu tun haben – die Ältere sich nur schwer vorstellen können, für Jüngere auf dem Parkett jedoch eine Realität ist, zu der sie im Berufsleben kaum Alternativen erlebt haben.

Wir diskutieren diese Frage nicht zum ersten Mal und auch nicht als Erster. Jedoch hatte sich vor nicht allzu langer Zeit zumindest die vage Möglichkeit einer Zinswende – ausgehend von der FED – am Horizont abgezeichnet. Insofern lohnt es, die Thematik nochmals unter dem Gesichtspunkt zu betrachten.

Geld- und Zinspolitik beeinflussen so gut wie alle Lebensbereiche des modernen menschlichen Daseins. Ob daher ein politisch installierter Niedrigzins als echte neue Normalität überhaupt realistisch ist, ja, er mit all seinen Folgewirkungen und Verzerrungen letztlich überhaupt mit der freiheitlich-demokratischen Grundordnung und der sozialen Marktwirtschaft dauerhaft in Übereinstimmung gebracht werden kann, ist alles andere als klar, sogar eher unwahrscheinlich.

Doch so weit können wir in dem Roundtable in diesem Heft nicht gehen. Wir beschäftigen uns nur mit der Frage, welche strategischen und operativen Konsequenzen die Annahme einer solchen Normalität für den Investor, insbesondere den Pensionsinvestor, haben muss. Denn Pensionsinvestoren müssen in sehr langen Zeiträumen denken und handeln, und wenn die Märkte unisono und über alle Asset-Klassen hinweg den Niedrigzins auf absehbare und vor allem unabsehbare Zeit antizipieren, dann müssen die Pensionsinvestoren das auch.

Nicht zuletzt: Für alle, die sich für die rund 750-jährige Geschichte der deutschen bAV interessieren, geht es in diesem Heft weiter mit der kleinen Serie, mit der unser Autor Nikolaus Bora die Zeit von den Anfängen um das Jahr 1260 über den Ersten Weltkrieg bis in die 30er Jahre des 20. Jahrhunderts bereits behandelt hat. In der vorliegenden Ausgabe beschreibt Bora das Schicksal der deutschen bAV in den Zeiten des Zweiten Weltkrieges.

Mit der vorliegenden Ausgabe erscheint die Sonderausgabe der dpn zum institutionellen Pensionswesen in Kooperation mit LEITER bAV bereits zum siebten Mal. Mit diesem Heft endet jedoch die Zusammenarbeit zwischen der dpn und LEITER bAV. Die dpn-Sonderausgaben erscheinen auch weiterhin, die nächste im November dieses Jahres, während sich Pascal Bazzazi künftig den von ihm neu herausgegebenen Medien widmet.

Gleichwohl: dpn und LEITER bAV wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Herzlichst
Michael Lennert und Pascal Bazzazi



Michael Lennert
Chefredakteur

dpn



Pascal Bazzazi
Chefredakteur und
Herausgeber

LEITERbAV

08

ROUNDTABLE

DIE NEUE NORMALITÄT?

Pascal Bazzazi — LEITER bAV / dpn
Alexander Froschauer — AXA INVESTMENT MANAGERS
Sabrina Jacobs — INSIGHT INVESTMENT
Oliver Lang — KZVK KÖLN
Martin Thiesen — METZLER PENSION MANAGEMENT
Nicolas Vogelpoth — UNIPER SE / PENSIONSKASSE VK GFA

31

STANDPUNKT

LERNEN DURCH SCHMERZEN

Pascal Bazzazi — LEITER bAV / dpn

34

HINTERGRUND

750 JAHRE bAV *Bis zum Rund- schreiben 1/45 – zwischen Steuer- schraube und Zusammenbruch*

Nikolaus Bora — dpn

42

IMPRESSUM

dpn

**BETRIEBLICHE
ALTERSVERSORGUNG**

Siebte Sonderausgabe — № 3 / 2019



DIE NEUE NOR MALI TÄT ?

Mit schöner Regelmäßigkeit keimt an den Märkten – meist ausgehend von den USA – die Hoffnung auf eine schrittweise Rückkehr zur zinspolitischen Normalität auf; um sich genauso schnell, wie sie gekommen ist, wieder in Luft aufzulösen. Stellt sich die Frage, ob die zinspolitische Gegenwart eine Art neue Normalität ist – und man sich auf diese dauerhaft einstellen muss. Nur wie? Lage und Perspektive vor allem der Fixed Income Investments diskutierte Pascal Bazzazi in der neuen Frankfurter Altstadt mit Sabrina Jacobs, Oliver Lang, Alexander Froschauer, Martin Thiesen und Nicolas Vogelpoth.

Roundtable
Frankfurt, im Frühling 2019

DIE NEUE NORMALITÄT?

Guten Morgen, Frau Jacobs, die Herren. Beginnen wir im Allgemeinen und kommen dann zum Speziellen. Zuerst also Geldpolitik. Wir haben jetzt Notenbank-gesteuert seit über zehn Jahren Niedrigzins. In den USA haben wir 2018 erste Zinserhöhungen der FED gesehen, und es gab Stimmen, dass die EZB beizeiten nachziehen könnte. Doch gegenwärtig sieht es so aus, als gäbe es in den USA kurz- bis mittelfristig keine weiteren Anhebungen, und auch in Euroland ist keine Rede mehr davon. Dachte man bis vor kurzem also noch, wir könnten langsam zur Normalität zurückkehren, muss man in der Presse nun sogar Thesen über sogenanntes Helikopter-Geld lesen.

Froschauer — Vor zwei Monaten haben wir uns zu diesem Roundtable verabredet, und ich finde es bemerkenswert, wie stark sich seitdem die Welt verändert hat, zumindest die Fixed-Income-Welt. Nachdem die FED Zinserhöhungen ausgesetzt hat, musste sich der gesamte Markt komplett neu positionieren und setzt heute zweifellos darauf, dass die nächste Bewegung der us-Zinsen eher nach unten als nach oben gehen wird. Dementsprechend hat sich die gesamte Zinsstrukturkurve extrem verflacht, da lange Laufzeiten stark gekauft wurden. Mit Blick auf eine mögliche Rückkehr zur Normalität stellt sich die Frage, ob wir nicht schon jetzt gerade im Normalen sind – nämlich in der Normalität dessen, was wir die letzten zehn Jahre erlebt haben und vielleicht auch die nächsten zehn erleben werden.

Lang — Jemand hat mal gesagt, der Übergang von einem Problem zur Lösung beginne mit der Anerkennung neuer Realitäten. Und auch ich frage mich in der Tat, wie lange wir denn noch die aktuelle Situation als unnormal bezeichnen wollen, bis wir anerkennen, dass dies offenbar normal ist. Wir haben aus Anlegersicht ein spannendes 2018 hinter uns, geprägt von der Frage, ob die FED die anderen Zentralbanken nachziehen wird oder ob im Gegenteil die FED von den anderen wieder eingefangen werden wird. Ich habe mich in meinem Leben in ökonomischen Fragen schon so oft geirrt, dass ich einmal sagen darf, dass ich hier richtig lag. Es war – und so haben wir 2018 auch agiert – unsere feste Überzeugung, dass dieser Ausbruchversuch der FED ein schnelles Ende finden wird. Und das sehen wir jetzt.

Vogeloth — Dem stimme ich zu. Im Laufe des Jahres 2018 habe ich mich gefragt, ob die Erwartungen an die EZB in puncto Zinssteigerung nicht überzogen sind. Es gab vor ein paar Jahren Analysen, welche Zinssteigerungen zum Beispiel das italienische Budget verkraften könne. Das Ergebnis, wenn ich mich recht entsinne, lag im Bereich von 50 bis 100 Basispunkten. Meines Erachtens haben die letzten Jahre gezeigt, dass die EZB am Ende für das schwächste



Die Teilnehmer in Frankfurt (v.l.n.r.):

Nicolas Vogeloth — UNIPER SE / PENSIONSKASSE VK GFA,
Martin Thiesen — METZLER PENSION MANAGEMENT, **Oliver Lang** — KZVK KÖLN,
Alexander Froschauer — AXA INVESTMENT MANAGERS DEUTSCHLAND,
Sabrina Jacobs — INSIGHT INVESTMENT, **Pascal Bazzazi** — LEITER BAV / dpn

SPONSOREN



METZLER
Pension Management



»Nur ein Mitglied des Währungsraums, bei dem die Sorge eines Flächenbrandes entstehen könnte, muss außerstande sein, fiskalpolitisch höhere Zinsen zu tragen – und schon befindet sich die EZB in einem Fiscal Dominance Szenario.«

Nicolas Vogelpoth

Mitglied der Währungsunion Geldpolitik macht und nicht für die ökonomischen Schwergewichte oder für den Durchschnitt der Union. Auch ich denke, dass es dringend an der Zeit ist, dies als neue Normalität zu akzeptieren. Schließlich muss nur ein Mitglied des Währungsraums, bei dem die Sorge eines Flächenbrandes entstehen könnte, außerstande sein, fiskalpolitisch höhere Zinsen zu tragen – und schon befindet sich die EZB in einem Fiscal Dominance Szenario.

Frau Jacobs und Herr Thiesen?

Jacobs — Ein wenig müssen wir auch noch mit Blick auf die Realwirtschaft zwischen den USA und Europa differenzieren. Die USA waren und sind auch hier mit ihrem stärkeren Wachstum in einer anderen Situation als Europa. Die EZB dagegen hat vor vielleicht zwei Jahren, als es wirtschaftlich deutlich besser aussah, schlicht die Chance verpasst, die Zinsen leicht anzuheben. Dann hätte sie jetzt etwas mehr Spielraum. Gut, die Gelegenheit ist vorbei, und derzeit gibt es für sie keine Möglichkeit einer Erhöhung mehr. Eher ist das Gegenteil der Fall. Sollte die europäische Wirtschaft nun in eine echte Rezession abgleiten – unser Basisszenario ist das übrigens nicht –, dann müsste die EZB infolge ihres Versäumnisses

wahrscheinlich über unkonventionelle, quantitative geldpolitische Maßnahmen nachdenken. Ich denke niedrige Zinsen werden uns länger begleiten, aber es gibt Unterschiede, vergleicht man Japan, USA und Europa.

Thiesen — Ja, auch ich denke, dass wir uns an die gegenwärtige Lage als neue Normalität gewöhnen müssen. Einmal technisch betrachtet: Sieht man sich die Forwards an, kann man davon ausgehen, dass wir erst in vier Jahren wahrscheinlich erneut einen Geldmarktzins von null sehen werden. Selbst der Kapitalmarkt spielt das Szenario der lang anhaltenden Niedrigzinsen. Die Kapitalmarktmodelle gehen zwar davon aus, dass wir irgendwann mal wieder Niveaus von 2 oder 2,5 oder 3 Prozent sehen werden. Das ist aber nicht mein Basisszenario. Ich vermute, dass wir mit einem zehnjährigen Bund merklich darunter landen werden.

Wenn die FED also wieder eingefangen worden ist und zumindest einzelne Mitgliedstaaten in Euroland offenkundig unter imperativem fiskalischen Druck stehen, werden die westlichen Notenbanken also weiterhin im Gleichschritt dieser »neuen Normalität« marschieren – weil sie es müssen?

Lang — Ja, dieser Gleichschritt existiert. Grund ist die Interdependenz dieser Volkswirtschaften, die so hoch ist, dass ein solcher Zins-Gap, wie wir ihn 2018 gesehen haben, zwischen Europa und den USA langfristig instabil ist. Analytisch gibt es eine fundamental-ökonomische und eine polit-ökonomische Sichtweise. Und gegenwärtig spricht keine von beiden für steigende Zinsen. Fundamental-ökonomisch sehen wir zumindest in den entwickelten Volkswirtschaften und insbesondere Euroland weder Wachstum noch Inflation. Was sollte also ökonomisch den Zins treiben?

Und polit-ökonomisch ...

Lang — ... ist in Euroland, wie Nicolas Vogelpoth eben schon sagte, der Druck, die Zinsen niedrig zu halten, enorm. Aber das ist nicht nur in Europa so. Man sieht ja, wie schwierig es für eine FED ist, zu agieren, wenn der Markt implizit Panikattacken androht. Denken Sie an das oft bemühte Bild des Drogensüchtigen, und dieses Bild gilt für die US-Volkswirtschaft genauso wie für Euroland. Außerdem stellt sich dann die Frage, welcher politische beziehungsweise geldpolitische Akteur persönlich ein Motiv haben kann, in einer solchen Situation ordnungspolitisch und antizyklisch gegenzuhalten. Ich kann nicht erkennen, was einen Politiker dazu bringen sollte, auf ein anderes Pferd als auf Niedrigzinsen zur Lösung des Schuldenproblems zu setzen.

Das könnte noch verstärkt für Verantwortliche gelten, welche die Lage politisch nicht zu verantworten haben, weil sie erst recht frisch im Amt sind. Offenkundig hat auch ein Donald Trump kein Interesse daran. Jeder einer neuen Generation, die jetzt in die



Alexander Froschauer – Head of Fixed Income Germany – AXA INVESTMENT MANAGERS

»Ich bin ein großer Fan von dem, was man früher klar und unzweideutig Schrottanleihen oder Junk Bonds genannt hat und heute etwas freundlicher unter High Yield firmiert. Solche Anleihen müssen einiges bieten, damit sie Investoren finden.«

Alexander Froschauer übernahm im Juli 2013 die Leitung des Fixed Income Portfolio Management Teams bei AXA IM in Deutschland. Der Österreicher, seit 1994 Certified European Financial Analyst (CEFA), verfügt über 30 Jahre Erfahrung im Management festverzinslicher Kundenportfolios. Vor seinem Eintritt bei AXA IM war er sieben Jahre in der Schweiz für LGT Capital Management und Credit Suisse Asset Management als Leiter Fixed Income & FX tätig, davor sieben Jahre als CIO Fixed Income der österreichischen BAWAG PSK Invest. Froschauer begann seine Karriere 1989 als Portfolio Manager bei der Creditanstalt Bankverein in Wien.

AXA Investment Managers (AXA IM) ist ein aktiver, langfristig orientierter, weltweit tätiger Multi-Asset-Experte in der Vermögensverwaltung. Das Haus verwaltet rund 730 Milliarden Euro Vermögen (Stand: Dezember 2018) und ist mit über 2.350 Mitarbeitern und 30 Niederlassungen in weltweit 21 Ländern tätig. AXA IM gehört zur AXA-Gruppe, einem der weltweit größten Unternehmen in den Bereichen finanzielle Absicherung und Vermögensverwaltung.

» Es gibt jüngere Portfolio Manager, für die dieser Niedrigzins gar keine neue, sondern bestehende Normalität ist. Die kennen gar nichts anderes, höchstens aus den Geschichtsbüchern.«

Alexander Froschauer

Verantwortung kommt, kann fragen, warum er die Rosskur-Suppe auslöffeln sollte, die er persönlich niemandem eingebrockt hat.

Lang — Niedrigzinsen sind für Politiker wahrnehmbar kostenfrei. Jede andere Strategie ist politisch mit erheblichen Kosten verbunden. Wer sollte ein Interesse daran haben, diese Niedrigzinsphase zu beenden?

Insofern setzt sich die neue Normalität auch systemisch über den einzelnen Akteur fest?

Froschauer — Wenn Sie die Frage nach der neuen Normalität stellen und die nach den politisch Verantwortlichen, dann kommt hinzu, dass es auch auf den Märkten und an den Börsen jüngere Marktteilnehmer gibt, die vor fünf, sieben, zehn Jahren in ihren Beruf eingestiegen sind, beispielsweise als Portfolio Manager, und für die dieser Niedrigzins gar keine neue, sondern bestehende Normalität ist. Denn die kennen gar nichts anderes, höchstens aus den Geschichtsbüchern.

Aber Herr Froschauer, Sie spielen hier doch nicht etwa auf unser angeblich fortgeschrittenes Alter an?

Froschauer — Nun ja, da Sie heute Geburtstag haben, spiele ich natürlich nur auf mein Alter an... Aber wie dem auch sei, am Ende des Tages müssen wir alle mit dem arbeiten, was uns zur Verfügung

steht. Es hilft jedenfalls wenig, den alten Zeiten höherer Zinsen nachzutruern – obwohl ich dies immer wieder bei Kollegen und Kunden beobachte.

Thiesen — Dass nur »altgediente« Portfolio Manager teils noch an die vor der Krise üblichen Niveaus gewöhnt sind, ist in der Tat ein Thema. Hinzu kommt, dass die jüngere Managergeneration praktisch immer einen fallenden Zins erlebt hat. Diese Leute haben sich also an eine positive Mark-to-Market-Bewertung in den Portfolios gewöhnt. Nun gibt es aber nicht nur keine Coupons mehr, sondern vor allem gibt es irgendwann auch keine Mark-to-Market-Gewinne mehr, weil die Zinsen kaum mehr deutlich weiter fallen können. Auch das ist Teil einer neuen Normalität, die auch für jüngere Portfolio Manager noch recht ungewohnt sein dürfte. Das betrifft auch und vor allem Fixed-Income-Investoren, die dann irgendwann auch ihre Benchmark überdenken müssen.

Vogeloth — Hinzu kommt, dass ich als Buy and Hold Investor möglicherweise auf ordentliche Erträge – also Coupons – angewiesen bin und die außerordentlichen Mark-to-Market-Gewinne nicht ohne Weiteres realisieren kann. Doch bei all der Trauer um hohe Zinsen wird, so finde ich, die Kehrseite der ultralockeren Geldpolitik der Notenbanken oft vergessen: dass nahezu alle Asset-Klassen eine enorme Rallye hinter sich haben. Allerdings sind viele dieser Asset-Klassen nur eingeschränkt nutzbar für stark Fixed-Income-



Martin Thiesen – Geschäftsführer –
METZLER PENSION MANAGEMENT

» Im Niedrigzins können Laufzeitenprämien bei steiler Zinskurve und Diversifikation im Kreditbereich auskömmliche Ertragsquellen sein, die die deutlich risikoreichere Aktienprämie sinnvoll ergänzen können.«

Martin Thiesen wechselte im Januar 2018 zur Privatbank Metzler und übernahm die Geschäftsführung der neu gegründeten Metzler Pension Management GmbH sowie die Vorstandspositionen in beiden Pensionsfonds und dem Metzler Trust e. V. Bis Ende 2017 war Aktuar Thiesen als Global Head of Liability Driven Solutions der Deutschen Asset Management im Konzern der Deutschen Bank Anwender und Anbieter von LDI-Strategien gleichermaßen. Thiesen, der von der Mosel stammt, kam über die DBV-Winterthur 2007 in die Bankenwelt. Seine Aufgaben im Pension Management von Metzler: Leiter Middle Office mit Schwerpunkt auf der Erstellung von verbindlichkeitsorientierten Kapitalanlagekonzepten für Unternehmen.

Erklärtes Ziel von Metzler Pension Management ist, die für Pensionsinvestoren beste Lösung für die Herausforderungen in der BAV zu finden und umzusetzen. Hierzu stellt das Haus auch die Infrastruktur bereit: einen Pensionsfonds mit mehr als einer Milliarde Euro, ein überbetriebliches CTA mit mehr als drei Milliarden Euro Volumen sowie schließlich einen zweiten Pensionsfonds zur Umsetzung der reinen Beitragszusage.

oder Cash-Yield-getriebene Investoren – also insbesondere für Pensionsinvestoren. Es gibt viele Alternativen zu Fixed Income, mit denen man eine erfolgreiche Kapitalanlage mit hinreichender Rendite hätte betreiben können. Gegebenenfalls muss man eben mit höherer Volatilität leben. Grundsätzlich ist das Universum an performanten Asset-Klassen in den letzten Jahren jedenfalls nicht kleiner geworden.

Jacobs — Dort, wo der Investor Buy and Hold betreibt oder infolge der Regulierung betreiben muss, bieten sich Investment-Grade-Anlagen mit langer Duration an. Und es gibt abseits von Buy and Hold in der Tat immer noch Anlageklassen, wo auch nach einer Absicherung in Euro gute Erträge zu erzielen sind, wie zum Beispiel US-Hochzinsanleihen oder EMD-Corporates in Hartwährung, bei denen die Renditen bei ungefähr 3,5 Prozent nach Euro-Hedging liegen. Allerdings sind viele BAV-Einrichtungen, wie Nicolas Vogeloth gerade sagte, eingeschränkt darin, wie viel sie in solchen Anlageklassen investieren können.

Damit nähern wir uns inhaltlich dem profanen Alltag des Investierens. An die Investoren: Welche Rolle spielt Fixed Income denn heute in Ihrer Strategischen Asset Allocation?

Vogeloth — In der Rückschau denke ich eher nicht, dass der Zinsverfall bei uns zu einer substanziellen Reallokation zugunsten anderer Asset-Klassen als Fixed Income geführt hat. Dazu muss man sagen, dass Uniper schon recht lange eine – für deutsche Pensionsinvestoren eher niedrige – Fixed-Income-Allokation zwischen 50 und 60 Prozent hat. Der stärkste Treiber für Fixed Income in unseren Portfolios ist die Garantieverzinsung, die den Vorsorgesystemen zugrunde liegt. Und diese Garantien sind, soweit rechtlich und regulatorisch möglich, mit den fallenden Marktzinsen abgesenkt, aber nicht abgeschafft worden. Meines Erachtens verlöre Fixed Income schlagartig an Bedeutung innerhalb der strategischen Allokation, wenn die Garantien wegfielen. Nicht umsonst haben angelsächsische Pensionsinvestoren viel höhere Equity-Quoten.

Herr Lang, wie sieht die Rolle von Fixed Income bei Ihnen gegenwärtig und perspektivisch aus.

Lang — Wir nehmen durchaus deutliche Veränderungen im Portfolio und in unserer strategischen Ausrichtung vor. Wir haben heute ein Gesamtportfolio, in dem Fixed Income noch etwa 75 Prozent ausmacht. 25 Prozent sind Eigenkapital-Investments. Unser mittelfristiges strategisches Ziel liegt in etwa bei 50/50. Fixed Income verliert ergo an Bedeutung, bleibt aber dauerhaft wesentlicher Bestandteil unserer Kapitalanlage. Auch ich denke, dass für jeden Investor, der seine Anlage am Anforderungsprofil der Liabilities ausrichtet, Fixed Income unverzichtbar bleibt. Die damit verbundene Planungssicherheit ist dort unabdingbar, wo man Cashflow-Lücken zu befüllen hat. Aber auch, wenn man wie wir als weiter wachsende Einheit noch mehrere Jahrzehnte keine solchen haben wird, ist Fixed Income wichtig, um ein über viele Jahre planbares und stetiges Wiederanlageprofil auszusteuern.

Kaufen Sie noch Bunds?

Lang — Seit circa vier Jahren haben wir sicher keinen Euro mehr in Bunds investiert. Ich kann mir auch nicht vorstellen, dass sich

das in absehbarer Zeit ändern wird. Gleichwohl eröffnet uns unser Altbestand an sehr sicheren Anlagen – darunter auch Bunds – die Möglichkeit, gewisse Zusatzertragsstrategien wie beispielsweise langfristige Wertpapierleihe zu tätigen. Insofern ist es nicht nur der Coupon der Bunds, sondern man muss eigentlich Zusatzertragsstrategien hinzurechnen.

Vogeloth — Wie sieht Ihr Planungshorizont aus, um die Zielgröße von 50/50 zu erreichen?

Lang — Wir unterscheiden zwischen einer Kapitalanlage-Strategie, die quantifiziert ist und einen etwa dreijährigen Planungshorizont hat, und einem eher qualitativen Zielbild, auf das wir diese Strategie hin ausrichten, das aber jedes Jahr hinterfragt wird. Mit einer festen Jahreszahl ist das aber nicht verbunden. Aber diese Umschichtung von den Fremd- in die Eigenkapitalanlagen bedeutet für uns vor allem Private Market Investments. Und eine Allokation in Private Markets nimmt einfach viel Zeit in Anspruch. Wir reden hier sicher von einem Prozess irgendwo zwischen fünf und sieben Jahren, bis wir uns diesem Zielbild – wenn das denn so lange Bestand hat – dann auch wirklich annähern werden.

Jacobs — Wenn die niedrigen Zinsen also weiter von Dauer sind und die jeweiligen Anlagerichtlinien es erlauben, dann werden Investoren auch weiterhin in höhere Risikoanlageklassen und/oder illiquide Werte wie zum Beispiel Immobilien, Hochzinsanleihen,

»Das Hauptproblem entsteht dann, wenn die Zinsen beziehungsweise Kreditaufschläge sprunghaft ansteigen sollten. Es gilt, diejenigen Unternehmen zu finden, die in so einem Szenario die geringsten Ausfallwahrscheinlichkeiten haben.«

Sabrina Jacobs

ABS, Schwellenländer et cetera getrieben werden, um ihre Mindestrenditen zu verdienen. Diese Entwicklung sehen wir nun zwar schon seit Jahren, doch muss man damit rechnen, dass sie sich noch weiter verstärkt. Das Hauptproblem entsteht dann, wenn die Zinsen beziehungsweise Kreditaufschläge sprunghaft ansteigen sollten. Es gilt, diejenigen Unternehmen zu finden, die in so einem Szenario die geringsten Ausfallwahrscheinlichkeiten haben.

Froschauer — Wenn Sie ein Family Office sind, wenn Sie Privatkunde sind, dann haben Sie jedes Recht, Fixed Income kopschüttelnd den Rücken zu kehren, und viele haben das auch getan, zum Teil schon vor Jahren. Regulierte und auch Liability-gesteuerte Investoren haben diese Möglichkeit nicht oder zumindest nur in stark eingeschränkter Form. Aber wie wir eben schon gehört haben: Die Gesamtkonstruktion von Fixed Income wandelt sich weiter massiv. Erstens nimmt der Anteil in nahezu allen Portfolios kontinuierlich ab, und zum Zweiten ändert sich der Teil, der im Portfolio verbleibt, in risikoreicheres Fixed Income – vor allem in Richtung High Yield und Emerging Markets.

Thiesen — Ich glaube ebenfalls, dass wir noch weiter werden umdenken müssen. Wir haben einen Risikofaktor mit auskömmlichem Niveau verloren, nämlich den Zins. Wir haben zwar immer noch die Zinsstrukturkurve, und man kann immer noch Zinsertrag auf der Kurve generieren. Wir werden uns jedoch immer mehr auf Risikoprämien fokussieren müssen, wie zum Beispiel auf die Aktie oder auf ein Spread-Risiko. High Yield und Emerging Market Debt werden weiter an Bedeutung gewinnen, soweit es Regulierung und Richtlinien zulassen. Ich sehe mittlerweile praktisch nur noch zwei Grundpositionen auf der Spread-Seite: einerseits die reine, aktive Selektion, sich also die Emittenten anzusehen, deren Verschuldung zu prüfen und Einzeltitel zu picken sowie die Diversifikation zu erhöhen, um weniger anfällig gegen künftig steigende Ausfallraten zu sein – und eben nicht mehr nur die Benchmark zu kaufen.

Und andererseits ...

Thiesen — ... synthetisch vorzugehen, über Credit Default Swaps. Dort habe ich eine Gleichgewichtung der Emittenten im Index, und da ist das Leverage des einzelnen Emittenten unerheblich.

Das ist eine Diversifikation und Risikomanagement in sich. Für mich steht fest, dass bei weiter niedrigen Zinsen nur noch die Wahl zwischen diesen beiden Polen bleibt. Das einfache Investieren in die Benchmark von Fixed Income wird jedenfalls immer weniger funktionieren.

Apropos Leverage: Wenn also die Szenerie davon geprägt ist, dass in dieser neuen Normalität permanent neues Geld gedruckt wird, dann hat das klar Folgen für Finanz- und Realwirtschaft. In der Folge sind da draußen Abhängigkeiten von dem niedrigen Zins entstanden, und sie entstehen weiter. Bedeutet das nicht auch, dass die Frage, wie stark Anleiheemittenten verschuldet und wie stark ihre Geschäftsmodelle von dem niedrigen Zins abhängig sind, für den Investor zunehmend an Bedeutung gewinnt – betreffend Solvenz, Rating ...?

Vogeloth — Das ist für uns vor allem ein Thema im Bereich Investment Grade Corporates. Auch wenn der operative Umgang mit einzelnen Wertpapieren bei unseren Mandatsmanagern liegt, beobachten wir durchaus aufmerksam, dass die

Verschuldungen stark gestiegen sind. So fühlen wir uns aktuell mit einer Allokation von circa 10 bis 15 Prozent Investment Grade wohl und kämen aktuell nicht auf die Idee, diese hochzufahren. Für Emerging Market Debt wiederum erscheint uns auf strategischer Ebene die Politik der FED wichtiger als die Verschuldung – wie wir ja 2018 gesehen haben. Sobald in den USA die Zinsen steigen und der Dollar stärker wird, leiden die Emerging Market Portfolios – und umgekehrt. Ergo ist die neuliche Abkehr der FED von weiteren Zinserhöhungen möglicherweise einer der stärksten Treiber für den Rebound von EM-Titeln, sei es Equity oder Fixed Income.

Jacobs — Wir verwalten einen Großteil der uns anvertrauten Vermögen im Bereich Investment Grade Credit. Und schon letztes Jahr haben wir damit begonnen, uns genauer anzusehen, ob infolge zunehmender Verschuldung viele größere Unternehmen auf unter BBB heruntergestuft und damit zu High Yield werden könnten. Wir denken aber, dass das Risiko mit aktivem Management beherrschbar ist. Wir haben Modellierungen für Ausfallraten, die von circa zwei kommend derzeit



global Richtung vier Prozent gehen, aber damit weiterhin recht niedrig sind. Darüberhinaus muss man selektiv investieren und insbesondere Default-Kandidaten vermeiden. Außerdem sind viele Unternehmen immer noch im hohen BBB-Bereich geratet, und kurzfristig rechnen wir hier nicht mit Herabstufungen in größerem Umfang. Also: Gewisse Sorge ist gerechtfertigt, unmittelbare Gefahr besteht eher weniger.

Froschauer — Die meisten Emittenten von Unternehmensanleihen sind selber börsennotiert und damit auch nach dem Prinzip des Shareholder

Value gesteuert – nicht zuletzt, weil das Management dementsprechend bezahlt wird. Dass über Rückkäufe ein höheres Leverage angestrebt wird, kommt insofern nicht überraschend. Als Anleihen-Investor ist es für mich natürlich ein Alptraum, wenn ein Unternehmen sich verschuldet, um damit eigene Aktien zurückzukaufen; das ist fast schon das Worst-Case-Szenario. Aber genau das passiert derzeit. Auf der anderen Seite wissen die Unternehmen durchaus, dass sich ihr Geschäftsmodell mit einem High Yield Rating oft nicht mehr rechnen würde – fünf, sechs, sieben Prozent Zinsen würden sie schlicht nicht überleben. Insofern sollte

es im ureigenen Interesse eines jeden Managements sein, den Leverage nicht zu hoch zu treiben. Die Entwicklung ist auch nicht neu und hat auch nur eingeschränkt mit den niedrigen Zinsen zu tun, sondern oft auch mit satten Märkten: Wenn ein Unternehmen in seinem Markt seine Gewinne nicht mehr steigern kann, dann greift das Management oft dazu, eigene Aktien zurückzukaufen.

Sie sehen hier kein akutes Problem?

Froschauer — Bis runter zu der Grenze High Yield sehe ich kein großes Problem darin. Und man muss

»Wenn ein großer Teil der Fixed Income Investments Held to Maturity ausgerichtet ist, dann muss mich die Spread-Volatilität, die wie 2018 auch mal enorm zulegen kann, nicht interessieren. Mich interessieren Ausfallwahrscheinlichkeiten.«

Oliver Lang

fairerweise sagen: Ob ein Unternehmen nun mit BBB+ oder BBB- geratet ist, das ist keine exakte Wissenschaft. Sehen Sie, wir haben uns darauf geeinigt, dass die ganze Welt Investment Grade kaufen darf. Und nahezu alle institutionellen Anleger dürfen darunter gar nichts oder nur in geringem Umfang etwas kaufen. Diese – in gewisser Weise willkürlich festgelegte – Grenze darf ein Unternehmen nicht unterschreiten, und deshalb ist sie die einzige, die meines Erachtens Relevanz hat.

Lang — Einerseits ist es natürlich völlig unstrittig, dass sich infolge dieser Verschuldung hier ein gewisses Risiko aufbaut. Aber sehen wir uns unter dem Gesichtspunkt einer neuen Normalität einmal das Beispiel Japan an. Die japanische Volkswirtschaft ist nicht nur geprägt durch sehr niedrige Zinsen, sondern zeigt auch seit vielen Jahren bemerkenswert niedrige Ausfallraten. Eine Facette dieser neuen Normalität kann offenbar auch eine Kombination aus wenig Wachstum, aber hoher Stabilität der Volkswirtschaft sein. Das ist das eine. Das andere ist, dass wir als Kapitalanleger in diesem Umfeld nicht umhinkommen, Risiken zu akzeptieren. Und Credit-Risiken sind Risiken, die ich lieber nehme als so manches andere. Denn mit dem Risiko, das in Unternehmensanleihen steckt, können wir als Investoren umgehen. Wenn beispielsweise wie bei uns ein großer Teil der Fixed Income Investments Held to Maturity ausgerichtet ist, dann muss mich die Spread-Volatilität, die wie 2018 auch mal enorm zulegen kann, nicht interessieren. Mich interessieren Ausfallwahrscheinlichkeiten. Und die kann ich fundamental analysieren und durch eine Selektion unter Kontrolle behalten.

» Wenn es stimmt, dass wir in einer neuen Zeit mit einer dauerhaft neuen Zinswelt leben müssen, dann ist es legitim, in die lange Duration zu gehen und Coupon und Roll down mitzunehmen.«

Martin Thiesen

Aber je länger die Duration, desto anspruchsvoller wird diese Aufgabe.

Lang — Das ist richtig. Aber das ist unser Schicksal, dass wir mit zunehmend anspruchsvoller werdenden Aufgaben in der Kapitalanlage zu tun haben.

Froschauer — Apropos Duration – ich muss oft feststellen, dass sich viele Institutionelle vor dem Risiko eines Zinsanstieges fürchten. Das ist etwas, was mir aktuell völlig unverständlich ist. Das Zinsänderungsrisiko ist einem jeden Fixed Income Investment inhärent. Ich denke, es ist auch keine sehr sinnvolle Strategie, dies vermeiden zu wollen.

Also keine Angst vor der Duration an sich?

Froschauer — Genau, und wenn man sich nicht vor Zinsanstiegen fürchtet, dann kann man auch zehnjährige Anleihen kaufen. Persönlich ist die Neunjährige für mich der »Sweet Spot« in der Zinskurve, weil man mit Techniken wie beispielsweise Roll down noch Zusatzerträge erreichen kann.

Herr Thiesen, was sehen Sie bei Ihren Kunden mit Blick auf die Risikoleiter?

Thiesen — Grundsätzlich ist das Gewicht von Fixed Income immer noch hoch, und es wird immer ein zentraler Bestandteil im Portfolio des Pensionsinvestors sein müssen. Ich habe auch Investoren gesehen, die zum Beispiel Bund Futures gekauft und sich die Bunds haben liefern lassen, weil keine Staatsanleihen mehr am Markt zu kaufen waren. Grund ist die Steilheit der Kurve: Man wird bei langer Duration immer noch dafür bezahlt, das Risiko zu nehmen. Und wenn es stimmt, dass wir in einer neuen Zeit mit einer dauerhaft neuen Zinswelt leben müssen, dann ist es legitim, in die lange Duration zu gehen und Coupon und Roll down mitzunehmen.

Froschauer — Denjenigen unter meinen Kunden, die ein Zinsrisiko über ihren Liabilities haben, empfehle ich, ihre langen Verpflichtungen über High Quality zu decken, also AAA, AA, Subsovereigns oder Government related, und dies dann betreffend die kürzeren Verpflichtungen mit High Yield zu kombinieren. Dann sind Sie bei den attraktiveren Enden des Credit-Spektrums investiert, ersparen sich komplett Investment Grade Corporate Bonds und müssen sich daher nicht dort hineinbegeben, wo sich die ganze Welt gerade auf den Füßen steht.

Risiko kann man erst recht durch Illiquidität gepaart mit Duration nehmen, oder?

Thiesen — Illiquidität ist ein Thema, und manche Pensionsinvestoren suchen diese in Infrastructure Debt. Die Frage ist natürlich immer, wie viel Illiquidität sich der jeweilige Investor erlauben kann. Akteure mit abnehmendem Cashflow-Profil eher weniger, wachsende Einrichtungen eher mehr. Nicht minder wichtig sind die jeweiligen Bilanzierungsvorschriften, denen der Institutionelle unterliegt, und welche Garantien er erfüllen muss. Ein Pensionsfonds mit einem stationären Rechnungszins verfolgt eher Strategien des Absolute Return, um sicher den Rechnungszins zu verdienen, wohingegen IFRS-Bilanzierer, beispielsweise ein CTA-Investor, eher die Wirkungen von Veränderungen des Diskontzinses auf die Bilanz vermeiden wollen. Das Feld der Investoren ist auch im Pensionswesen sehr heterogen. Insgesamt sehen wir aber gleichwohl besagten Trend, auch bei Fixed Income tendenziell in Richtung Absolute Return und weniger nach Benchmarks zu steuern.

Und das also durchaus mit besagten langen Durations?

Thiesen — Eben. Nur: Wenn Sie mit einem Investor reden oder mit einem Vorstand und sagen, dass Sie in eine 15er-Duration investieren wollen, ganz ehrlich, 90 Prozent der Investoren fassen sich erst mal



an den Kopf und meinen, man könne doch bei dem niedrigen Zins nicht eine so lange Zinssensitivitäten aufbauen.

Aus Angst vor einem Zinsanstieg?

Thiesen — Ja, ungeachtet der Lage, die wir eingangs besprochen haben, ist es so, wie Alexander Froschauer eben sagte – irgendwie haben viele immer noch Angst vor dem Zinsanstieg.

Und womit argumentieren Sie dann vor dem Investor?

Thiesen — Damit, dass wir doch recht unstrittig von mindestens vier, fünf weiteren Jahren Niedrigzins reden. Dann kann man auch den höheren Coupon nehmen, dann den Roll down, wenn man kein HGB- oder Buchwert-Bilanzierer ist. Das ist ein Zusatzertrag, der substanzial ist, der dazu führt, dass man weniger Eigenkapitalrisiken nehmen muss, weniger Aktien braucht, weniger Reißbrettprodukte benötigt.

Froschauer — Wir sehen ebenfalls deutliche Nachfrage nach Infrastruktur-Investments, und das Problem ist auch hier, dass die Nachfrage weit größer ist als das Angebot. Und natürlich: Jedes Land, jede

Gemeinde, die sich ohnehin aktuell zum Nullzins refinanzieren kann, stellt sich immer die berechtigte Frage, warum sie zur Finanzierung ihrer Infrastruktur mehr zahlen oder irgendwelche Partnerschaften eingehen soll. Derzeit läuft es meistens so, dass die Investoren einen Betrag von x investieren wollen und mit x Halbe am Ende des Jahres rauskommen.

Damit kommen wir zum Sourcing. Gern also lange Duration, aber bitte aktiv oder zumindest als Buy and Maintain wegen des Emittentenrisikos besonders am langen Ende. Findet man denn genug Material, Herr Lang?

Lang — Ich muss hier kurz ausholen. Gedanklich gliedern wir unser Fixed Income Portfolio in zwei Töpfe auf – wir sprechen von einem ALM-Portfolio und einem Rendite-Portfolio. Das ALM-Portfolio stellt den ausschließlich auf die Cashflow-Notwendigkeiten ausgerichteten Teil unseres Portfolios dar, während wir das Rendite-Portfolio mit höheren Freiheitsgraden managen. Fixed Income spielt in beiden eine Rolle, doch ist das ALM-Portfolio ausschließlich ein Fixed-Income-Portfolio. Aber auch in dem renditeorientierten Portfolio hat Fixed Income seinen Platz. Im ALM-Portfolio, das Buy and Maintain gemanagt wird, haben wir uns im vergangenen Jahr intensiv –

»Bei High Yield haben wir unter anderen den Ansatz, der sich darauf fokussiert, Unternehmen zu finden, die mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ihre Bonds vorzeitig zurückkaufen.«

Sabrina Jacobs

und wie ich finde, erfolgreich – bemüht, Private Placements umzusetzen: große Tickets mit ausgewählten, zum Teil staatsnahen Emittenten, deren Risiko wir sehr gut einschätzen können und wo wir im direkten Dialog mit den Emittenten die Emissionen auf unser Cashflow-Profil zuschneiden können. Die Spreads finden wir dabei durchaus attraktiv. Derzeit schneiden wir außerdem ein spezifisches Fondsmandat für Subordinated Debt, also hybride Nachrang-Anleihen. Schließlich interessieren wir uns für Private Debt mit mittelständischen Unternehmen, so dass wir hier etwas mehr Risiko nehmen können. Hier suchen wir allerdings nach einer Fondslösung, denn das trauen wir uns operativ selbst nicht zu. Allerdings fehlt uns noch der kompetente Partner hierzu.

Und in dem Rendite-Portfolio ...

Lang — ... diversifizieren wir sehr stark aus der Eurozone heraus, in Emerging Markets, und dort in Staatsanleihen wie in Corporates. Ansonsten machen wir das, was man landläufig etwas unscharf Alternatives nennt, ausschließlich über die Equity-Seite.

EMD machen Sie in Local Currency?

Lang — In kleinen Teilen ja. In unserem renditeorientierten Portfolio versuchen wir, über eine

Diversifikation in Emerging Markets hinein ein attraktives Rendite-Risiko-Profil zu identifizieren, während wir im ALM-Portfolio die Strategie einer ausgewählten Selektion und die erwähnten Private Placements ausschließlich in Developed Markets fahren.

Und den kleinen Teil EMD Local Currency hedgen Sie nicht, nehmen Sie an?

Lang — Das stellen wir gerade um. Bislang hedgen wir. Das macht aber aus Kostengründen zum Teil wenig Sinn, so dass wir hier aus einer einfachen Transaktionskostenüberlegung heraus dazu übergehen, eine kleine offene Quote zu belassen.

Ihre Private Placements im ALM-Portfolio machen Sie also mit staatsnahen Emittenten. Können Sie Namen nennen? Ich bin ein wahrer Fan von Subsovereigns und Agencies.

Lang — Da das sehr ausgewählte individuelle Deals sind, kann ich keine konkreten Namen nennen. Aber wir bewegen uns da im Bereich staatsnaher Unternehmen, die teils auch mit Staatsgarantien ausgestattet sind, beispielsweise aus dem Infrastrukturbereich. Das machen wir übrigens nicht nur in Deutschland, sondern auch in Österreich. Aber es sind auch erste Corporate-Adressen darunter.

Herr Vogelpoth, nehmen Sie Währungsrisiko?

Vogelpoth — Das kommt auf die Asset-Klasse an. Auf der Fixed-Income-Seite haben wir bis auf eine Ausnahme alles gehedgt. Und die Ausnahme ist genau das, was Sie auch schon ansprachen, Herr Lang, nämlich das sind die EM Local Currencies gegenüber dem US-Dollar. Das Dollar-Euro-Risiko hedgen wir dann wiederum raus. Lediglich auf der Equity-Seite erlauben wir im Rahmen aktiver Mandate ein paar offene Währungspositionen – aber nur innerhalb unserer Limits.

Herr Froschauer, wie sehen Sie die Lage beim Material?

Froschauer — Fixed Income von einem bis zehn Jahre ist nach wie vor Brot und Butter. Hier kann man weiter aus dem Vollen schöpfen. Jeden Tag gibt es fünf-, sieben-, zehnjährige Emissionen. Es ist also kein Problem, hier ein breit diversifiziertes Portfolio aufzubauen. Für viele institutionelle Investoren sind aber auch Laufzeiten von 15 bis zu 30 Jahren interessant, um ihre Liabilities zu matchen. Das ist meiner Meinung nach kein Bereich mehr, in dem man mit BBB gerateten Corporate Bonds operieren sollte. In dieser Duration bewegt man sich normalerweise im Bereich High Grade, also AAA, AA, Governments, Subsovereigns, Pfandbriefe ... all das setzt man dort ein, wenn man sicher sein muss, sein Geld nach 30 Jahren auch verlässlich zurückzuerhalten. Bei überlangen Durations sind Sie also mit einem sehr eingeschränkten Universum konfrontiert. Und dann ist es natürlich auch so, dass bei diesen erstklassigen Emittenten auch nicht immer das Interesse da ist, große Benchmark-Emissionen



Sabrina Jacobs – Fixed Income Investment Specialist – INSIGHT INVESTMENT

»Buy and Maintain heißt nicht passives Investieren. Wer eine gute Analyse macht und nicht nur auf die Ratings der Agenturen setzt, sondern auch auf eigene, die idealerweise die Schritte der Rating-Agenturen antizipieren, der kann hier noch sichtlichen Mehrwert schaffen.«

Sabrina Jacobs ist seit 2018 als Investmentsspezialistin für verschiedene Anleihestrategien bei Insight Investment. Davor war die Volkswirtin als Director bei Barclays Capital ebenfalls als Investmentsspezialistin tätig. Ihr Berufseinstieg in der Finanzbranche begann im Jahr 2001 bei der damaligen Dresdner Kleinwort, wo sie fünf Jahre als Analystin mit den Schwerpunkten Wirtschafts- und Devisenstrategie arbeitete. Insight Investment ist ein auf institutionelle Investoren spezialisierter globaler Asset- und Risikomanager und verantwortet ein Kundenvermögen von über 750 Milliarden Euro (Stand März 2019) in festverzinslichen Anlagen, Risikomanagementstrategien, einschließlich Liability-Driven-Investments (LDI), Währungsrisikomanagement, Absolute-Return- und Multi-Asset-Strategien. Als einer der ESG-Pioniere im Anleihenmanagement sind Nachhaltigkeitskriterien integraler Bestandteil des Investmentprozesses.

vorzunehmen. Deshalb bin ich ganz bei Ihnen, Herr Lang, dort müssen Sie mit Private Placements arbeiten, mit bilateralen Emissionen. Das ist natürlich mit zuweilen zähen Verhandlungen mit dem Emittenten über einen für beide Seiten auskömmlichen Zinssatz verbunden, unter Umständen auch als Club Deal, wo mehrere institutionelle Investoren zusammen eine Anleihe finanzieren. Dies ist oft langwierig und ein völlig anderes Fixed Income Management, als

wenn Sie heute einen Anleihenfonds gegen eine Benchmark managen und versuchen, diese um zehn Basispunkte outzuperformen.

Leichter wird es nicht.

Froschauer — Absolut nicht, nein. Das ist zweifellos richtig. Aber soll es ja auch nicht, oder? Dann könnte es ja jeder.

Bleiben wir noch beim Sourcing. Welche Art von Papieren kommen noch infrage angesichts der Lage, die wir besprochen haben, Frau Jacobs?

Jacobs — Die Entwicklungen an den Märkten in den letzten Quartalen zeigen auch, dass durchaus Geld sowohl in Unternehmensanleihen also auch in Staatsanleihenmärkten zu verdienen ist: Bunds waren 2018 eine der profitabelsten Anlageklassen! Und im ersten Quartal dieses Jahres haben Unternehmensanleihen im IG-Bereich in der Eurozone deutlich über drei Prozent erwirtschaftet. Allerdings folgte das auf ein recht schlechtes viertes Quartal 2018. Klar ist, dass das Timing dieser Investitionen wichtiger geworden ist – und es deshalb vielleicht auch bedeutender als zuvor ist, mit einem guten aktiven Manager zusammenzuarbeiten.

Und was bevorzugen Sie abseits Investment Grade?

Jacobs — Auch wir finden interessante Titel natürlich derzeit eher bei High Yield als bei Investment Grade. Bei High Yield haben wir unter anderen den Ansatz, der sich darauf fokussiert, Unternehmen zu finden, die mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit ihre Bonds vorzeitig zurückkaufen. Das ermöglicht außerdem, die Duration runterzubringen – falls der Bedarf mal da ist. Liegt die Duration beispielsweise regulär bei vier Jahren, erreichen wir mit den Early Call Rates meist rund anderthalb Jahre. Gleichwohl sehe ich bei Buy and Maintain grundsätzlich durchaus auch noch Potential bei Investment Grade. Buy and Maintain heißt dabei nicht passives Investieren. Wer eine gute Analyse macht und nicht nur auf die Ratings der Agenturen setzt, sondern auch auf eigene, die idealerweise die Schritte der Rating-Agenturen antizipieren, der kann hier noch sichtlichen Mehrwert schaffen.

»Gerade LDI-Portfolios steuern wir oft nach Buy and Maintain, vor allem bei Durations von 10-plus.«

Martin Thiesen



»US High Yield ist in diesen Jahren für mich der einzige interessante USD-FI-Markt, vielleicht ergänzt um EMD und UK High Yield. Der europäische High-Yield-Markt ist ein Witz dagegen.«

Alexander Froschauer

Herr Thiesen, welche Papiere, welche Emittenten?

Thiesen — Ich stimme Sabrina Jacobs zu. Gerade LDI-Portfolios steuern wir oft nach Buy and Maintain, vor allem bei Durations von 10-plus. In Euroland gibt es hier nur noch wenige Emittenten, die man sich stets ganz genau anschauen muss, weil man ja gegebenenfalls jenseits des üblichen Emittentengewichts investieren muss. Man muss unter Umständen auch mal 2,5 oder 5 Prozent in einem Emittenten investiert sein, wenn man die Duration rein physisch braucht, hinten aber weniger investierbares Material ist. Wenn ich mit Kollegen spreche, die sehr dem aktiven Management zugeneigt sind, vertrete ich die Position, dass es weniger darum geht, etwas zusätzliches Alpha zu generieren, sondern vielmehr darum, den Emittenten so auszuwählen, dass – obwohl er zum Beispiel BBB geratet ist – man auch 10, 15, 20 Jahre mit diesem Emittenten leben kann. Wir sind im Übrigen auch ein klarer Verfechter von us-Dollar-Anleihen, wobei die meisten Investoren die Währung wieder zurückhedgen.

Den Kosten zum Trotz?

Thiesen — Von der Rendite bleibt da in der Tat nicht allzu viel übrig, vom Spread aber durchaus. Hier geht es aber auch um Diversifikation – raus aus der Eurozone, und das nicht, um den Euro zu verlassen, sondern einfach um das Risiko zu verbreitern.

Das Emittentenrisiko?

Thiesen — Genau. Das Universum wird breiter, ergo hat man mehr Möglichkeiten, Unternehmensmodelle und Emittenten unter dem Gesichtspunkt des Risikomanagements zu prüfen. De facto kriegt man vielleicht am Ende einen ähnlichen Yield wie in der Eurozone, man hat aber ein sichtlich breiteres Anlageuniversum.

Jacobs — Und die Duration ist in den USA meist länger.

Thiesen — So ist es.

Froschauer — Ich bin ohnehin ein großer Fan von dem, was man früher klar und unzweideutig Schrottanleihen oder Junk Bonds genannt hat und heute etwas freundlicher unter High Yield firmiert. Warum? Solche Anleihen müssen einiges bieten, damit sie Investoren finden. us High Yield ist für mich eine der wenigen Asset-Klassen, die sich heute auch nach Währungs-Hedge für Euro-Investoren noch lohnen. Ich tue mich schwer mit us Investment Grade, mit us Governments oder Subsovereigns in us-Dollar. us High Yield ist in diesen Jahren für mich der einzige vernünftige, interessante USD-FI-Markt, vielleicht ergänzt um EMD und UK High Yield. Er tut mir leid, aber der europäische High-Yield-Markt ist ein Witz dagegen. us High Yield ist für mich auch das einzige Portfolio, in dem man kürzere Durations fahren kann. Man gibt dort auch nicht viel Return auf, die Kurve wird hinten sehr flach.

Vogeloth — us High Yield ist mit 70 Prozent plus/minus ein paar Punkten seit vielen Jahren zentraler Bestandteil unserer High-Yield-Komponente. Damit fahren wir gut. Es gibt nämlich noch einen anderen positiven Aspekt: Wir tun uns deutlich leichter, gute aktive us High Yield Manager zu finden, als das für den Euroraum der Fall ist. Wir haben uns vor einiger Zeit sehr viel Mühe gemacht, das systematisch zu analysieren, und unsere Intuition wurde bestätigt. Breit aufgestellt sind wir daneben noch im Bereich EMD: Corporate Hard Currency und Sovereign Hard Currency, aber auch Sovereign Local Currency, also das ganze Spektrum. Daneben interessieren wir uns für Hybrid-Anleihen oder Bonds aus Regionen abseits des allzu Üblichen – Skandinavien ist hier ein Beispiel.

Lang — Wir machen mit us High Yield genau die gleiche Erfahrung. Das ist eine etablierte Asset-Klasse, die in einem globalen diversifizierten Portfolio ihren Platz hat. Es ist bei uns kein Thema, das wir im Moment strategisch forcieren, aber auch keines, das wir infrage stellen. Aber was ich auch nach unserer Erfahrung explizit bestätigen kann, ist, dass es eine der wenigen Asset-Klassen ist, in der die Suche nach Alpha sich wirklich lohnt und in der man auf Manager trifft, die stabil outperformen.

Was halten Sie denn von Methusalem-Anleihen. Die könnte ich doch kaufen als Pensionsinvestor, und wenn sie fällig werden

»Wir tun uns deutlich leichter, gute aktive us High Yield Manager zu finden, als das für den Euroraum der Fall ist.«

Nicolas Vogeloth

oder schließlich ausfallen, bin ich längst im Ruhestand – oder noch weiter.

Thiesen — Nun ja, auch eine Sicht auf die Dinge, aber hoffentlich keine gängige. Aber im Ernst: Meine klassische ALM-Anleihe ist die Hundertjährige von GDF Suez. Bei einem meiner vorherigen Arbeitgeber haben wir die damals ins Portfolio des CATs gekauft. Damit kann man zwar nicht unbedingt ein Cashflow-Profil abdecken, aber man generiert einen hohen Durationsbeitrag. Und man hält solche Titel auch nicht in solcher Größenordnung, dass sie bei einem Ausfall das Portfolio komplett verhageln könnten.

Herr Lang, operieren Sie mit Methusalem-Anleihen?

Lang — Nein – wobei ich das jetzt auch nicht kategorisch ausschließen würde. Als Volkswirt bin ich überzeugt: Es gibt zwei ökonomische Größen, die sind nicht prognostizierbar, nämlich der Wechselkurs und der Zins. Ich beschäftige mich daher lieber mit Credit-Risiken als mit Zinsrisiken, weil ich wie erwähnt glaube, dass man Credit-Risiken eher durch eine fundierte Risikoanalyse erschließen kann. Beim Zins würde ich wohl nicht auf das ganz, ganz lange Ende der Zinskurve setzen.

Froschauer — Hundertjährige erfüllen dann ihren Zweck, wenn Sie mit einem sehr kleinen Teil des Portfolios hohe Duration aufbauen wollen. Allerdings: Wenn Sie sich die Kurve ansehen, egal wann und egal wie, dann ist die jenseits der 30 Jahre fast immer flach. Das wird nur zum Teil über den Spread abgegolten. Aber als Investor haben Sie zweifellos den Vorteil, sich über das Reinvestieren der Tilgung keine Sorgen machen zu müssen. Das können Sie beruhigt der nächsten Generation überlassen.

Wäre ich Politiker, Finanzpolitiker in der Bundesrepublik Deutschland, die – egal für welche Laufzeit – so gut wie nichts zahlt, dann würde ich 100-jährige Bunds emittieren. Aber gut, wir wollen die Herrschaften in der Berliner Wilhelmstraße hier mal nicht auf dumme Gedanken bringen. Also Summa summarum ganz grob: Dort, wo nötig IG gern mit langer Laufzeit, Buy and Maintain und Roll down, dann mit kürzerer Duration High Yield als EMD und vor allem USD, dort aktiv höhere Spreads und Zins vereinnahmen, Währung nur hedgen, wenn man muss, Ausfall statt Zinsrisiko managen – insgesamt eine häufige, eine lohnende FI-Strategie?



Oliver Lang – Kapitalanlagevorstand – KZVK KÖLN

»In unserem renditeorientierten Portfolio versuchen wir, über eine Diversifikation in Emerging Markets hinein ein attraktives Rendite-Risiko-Profil zu identifizieren, während wir im ALM-Portfolio die Strategie einer ausgewählten Selektion und Private Placements ausschließlich in Developed Markets fahren.«

Dr. Oliver Lang verantwortet im Vorstand der KZVK Köln, der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse des Verbandes der Diözesen Deutschlands, deren Kapitalanlage. Zuvor war Lang über zehn Jahre Finanzvorstand verschiedener Lebens-, Kranken- und Kompositversicherer. Nach Studium der Volkswirtschaftslehre und Promotion am Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung (ZEW) und ersten Berufsstationen in der Beratung und als Teamleiter für Alternative Investments bei der Allianz Lebensversicherung war er als Bereichsleiter Finanzen der Protektor Lebensversicherung zuständig für die Sanierung und Restrukturierung der Kapitalanlagen des »Protektor-Falles« Mannheimer Leben. Die KZVK ist eine der größten Pensionskassen Deutschlands. Mit einem Anlagevermögen von mehr als 22 Milliarden Euro sichert die KZVK die betriebliche Altersversorgung der mehr als 1,5 Millionen aktiven und ehemaligen Beschäftigten der deutschen katholischen Kirche und der Caritas.

Thiesen — Ich halte das zumindest für eine in diesen Zeiten auskömmliche. Und bei us High Yield ist das Universum größer, und Sie haben auch nach Hedging noch einen Yield Pick-up gegenüber dem Euro High Yield, zumindest meistens. Und Sie generieren Diversifikation. Wenn Sie dann vor Ort einen guten Manager haben ... denn, ja, auch die Default Rates sind drüben höher. Man wird auch nicht jeden Default vermeiden können, insofern muss man sichtlich mehr Wert auf die Credit-Qualität legen als

bei Investment Grade, wo das Universum die Qualität ja ein wenig automatisch mitbringt.

Jacobs — Auch wir engagieren uns in High Yield tendenziell stärker in den USA beziehungsweise im US-Dollar. Wie Martin Thiesen gerade sagte, der Markt ist größer, liquider, und es gibt manchmal auch gute Möglichkeiten, Corporates zu finden, die in Euro spürbar anders gehandelt werden zum Beispiel als in Dollar. Noch vor kurzem hatten wir Papiere, die im Dollar-Markt günstiger gehandelt werden. Das lohnt sich für Euro-Investoren selbst nach Hedging noch.

Und im Zweifel synthetisch nachhelfen?

Thiesen — Viele Investoren zögern, ein derartiges Portfolio derivativ umzusetzen, insbesondere, wenn es um die Zinsduration geht, weil eben die schon erwähnten Collateral-Anforderungen hoch sind. Das zwingt dazu, Bunds im Portfolio zu halten. Man kann dann zwar über die Leihe weitere Erträge erzielen, aber Cash- und Bund-Quoten werden in den Portfolios bei substantiellen Overlays schnell zu hoch. Deswegen sagen wir, dass der Investor alles, was er physisch auch in anderen Regionen aufbauen kann, auch physisch aufbauen sollte. Auf der Zinsseite geht das häufig auch, weil man die Emissionen hinten hat. Auf der Credit-Seite wird es schwierig. Da wird man weiterhin mit Derivaten arbeiten müssen. Eine Credit-Duration von über zehn hinzubekommen, ist schwierig. Aber dann sollte man es auch darauf beschränken, denn das bindet wie erwähnt schon viel Cash und Bunds im Portfolio, so dass man dies nicht noch über zuviele Zinsderivate in die Höhe treiben muss.

Ohne Fixed Income geht es nicht, aber die Anteile werden zumindest nicht größer. Herr Lang, Herr Vogelpoth, welche Asset-Klassen nutzen Sie denn, um Fixed Income zu substituieren?

Lang — Für uns steht hier Infrastruktur im Fokus.

Als Equity.

Lang — Als Equity, aber trotzdem als ein Equity, das relativ oder gerade in Abgrenzung zu Private Equity einen stabileren Cashflow generiert. Generell interessieren uns aber alle Private Market Equity Investments, also Private Equity, Real Estate und Infrastruktur.

Vogelpoth — Unser größtes Pensionsvehikel ist ein nicht reguliertes CTA, und die Duration unserer Verbindlichkeiten liegt bei über 20 Jahren. Entsprechend verkraften wir etwas Volatilität und nutzen daher abseits von Fixed Income noch Equities und Real Estate. Mit Smart-Beta-Ansätzen erschließen wir alternative Return-Quellen, aber Alternatives und andere illiquide Asset-Klassen haben wir bisher nicht im Portfolio. Je nach Vehikel liegen zwischen 50 und 60 Prozent in Fixed Income, 30 bis 40 Prozent in Equity und ungefähr 10 Prozent

»Es gibt zwei ökonomische Größen, die sind nicht prognostizierbar, nämlich der Wechselkurs und der Zins.«

Oliver Lang

in Real Estate. Bei der hohen Duration erwische ich mich regelmäßig dabei, über einen Abbau von Fixed Income zugunsten von Equity nachzudenken. Ein Portfolio mit 60 Prozent Equity, 30 Prozent Fixed Income und 10 Prozent Real Estate könnte ich mir stand alone für unsere Verpflichtungen ganz gut vorstellen.

Aber?

Vogelpoth — Wir sind in einen Corporate-Kontext eingebettet. Unsere Rating-Agenturen bewerten uns mit Blick auf die Pensionsrückstellungen. Und diese haben aufgrund der hohen Duration eine hohe Zinssensitivität, so dass ich um Fixed Income auf der Asset-Seite einfach nicht herumkomme.

Weil Sie den Einfluss der Pensionslasten und -vermögen vom operativen Kerngeschäft fernhalten wollen, da die Vola Ihrer DBO und Ihrer Plan Assets über Ihr OCI läuft?

Vogelpoth — Genau. Für ein Industrieunternehmen mit einem großen Handelsgeschäft spielt das eine bedeutende Rolle. Die Pensionsrückstellungen fließen eins zu eins ins Economic Net Debt, und eine Ausweitung dessen könnte meine Rating-Kennzahlen belasten. Offen gesagt ist das der einzige Grund, weshalb wir LDI-Strategien fahren. Bestünden diese genannten Zwänge nicht, würde ich lieber einen Absolute-Return-Ansatz verfolgen.

Wie gestalten Sie Ihr LDI?

Vogelpoth — Wir haben mit Optionen sehr gute Erfahrungen gemacht. Wenn die Zinsen fallen, steigt meine Hedge Ratio, und wenn die Zinsen steigen, fällt sie. So begrenze ich das Pensionsdefizit bei fallenden Zinsen und schütze das Rating. Umgekehrt weiß ich, dass ich bei steigenden Zinsen maximal die Prämie verlieren kann. Tatsächlich haben wir unsere Position kostenneutral aufgebaut: Erst wenn Zinsen extrem stark steigen, steigt auch meine Hedge Ratio wieder – allerdings sind wir in diesem Fall praktisch ausfinanziert.

Wie ist heute das Verhältnis von LDI und Fixed Income, bei der gegenwärtigen Zinsperspektive?

Jacobs — Die Popularität ist grundsätzlich jedenfalls ungebrochen. Es gilt natürlich, dass die jeweilige LDI-Strategie nicht nur vom Zinsniveau und der Zinsperspektive abhängt, sondern stets auch von der jeweiligen Funding Ratio des Investors. Allerdings kann man schon übergeordnete Trends erkennen, und zwar hin zu illiquideren Fixed-Income-Anleihen wie beispielsweise Secured Finance. Hier sehen wir auch in Deutschland viel Interesse, noch mehr aber in Großbritannien. Der andere Trend, den wir sehen, geht in die hier schon besprochene Richtung Buy and Maintain.

Kommen wir zu einem zusammenfassenden Fazit. Angenommen, die eingangs aufgeworfene These stimme, dass das gegenwärtige Minizinsumfeld die neue Normalität ist – wir also auf (un-)absehbare Zeit damit konfrontiert sein werden: Welche strategischen Schlussfolgerungen ziehen Sie dann für Pensionsinvestoren summarisch daraus?





Nicolas Vogelpoth – Senior Vice President, Head of Asset Management and Quantitative Strategy – UNIPER SE / Head of Supervisory Board – PENSIONSKASSE VK GFA

»Meines Erachtens verlöre Fixed Income schlagartig an Bedeutung innerhalb der strategischen Allokation, wenn die Garantien wegfielen.«

Dr. Nicolas Vogelpoth ist als Senior Vice President, Head of Asset Management and Quantitative Strategy bei der Uniper SE verantwortlich für Kapitalanlage im Uniper Konzern, insbesondere für die Kapitalanlage innerhalb der Pensionsvehikel. Außerdem ist er Vorsitzender des Aufsichtsrates der Pensionskasse VK GFA und Mitglied im Aufsichtsrat zweier weiterer konzerninterner Pensionskassen. Der promovierte Mathematiker Vogelpoth war vor seinem Einstieg bei Uniper im Jahr 2016 sechs Jahre bei Morgan Stanley in London, zuletzt im Bereich Fixed Income Capital Markets in der Beratung von DACH-Unternehmen, tätig. Uniper ist ein internationales Energieunternehmen mit Aktivitäten in mehr als 40 Ländern und rund 12.000 Mitarbeitern. Sein Geschäft ist die sichere Bereitstellung von Energie und damit verbundenen Dienstleistungen. Zu den wesentlichen Aktivitäten zählen die Stromerzeugung in Europa und Russland sowie der globale Energiehandel. Der Hauptsitz des Unternehmens ist Düsseldorf. Für die teilweise Ausfinanzierung von Pensionsverpflichtungen in Höhe von rund 3 Milliarden Euro managt die Gruppe neben einem Pensionsfonds im Vereinigten Königreich noch weiteres Planvermögen in mehreren Vehikeln in Deutschland. In Summe verwaltet der Bereich ein Planvermögen von rund 2,2 Milliarden Euro.

Jacobs – Angenommen, wir befinden uns in einer sogenannten »Eiszeit« mit global betrachtet sehr niedrigen Zinsen über einen langen Zeitraum hinweg, dann bedeutet dies, dass wir uns zumindest keine allzu großen Sorgen um stark fallende Anleihenpreise machen müssen. Wo wir bei Investitionen vielleicht noch vor sechs Monaten an eine Absicherung der Duration gedacht haben, scheint dies im momentanen Umfeld weniger relevant. Sollte es sich irgendwann andeuten, dass die Zinsen steigen werden, wäre es angesichts der sehr niedrigen Ausgangszinslage klug, in Anleihenmärkte vorzugsweise über synthetische Instrumente wie CDS zu investieren, um somit nur die Renditeaufschläge vereinnahmen, ohne Exposure zur Zinsduration zu haben. Außerdem: da, wo möglich, die Verpflichtungsseite anpassen.

Vogelpoth – Als Corporate Pension Investor habe ich eben diese Verbindlichkeiten im Auge. Meines Erachtens sollte eine Strategie auch genau hier ansetzen und mit dem Rückbau von Garantien sukzessive Freiraum für die Kapitalanlage schaffen. Ziel muss es sein, das Portfolio proaktiv zu steuern und nicht auf der Suche nach Yield in illiquide Alternativen getrieben zu werden. Kollektive Vorsorgekonzepte, bei denen nicht nur über Asset-Klassen, sondern auch über Alterskohorten diversifiziert wird, halte ich für eine interessante Antwort auf nachhaltig niedrige Zinsen.

Lang – Unsere strategische Weichenstellung – bereits vor einiger Zeit vorgenommen, doch angesichts des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes weiterhin gültig – lautet, die Zinssensitivität des Portfolios merklich zu reduzieren: zum einen auf breiter Front durch Ausbau unserer Investments in börsennotierte und privat platzierte Real Assets; zum anderen bei Fixed Income durch die Übernahme idiosynkratischer Risiken wie Credit und Illiquidität anstelle von Kurvenrisiken.

Thiesen – Die Risikofaktoren der Verbindlichkeiten sind Zins, Credit Spread und Inflation, daher werden Pensionsinvestoren auch weiterhin in Fixed Income investiert sein. Im anhaltenden Niedrigzinsumfeld können Laufzeitenprämien bei steiler Zinskurve und Diversifikation im Kreditbereich auskömmliche Ertragsquellen sein, die die deutlich risikoreichere Aktienprämie sinnvoll ergänzen können. Die wichtigste Rolle spielt dabei die Selektion der Emittenten, mit denen man sich auch langfristig wohlfühlt.

Froschauer – Erstklassige Anleihen wie Pfandbriefe oder Subvereigns am langen Ende kombinieren mit High Yield Investments – vor allem US mit Beimischung Europa, UK und EM – am kurzen Ende der Zinskurve. Und keine Angst vor dem Zinsrisiko haben.

institutional assets

SWISS PENSION FORUM

Ein Blick in die Zukunft:
Diskutieren Sie mit uns die
zentralen Fragen der 2. Säule!

Sind die Portfolios der
Pensionskassen zukunftssicher?

Wieviel Umverteilung verträgt
die 2. Säule?

Welche Chancen
und Risiken haben
Pensionskassen
heute und in der
Zukunft?

SAVE THE DATE

23. Oktober 2019
Park Hyatt Zürich

Weitere Informationen und Anmeldung
www.institutional-assets.com/swisspensionforum

VERANSTALTER

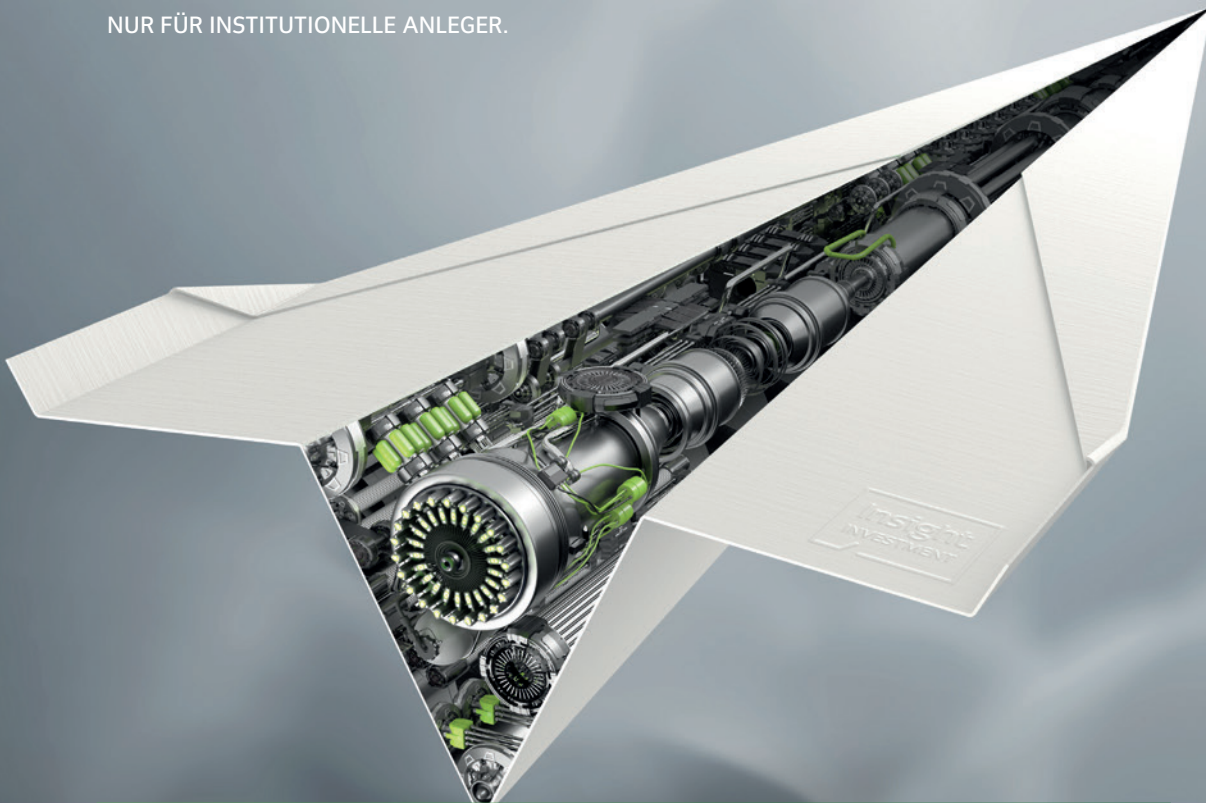


DER F.A.Z.-FACHVERLAG

MEDIENPARTNER



NUR FÜR INSTITUTIONELLE ANLEGER.



Präzise konzipiertes Fixed Income

Insights aktiv gemanagten Anleihenstrategien auf einen Blick:

- Fachwissen von über 200 Investmentspezialisten innerhalb eines globalen Netzwerks
- Innovative Konzepte in den Bereichen Staats- und Unternehmensanleihen, Emerging Markets und Secured Finance
- Seit mehr als einem Jahrzehnt: Integration von ESG-Risikofaktoren in den Investmentprozess sowie maßgeschneiderte ESG-Portfolios unter Berücksichtigung kundenspezifischer Anforderungen

Der Wert des investierten Kapitals ist nicht garantiert. Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück.

+49 69 12014-2650

europe@insightinvestment.com
www.insightinvestment.de



Individualität ist unser Maßstab

Insight ist ein globaler Vermögensverwalter und führender Anbieter von innovativen Anlagekonzepten. Insights praxisorientierten Fixed-Income-Strategien haben das Ziel, die anspruchsvollen Bedürfnisse der Kunden zu erfüllen. Gerne erarbeitet Insight gemeinsam mit Ihnen Anlagekonzepte, die dazu beitragen können, Ihre gewünschten Anlageziele zu erreichen.

Der Wert von Anleihen und Anleihenportfolios kann von Veränderungen in Zinsen, Credit Spreads und Inflation beeinflusst werden.

Herausgegeben von Insight Investment Management (Global) Limited. Registriert in England und Wales. Eingetragener Firmensitz: 160 Queen Victoria Street, London EC4V 4LA, Großbritannien. Eintragung im Handelsregister unter der Nummer 00827982. Zugelassen und beaufsichtigt durch die Financial Conduct Authority.

Part of  BNY MELLON