

Von Risiken und großer Verantwortung

Von Tim Büttner

Die Aktienmärkte haben einen erneuten Höhenflug hingelegt, von denen nur diejenigen im vollen Maße profitieren konnten, die ihre Aktienquote nicht herunter gefahren hatten. Bei Anleihen müssen nach den absehbar verschobenen Leitzinserhöhungen Kredit- und Durationsrisiken neu ausgewogen werden. Regulatorisch getrieben befassen sich institutionelle Investoren zudem gerade in den liquiden Asset-Klassen mit ihrer gesellschaftlichen Verantwortung. Auf drei Podien wurden diese Fragen intensiv diskutiert.

„Das war keine V-Shape Recovery, das war ein V-Shape-Crash“, sagte Dr. Ulrich Kaffarnik, Mitglied des Vorstands der DJE Kapital AG, auf dem Aktienpanel mit Blick auf den Absturz im letzten Quartal 2018 und das stolze Ergebnis der Aktienmärkte im ersten Quartal 2019. Ebenso schnell wie es normalerweise nach unten geht, lief es 2019 wieder nach oben. Den Ball im Spiel zu halten, sprich, rechtzeitig am Aufschwung zu partizipieren, werde da zum Kernproblem. Dies ist allerdings angesichts knapper Risikobudgets nicht so einfach. Denn Aktienbestände sind durch Solvency II und Anlageverordnung stark reglementiert, was die Frage aufwirft, wie sich Risikobudgets effizient nutzen lassen. Dies war die zentrale Frage, über die sich die Teilnehmer auf dem Aktienpanel bei der portfolio institutionell Jahreskonferenz austauschten und mitunter auch stritten.

Am klarsten hob sich wohl Franz Weis, Geschäftsführer von Comgest Deutschland, von den anderen Teilnehmern ab. Aktienrisiken würden seiner Ansicht nach überschätzt. Zwar gebe es Volatilitäten, welche jedoch oftmals die fundamentalen Parameter völlig unberührt lassen. Er rät zu einer langfristigen Strategie, welche auf Gewinnwachstum von Unternehmen abzielt. „Vergesst Beta, fokussiert euch auf Alpha“,

lautet sein Credo. Wichtig ist für ihn vor allem, klassische Glaubenssätze zu überdenken. „Entgegen dem, was man an der Uni lernt: Man muss nicht Risiko nehmen, um Performance zu erzielen.“ Volatilität könne man nicht nur durch Absicherung, sondern auch durch die Auswahl von Unternehmen mit risikoarmen Geschäftsmodellen und langfristigen Wachstumsperspektiven reduzieren.

Marc Schwetlik, CIO bei der Bayerischen Beamten Lebensversicherung, begrüßt im Grundsatz den Ansatz, langfristige Strategien mit Qualitätsaktien zu fahren. Allerdings sei dies aufgrund der Regulatorik oftmals nur mit Absicherung mittels Overlay möglich: „Wir sind durch Solvency II und durch die HGB-Bilanzierung leider gezwungen, auf Kalenderjabrbasis tabula rasa machen zu müssen.“ Ein Jahr wie 2008, in dem der Dax bei minus 40 Prozent stand, überlebe man normalerweise nur mit Mühen. Vor allem ist danach die Aktienquote unten, da man zwangsweise am Tiefststand verkaufen muss. So war es bei dem Versicherungskonzern, bei dem Schwetlik damals noch beschäftigt war. Dies sei ein Problem, dass sie vermeiden wollen, so Schwetlik. Als Strategie fährt die Bayerische, die sowohl Solvency II als auch HGB als Richtschnur hat, Tail-Risiken mittels Long-Put-Optionen zu verringern. Der maximale Drawdown soll so auf 13 Prozent verringert werden. Dafür zahlt die Bayerische eine Versicherungsprämie von ungefähr drei Prozent im Jahr. „Das ist uns das auch wert und auch unter Solvency für den Return on SCR (Quotient aus Rendite und SCR) auch sinnvoll. Sprich, das SCR drittelt sich dadurch. Dadurch steigt der Return on SCR an und deshalb macht es als Solvency-Investor Sinn, Risiken abzusichern.“ Eine hohe Dividendenrendite könne einen Teil der Kosten für die Optionen wieder hereinholen.

Klassische Wertsicherungen unter Druck

Kaffarnik kann berichten, dass die Absicherungsanforderungen der meisten der Kunden der DJE weit darüber hinaus gehen. Dies können drei oder fünf Prozent sein, mit Put-Optionen komme man da nicht weiter. Wichtiger seien eine permanente taktische Allokation und eine fortlaufende Anpassung der Risikoquote an veränderte Marktbedingungen. Die Marktbedingungen sind dabei einem starken Wandel unterlegen, wie Eric Dubiel, Equity Derivatives Structurer bei Morgan Stanley Investment Management, zu berichten weiß. Die immer stärkere Algorithmisierung führe zu sehr starken Marktbewegungen wie im Februar und Oktober vergangenen Jahres. Ähnlich schnell kommt der Markt dann zurück. Klassische Wertsicherungen, die in stürmischen Phasen aktiv oder regelbasiert Aktien verkaufen, um ihr Risikobudget nicht zu unterschreiten, kommen da an ihre Grenzen, glaubt er, da diese Signale von Hedgefonds genutzt werden, um diese Wertsicherungssysteme front zu runnen. „Diese sehen, dass zum Tagesschluss der Markt runtergehen wird, das heißt die Wertsicherer müssen verkaufen, da kann der Hedgefonds zuvor verkaufen und das Wertsicherungskonzept ist dann immer zu spät.“ Ähnliches geschehe, wenn der Markt zurückkommt. Besser seien deshalb optionsbesicherte Aktieninvestments, da so im Abschwung nicht verkauft werden muss.

Während Fragen des Risikomanagements und der Einhaltung von regulatorischen Anforderungen in kritischen Marktphasen auf dem Podium eine große Rolle spielten, blieb auch die Frage nach der Generierung von Alpha nicht unbeantwortet. So kam das Gespräch auf ein großes Thema der vergangenen Jahre: Faktor-Investing. Ein Thema, zu dem die Teilnehmer zwar positive Einstellungen hegen, sich mitunter aber kritisch bezüglich der Umsetzbarkeit zeigten. Denn: „Faktor-Investing ist zu instabil“, so Kaffarnik. Zwar könne das über fünf oder zehn Jahre klappen, wenn es aber ein oder zwei Jahre eine Under-Performance gebe, sei das für Kunden trotzdem zu volatil. Dies bestätigt Schwetlik auf dem Podium. Inzwischen gebe es bei der Bayerischen bloß noch drei Mandate, bei der man Freiheit in den Anlagestilen genieße, die anderen sind nach zwei Jahren negativer Performance relativ zum Index eingestellt worden. Als Grund gegen Factor-Investing nennt er auch die große Unübersichtlichkeit bei Strategien und Indizes. „Es gibt inzwischen 3,6 Millionen Indizes und ich weiß nicht, wie viele davon auf Faktorprämien beruhen. Vielleicht eine Million? Da ist es schwierig zu sagen, ich picke mir den richtigen raus.“ Um eine Strategie auch in schlechteren Phasen verteidigen zu können, kann Schwetlik von positiven Erfahrungen mit einer ESG-Strategie berichten, die sie aufgesetzt haben. Dort habe es auch in schlechteren Jahren intern nicht so große Diskussionen gegeben.

Dieses insbesondere in den liquiden Asset-Klassen zunehmend Mainstream werdende Thema wurde an anderer Stelle noch ausführlicher diskutiert. Das Nachhaltigkeitspanel stand von Anfang an unter dem Motto Verantwortung. Anleger hätten eine Verantwortung für ihr Geld, die könne man nicht einfach abgeben, appelliert Ewald Stephan von der Verka VK eindringlich. Viele würden zwar inzwischen Nachhaltigkeit Bedeutung zumessen, wenn es inhaltlich passe. „Aus

innerer Überzeugung, würde ich mal vermuten, machen es die meisten noch nicht.“ Viele machen Nachhaltigkeit inzwischen aus Risikomanagement-Gründen, stellt er fest und auch für ihn ist Nachhaltigkeit „gelebtes Risikomanagement“. Aber ihn treibe eben auch die Überzeugung. Er habe die Maxime vermittelt bekommen, dass Geld nicht stinke. „Aus eigener Erfahrung weiß ich, dass Geld ganz gewaltig stinkt.“ Er beobachtet, dass viele ihre Verantwortung bezüglich der Kapitalanlage aus der Hand geben. Auch Silke Stremlau, Vorstand bei den Hannoverschen Kassen, die das Podium moderiert, kann dies beobachten. „Das ist eigentlich keine Haltung. Das ist eher eine Angstfrage, wenn es um Verantwortung bei der Geldanlage geht. Das Thema wird komplett weggeschoben.“

EbAVs wachen auf

Natürlich kommt die Diskussion auch auf die ESG-Regulierung durch EbAV-II und den EU-Aktionsplan zu Sustainable Finance zu sprechen. Denn wie Stremlau in ihren Eingangsworten feststellt, wird die aktuelle Diskussion vor allem durch das Momentum aus Brüssel ausgelöst. Diesem sei zu verdanken, dass jetzt eine wirkliche Diskussion über Unternehmen und die Zukunftsfähigkeit von deren Geschäftsmodellen geführt werde – und nicht lediglich, wie viel Recycling-Papier diese verwenden. Seitens der Verbände von Aba über GDV bis zum BVI sieht sie dagegen teilweise Erstarren – und auch viele Pensionskassen müssten sich nach dem Inkrafttreten von EbAV-II jetzt erstmals damit beschäftigen: „Bei den EbAVs gibt es ein Aufwachen, diese haben das Thema lange Zeit vernachlässigt und gesagt, da haben wir nichts mit zu tun.“ Allerdings gibt es trotz der spürbaren Begeisterung für das Thema Nachhaltigkeit auch kritische Worte zur Umsetzung der Regulierung. So bemängelt Ewald Stephan an der Umsetzung von



Meistern die Auf und Abs von Aktien: Dr. Ulrich Kaffarnik (links) und Marc Schwetlik.



Analysieren die Alphas und Betas von Aktien: Franz Weis, Eric Dubiel und Moderator Jürgen Huth (v.r.n.l.).

EbAV-II zum einen, dass dadurch noch mehr Regulierung geschaffen worden sei, mit der die Kapazitäten überfrachtet werden. Zum anderen aber auch, dass sich Aba und GDV so die Gesetze hineingeschrieben hätten, dass man Nachhaltigkeit als eher nachteilig wahrnehmen müsse. „Die Regel sagt: Wenn Sie nachhaltig investieren, müssen Sie ein geeignetes Risikomanagement haben.“ Dagegen werde die Investition in ein herkömmliches Atomkraftwerk als nicht gesondertes Risiko behandelt, dies könne er nicht nachvollziehen.

Nachhaltigkeit als Chance und Notwendigkeit

Überhaupt pendelt das Podium zwischen den Standpunkten, Nachhaltigkeit als Notwendigkeit und als Chance zu begreifen. Dirk Braun, der bei EnBW die Funktion des Director Asset Management – Alternative Investments verantwortet, versteht sein Unternehmen als klassisches Transformationsunternehmen und will zunehmend selbst Treiber der Energiewende sein. Mit der Strategie 2020 habe man sich nach Fukushima sehr stark an dem Thema Nachhaltigkeit ausgerichtet. Anfangs musste man stark reagieren, da „der Markt über Nacht auf einmal ganz anders“ gewesen sei. „Da wir als EnBW-Konzern nach wie vor auch Netzbetreiber sind, haben wir unter anderem den Vorteil, weiterhin stabile Cashflows zu generieren.“ Auch im Rahmen der Kapitalanlagen beschäftige sich der Konzern schon lange mit Nachhaltigkeit, dies sei somit kein Neuland. Der Fokus liegt dabei auf Governance-Kriterien.

Frage an Dr. Karin Bassler, Geschäftsführerin des Arbeitskreises Kirchlicher Investoren in der evangelischen Kirche in Deutschland (AKI), der einen Leitfaden zur ethisch-nachhaltigen Geldanlage erstellt hat, ob nach diesem in EnBW investiert werden dürfe. Bassler

verweist darauf, dass Kohle und Ölsand mit Umsatzgrenzen von zehn Prozent ausgeschlossen wurden. Im Rahmen des AKI habe man sich jedoch auch damit beschäftigt, wie man über Engagement Unternehmen aktiv begleiten kann. So wurde beispielsweise mit Unternehmen das Gespräch gesucht, welche nach dem Carbon Disclosure Project (CDP) als besonders klimaschädlich bewertet wurden. Ziel sei es, diesen Unternehmen Anreize aufzuzeigen, sich zu verbessern. Der Leitfaden sei als Baukasten zu verstehen, stellt Bassler die Rolle der Empfehlungen klar, denn auch innerhalb der evangelischen Kirche gäbe es sehr unterschiedliche Anleger mit ganz eigenen Voraussetzungen.

Investoren mit sehr unterschiedlichen Voraussetzungen und auch sehr unterschiedlichen Anlagestrategien sind auch auf dem Panel zu den großen Fixed-Income-Stellschrauben vertreten. Die Alte Leipziger fährt im Fixed-Income-Bereich, in der sie 30 ihrer 36 Milliarden Euro investiert hat, sehr defensiv. „Wir halten die Brot-und-Butter-Klasse so sicher, dass wir wirklich auch unsere Garantien erfüllen können, damit Themen wie Run-Offs gar nicht erst aufkommen. Und gemäß unseren ALM-Modellen ist dies auch in diesem Umfeld gar kein Thema“, so der Leiter Fixed Income der Alte Leipziger. Das ausschließlich direkt investierte Kapital ist in langlaufende Anleihen mit hoher Qualität investiert, die durchschnittliche Duration liegt bei 14 Jahren. Dabei betont er, dass die Alte Leipziger den Vorteil hatte, bereits 2008, also vor der durch Solvency II ausgelösten Herdenbewegung, in lange Durationen gegangen zu sein, wovon sie heute unter dem Strich in der Bewertung profitiert. Denn auf dem Podium wirkt der Vertreter der Alte Leipziger angesichts der Turbulenzen auch an den Anleihemärkten des vergangenen Jahres recht entspannt. Die Spreadausweitung habe sich bei hoher Qualität kaum bemerkbar gemacht. Als HGB-Bilanzierer könne man jedoch kleinere Wackler im



Vorreiter der Nachhaltigkeit: ESG-Trends erörtern Dr. Karin Bassler vom Arbeitskreis Kirchlicher Investoren, Ewald Stephan von der Verka, Silke Stremlau von den Hannoverschen Kassen und Dirk Braun von der EnBW (v.l.n.r.).

Zweifelsfall auch mal aussitzen. Der Return kommt über andere Asset-Klassen wie Infrastruktur, Aktien und Immobilien. Unabhängig davon stellt sich für ihn die Frage, ob es angesichts der Verschuldungsgrade, gerade in den USA, zum derzeitigen Zeitpunkt so ratsam ist, in den Credit-Bereich zu gehen.

Hohe Verschuldung als Problem

Die hohe Verschuldung beäugt auch Gianni Hirschmüller, Leiter Kapitalanlagemanagement bei der Haftpflichtkasse VVaG, mit zunehmender Sorge. Er habe seit längerem Aktien als Störenfriede empfunden, die Haftpflichtkasse habe deswegen seit 2017 gar keine Aktien mehr im Portfolio. Die Spreadausweitung wertet er als Weckruf, der jedoch überwiegend nicht gehört wurde. „Das, was im Moment passiert, dass Unternehmen sich zu einem abartig niedrigen Zins, das muss man einfach mal sagen, verschulden dürfen und Investoren blind jede Zeichnung verfolgen, das ist keine gesunde, keine gute Entwicklung.“ Ihn erstaune, dass man bereits wieder auf einem Niveau wie in 2018 sei und eine Tendenz bestünde, erneut höhere Risiken einzugehen.

Aktiv in die Segmentgewichtung interveniert habe man jedoch nicht, da man die Erwartung gehabt habe, dass die Spreads sich nicht noch stärker ausweiten. Stattdessen habe man auf Ebene der Einzeltitel das

Engagement bei einzelnen bereits im Portfolio befindlichen Wertpapieren in diesem günstigen Moment vergrößert. „Wir haben das als Chance und nicht als Bedrohung gesehen.“ Er schränkt allerdings ein, dass dies nur möglich gewesen sei, weil der Anteil der Papiere, die von der Marktentwicklung betroffen war, relativ klein ist. Im High-Yield-Bereich sei man beispielsweise kaum aktiv.

Owen Murfin, Institutional Portfolio Manager bei MFS Investment Management, kann jedoch diesbezüglich eine Marktveränderung in 2019 feststellen: „Märkte haben 2019 das erste Mal zwischen verschuldeten und nicht-verschuldeten Unternehmen unterschieden. Beispielsweise Anhaeuser Busch und General Electric, das waren Unternehmen, bei denen der Markt umgekehrt ist, bei denen Investoren nicht mehr bereit waren, diese Leverage auf deren Bilanzen zu akzeptieren.“ Insbesondere bei BBB-gerateten Unternehmen schauen Investoren inzwischen genauer hin.

Mit höherer Volatilität im Credit-Bereich kann Dr. Steffen Gehring, Geschäftsführer von Südwestmetall, dem Verband der Metall- und Elektroindustrie Baden-Württemberg, umgehen, auch wenn mal ein Jahr schlechter aussehe. Dies sei im aktuellen Umfeld auch nötig, denn dies sei quasi schon eine Equity-Geschichte. Aufgrund der Verpflichtungsstruktur ist das Vermögen des Verbands sehr liquide angelegt, 70 Prozent hält Südwestmetall im Fixed-Income-Bereich.

SEHEN, WAS WERT IST.



Wie konstruieren Sie Ihr Portfolio im aktuellen Marktumfeld?

Das Spannungsfeld von Politik, Wirtschaft und Finanzmärkten erfordert ein aktives Management von Multi-Asset-Portfolios. Dabei gilt es, die wesentlichen Bausteine intelligent aufeinander abzustimmen: Neben Zins- und Dividendenerträgen liegt unser Fokus auch auf dem Erzielen von weiteren Marktrisikoprämien, die im Einklang mit den individuellen Anlagebedürfnissen des Kunden stehen. Das aktive Nutzen von kurzfristigen Marktchancen und ein situatives Risikomanagement runden die Gesamtstrategie ab. Mehr dazu unter Telefon (069) 2104-11 11 und www.metzler.com/asset-management.

METZLER
Asset Management

Zwar werden die Verpflichtungen nicht eins-zu-eins gematched, lange Durationen habe man jedoch nicht. „Wir haben im Durchschnitt eine Zwei vor dem Komma.“ Im aktuellen Umfeld schätzt Steffen Gehring insbesondere den US-Markt für interessant ein. Die Begründung: „Die amerikanische Zinsstrukturkurve sieht zumindest nach einer Zinsstrukturkurve aus.“

Kredit- oder Durationsrisiken

Insgesamt steht das Panel unter dem Zeichen, zwischen Kreditrisiken und Durationsrisiken abzuwägen. Eine Frage, zu der Investoren auch aufgrund ihrer Verpflichtungsstruktur völlig unterschiedlich aufgestellt sind. Während die Alte Leipziger eine 14er-Duration im Durchschnitt fährt, liegt die Duration bei Südwestmetall und der Haftpflichtkasse zwischen zwei und drei Jahren. Sorgen vor einem plötzlichen Zinsanstieg ist in verschiedenen Statements trotz der jüngsten Aussagen von EZB-Präsident Mario Draghi und trotz des Beispiels Japan herauszuhören.

Auf Asset-Management-Seite stellt man sich dagegen überwiegend auf anhaltend niedrige Zinsen ein, gerade nach den Ankündigungen der EZB, so zum Beispiel Robert Tipp, Managing Director bei PGIM Fixed Income: „Die Forward Rates preisen einen Zinsratenanstieg um 160 bis 180 Basispunkte ein. Das ist höchst unwahrscheinlich. Ist es möglich? Ja. Ist es ein sinnvolles Basiszenario? Nein.“ Er stellt sich auf stabile oder sogar fallende Zinsraten ein. Dazu rückt er den Kontext der vergangenen zwölf Monate in den Kontext der vergangenen 35 Jahre und verweist auf langfristige Faktoren wie eine alternde Demographie und einen stark gewachsenen Schuldenberg. „Die Leute glauben nicht mehr an monetäre Normalisierung“, meint

auch Murfin und weist daraufhin, dass die Zentralbanken noch einiges an Munition haben. Als Anlagestrategie rät er, auf Carry zu setzen. „Dies kann verschiedene Formen annehmen: lange Periphery Bonds, lange griechische Anleihen, lange Investment-Grade-Anleihen. Diversifizierte Carry Trades scheinen für das aktuelle Umfeld angemessen zu sein.“

Lobende Worte für das Handeln der Zentralbanken im aktuellen Umfeld, speziell der Fed, findet Philipp Good, CEO von Fisch Asset Management. Die Fed habe Kapital aus den Märkten gezogen, dass höhere Volatilität in diesem Umfeld folge, sei typisch. Mit der Änderung der Rhetorik habe sie eine Rezession vielleicht noch einmal verhindert. Good weist in seinen Ausführungen darauf hin, dass diese Investments in Credits unterstützen, da man sehr geringe Ausfallraten habe. „Sollten die Zentralbanken weiterhin akkommodierend für die Kapitalmärkte bleiben, empfiehlt es sich weiter, in Credit investiert zu bleiben.“

Diversifikation verloren, Flexibilität gesucht

Womit der Bogen zurück zum Verschuldungsproblem geschlagen ist, welches angesichts der ausgesetzten Anhebung der Zinsen womöglich verschoben, ganz sicher jedoch nicht gelöst ist. Durch eine Rezession könnten die Ausfallraten deutlich in die Höhe gehen und zusätzlich Aktienmärkte turbulent werden, darauf weist Hirschmüller hin. „Früher gab es immer die Möglichkeit, Verluste am Aktienmarkt mit den Bonds auszugleichen. Durch die Zinssituation gibt es diesen Ausgleich eben nicht mehr. Da möchte ich flexibel bleiben.“ Nicht in die ganz langen Durationen zu gehen, was er sich als Sachversicherer erlauben kann, bietet hier große Vorteile.



Sechs Lichtgestalten des Fixed-Income-Managements erhellen die Anleihenwelt: Philipp Good (Fisch AM), Owen Murfin (MFS), Robert Tipp (PGIM Fixed Income), Dr. Steffen Gehring (Südwestmetall), Jan von Graffen (Alte Leipziger) und Gianni Hirschmüller (Haftpflichtkasse) (v.l.n.r.). Nicht im Bild: Moderator Dr. Harald Eggerstedt (Willis Towers Watson).