





Deutsche Asset Management Institutional

## WENN ÜBER 800 PENSIONSEINRICHTUNGEN AUF EINEN PARTNER VERTRAUEN,

dann zeigt das die Stärke unseres ganzheitlichen Ansatzes. Denn in Zeiten demografischen Wandels, grundlegend veränderter Kapitalmärkte und wachsender regulatorischer Anforderungen wird die Tragfähigkeit von Versorgungssystemen immer wichtiger. Wir beraten, begleiten und betreuen Unternehmen und Institutionen in allen Fragen rund um ihre Pensionsvermögen mit maßgeschneiderten Anlage- und Risikomanagementstrategien.

**DAS IST ASSET MANAGEMENT.**  
[institutional.deutscheam.com](http://institutional.deutscheam.com)



**Und wohin nun mit der neuen Freiheit?**

# Endlich CDC!

**Mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz werden in Deutschland erstmals bAV-Zusagen möglich, die auf Garantien nicht nur verzichten können, sondern dies sogar müssen. Diese bAV-Reform wirft in allen Bereichen des Pensionswesens eine Vielzahl an Fragen auf, nicht zuletzt im Asset Management. Die kommende Lage, im unverändert schwierigen Kapitalmarktumfeld losgelöst von den Lasten der Garantien zu investieren, diskutierte Pascal Bazzazi in den Räumen des BVV am Berliner Kurfürstendamm mit Andreas Hilka, Thomas Huth, Rainer Jakobowski und Olaf John.**

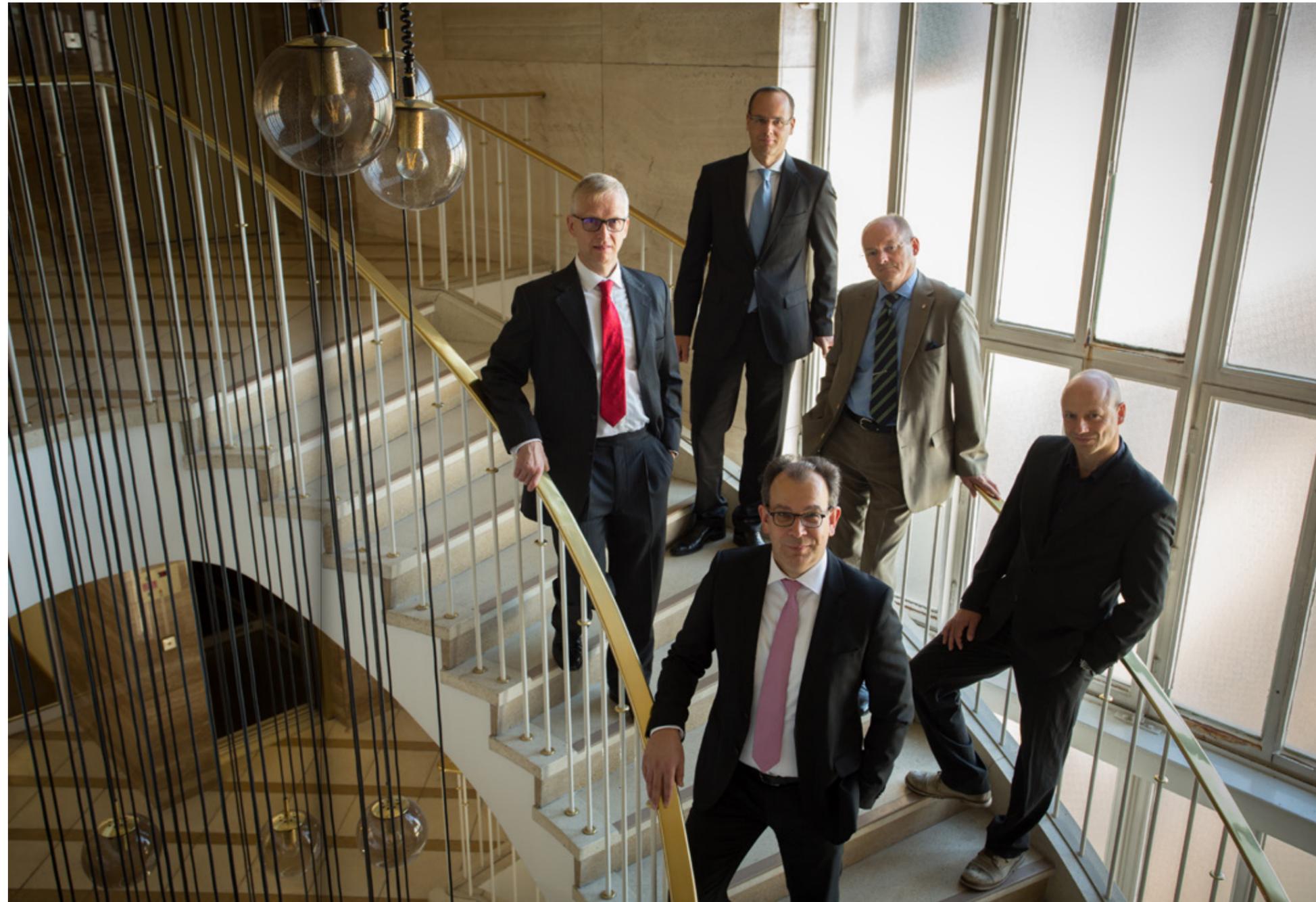
Roundtable  
Berlin, im Spätsommer 2017

# Endlich CDC! Und wohin nun mit der neuen Freiheit?

Guten Morgen die Herren, ich begrüße Sie zu unserem Round Table »Endlich CDC! Und wohin nun mit der neuen Freiheit?«. Die bAV-Reform ist verabschiedet, ob sie Erfolg zeitigt, wird man sehen. Reden wollen wir heute vor allem über den Umgang mit den neuen Freiheiten in der Kapitalanlage, die nach dem Verbot von Garantien im Sozialpartnermodell entstehen. Ursache, mindestens aber Auslöser des gesetzgeberischen Handelns war jedoch der politisch induzierte Niedrigzins. Herr Jakubowski, rechnen Sie mit einer Zinswende, für die sich erste Anzeichen andeuten – sei es in Euroland, sei es in anderen Währungsräumen?

**Jakubowski** — Irgendwann wird sie kommen, Herr Bazzazi. Die Amerikaner, auch wenn sie sich schwertun, haben die Wende zumindest eingeläutet. Wo sie enden wird, wie hoch also der Zins steigen wird, ist natürlich noch völlig offen. Doch wird sich Euroland dem nicht entziehen können, Mario Draghi wird irgendwann reagieren müssen. Auch die Datenlage spricht dafür: Deflationssorgen müssen wir uns nicht machen, die Wirtschaft im Euroraum läuft, ein erster Schritt in Richtung Rückkehr zu einer gewissen Normalität ist insofern klar überfällig. Doch die EZB macht – wie wir am Tisch hier alle wissen – auch Politik für die südeuropäischen Problemländer. Bezüglich des exakten Timings halte ich mich insofern mit einer Prognose zurück, aber zumindest haben wir – so sehe ich es – die Talsohle durchschritten.

**Hilka** — Ich teile den Optimismus schon allein deshalb, weil ich es muss. Wir werden tendenziell wieder höhere Renditen sehen müssen; die Frage ist nur, wann. Alle Probleme, die Draghi mit seiner Politik in Südeuropa zu lindern sucht, sind de facto weiter ungelöst. Und weiterhin sind wir in Euroland von den Inflationszielen entfernt, welche die Notenbank eigentlich vorgibt. Also kommt aus Euroland selbst noch kein Druck für ein Ende des Quantitative Easing oder wenigstens für ein Tapering. Andererseits haben wir in der FED mittlerweile eine Bilanzverkürzung, die am Ende ähnlich wirkt wie eine direkte Zinserhöhung. Und historisch koppelt sich der Zins



Die Diskutanten im Hause des BVV (v.l.n.r. und v.h.n.v.):

**Thomas Huth** — DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT, **Rainer Jakubowski** — BVV, **Pascal Bazzazi** — LEITER bAV UND dpn, **Olaf John** — INSIGHT INVESTMENT, **Andreas Hilka** — HÖCHSTER PENSIONSKASSE.

SPONSOREN



Deutsche  
Asset Management 

nicht vom us-Dollar Zins ab. Fazit: Tendenzielle Verbesserung der Zinslandschaft ja, jedoch kein Paradigmenwechsel, fürchte ich, der uns wieder in Richtung drei oder vier Prozent im 10-Jahres-Bund brächte. Aber wenn wir mal Richtung 100 Basispunkte gingen, hülfe das schon. Und das will ich nicht ausschließen.

**Jakubowski** — So ist es, Andreas, die vier Prozent sehe ich für lange Zeit nicht. Aber eine moderate Erhöhung, glaube ich, ist schon wahrscheinlicher als noch vor 12 oder 24 Monaten.

**Herr Huth, wie ist Ihre Einschätzung?**

**Huth** — Zwar sind die Probleme in einigen Ländern der Euro-Peripherie noch ungelöst, aber mit Irland, Portugal und Spanien hat die Mehrheit der Peripherieländer ihren Reformprozess eingeleitet und teils bereits erfolgreich umgesetzt. Der nächste Stresstest steht mit den Wahlen in Italien bevor. Natürlich sehen wir die Notwendigkeit eines Taperings, unter anderem weil es dem deutschen Sparer und Wähler auf Dauer nicht vermittelbar ist, warum, aus seiner Sicht, die Peripherie auf seine Kosten quersubventioniert wird. Andererseits ist angesichts der limitierten Schuldentragfähigkeit der Peripherie-Staaten ein deutlicher Anstieg der Zinsen in Richtung drei oder vier Prozent für mich nicht vorstellbar. Moderat höhere Zinsen werden dagegen wahrscheinlicher, auch weil die politischen Risiken der Eurozone etwas nachgelassen haben – Stichwort Frankreich-Wahl. Aber wie gesagt, ich fürchte, dass eben zurückkehrende politische Risiken jederzeit wieder für Unruhe sorgen können.

**Jakubowski** — Einerseits gibt es – wie Andreas Hilka richtig angemerkt hat – eine hohe Korrelation zwischen der Zinsentwicklung in den USA und in Europa. Andererseits müsste man, wollte man zynisch sein, mit Blick nach Italien den Niedrigzins ewig fortsetzen, weil in Italien schlicht keinerlei Perspektive erkennbar ist.

**Herr John, welche Entwicklung sehen Sie?**

**John** — Über die nächsten zwölf Monate erwarte ich durchaus einen Zinsanstieg, der übrigens im Markt schon zum Teil eingepreist ist. Entsprechend rechne ich mit einem ersten Tapering innerhalb eines Jahres. Hier wird man wahrscheinlich behutsam vorgehen und auch unterscheiden zwischen Staats- und Unternehmensanleihen. Vermutlich



**Olaf John** – Head of Distribution, Europe –

INSIGHT INVESTMENT

»Rürup- und Riester-Rente haben nicht ihr Ziel erreicht. Jetzt soll es die Nahles-Rente richten. Ich bin skeptisch.«

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

wird bei den Unternehmensanleihen vorerst weiter verfahren wie bisher, das Volumen von rund 7,5 Milliarden Euro pro Monat ist ja auch im Vergleich zu den Staatsanleihen sichtlich geringer. Bei den Sovereigns dürfte man sanft auf die Bremse treten.

**Nun hat sich der Gesetzgeber veranlasst gesehen, mit einer großen bAV-Reform einen Durchführungsweg zu schaffen, in dem Garantien für den Arbeitnehmer durch den Arbeitgeber und auch die durchführende eBAV schlicht verboten sind. Ziel ist in erster Linie mehr Verbreitung der bAV bei kleinen und mittleren Unternehmen sowie bei Geringverdienern. Wie bewerten Sie die Reform?**

**Jakubowski** — Ich bin hier nicht frei von Zweifeln. Als Finanzvorstand weiß ich natürlich um die Schwierigkeiten, welche die Garantien uns allen derzeit machen. Andererseits bin ich durchaus der Meinung, dass Garantien – in welcher Form auch immer – Teil einer vernünftigen Altersvorsorge sind. Und wir haben ja schon einige Versuche des Gesetzgebers gesehen, zu mehr Verbreitung zu kommen. Ob ihm diesmal mehr Erfolg beschieden sein wird? Ich denke, dass es eine moderat höhere Durchdringung geben wird. Ob aber die Qualität der Altersvorsorge dadurch zunimmt, wird man abwarten müssen.

**Hilka** — Mir geht es ähnlich, und man muss auch die jeweilige Industrie betrachten. In der chemischen Industrie ist der Verbreitungsgrad der bAV schon sehr hoch. Viel kann da gar nicht mehr passieren. Grundsätzlich sehe ich den Arbeitgeber in der Verpflichtung, mehr zu tun, als nur einen finanziellen Beitrag zu leisten. Richtig ist natürlich, dass man als Arbeitgeber wie als Anleger in diesen Zeiten keine Garantie zwingend erfüllen möchte, andererseits ist diese Form der Sicherheit sozialpolitisch nicht zu unterschätzen. Das ist auch eine Frage des Betriebsfriedens. Ich bin nicht überzeugt, dass kleine Unternehmen, kleine Handwerksbetriebe nun nur, weil es keine Garantie mehr gibt, auf einmal eine bAV anbieten. Dann hätten sie auch schon in der Vergangenheit eine Direktversicherung anbieten können.

**Huth** — Ich teile die grundsätzliche Skepsis, und dennoch hoffen wir auf eine stärkere Verbreitung der bAV. Schlussendlich gibt es sowohl für Zweifel als auch für verhaltenen Optimismus gute Gründe. Ich denke schon, dass das Betriebs-

rentenstärkungsgesetz aufgrund der Enthftung der Arbeitgeber respektive des Wegfalls der Garantie eine chancenreichere Kapitalanlage ermöglicht und damit verbunden die Wahrscheinlichkeit einer höheren Rente verbessert. Bei einer konsequenten und umsichtigen Umsetzung des durch die Reform ermöglichten Rechtsrahmens wird eine substanzielle Stärkung der Versorgung der Mitarbeiter machbar – besonders dort, wo es bisher noch gar keine betrieblichen Zusatzversicherungen gibt.

**John** — Rürup- und Riester-Rente haben nicht ihr Ziel erreicht, jetzt soll es die Nahles-Rente richten. Ob das Ziel der Verbreitung und Stärkung der bAV insbesondere für kleine und mittlere Unternehmen erreicht wird? Auch ich bin skeptisch, und ich denke, dass Großbritannien den besseren Weg gegangen ist, um die Verbreitung bei KMU zu fördern: Auto Enrolement, und ab April nächsten Jahres werden alle Mitarbeiter, die älter als 22 Jahre sind und mehr als 10.000 Pfund im Jahr verdienen, mit einer bAV beglückt. Und für die Arbeitgeber, die sich für keinen Anbieter entscheiden, gibt es mit dem NEST eine staatliche Default-Lösung, simpel, unkompliziert und flächendeckend. Bestehende Systeme werden integriert, wenn sie die Mindestbedingungen erfüllen – fertig.

**Jakubowski** — Herr John, ich finde diese Lösung gar nicht schlecht. Was mich allerdings doch daran stört, ist, dass die bAV damit partiell in staatliche Hände gerät. Hier habe ich grundsätzliche Zweifel an der Effizienz.

**John** — Stimme zu, aber die Briten haben sich für einen sehr praktikablen Kompromiss entschieden. Grundsätzlich ist die bAV des Auto Enrolement privatwirtschaftlich organisiert und der staatliche NEST nur eine Auffanglösung. Wenn das primäre politische Ziel Verbreitung ist, dann ist das ein effektiver Weg.

**In Deutschland wird künftig im Sozialpartnermodell der Erfolg wohl auch von der Handlungsbereitschaft der Tarifpartner abhängen?**

**Huth** — Das Gesetz weist den Tarifpartnern eine Rolle mit umfassenden Entscheidungsbefugnissen zu, gibt ihnen aber auch eine gewisse Verantwortung für die Versorgungssicherheit der Mitarbeiter und Rentner. Das wird sie sorgfältig abwägen lassen, welches absolute und relative Risiko man den Versorgungsberechtigten zumuten möchte.



**Hilka** — Ja, daher werden auch in der Zielrente Rendite-Erwartungen beziehungsweise die Renditen, die in Aussicht gestellt werden, relativ moderat sein müssen. Auch wir werden nicht drei, vier, fünf Prozent in den Raum stellen. Vielmehr wird das eine Rendite sein, die unter vertretbaren Risiken mit größter Wahrscheinlichkeit erreichbar ist, um eben Enttäuschungen vorzubeugen. Und diese Rendite wird in der Welt von heute auch nicht signifikant über zwei Prozent liegen können, denke ich – immer unterstellt, wir fangen bei null an. Und das ist ja die Prämisse. Ob man vielleicht bereits bestehende Investment-Vehikel nutzen können, um nicht mit Kleinstbeiträgen ineffizient irgendwo investieren zu müssen, wird man sehen. Doch selbst das wird bedeuten, dass man im Sinne der heutigen laufenden Renditen vielleicht irgendwo bei 2,0 bis 2,5 landet.

**Jakubowski** — Wobei ich fürchte, Andreas, dass wir – auch wenn die meisten vorsichtig sein werden – auf Mitbewerber treffen, die ganz andere Renditen kommunizieren werden.

**Hilka** — Vermutlich.

**Huth** — Nun, in der Diskussion rund um die Gesetzgebung ist dem Grunde nach diese Erwartungshaltung kräftig geschürt worden – wir

»Ich bin schon gespannt auf die Diskussionen, die geführt werden, wenn wir mal zwei, drei schlechte Aktienjahre haben werden – erst recht mit Blick auf diejenigen Berechtigten, die dann gerade in Rente gehen.«

*Rainer Jakobowski*

geben die Garantie auf, weil wir deswegen höhere Renditen erzielen können. Der Wunsch nach einer höheren Erwartungsrente geht allerdings zwangsläufig mit einer höheren Volatilität einher. Und genau hier liegt der Hase im Pfeffer. Selbstverständlich sollte es die Zielsetzung der Sozialpartner sein, ein Steuerungsmodell zu entwickeln, das eine definierte Zielsetzung, zum Beispiel Stabilisierung der Erwartungs- und der tatsächlichen Rente mit möglichst geringer Volatilität, ermöglicht. Aber am Ende bestimmt die Strategische Asset Allocation den erwarteten Ertrag, damit die Höhe der Rente und die Schwankungsintensität. Aus dem Markt hören wir allerdings, dass eine Präferenz für eher konservative Anlagestrategien besteht und fallende Renten vermieden werden sollen, auch zu Lasten der Rendite. Darüber hinaus stellt sich die Frage nach der Ausgestaltung des Gesamtmodells – wie verteile ich Risiken, wie teile ich Renditen, Verluste, Sterblichkeitsgewinne et cetera? Will ich den Mitarbeitern Wahlmöglichkeiten einräumen, sollen innerhalb eines Modells alle Mitarbeiter gleichermaßen an Renditen teilhaben, oder sind Lebenszyklus-Elemente sinnvoll? Die Frage der Ausgestaltung eines Passivmodells und seiner Steuerung ist meines Erachtens eine der wichtigsten Fragen, die man hier zu Beginn überhaupt wird beantworten müssen.

**Inwiefern?**

**Huth** — Wenn wir über kollektive Versorgungssysteme sprechen und insbesondere Abweichungen von einer in Aussicht gestellten beziehungsweise von der schon tatsächlich gezahlten Rente vermeiden wollen, dann gilt es, dies in der Konzeption des Steuerungsmechanismus zu berücksichtigen. Dies bedingt einerseits eine gewisse Fristenkongruenz zwischen Verbindlichkeit und Kapitalanlage. Andererseits eine ganzheitliche Steuerung von Assets und Liabilities, so dass beispielsweise Zinsänderungen gleichermaßen auf beide Seiten wirken und sich der Ausfinanzierungsgrad als zentraler Steuerungsmechanismus nicht verändert.

**Klingt ein wenig nach Liability Driven Investment?**

**John** — Ja, wenn man die Diskussion so hört, könnte man glatt meinen, wir reden über Leistungszusagen. Mit der Zielrente ist implizit eine Erwartung verbunden. Um diese zu erfüllen, gibt es drei mögliche Puffer: explizit den Kapitalpuffer für den Generationenausgleich sowie den Sicherheitsbeitrag und dann implizit die Möglichkeit, Rechnungszinsen in der Rentenphase zu verschärfen und so einen dritten Puffer aufzubauen – also mal wieder bAV Made in Germany mit gewohnter Komplexität. Dann muss man in der Tat die Kapitalanlage an den gesetzten Erwartungen, also den indirekten Liabilities orientieren, und dann ist man wieder bei LDI.

**Hilka** — Wo wir gerade die Frage der Ausgestaltung der neuen Versorgungswerke besprechen: Ohne jetzt in die Diskussion um einen



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

»Wir sind in Deutschland alle die Besitzstandswahrung gewohnt, wenigstens die Bewahrung der nominalen Ansprüche. Ich halte es für sehr schwierig, wenn es auch wünschenswert wäre, hier zu einem Umdenken zu etwas mehr Risikobereitschaft zu kommen.«

Überbetriebliche Einrichtungen der bAV unterliegen besonderen externen Steuerungsimpulsen, nicht zuletzt den Stresstests der Aufsichten. Insofern kann Andreas Hilka die Kapitalanlage seiner Kassen nicht unter rein ökonomischen Gesichtspunkten steuern. Seit 2016 ist der 50-Jährige erneut Mitglied des Vorstands für den Bereich Asset Management der Pensionskasse der Mitarbeiter der Hoechst-Gruppe VVAG wie auch der Höchster Pensionskasse VVAG. Wirtschaftsingenieur Hilka war bereits von 1995 bis Ende 2007 zunächst bei der seinerzeitigen Hoechst AG und dann bei den beiden Kassen tätig, dort die letzten fünf Jahre ebenfalls als Kapitalanlagenvorstand. Zwischenstationen waren Allianz Global Investors und Credit Suisse. Bereits seit 2005 leitet Hilka den Fachausschuss Kapitalanlage der aba Arbeitsgemeinschaft für betriebliche Altersversorgung e.V.. Mit Kapitalanlagen von circa 10 Milliarden Euro decken die beiden Pensionskassen die Ansprüche von rund 300.000 Berechtigten aus gut 500 Trägerunternehmen.

» **Staatsanleihen und Corporate Bonds insbesondere auch am langen Ende sind aus unserer Sicht unverzichtbarer Bestandteil einer SAA. Diese Titel brauchen wir schon für die Schöpfung der unserer Einschätzung nach erforderlichen Duration.**«

Thomas Huth

technischen Geschäftsplan der reinen Beitragszusage einzusteigen, ist es natürlich auch für die Kapitalanlage und die Rendite relevant, inwiefern es Sicherungspuffer gibt. Dann könnten je nachdem sogar 2,5 Prozent erwartete Rendite noch sehr optimistisch sein.

**Und die können dann auch noch schwanken. Da kommt auf die deutsche Rentner-Mentalität aber einiges zu.**

**John** — Das originäre Ziel, das man mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz verfolgt, ist ja – bei aller erwähnten Skepsis – mehr bAV-Durchdringung, vor allem in den KMU. Wir reden hier also von Menschen, die bis dato meist überhaupt keine Betriebsrente haben und die unter gegenwärtigen Umständen mit den Garantien auch keine bekommen. Hier wäre eine Beitragszusage mit Zielrente durchaus ein Erfolg, wenn die Alternative ist, gar keine Betriebsrente zu erhalten. Dass Renten schwanken können, auch mal sinken können, ist nicht schön, aber beispielsweise in den Niederlanden allgemein bekannt und durchaus akzeptiert.

**Hilka** — Wir sind in Deutschland alle die Besitzstandswahrung gewohnt, wenigstens die Bewahrung der nominalen Ansprüche. Ich halte es für sehr schwierig, wenn es auch wünschenswert wäre, hier zu einem Umdenken zu etwas mehr Risikobereitschaft zu kommen. Ich denke, dass wir alle etwas risikobereiter werden müssen, zwangsläufig; aber kulturell sind wir zum Beispiel hier weit von den Holländern entfernt.

**Viel Aufklärungs- und Kommunikationsarbeit kommt jedenfalls auf die Stakeholder zu. Kommen wir damit konkret zu Märkten und Asset-Klassen. Fangen wir mal ganz oben an, bei den Sovereigns. Einerseits weiter QE, andererseits mögliches Tapering ante portas. Außerdem praktisch alle Pensionsakteure auf der Suche nach Duration – hört man zumindest. Wie haben Sie vor, damit umzugehen, wenn Sie in der CDC-Welt den heute noch üblichen Stresstesterfordernissen und den Steuerungsimpulsen in dieser Form möglicherweise nicht mehr so unterliegen? Die Hoechster Pensionskasse hat keine Aktien, und dies eben mit Blick auf**

**Stresstests. Ich weiß jetzt nicht aus dem Stand, wie viel Staatsanleihen Sie noch halten, Herr Hilka ...**

**Hilka** — Fast keine.

**Und Corporates haben Sie ja vermutlich?**

**Hilka** — Nun ja ...

**Wenn jetzt besagte Steuerungsimpulse im Sozialpartnermodell wegfallen, werden dann Bonds und Sovereigns vielleicht eine noch geringere Rolle spielen, als sie es heute schon tun?**

**Hilka** — Das kann ich nicht pauschal sagen, jedenfalls nicht für uns. Ich muss daher kurz ausholen.



Wir haben uns der Frage im Rahmen der reinen Beitragszusage unter dem Gesichtspunkt genähert, ob kollektive oder individualisierte Kapitalanlage der richtige, effiziente Weg ist. Ergebnis: Die kollektive Anlage ist der effizienteste. Wir haben über die Kollektive hinweg, also Anwärter und Rentner, auf einer wirklichen Makro-Ebene mit sehr fairen Annahmen nach vorne simuliert, welche Form der Kapitalanlage, welche Mischung zwischen sehr einfachen Anlageklassen – Aktien auf der einen Seite, Renten und vor allem Staatsanleihen auf der anderen – effizient ist. Ich rede hier von Effizienz im Sinne von schwankungsarmen Portfolios, bei denen wir hoffentlich einen relativ stetigen Pfad der Entwicklung beschreiben können. Da spielen Staatsanleihen durchaus eine Rolle. Da spielt die Aktienquote eine Rolle,

irgendwo im Bereich zwischen 30 und 50 Prozent, und wir haben eine Rentenquote, die – sagen wir – vielleicht in der Größenordnung 20 bis 25 Prozent Corporates aufgefüllt ist. Das ist nicht bis ins Letzte verfeinert, aber gibt zumindest einen Überblick, wie man sich mit einer vernünftigen Mischung der Asset-Klassen aufstellen könnte – immer unterstellt, dass Liquidität, Transparenz und Kosteneffizienz eine Rolle spielen sollen. Ob dies dann der Durationssteuerung dient, ob es auch unter Bonitätsgesichtspunkten initiiert ist, ist dann eigentlich unabhängig vom aktuellen Zinsniveau.

**Jakubowski** — Wir unterliegen bestimmten Zwängen, die unsere Gewichte in der Kapitalanlage bestimmen oder stark einschränken. Plakativ ausgedrückt, denke ich, werden wir als bVV in der



**Thomas Huth** – Director Head Industry Solutions Germany – DEUTSCHE ASSET MANAGEMENT

»Wenn wir über kollektive Versorgungssysteme sprechen und insbesondere Abweichungen von einer in Aussicht gestellten beziehungsweise von der schon tatsächlich gezahlten Rente vermeiden wollen, dann gilt es, dies in der Konzeption des Steuerungsmechanismus zu berücksichtigen.«

Der 46-jährige Thomas Huth, aus Kassel stammend, leistet Beratung und Vertrieb von Leistungen im Kontext von bAV, ALM/LDI sowie Fiduciary Management und Collective DC bei der Deutschen Asset Management. Huth, Diplom-Kaufmann und MBA, ist außerdem seit 2008 Vorstand der sieben Milliarden Euro schweren Deutsche Treuinvest Stiftung (CTA) und seit 2014 Vorstand bei der Deutscher Pensionsfonds AG, die ein Volumen von rund 1,4 Milliarden Euro aufweist. Der Mutterkonzern Deutsche Bank fährt in seinem Pensionswesen seit Jahren eine Funding Ratio von rund 100 Prozent.

Bei der Unternehmensberatung PwC in Frankfurt stieg Huth mit dem Schwerpunkt Management Consulting in das Berufsleben ein. Im Jahr 2000 wechselte er zur DWS und wandte sich dort in verschiedenen Funktionen zunehmend Fragen der Altersvorsorge zu. Die Deutsche Asset Management verwaltet Stand Ende Juni 2017 weltweit insgesamt mehr als 711 Milliarden Euro, davon rund 136 Milliarden Euro für institutionelle Investoren in Deutschland.

neuen Welt der reinen Beitragszusage Gewichte ändern. Wir haben Ende Juni 16 Prozent Aktien gehalten, gehedged, mit Overlay. Darunter fallen auch Mandate mit Aktienkomponenten wie Wandelanleihen, Long-/Short-Mandate, der reine Long-Anteil ist relativ klein. 16 Prozent Aktien heute, und das kann – je nachdem, was die Tarifvertragsparteien wollen – künftig höher ausfallen. Aber wir haben ein Manager-Universum, das über Jahre handverlesen entwickelt worden ist und in das wir viel Energie investiert haben. Daraus werden wir schöpfen. Wenn wir denn tatsächlich irgendwann steigende Zinsen sehen, werden auch die Staatsanleihen ihre Berechtigung zurückgewinnen. Auch der Bond-Anteil wird hoffentlich in fernerer Zukunft wieder zunehmen. Denn Bonds sind grundsätzlich das Mittel der Wahl in der Altersvorsorge, weil sie infolge der Kuponerträge der Planbarkeit dienen. Also: Wir werden Gewichte je nach Lage anpassen, aber es ist nicht so, dass wir alles grundlegend neu machen werden.

#### Also nicht Aktien über alles?

**Jakubowski** — Dass wir nun mit dem Betriebsrentenstärkungsgesetz die Garantien fallen lassen, ist den gegenwärtigen Kapitalmarktverhältnissen geschuldet. Und jeder von uns am Tisch erinnert sich sicher noch gut an die Diskussionen, dass wir doch über 35 Prozent Aktienquote brauchen. Das war zur Zeit gut laufender Aktienmärkte, und ebensolche haben wir in den letzten Jahren auch gesehen. Ich bin schon gespannt auf die Diskussionen, die geführt werden, wenn wir mal zwei, drei schlechte Aktienjahre haben werden – erst recht mit Blick auf diejenigen Berechtigten, die dann gerade in Rente gehen. Wir kennen noch die Medienberichte aus den USA über Rentner mit zwei bis drei Nebenjobs.

#### Damals nach Enron?

**Hilka** — Zum Beispiel, ja.

**Huth** — 2008 hat sich das ja ähnlich abgespielt. Die Erinnerung der Menschen daran ist frisch, und ich denke, dass das Sicherheitsbedürfnis der Anleger, der Begünstigten, der Versorgungsanwärter groß ist. Allerdings führt das nicht dazu, dass die Erwartung an die Rendite nun bescheidener wird. Und das ist dann auch im Übrigen die Aufgabenstellung für das kollektive Versorgungswerk. Risiken sollten dort genommen werden, wo es eine Risikoprämie gibt, und Risiken ohne Prämie, zum Beispiel das Zinsänderungsrisiko, sollte man vermutlich eher absichern.

**John** — So ist es. Genau gesehen haben wir ja auch keine reine Beitragszusage, denn die Anlagestrategie wird nicht vom Arbeitnehmer bestimmt, und die Zielrendite ist faktisch eine weiche Garantie. Eine Art Risk Sharing gibt es ja bereits mit der Beitragszusage mit Mindestleistung und der beitragsorientierten Leistungszusage. Das Neue an der Zielrente ist nun eine Art Risk Sharing zwischen Kohorten. Man muss außerdem bedenken, dass die neuen eBAV, die nun entstehen sollen, zunächst ja klein anfangen, praktisch bei null.

**Huth** — Staatsanleihen und Corporate Bonds insbesondere auch am langen Ende sind aus unserer Sicht unverzichtbarer Bestandteil einer SAA. Diese Titel brauchen wir schon für die Schöpfung der unserer Einschätzung nach erforderlichen Duration. Neben den traditionellen Anlageklassen können natürlich auch Alternatives zur Durationsschöpfung und Cash Flow Matching eingesetzt werden, zum Beispiel Infrastructure- oder Real Estate Debt.

**John** — Auch in der reinen Beitragszusage wird die Staatsanleihe ihre Berechtigung haben, denken Sie nur an die »Drei-Puffer-Rente«. In der Zukunft muss man dann auch differenzieren: Befindet sich ein System im Wachstum oder schrumpft es? Wenn die Cashflows negativ sind, also Investment-Erträge und Beiträge niedriger sind als Rentenzahlungen, dann wird die Kapitalanlage tendenziell sicherheitsorientiert sein. In einem solchen Szenario ist es vorranglicher, die Cashflows sicherzustellen, als eine Zielrendite über einen längeren Zeitraum zu erreichen, denn man hat schlicht die Zeit nicht mehr, höhere Volatilität zu verkraften und eventuelle Verluste wieder aufzuholen. Wir kennen das aus Großbritannien, wo viele Versorgungswerke mit Leistungszusagen schon vor über 20 Jahren geschlossen worden sind.

**Hilka** — In der Tat.

**Sie sagten eben, Herr Jakubowski, dass nicht alles anders wird, sondern sich Gewichte ändern. Da denke ich direkt an die Stichworte Diversifikation, vielleicht mehr Aktien natürlich, Real Estate, aber eben auch Alternatives und Infrastructure Equity und Debt et al. Wird all das, was wir angesichts der Kapitalmarktverhältnisse aus der bestehenden bAV-Welt kennen, auch im Sozialpartnermodell kommen, nur mit noch etwas mehr Elan?**

**Jakubowski** — Wir haben mit dem Jahreswechsel 2015/2016 unsere Asset Allocation mit einem Partner überprüft, und das Ergebnis war auch hier, dass wir Gewichte geändert haben, aber uns nicht in neuen Asset-Klassen engagieren. Das liegt schlicht daran, dass wir alles, was wir in der bAV für geeignet halten, bereits besetzen. Alles, was Sie eben genannt haben, ist bei uns im Portfolio enthalten. Es gibt aber auch Assets, die wir für ungeeignet für uns halten.

#### Zum Beispiel?

**Jakubowski** — CLO und CDO besetzen wir nicht, zumindest nicht systematisch. Meines Erachtens ist eine Lehre der Krise, dass Komplexität an sich schon ein Risiko ist, sogar eines, das schwer beherrschbar ist und mit dem man sehr vorsichtig umgehen sollte – zumal es in der Regel nicht richtig bezahlt wird.

#### Haben Sie bei den Alternatives spezielle Favoriten?

**Jakubowski** — Favoriten? Das hängt ganz von der Marktverfassung ab. Ich bin allerdings überzeugter Anhänger von Private Equity – das ist Investieren in einem sehr ursprünglichen Sinne. Außerdem halte

ich Infrastructure, sowohl Equity als auch Debt, für interessant. Real Estate möchte ich hier immer noch hinzufügen.

#### Sie haben ja auch eine Master-KVG für Real Estate. Wie sehen Sie denn hier die Marktverfassung?

**Jakubowski** — Kommt darauf an. Just dieser Tage ist uns ein Wohnportfolio in Berlin angeboten worden. Hier müssen Sie schon sehr vorsichtig sein. Die Preise in deutschen Großstädten – Berlin, München, Hamburg – laden mittlerweile nicht mehr unbedingt zu einem Engagement ein. Gleichwohl ist und bleibt Real Estate eine Asset-Klasse, die sehr gut zu unseren Bedürfnissen passt.

#### Investieren Sie dann hier europaweit?

**Jakubowski** — Weltweit.

#### Herr Hilka, welche Rolle spielt Real Estate bei Ihnen?

**Hilka** — In den aktuellen DB-Systemen eine große, weil Real Estate die Aktienquote bei uns ersetzt und im Stresstest sehr effizient umzusetzen ist. Unsere Immobilien-Quote liegt folglich je nach Kasse zwischen 20 und 25 Prozent, also nahe der aufsichtsrechtlichen Obergrenze. Und Real Estate ist auch bei uns einer der wesentlichen Renditetreiber im aktuellen Umfeld – und wird es hoffentlich auch weiterhin bleiben, im Bestand zumindest. Bei neuen Engagements ist es in der Tat so: Die Mietrenditen sind rückläufig, egal, wohin und worauf man schaut.

#### Und das wird auch im Sozialpartnermodell so sein?

**Hilka** — Ich stimme mit dem überein, was Rainer Jakubowski sagte: Wir machen da nichts grundlegend neu, sondern nur anders. Aber einen Aspekt möchte ich ergänzen: In den Vorgesprächen, die wir bis jetzt mit Tarifpartnern hatten, zeigt sich, dass wir Anlageklassen benötigen werden, die sehr transparent sind, die liquide sind und möglichst täglich bewertbar. Ergo werden wir möglicherweise viele der an sich gut für den Langfrist-Investor geeigneten Anlageklassen mangels Fähigkeit zeitnaher Bewertung und vielleicht manchmal auch mangels Transparenz in der reinen Beitragszusage nicht umsetzen können. Ich rechne beispielsweise damit, dass wir monatlich werden Standmitteilungen versenden können müssen. Also werden wir monatlich zeitnah nach dem Monats-Ultimo auch in der Lage sein müssen, den Kapitalanlagebestand zu bewerten.

#### Das klingt ja fast nach einem kleinen Stresstest der anderen Art?

**Hilka** — Zumindest für Reporting-Systeme und Controlling. Das bedeutet für mich, dass wir im Sozialpartnermodell mangels objektiver externer Bewertung wahrscheinlich in dem klassischen Sinne gar nicht in Immobilien werden investieren können, beispielsweise im Direktbestand.

#### Gilt das dann vielleicht auch für Infrastructure Equity?



»Wir werden möglicherweise viele der an sich gut für den Langfrist-Investor geeigneten Anlageklassen mangels Fähigkeit zeitnaher Bewertung und vielleicht manchmal auch mangels Transparenz in der reinen Beitragszusage nicht umsetzen können.«

Andreas Hilka

**Hilka** — In ähnlicher Form. Gut, Sie finden wahrscheinlich immer einen Weg, wie man das irgendwie trotzdem umsetzen kann – über eine Verpackung, eine Börsennotiz et cetera. Gleichwohl dürfte das unser Anlageverhalten etwas verändern – keine Immobiliendirektanlage in der reinen Beitragszusage. Das ist schonmal eine wesentliche Einschränkung.

**Sehen wir also einen paradoxen Effekt? Einerseits werden wir in der reinen Beitragszusage nicht mehr den üblichen Stresstest-Erfordernissen unterliegen, andererseits können Asset-Klassen, die in der Direktanlage schwer zu bewerten sind – Real Estate, Infrastructure – infolge stärkerer Reporting- und Transparenzforderungen der Stakeholder schwerer zu verwalten sein?**

**Hilka** — Wir wissen das noch nicht sicher, aber man sollte als EBAV mit der Forderung rechnen, dass man auch zu einem sehr kurzfristigen Reporting in der Lage sein sollte. Das könnte für bestimmte Asset-Klassen bis zu einem Ausschlusskriterium führen, genau werden wir das aber erst wissen, wenn es soweit ist.

**Huth** — Andersherum gedacht: Könnte diese geringere Genauigkeit der Preisfeststellung nicht in gewisser Weise auch zu einem Vorteil werden? Die Märkte sind hoch bewertet. Auf der Rentenseite droht irgendwann ein wie auch immer gearteter stärkerer Zinsanstieg. Könnten Anlageklassen im Portfolio, die nicht Mark-to-Market jeden Tag bewertet werden können oder müssen, in so einer Situation vielleicht auch Druck aus dem Kessel nehmen?

**Jakubowski** — Das ist so – wenn Ihre Stakeholder Ihnen das gestatten.

**John** — Das ist sicher auch immer eine wichtige Kommunikationsfrage, die sich heute bei illiquiden Asset-Klassen bereits stellt, denke ich. Was eine Immobilie oder eine illiquide Anleihe wirklich wert ist, weiß ich erst, wenn ich sie tatsächlich verkaufe. Gibt es hier bei einem Asset eine klare Laufzeit mit feststehenden vertraglichen Rückflüssen, dann gibt es als Risiko nur noch den Default. Wenn man das im Griff hat, kann man meines Erachtens auch renditeseitig in der Direktanlage durchaus besser dastehen als in einem Fonds, der täglich bewertet wird und der beispielsweise in sehr liquide Anleihen investiert.

**An welche Asset-Klassen oder Instrumente denken Sie hier konkret?**

**John** — Secured Finance, das sind im Wesentlichen drei Arten von Cashflows aus gepoolten Anlagen. Diese können in den öffentlichen Anleihemärkten oder über den Privatmarkt erworben werden und beinhalten Cashflows von Consumer-Darlehen aus Hypotheken, Kreditkarten, Autoleasing und Nebenkostenabrechnungen, wie RMBS und Credit Card Loans. Dann gibt es die Asset Backed Cashflows von Gewerbeimmobilien und Infrastruktur, wie zum Beispiel von Krankenhäusern, Bahnstreckennetzen und Autobahnen. Und dann die Corporate Cashflows von Unternehmen, die Waren- und Dienstleistungen erstellen und ihre Forderungen auf die zu erwartenden Cashflows verkaufen.

### Welche expliziten Vorteile sehen Sie bei Secured Finance?

**John** — Inflationsschutz, regelmäßige, ordentliche Erträge, in der Regel variable Verzinsung, Renditeaufschlag zu Unternehmensanleihen, Diversifikation und Besicherung durch Vermögenswerte. Wichtig ist vor allem die Qualität der Schuldner, und hierauf empfehlen wir das Augenmerk zu richten. Wenn man über Private Debt spricht, ist damit in der Regel implizit High Yield verbunden, weil die Qualität nicht Investment Grade ist. Ich denke, dass man im Vergleich zu Investment Grade Corporates mit Private Debt gleicher Bonität derzeit immer noch 200 Basispunkte mehr Rendite erhält. Vor zwei Jahren waren es übrigens noch 350.

**Huth** — Infrastructure Debt ist interessant, nicht zuletzt, weil es neben akzeptablen Renditen lange Laufzeiten liefert und darüber hinaus nicht in jeder Form immer Mark-to-Market zu bewerten ist. Auch direkte Darlehen auf dem Buch werden nicht täglich gepreist. Gleichwohl sind das Nischeninvestments; der größte Teil des Geldes wird in liquiden Asset-Klassen liegen – Aktie, Staatsanleihe, Unternehmensanleihe. Fraglich bleibt in der Tat auch, inwiefern die Tarifpartner im Sozialpartnermodell bereit sind, derartige Alternatives zu akzeptieren.

**Jakubowski** — Richtig, wobei ich hoffe, dass unsere Überzeugungsarbeit hier fruchten wird, denn Illiquiditätsprämien zu vereinnahmen, ist für unser Modell praktisch unerlässlich.

### Herr Hilka, was sind Ihre Favoriten abseits der üblichen Asset-Klassen?

**Hilka** — Auch für uns spielt Private Debt eine große Rolle. Und ja, auch die Vereinnahmung von Illiquiditätsprämien ist das, was uns tatsächlich am Leben erhält. Und da kommen, wie Thomas Huth schon sagte, auch die schätzenswerten Begleiterscheinungen zum Tragen, dass wir eben keine börsentägliche Bewertung haben und im Grunde genommen den Schuldner in seiner Bonität beurteilen. Und solange der sich nicht dem Default nähert, gibt es für uns auch keinen akuten Handlungsbedarf, so dass wir nur die Kupons vereinnahmen und eine relative Stabilität im Portfolio haben. Mit diesen Eigenschaften kann Private Debt durchaus sukzessive High Yield ersetzen. Im Zuge der Kapitalmarktunion könnten Pensionsinvestoren zunehmend aktive Spieler bei der Kreditvergabe an Unternehmen werden. Ich

kann mir das jedenfalls für uns sehr gut vorstellen. Allerdings müssen hierzu die Marktzugänge und die geeigneten Anlagevehikel noch ausgebaut werden.

### Thema Nachhaltigkeit, ESG. Auf welche Vorgaben der Tarifparteien sollte man sich hier einstellen, besonders von Seiten der Gewerkschaften? Nach dem Motto: Liebe EBAV, bitte keine Panzer, keine Kampfflugzeuge, kein Alkohol, kein Palmöl?

**Jakubowski** — Ich bin mir recht sicher, dass die Arbeitnehmerseite etwas in der Richtung vortragen wird. Und das müssen wir auf dem Schirm haben.

### Also nicht nur promptere Reportingpflichten, sondern auch enge ESG-Kriterien: Wird so unter Umständen die neue garantierte Freiheit in der Kapitalanlage via Compliance direkt wieder ein bisschen eingeschränkt?

**Jakubowski** — Zumindest die Diversifikationsmöglichkeiten werden damit etwas eingeschränkt, jedenfalls theoretisch. Allerdings haben wir schon heute eine ESG-Richtlinie für den BVV und tatsächlich Ausschlusslisten, die wir unseren Partnern vorgeben.

**John** — Das Thema Nachhaltigkeit ist ein Trend, der ohnehin an Dynamik gewinnen wird. Deutschland hat hier eher noch Nachholbedarf. Insbesondere in Holland und in den nordischen Ländern gehören ESG-Vorgaben längst zum Standard, auch außerhalb des Pensionswesens. Mittlerweile gehe ich allerdings nicht mehr davon aus, dass die Beachtung von ESG-Kriterien die Performance beeinträchtigen muss. Langfristig müssen sich nachhaltige Unternehmen einfach besser entwickeln. Das Problem ist nur: Das kann mitunter dauern. Ein zu stringenter Ansatz kann zu mehr Volatilität führen. Wir haben unseren langjährigen ESG-Ansatz, der dies berücksichtigt, für einen unserer Euro-Credit-Fonds weiterentwickelt. Neben weit verbreiteten Ausschlusskriterien fokussiert sich der Fonds auf Unternehmen mit positiven ESG-Faktoren oder solchen, die sich positiv auf die Ziele der UN Sustainable Development Goals konzentrieren, sowie auf Unternehmen mit niedrigerem CO<sub>2</sub>-Ausstoß als das Indexniveau. Und er übt, wo es möglich ist, das Mittel des Engagements aus.

### Und das Ergebnis?

**John** — Das Universum ist nur um 13 Prozent kleiner geworden. Der einschränkende Effekt ist meines Erachtens jedenfalls zu klein, als dass man deshalb auf ESG verzichten sollte. Aber wie dem auch sei, das Thema nimmt sowieso Fahrt auf.

**Jakubowski** — Zweifelsohne.

**John** — In dem Segment der europäischen Corporates sind die Auswirkungen auch bei Ausschlusskriterien nicht so groß, als die Möglichkeit, Alpha zu generieren, zu stark eingeschränkt wäre. Und die Einschränkungen, die entstehen, kann man ausgleichen –

genau mit dem systematischen Beta, dass nachhaltige Unternehmen langfristig durchaus einen Mehrertrag bringen können. Bleibt immer noch die Frage, wer was als nachhaltig definiert. Denken Sie nur an den unterschiedlichen Blick in Deutschland und Frankreich auf die Kernenergie.

**Jakubowski** — Oder die USA: Todesstrafe, größter Waffenlieferant der Welt. Darf ich dann noch deren Sovereigns kaufen? Am einfachsten wäre natürlich: Lieber Sponsor, sage uns doch, wie deine ESG-Kriterien aussehen!

**Hilka** — Genau das wollte ich gerade sagen. Wir als EBAV sind am Ende Treuhänder. Ich habe gar keine eigene, vielleicht sogar privat determinierte moralische Wertung und Entscheidung hier hineinzubringen. Ich setze das um, was meine Sponsoren, und jetzt insbesondere bei der reinen Beitragszusage die beiden Tarifpartner tatsächlich wollen. Wie Olaf John eben sagte, finde auch ich, dass ESG-Kriterien sehr wohl im Risikomanagement umsetzbar sind. Aber ich würde mich immer dagegen wehren, dass wir als Vertreter von Kapitalsammelstellen durch Investition das erreichen sollen, was die Politik nicht gestaltet.

### Herr Huth, kennen Sie Investoren, die beispielsweise auf us-Staatsanleihen verzichten, weil es in den USA die Todesstrafe gibt? Und betrifft das vielleicht sogar weitere Asset-Klassen?

**Huth** — Ja, wir haben Investoren, die aufgrund restriktiver Vorgaben einige Asset Klassen wie zum Beispiel us-Staatsanleihen ausschließen. Zur Wirkung einer ESG-Ausrichtung auf die Performance gibt es ja umfangreiche Forschung. Mein Kollege Gunnar Friede hat gemeinsam mit der Universität Hamburg eine beachtete Metastudie erstellt. Wichtige Erkenntnis: Knapp zwei Drittel der Studien ergeben eine positive Korrelation zwischen ESG-Aspekten und Finanzergebnissen. Aber klar ist, dass das ESG-Thema sowohl für Investoren als auch die gesamte Asset-Management-Branche große Veränderungen mit sich bringt. Wir wollen die Rolle von nachhaltiger Geldanlage gemeinsam und individuell mit unseren Kunden gestalten – sei es bei liquiden oder illiquiden Asset-Klassen. Schlussendlich obliegt im Sozialpartnermodell die Ausgestaltung der Rahmenbedingungen den Sozialpartnern. Bei der erforderlichen Beratung werden wir natürlich gerne mitwirken.

### Noch mal zurück zur eben angesprochenen Illiquiditätsprämie. Ist Private Debt hier ein Mittel der Wahl?

**Hilka** — Ja, das denke ich schon. In der Altersvorsorge bleibt Fixed Income immer der Hauptbestandteil eines Portfolios – gleich ob in der alten oder in der neuen Welt. Und das ist zumindest nach allem, was ich über den Markt bis jetzt kennengelernt habe, eine effiziente Form der Umsetzung.

### Dann könnten also Loans und Direktarlehen durch Investoren unter dem Gesichtspunkt der Illiquiditätsprämie eine weitere zunehmende Rolle spielen?



**Rainer Jakobowski – Finanzvorstand –**

**BVV VERSICHERUNGSVEREIN DES BANKGEWERBES AG**

»Der Bond-Anteil wird hoffentlich in fernerer Zukunft wieder zunehmen. Denn Bonds sind grundsätzlich das Mittel der Wahl in der Altersvorsorge, weil sie infolge der Kuponerträge der Planbarkeit dienen.«

Der 61-jährige Diplom-Kaufmann Rainer Jakobowski verantwortet beim BVV seit 2001 als Vorstand das Portfoliomanagement (und daneben IT, Organisation, Rechnungslegung, Controlling, Strategie, Recht, Kommunikation und Revision). Der BVV fährt derzeit eine SAA von circa 60 Prozent Anleihen, rund 5 Prozent Finanzierungen, 16 Prozent Aktien, immerhin über 13 Prozent Alternatives inklusive Real Estate – der Rest sind Absolute Return und andere Assets. Angesichts der Renditeerfordernisse hat der BVV den Ausbau der alternativen Zinsanlagen im letzten Jahr weiter forciert. Zu Infrastruktur- und Immobilienfinanzierungen traten beispielsweise Unternehmens- und Flugzeugfinanzierung. Derartige Investments sollen in den kommenden Jahren ein Volumen zwischen fünf und zehn Prozent des Portfolios erreichen und so zur Stabilisierung der Ertragskraft beitragen. Der Volatilität begegnet der BVV dabei unter anderem durch Overlay-Strategien und Investments mit adäquaten Rendite-Risiko-Profilen. Der vom BVV verwaltete Kapitalanlagebestand erhöhte sich im abgelaufenen Geschäftsjahr um 772 Millionen Euro auf 26,6 Milliarden Euro.

**Hilka** — Wir werden als Pensionskasse mit all den CRA-III- und sonstigen Vorschriften sicher nicht in der Lage sein, direkt Loans an Unternehmen zu vergeben oder Unternehmensfinanzierung zu leisten, und wir können auch nicht den Analysten- und Analysetab vorhalten. Aber dass wir uns natürlich geeignete Manager aussuchen, die das für uns übernehmen, das kann ich mir sehr gut vorstellen.

**Dem kommt entgegen, dass die Banken das kaum noch machen?**

**Hilka** — Das habe ich auch lange gedacht, aber es gibt schon noch Banken, die hier sehr gerne operieren und die das zuweilen sogar als ausschließliches Kreditgeschäft machen im größeren Stil. Aber ja, es sind weniger als früher, das stimmt. Und ich gehe davon aus, dass der Finanzierungsbedarf an den unterschiedlichen Stellen – Stichwort Infrastructure Debt – weiter ansteigen wird. Ob deswegen die Renditen immer auskömmlich sein werden, ist eine andere Frage.

**Weil schon so viele Investoren engagiert sind und sich weiter engagieren?**

**Hilka** — Ja, und außerdem handelt es sich meist um quasi staatlich garantierte Papiere. Außergewöhnliche Renditen kann man dann nicht erwarten.

**Aber werden nicht eben Infrastrukturmaßnahmen in der ganzen westlichen Welt in den nächsten 10, 20 Jahren immer stärker auf die Tagesordnung kommen und damit die Nachfrage nach Kapital in diesem Sektor hoch bleiben?**

**Huth** — Der Nachholbedarf ist gewaltig, und die erforderlichen Investments sind enorm. Infrastruktur ist und bleibt ein sehr interessanter Markt. Das ändert aber nichts daran, dass man dem Grunde nach bei jedem einzelnen Infrastrukturprojekt prüfen muss, ob Rendite-/ Risikoprofil tatsächlich passen. Alternativ kann man bestehende Investmentfonds nutzen – in der Erwartung, dass die Expertise des Fondsmanagers und Diversifikation es schon richten werden. Darüber hinaus sollte man nicht vergessen, dass Infrastruktur auch ein gewisses Sovereign-Risiko beinhaltet.

**Und dementsprechend sind die Renditen?**

**Huth** — Zunächst muss man hier zwischen Equity und Debt unterscheiden. Pauschale Aussagen sind aufgrund der Projektabhängigkeit schwierig, tendenziell sind die Renditen natürlich auch hier rückläufig.

**Was ist mit Inflation als Asset-Klasse?**

**John** — Inflation als Asset-Klasse ist aktuell in den USA interessant, denke ich. Das Niveau der Break Even Inflation, also die erwartete Inflation, ist dort relativ niedrig. Aber das Thema Inflation ist nicht nur als Anlageklasse, sondern eben auch als Mittel zur Absicherung im Rahmen von Rentenanpassungen ein interessantes Werkzeug. Selbst wenn die Inflation dann geringer ausfällt, habe ich Planungssicherheit

»Ich denke, dass man im Vergleich zu Investment Grade Corporates mit Private Debt gleicher Bonität derzeit immer noch 200 Basispunkte mehr Rendite erhält. Vor zwei Jahren waren es übrigens noch 350.«

**Olaf John**

gewonnen. Auch könnte Infrastruktur hier eine Rolle spielen. Damit können inflationsabhängige Investments, taktisch eingesetzt, einen Mehrertrag generieren beziehungsweise langfristig eingesetzt, Planungssicherheit bieten.

**Huth** — Traditionell besteht die Zielsetzung der Versorgungswerke in dem Management einer nominalen Rente, nicht in einer realen Rente. Wenn man auf der Anlagenseite in Inflation investiert, sollten die Inflationsimpulse auch auf der Passivseite Berücksichtigung finden. Andernfalls reagiert der Kapitaldeckungsgrad auf Änderungen der Inflation. Überspitzt formuliert: Es ist gegenüber den Versorgungsberechtigten nur schwer erklärbar, wenn eine sinkende Inflation zu einer Reduzierung des Kapitaldeckungsgrades beziehungsweise zu einer sinkenden Rente führt. Aber auch dieser Ball liegt ganz klar bei den Sozialpartnern. Wenn sie den Auftrag geben sollten, dass vor allem reale Renten in Aussicht gestellt werden sollen, dann müsste man das in der Konzeptionsphase berücksichtigen.

**Irgendwelche Nischen scheint es gar nicht mehr zu geben.**

**Jakubowski** — Wenn man überhaupt einen Vorteil in der Krise seit 2007 erkennen könnte, dann dass die institutionelle Altersvorsorge sehr viel mehr sophisticated geworden ist, sich noch weiter professionalisiert hat. Auch die Anleger sind intelligenter geworden. Insofern ist das Spektrum an Asset-Klassen, das wir heute abdecken, im Vergleich zu vor zehn Jahren deutlich breiter geworden.

**Apropos Krise: US-FED-Chefin Janet Yellen hat neulich offenbar verlauten lassen, zu ihren Lebzeiten werde es wohl keine Finanzkrise mehr geben.**

**Hilka** — Wie alt ist sie?

**Gerade 71 geworden. Wer würde – wir am Tisch hier sind alle offensichtlich blutjung – für sein Leben diese Aussage treffen?**

**Jakubowski** — Ich nicht.

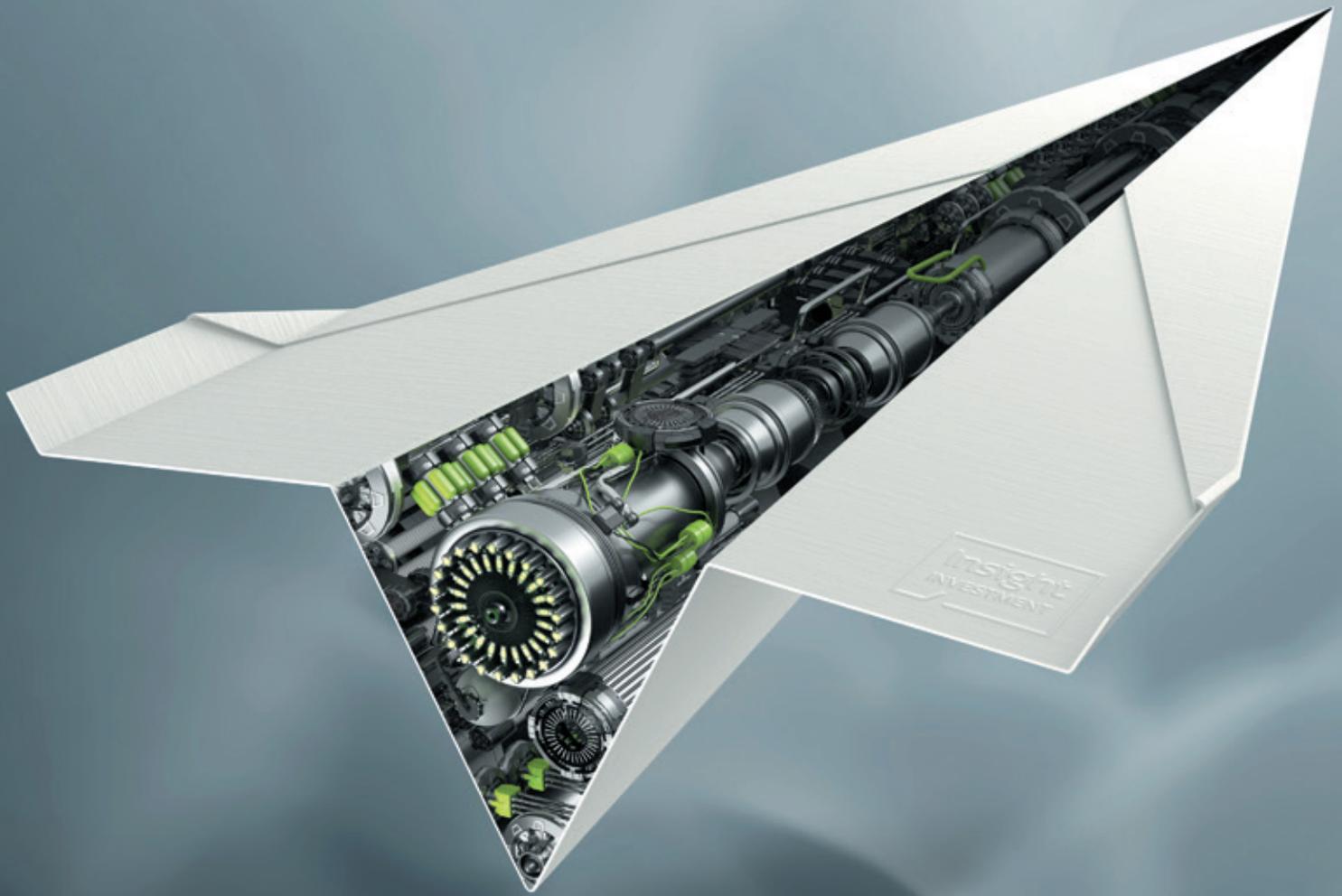
**John** — Ich auch nicht.

**Huth** — Keinesfalls.

**Hilka** — Die Frage wäre wahrscheinlich richtiger gestellt nach der Anzahl der Finanzkrisen, die man noch erleben wird.







## Fixed Income: Präzision auf höchstem Niveau

Unsere aktiv verwalteten Anleihestrategien auf den Punkt gebracht:

- Fachwissen von über 100 Spezialisten innerhalb unseres globalen Netzwerks
- Innovative Konzepte in den Bereichen Absolute Return, Emerging Markt-Anleihen und Secured Finance
- Integration von ESG-Risikofaktoren in unserem Anlageprozess seit mehr als einem Jahrzehnt

Bitte beachten Sie, dass der Wert des investierten Kapitals nicht garantiert ist. Anleger erhalten unter Umständen nicht den gesamten investierten Betrag zurück.

Wir sind ein globaler Vermögensverwalter und ein führender Anbieter von integrierten Anlagekonzepten. Unsere innovativen und praxisorientierten Fixed-Income-Lösungen zielen darauf ab, die Bedürfnisse von einigen der weltweit anspruchsvollsten Anleger zu erfüllen. Gerne besprechen wir mit Ihnen, wie wir gemeinsam ein Portfolio entwickeln können, das dazu beitragen kann, die gewünschten Ergebnisse Ihrer Investitionen zu erzielen.

[www.massgeschneidertesassetmanagement.de](http://www.massgeschneidertesassetmanagement.de)  
[europe@insightinvestment.com](mailto:europe@insightinvestment.com)  
+44 20 7321 1928



Individualität ist unser Maßstab