dpn
DEUTSCHE PENSIONS & INVESTMENTNACHRICHTEN

DOSSIER

JUN – JUL 15 | JAHRGANG 14 AUSGABE 23 | DPN-ONLINE.COM

Ulrich Buchholtz
Freier Journalist,
dpn-Autor
(Moderator)

Dr. Ivo Schwartzkopff
Gründungspartner,
PatriCon

Bernd Baur
Partner,
Delta Management
Consulting

Stefan Steiner
Stellv. Leiter
Rentenmanagement,
BayernInvest

Michael Lennert
Chefredakteur
dpn,
Financial Times
(Moderator)

Dirk Weniger
Abteilungsdirektor
Treasury,
Pax-Bank

ROUNDTABLE

GLOBAL DIVERSIFIZIERTES BOND MANAGEMENT

SPONSOR

BayernInvest

A publication from the Financial Times

dpn
DEUTSCHE PENSIONS
& INVESTMENTNACHRICHTEN

Chefredakteur
Michael Lennert (ML)
michael.lennert@ft.com
Tel. +49 (0) 69 156 85 117

Korrespondent Berlin,
Pensions Management
Pascal Bazzazi (PBA)

Mitarbeit
Eckhard Bergmann (BGM)
Nikolaus Bora (NBO)
Ulrich Buchholtz (UBU)
Kirsten Kücherer (KK)
Ina Lockhart (INA)
Bernhard Raos (BRA)

Produktion
Norbert Bretschneider
Paul Emmerton

Art Director
Jonathan Saunders

Herausgeber
Eduardo Llull

Anzeigen
Sylvene Pruess
sylvene.pruess@ft.com
Tel. +44 (0) 20 7775 6136

© Financial Times Limited, 2014. »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.

Redaktion
Tel. +49 (0) 69 1568 5117
Fax +49 (0) 69 1568 5155
Grüneburgweg 16–18
60322 Frankfurt/Main

Verlag
Financial Times Limited
One Southwark Bridge
London SE1 9HL
Großbritannien

Abonnement
Der Bezug von dpn ist kostenfrei für Personen, die im institutionellen Asset und Pensions Management arbeiten. Bestellungen im Internet unter: www.dpn-online.com/subscribe oder schicken Sie eine Mail an: ft@subscription.co.uk

Aboservice
Bei Adressänderungen, Änderungen von Bezugspersonen, Abbestellungen usw. schicken Sie eine Mail an: ft@subscription.co.uk

Erscheinungstermin
Juni 2015

ISSN
1476-3028

Fotos: Norbert Bretschneider CONCEPTDESIGN

Wo es noch Anleihen mit akzeptablen Renditen gibt

Durch das Niedrigzinsumfeld und die schärfere Regulierung ist es schwer geworden, Bonds mit auskömmlichen Erträgen zu finden. Vier Experten diskutierten beim dpn-Roundtable über die Frage, wo sich Investments noch lohnen und wo die Risiken schon zu groß geworden sind. Ein weiteres Thema war der Umgang mit der schlechteren Liquidität in vielen Rentensegmenten.

dpn: Das Wort von den Bundesanleihen als Risiko ohne Rendite macht die Runde. Gibt es noch Anleihen, die Ihrer Meinung nach ein angemessenes Chancen-Risiko-Verhältnis bieten? Und wenn ja: Welche sind das?

Stefan Steiner: Wir befinden uns in einem Niedrigzinsumfeld, das noch längere Zeit anhalten dürfte. Attraktive Anlagemöglichkeiten sehen wir bei Zinspapieren aus der Peripherie. Wir halten außerdem Unternehmensanleihen und High Yield Bonds für eine Alternative. Man muss dabei allerdings die Risiken beachten. Gefahren für kurzfristige Verluste sind aktuell sicherlich vorhanden. Deshalb ist das Risikomanagement das A und O.

Dr. Ivo Schwartzkopff: Der Begriff der Anleihen als risikolose Rendite hat meiner Ansicht nach in Europa noch nie ganz gepasst. Aber jetzt überwiegt bei den Zinspapieren klar das renditelose Risiko. Institutionelle Anleger sollten daher alle Möglichkeiten nutzen, die sie regulatorisch haben, um in alternative Anlageklassen zu investieren. Bei den verbleibenden Anleihen im Portfolio wäre mein Rat, nicht alles auf ein Pferd zu setzen, sondern zu versuchen, viele der Ideen, über die wir hier sprechen, miteinander zu kombinieren. Sonst kommt das Risiko zu stark durch.

dpn: Was würden die Investoren, die Sie beraten, derzeit nicht mehr kaufen?

Schwartzkopff: Core-Staatsanleihen aus dem Euroraum ...

dpn: ... also aus Deutschland, Frankreich, Österreich, den Niederlanden, Finnland ...

Schwartzkopff: ... genau. Diese weisen zum Teil eine negative Rendite aus. Einzige Ausnahme: Wir mögen Italien. Die Wahlrechtsreform dort ist sehr massiv und sorgt für stabilere Verhältnisse. Von den aktuellen Renditen her gehört das Land allerdings zur Peripherie – auch wenn die Italiener das nicht gerne hören.

dpn: Welche Bonds bieten aus Ihrer Sicht ein angemessenes Chancen-Risiko-Verhältnis, Herr Weniger?

Dirk Weniger: Ebenfalls Peripherieanleihen, allerdings mit einem Fokus auf Spanien: Der Immobilienmarkt dort erholt sich, die Regierung hat die Wachstumsprognose auf 2,9 Prozent für dieses Jahr angehoben. Das Land scheint das Gröbste überstanden zu haben. Die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihe ist im Mai auf gut zwei Prozent gestiegen und die Europäische Zentralbank (EZB) dürfte auch spanische Papiere weiterhin ankaufen. Richtig Spaß macht das immer noch nicht, aber als eine Beimischung ist das gut geeignet. Daneben finde ich Anleihen mancher Emerging Markets attraktiv. Aber man darf nicht die Anlageklasse kaufen, sondern muss sich die Länder genau ansehen.

dpn: Wo sind Sie vorsichtig?

Weniger: Bei Core-Staatsanleihen aus dem Euroraum. Die größten Risiken sehe ich bei Bundesanleihen, obwohl deren Volumen tendenziell sinkt und die EZB prozentual betrachtet am stärksten Bundesanleihen aufkauft. Trotzdem gab es im Mai einen aggressiven Zinsanstieg, weil zu viele Investoren auf das gleiche Pferd gesetzt hatten. Wenn man sich die Prognosen für die Renditen in einem oder zwei Jahren ansieht, stellt man fest, dass der erwartete Zinsanstieg für Bundesanleihen größer ist als für die Staatsanleihen aus der Peripherie. Und dort habe ich durch den höheren Coupon einen stärkeren Risikopuffer.

dpn: Halten Sie überhaupt noch Bundesanleihen?

Weniger: In der Direktanlage haben wir keine mehr, in den Spezialfonds nur noch wenige. Allerdings halten wir einige Anleihen der Bundesländer. Sie bieten gegenüber den Bundesanleihen ungefähr 0,2 Prozentpunkte mehr Rendite und fallen ebenfalls in das Ankaufprogramm der EZB. Als Bank müssen wir regulatorische Rahmenbedingungen beachten wie etwa die Liquiditätsdeckungsanforderung (Liquidity Coverage Ratio, LCR), die zum 1. Oktober 2015 eingeführt wird. Dafür brauchen wir LCR-fähige Ware wie Staatsanleihen mit einem hohen Rating und Covered Bonds. Die Anleihen der Bundesländer zählen auch dazu.

dpn: Die Regulierung wirkt sich also auf die Anlagestrategie aus?

Weniger: Ja. Ich denke, das geht den meisten Banken so. Wir können nicht einfach 20 Prozent der Euro-Core-Staatsanleihen, Bundesländeranleihen und Covered Bonds gegen Papiere aus der Peripherie austauschen. Deren

erhöhte Volatilität schlägt sich in deutlich höheren Bewertungsrisiken nieder. Ähnlich sieht es bei einem Wechsel in andere Asset-Klassen aus. Ungesicherte Aktienanlagen erfordern bei uns zum Beispiel eine Unterlegung mit 40 Prozent Eigenkapital. Das ist schon eine ordentliche Hausnummer.

dpn: Herr Baur, wie sehen Sie als Consultant den Einfluss der Regulierung auf die Kapitalanlage der regulierten Investoren?

Bernd Baur: Mit der Anlageverordnung und dem Stresstest nimmt die Aufsicht einen sehr starken Einfluss auf die strategische Asset Allocation. Besonders der Stresstest wirkt sich massiv auf die Anlagestruktur aus. Unter den gegebenen Bedingungen bleiben gar nicht mehr so viele Möglichkeiten übrig, intelligent nach Rendite zu suchen – besonders für Versicherungen, Pensionskassen und Versorgungseinrichtungen, die im Durchschnitt eine Rendite von mehr als drei Prozent brauchen. Spanische und italienische Staatsanleihen erreichen das nicht mehr. Bei hochverzinslichen Unternehmensanleihen kommen viele regulierte Investoren an die aufsichtsrechtlich vorgeschriebenen Grenzen. Im US-Dollar gibt es zwar höhere Renditen als im Euroraum. Dafür muss bei diesen Anleihen die Wechselkursentwicklung berücksichtigt werden. Ich sage Ihnen ganz ehrlich: Ich würde mich als Anleger von den Renten verabschieden, soweit dies geht, und in andere Asset-Klassen investieren. Aktien scheinen noch ein gewisses Renditepotenzial zu versprechen.

dpn: Emerging-Markets-Anleihen kommen oft auf mehr als 3,5 Prozent.

Baur: Die Frage ist, welche Auswirkungen eine US-Zinserhöhung auf diese Bonds haben wird.

Weniger: Ich glaube nicht, dass die Auswirkungen so dramatisch werden, weil wir die Leitzinserhöhung schon seit eineinhalb Jahren erwarten. Die Investoren haben sich darauf vorbereitet und ihre Positionen angepasst. Es kann Volatilität geben, aber die Schwankungen werden meiner Meinung nach relativ gering ausfallen.

Steiner: Die Emerging Markets sind sehr heterogen. Europäische Länder wie Rumänien, Bulgarien und Polen sind ganz anders einzuschätzen als die Märkte aus dem Dollarraum. Länder mit einer sehr hohen Auslandsverschuldung in US-Dollar werden möglicherweise die Zinsen erhöhen müssen, um ihre Währung zu stützen. Die Anleihen kann es dann sowohl beim Kurs als auch bei der Währung treffen. Wir würden bei den Emerging Markets momentan nur selektiv zugreifen.

dpn: Wo?

Steiner: Zum Beispiel könnte man über Ungarn nachdenken. Das Land hat einige wirtschaftliche Fortschritte gemacht, wenngleich der Kurs der Regierung in manchen Dingen sicherlich kritisch zu sehen ist.

Schwartzkopff: Ich empfehle, den Begriff Emerging Markets ganz zu streichen, weil er zu Unterschiedliches in sich vereinigt: China genauso wie die Subsahara, Staatsanleihen ebenso wie Corporate Bonds, Hartwährungen wie den US-Dollar oder Euro genauso wie die Heimatwährungen. Anleger sollten vor einem Investment genau schauen, in welchen Segmenten sie sich engagieren wollen und wie sie dies strukturieren.

dpn: Wie könnte eine solche Strukturierung aussehen?

Schwartzkopff: Ich hatte eingangs davon gesprochen, verschiedene attraktive Anlageideen aus der Anleihewelt miteinander zu kombinieren, um die Risiken ausreichend zu streuen. Also zum Beispiel Zinspapiere aus echten Emerging Markets und High Yield Bonds. Hinzu kommen weniger stark schwankende Anleihen zur Stabilisierung. Wenn man konsequent ist, kann man zusätzlich Core-Staatsanleihen aus dem Euroraum shorten. In der Summe ergibt sich ein attraktives Chancen-Risiko-Profil. Dies ließe sich in einem Asset-backed-Vehikel so umsetzen, dass es in die regulatorischen Vorschriften für eine Anleihe hineinpasst, ohne dass der Investor zu viel Eigenkapital unterlegen muss.

Steiner: Die Regulatorik ist das eine. Aber es gibt auch noch den 31. Dezember als Bewertungsstichtag. Und so wichtig und gut eine Diversifizierung in einem solchen Produkt auch ist – die fehlende Liquidität kann zu einem Problem werden. Zum Beispiel, wenn es Mitte November durch ein unerwartetes Ereignis Turbulenzen an den Märkten gibt und das Risiko verringert werden muss, damit die Limits nicht gerissen werden. Es geht um ein ausge-

„Die Liquidität hat sich durch den Rückzug der Banken aus dem Eigenhandel verschlechtert. Deshalb rate ich dringend davon ab, zum Beispiel bei High Yields in Einzelpositionen zu gehen."
DR. IVO SCHWARTZKOPFF

DR. IVO SCHWARTZKOPFF
PATRICON
Der 52-jährige Volljurist gründete zusammen mit Peter Hollmann die PatriCon Principal Consulting. Sie berät große Privatvermögen, Family Offices und institutionelle Anleger. Schwartzkopff ist Prinzipal eines Single Family Office und Partner einer Private-Equity-Gesellschaft. Früher war er für Goldman Sachs, Deutsche Bank und UBS tätig.

wogenes Verhältnis: Ich muss schauen, welche Chancen es gibt, um meine Renditeziele zu erreichen, aber auch auf die Liquidität achten.

Schwartzkopff: Deshalb rate ich dringend davon ab, zum Beispiel bei High Yields in Einzelpositionen zu gehen. Ob Sie da bei ersten Anzeichen für eine Krise wieder herauskommen, ist fraglich. Die Liquidität hat sich durch den Rückzug der Banken aus dem Eigenhandel verschlechtert. Ich würde deshalb für solche Anlagen ETFs bevorzugen.

Steiner: Das können Family Offices machen, aber nicht institutionelle Anleger mit einem Milliardenportfolio. In solchen Größenordnungen bekommen sie die ETFs in Krisenzeiten auch nicht zu akzeptablen Preisen los.

dpn: Herr Weniger, wie handhaben Sie dies?

Weniger: Wir müssen als Bank die regulatorischen Rahmenbedingungen beachten. Wenn zum Beispiel in den Anlagerichtlinien eines Publikumsfonds steht, dass dieser bis zu 100 Prozent in High Yields mit der Rating-Note B gehen darf, dann muss die Bank für eine Risikolimitierung von diesem maximalen Wert ausgehen. Das rechnet sich dann für sie möglicherweise nicht mehr, weil zu viel Eigenkapital unterlegt werden muss. Wir setzen deshalb Spezialfonds ein, bei denen wir genau festgelegt haben, in welchen Rating-Noten der Fonds wie stark investiert sein darf. Dadurch ergibt sich eine kleine Manövriermasse: Der Fonds darf in begrenztem Umfang auch Bestände halten, die in den Non-Investment-Grade-Bereich herabgestuft wurden. Dies jedoch nur nach Abstimmung mit uns als Investor. In einem Publikumsfonds wären wir zwar breiter diversifiziert, könnten aber diese unsere Risikolimitierung nicht abbilden lassen und müssten daher mehr Eigenkapital unterlegen.

Schwartzkopff: Das ist das Bittere an der Regulierung: Ein Single Family Office ohne solche Beschränkungen kann diese herabgestuften Fallen Angels, die viele regulierte Institutionen nicht mehr halten dürfen, aufkaufen. Die Ausfallwahrscheinlichkeit solcher Zinspapiere ist um den Faktor drei bis vier geringer als die der Anleihen, die bereits als High Yields emittiert wurden.

dpn: Herr Baur, wie beurteilen Sie das aktuelle makroökonomische Umfeld für Bonds?

STEFAN STEINER
BAYERNINVEST
Der 55-jährige Diplom-Kaufmann ist stellvertretender Leiter des Rentenmanagements der BayernInvest. Das Tochterunternehmen der BayernLB verwaltet Anleihen mit einem Volumen von rund 45 Milliarden Euro für institutionelle Investoren. Insgesamt managt die Gesellschaft mit Sitz in München ein Anlagevolumen von mehr als 60 Milliarden Euro.

„Dass die Notenbanken weltweit einen Zinserhöhungszyklus starten, sehe ich in den nächsten ein bis eineinhalb Jahren nicht. Wir bleiben vorerst in einem Niedrigzinsumfeld."
STEFAN STEINER

Baur: Ich habe den Eindruck, dass aktuell nicht die wirtschaftliche Entwicklung, sondern die Liquidität das Zinsniveau bestimmt. Die für 2016 erwarteten Wachstumsraten in der Eurozone von 1,3 bis 1,9 Prozent sind vergleichbar mit denen der Jahre 2000 bis 2005 – und damals war das Zinsniveau weitaus höher. Ich sehe deshalb Risiken im Rentenbereich. Wenn sich die Wirtschaft in Europa weiter erholen sollte, könnten die Zinsen weiter ansteigen. Eine ähnliche Entwicklung haben wir in den USA gesehen, wo die Zentralbank wesentlich früher mit den Ankaufprogrammen begonnen hat. Dort wird es früher oder später zu einem Zinsanstieg kommen, der den US-Dollar tendenziell stärken wird.

Steiner: In der Eurozone hatte sich eine Schere aufgetan: Die Inflationserwartungen waren deutlich angestiegen und die Zinsen weiter gefallen. Der Renditeanstieg im Mai hat dies ein wenig korrigiert. Das Zinsniveau kann noch auf ein Prozent und vielleicht auch in Richtung 1,5 Prozent weiter steigen. Aber dass die Notenbanken weltweit einen Zinserhöhungszyklus starten, sehe ich in den nächsten ein bis eineinhalb Jahren nicht. Wir bleiben vorerst in einem Niedrigzinsumfeld.

Weniger: Früher sagte man, dass die zehnjährige Bundesanleihe mindestens eine Realverzinsung von einem Prozent bringen muss, um fair bepreist zu sein. Das gilt schon lange nicht mehr. Dann sollte ihre Rendite wenigstens annähernd die künftige Inflationsrate erreichen. Die Forward Inflation Rate liegt für die nächsten Jahre bei ungefähr 1,5 Prozent. Warum sollte sich der Markt nicht fragen, was gegen 1,0, 1,2 oder 1,3 Prozent als Rendite für die zehnjährige Bundesanleihe spricht? Im Mai haben wir gesehen, dass die EZB nicht mehr die Macht hat, einen solchen Anstieg zu verhindern. Ich bin eher skep-

tisch, ob die heile Welt bei den langen Laufzeiten noch anhält.

Baur: Die Nullzinspolitik hat so lange funktioniert, weil viele Investoren Angst hatten, bei einer Anlage in anderen Asset-Klassen Geld zu verlieren. Irgendwann wird aber ihre Bereitschaft abnehmen, das Vermögen zu

DIRK WENIGER
PAX-BANK
Der 55-jährige Bankkaufmann ist Abteilungsdirektor Treasury der Pax-Bank. Das katholische Kreditinstitut aus Köln hat eine Bilanzsumme von 2,3 Milliarden Euro. Die Eigenanlagen erreichen ein Volumen von 1,1 Milliarden Euro. Davon sind 96 Prozent – also rund eine Milliarde Euro – in Anleihen investiert. Vier Prozent stecken in Aktien.

null Prozent oder gar einem negativen Zins zu parken. Die ersten Anleger werden sich davon verabschieden und in alternative Vermögenswerte gehen. Wenn dann der Herdentrieb einsetzt, wird der Trend drehen und wir kommen schnell in eine andere Richtung.

Schwartzkopff: Die Anleger sollten stärker in Richtung Absolute Return denken, also versuchen, die Rendite möglichst marktneutral einzusammeln und nicht ohne Absicherung in eine Korrektur hineinzulaufen.

Steiner: Wer heute mit Absolute Return einen bestimmten Ertrag erwirtschaften will, muss deutlich mehr Risiken nehmen als noch vor einigen Jahren. Der niedrige oder nicht mehr vorhandene Zinsertrag führt dazu, dass auch das Risikokapital relativ gering ist.

Weniger: Ich halte es für wichtig, dass der Fondsmanager von der Benchmark massiv abweichen darf, um zum Beispiel Absicherungen vorzunehmen. Wir haben das bei all unseren Rentenfondsmandaten ausdrücklich so festgeschrieben, weil sonst das Fondscontrolling der Gesellschaften den Fondsmanagern Ärger machen kann. Es gab sogar Gesellschaften, die das zunächst nicht umsetzen konnten – bis sie bemerkten, dass für uns ansonsten nur die Auflösung des Mandats in Frage kommt. Trotzdem zeigt die Erfahrung, dass ich als Investor öfters Gespräche mit den Fondsgesellschaften führen muss, um eine solche zeitweilige Absicherung einzufordern.

„Die Erfahrung zeigt, dass ich als Investor öfters Gespräche mit den Fondsgesellschaften führen muss, um eine zeitweilige Absicherung einzufordern."
DIRK WENIGER

dpn: Wie bewerten Sie die Versuche, die Finanzwelt durch eine stärkere Regulierung sicherer zu machen?

Schwartzkopff: Jede Regulierung hat per Definition einen Nachteil: Sie ist immer nachlaufend. Sie versucht das Problem der letzten Krise mit den Mitteln der vorletzten Krise zu lösen. Und das wird nicht gut funktionieren.

Steiner: Ein Problem sind die unerwünschten Folgen mancher regulatorischer Vorschriften. Zum Beispiel müssen Banken den Eigenhandel inzwischen mit mehr Eigenkapital unterlegen. Viele Institute haben ihn deshalb eingeschränkt. Dadurch ist jetzt die Volatilität an den Wertpapiermärkten gestiegen, wie wir im Mai gesehen haben. Das kann nicht im Sinne der Aufsicht sein.

Baur: Die Versicherungsaufsicht definiert Risikomanagement als Value at Risk mit einer Laufzeit von einem Jahr und verlangt deshalb zum Beispiel bei Aktien eine 40-prozentige Unterlegung mit Eigenkapital. Als Kunde eines Lebensversicherers lasse ich mich jedoch auf einen Sparvorgang über 30 Jahre ein. Mich interessiert nicht, was in den 30 Jahren mit meinem Geld passiert. Ich will nur die Sicherheit, bei Vertragsende mein Geld zu erhalten. In den vergangenen 50 Jahren gab es keinen einzigen Anlagezeitraum von 20 Jahren, in denen der Deutsche Aktienindex eine Rendite von weniger als fünf Prozent im Jahr aufwies. Dasselbe gilt für den Euro Stoxx 50 ab dem Jahr 1987.

Schwartzkopff: Die japanische Aufsicht treibt die Versicherer sogar in Aktien. Das zeigt doch, wie widersprüchlich die Regulierung ist.

Weniger: Warum haben wir diese scharfe Regulierung? Weil einige große Adressen in der Vergangenheit zu sorglos waren, siehe Lehman und die Subprime-Produkte. Die hatten solche strukturierten Anlagen für 20 oder 25 Milliarden Euro im Portfolio und keiner wusste genau, welche Risiken er eingeht.

dpn: Wie war das bei Ihnen?

Weniger: Wir hatten nicht ein einziges dieser Produkte, auch wenn uns Angebote vorlagen. Mir war der Hebel von 5,5 bis 6 viel zu hoch.

dpn: Seit Lehman ist das Ausfallrisiko noch mehrfach zum Thema geworden – zum Etwa

bei Anleihen Griechenlands und der Hypo Alpe Adria aus Österreich. Wie versuchen Sie, solche Ausfälle zu vermeiden, Herr Steiner?

Steiner: Eine gute und ausführliche Analyse des Emittenten ist das A und O. Die Asset Manager dürfen aufgrund von regulatorischen Anforderungen ohnehin nicht mehr das Rating der großen Agenturen automatisch übernehmen. Sie müssen eine eigene Kreditanalyse durchführen und begründen, weshalb sie eine bestimmte Entscheidung in einem Portfolio getroffen haben. Daneben sind eine breite Diversifizierung und Maximalgrenzen für einzelne Titel wichtig. Unterschlagungen und andere kriminelle Handlungen lassen sich jedoch nicht durch eine Emittentenanalyse erkennen. Gleiches gilt für die Entscheidung Österreichs, bei der Heta, der Nachfolgerin der Hypo Alpe Adria, ein Moratorium aufzusetzen. Das konnte vorher keiner wissen.

dpn: Wie weit gehen die regulatorischen Einschränkungen beim Rating?

Steiner: Wie immer lassen Gesetze Spielraum für Interpretationen, aber es ist anzunehmen, dass künftig nicht mehr automatisch verkauft werden darf, weil eine Rating-Agentur die Bewertung eines Emittenten abgesenkt hat und dadurch ein vereinbartes Mindest-Rating unterschritten wird.

dpn: Und wenn der Asset Manager verkaufen will?

Steiner: Dann muss er sich mit dem Anleger in Verbindung setzen, weil die Kreditqualität des Emittenten schlechter geworden ist. Ein Automatismus durch die Aktion einer Rating-Agentur ist künftig jedoch nicht vorgesehen.

dpn: Müssen dann nicht viele Anlagerichtlinien geändert werden?

Steiner: Wahrscheinlich ja. Das ist noch in der Diskussion. Dabei haben die Rating-Agenturen meiner Ansicht nach in den letzten 30 Jahren insgesamt betrachtet einen guten Job gemacht. Es gab nur wenige Ausnahmen, bei denen sie nicht ganz so optimal gearbeitet haben. Aber momentan wird alles angezweifelt.

dpn: Verwenden Sie noch die Bewertungen der Rating-Agenturen, Herr Weniger?

„Die Versicherungsaufsicht definiert Risikomanagement als Value at Risk mit einer Laufzeit von einem Jahr. Als Kunde eines Lebensversicherers lasse ich mich jedoch auf einen Sparvorgang über 30 Jahre ein."

BERND BAUR

BERND BAUR
DELTA MANAGEMENT CONSULTING
Der 57-jährige Diplom-Ökonom hat zusammen mit Dr. Peter König die Beratungsgesellschaft Delta Management Consulting gegründet. Das Frankfurter Unternehmen berät institutionelle Anleger wie zum Beispiel Versicherungen, Versorgungswerke und Pensionskassen. Zuvor war Baur unter anderem Leiter Kapitalanlage bei den VHV-Versicherungen in Hannover.

Weniger: Ja, ich brauche einen Anhaltspunkt. Aber eine eigene Einschätzung oder die einer Fondsgesellschaft muss dazukommen. Und wenn ich zum Beispiel in asiatische Emerging Markets Bonds investiere, dann gebe ich mich nicht damit zufrieden, dass die Analyse von Frankfurt aus erfolgt. Ich erwarte, dass die Experten dauerhaft vor Ort sind und nicht nur ein paar Mal im Jahr in die Region reisen. Wenn dort am Markt etwas passiert, kommt das hier oft erst ein oder zwei Tage später an. Dann haben sich die Kurse aber schon entsprechend verändert.

Schwartzkopff: Es gibt auch wichtige Entwicklungen bei der Schuldnerqualität, die ich selbst und von Frankfurt aus beurteilen kann. Zum Beispiel hat der niedrigere Ölpreis die Landschaft der Staats- und Unternehmensanleihen weltweit durcheinandergewirbelt. Anleihen von großen Energieimporteuren wie China, Indien und Indonesien muss ich bei einem längerfristigen Ölpreis von um die 60 US-Dollar/Barrel anders bewerten als oberhalb von 100 US-Dollar/Barrel. Umgekehrt erscheint Norwegen dann möglicherweise nicht mehr als sicherster Emittent der Welt. Ich würde zum Beispiel etwas mehr in Indonesien investieren und etwas weniger in Norwegen.

dpn: Führen die Vorgänge um die Heta zu einer Neubewertung staatlicher Garantien? Und dies vielleicht auch in anderen Ländern?

Weniger: Ich glaube an den deutschen Länderfinanzausgleich und gehe nicht davon aus, dass wir hierzulande eine Situation wie in Österreich bekommen werden.

Steiner: In Österreich wäre ich derzeit etwas vorsichtig. Grundsätzlich würde ich die staatlichen Garantien in der Analyse aber nicht außen vor lassen. Ansonsten wäre eine komplette Neubewertung des ganzen Segmentes erforderlich. Diese ist meiner Meinung nach nicht nötig, weil über das Heta-Moratorium noch lange Zeit vor Gericht diskutiert werden dürfte.

dpn: Wie gehen Sie mit der schlechteren Liquidität an den Anleihemärkten um?

Steiner: Wir investieren fast ausnahmslos in relativ liquide Anleihen mit einem Volumen von 500 Millionen Euro aufwärts.

Weniger: Ich investiere weiterhin auch in illiquidere Titel, aber nur begrenzt. Die Quote setze ich heute eher niedriger an als noch vor Lehman. Die Papiere kommen in Spezialfonds, weil die Investmentgesellschaften mehr Adressen haben, mit denen sie handeln. Im Zweifelsfall können sie daher die Titel besser verkaufen. Wenn ich illiquidere Anleihen erwerbe, habe ich natürlich höhere Spread-Ansprüche. Wobei es gar nicht mehr so eindeutig ist, welches Papier liquide oder illiquide ist, weil sich das inzwischen schnell ändern kann. Ein Fondsmanager erzählte mir, dass er vor ein paar Monaten eine Euro-Anleihe von Coca-Cola gekauft hat. Als er Ende April Papiere für eine Million Euro abstoßen wollte, bekam er von insgesamt fünf Brokern nur ein einziges Angebot – und das lag einen vollen Prozentpunkt unter dem Geldpreis im Bloomberg-Schirm.

Schwartzkopff: Wobei solche Anleihen – verglichen mit aktuellen Themen wie Infrastruktur – immer noch liquide sind. Eine große deutsche Adresse denkt aktuell über Biogasanlagen in Afrika nach. Wie hoch muss dafür die Illiquiditätsprämie angesetzt werden – neben den ganzen Risiken?

dpn: Herr Weniger, die Pax-Bank investiert als katholisches Kreditinstitut mit einem Nachhaltigkeitsfilter. Welche Erfahrungen haben Sie damit gemacht?

Weniger: Der Performance schadet es definitiv nicht. Wir liegen mindestens auf demselben Niveau wie vergleichbare Investoren ohne einen solchen Filter. Unternehmen, die beim Nachhaltigkeitsrating schlechter abschneiden, haben teils aus Reputationsgründen finanzielle Probleme. Bei den großen Ausfällen am Kapitalmarkt waren wir nicht dabei, weil diese Unternehmen nicht in einem Nachhaltigkeitsindex waren. Die Liquidität für eine nachhaltige Kapitalanlage war auch vor zehn Jahren schon gut genug. Sie hat sich inzwischen noch verbessert.

Steiner: Das Thema Nachhaltigkeit wird an Bedeutung zunehmen. Das zeigen auch die Green Bonds, die inzwischen verstärkt emittiert werden.

Schwartzkopff: Ich kenne fast keinen neu gegründeten Asset Manager mehr, der nicht von vornherein mit nachhaltigen Kriterien anfängt – und zwar nicht nur bei den Renten, sondern auch bei den Aktien, den Hedgefonds und bei Private Equity.

ULRICH BUCHHOLTZ
FREIER JOURNALIST
Der 49-jährige Diplom-Ökonom schreibt seit 2009 für dpn. Er besuchte die Georg-von-Holtzbrinck-Schule für Wirtschaftsjournalisten in Düsseldorf und arbeitete danach vier Jahre lang als Redakteur in der Verlagsgruppe Handelsblatt. 1999 gründete er das Journalistenbüro Buchholtz und ist seitdem für zahlreiche Wirtschafts- und Finanztitel tätig.

Baur: Je größer der Investor und das Anlagevolumen ist, desto größer muss auch das Anlageuniversum sein. Wenn er zum Beispiel US-Staatsanleihen wegen der Todesstrafe in den USA ausschließen will, könnte die Diskussion aufkommen, ob er sich dies noch leisten kann.

dpn: Wie sehen Sie die Zukunft des Bond Managements?

Steiner: Ein Großteil der Anleger benötigt auch künftig Anleihen. Es wird jedoch schwieriger werden, eine auskömmliche Rendite zu erwirtschaften. Die Regulierung nimmt zu und die Notenbanken halten das Zinsniveau momentan zu niedrig. Es wird kompliziert und volatil werden.

Baur: Künftig wird es eine wesentlich breitere Allokationsstruktur geben. Die Investoren sollten überdenken, ob sie wirklich 80 bis 90 Prozent ihrer Anlagen in Fixed-Income-Produkten halten wollen.

Schwartzkopff: Die Regulierung wird die hohen Rentenquoten nie völlig abschaffen. Wer sollte sonst die Staatsanleihen halten? Die Investoren sollten aber die alternativen Anlagen mit den Quoten, die heute schon möglich sind, nutzen und dabei auf einen langen Track Record, ein sauberes Risikomanagement und eine gute Liquidität achten. Wenn das angestoßen ist, sorgt die Politik möglicherweise für mehr Spielraum.

Weniger: Die Bedeutung der Renten wird auch in Zukunft extrem hoch sein. Die Zeiten des Buy-and-Hold sind allerdings vorbei. Ich werde künftig noch mehr umschichten müssen als in der Vergangenheit. ●

SPONSOR

A publication from the Financial Times