

Buy and Maintain

## Neue Anlageuniversen für den Direktbestand

Mit dem Zinsniveau sinken auch die Quoten für die Direktbestandsportfolien. Nach wie vor werden diese aber in der institutionellen Kapitalanlage benötigt. Um aber im Buy-and-Maintain-Segment weiterhin positive Renditen erwirtschaften zu können, braucht es neue Ideen, mehr Risikomanagement und Partnerschaften. Darüber diskutieren Volker Schmidt-Lafleur, Hauptgeschäftsführer von vier berufsständischen Versorgungswerken, und Matthias Wenzel, der bei der MEAG das Team Fixed Income Solutions leitet, im Experteninterview.

**Herr Schmidt-Lafleur, Sie führen die Geschäfte von vier Versorgungswerken.**

**Was waren die großen Entwicklungen bei Fixed Income im Direktbestand?**

**Volker Schmidt-Lafleur:** Früher war diese Asset-Klasse sehr dominant und kam auf Anteile von über 90 Prozent. Nun sind die Quoten aber stark gesunken und liegen noch bei etwa 20 Prozent. Ein Versorgungswerk bildet hier die Ausnahme und hat

Maximal würden wir auf einen Anteil von 15 Prozent runtergehen. Nach wie vor brauchen und nutzen wir den Direktbestand zur Risikounterlegung oder als Sicherheitspuffer für unsere risikoreicheren Anlagen. Das hat auch funktioniert. Wir haben im Direktbestand festverzinsliche Wertpapiere von sehr guter Qualität, häufig besteht auch eine hypothekarische Deckung. Da waren wir konsequent und hatten auch noch nie

Wir sind sehr langfristig orientiert und wachsen noch zehn bis 20 Jahre.

**Wird nicht, bedingt durch den Rückgang der Direktanlagen, die Risikokapitalquote der Anlageverordnung zu groß?**

**Schmidt-Lafleur:** Nein, aber wir stoßen an die Grenzen der Risikokapitalquote. Alle Versorgungswerke wachsen sehr stark, so dass sich eventuelle Grenzüberschreitungen auch wieder schnell von alleine erledigen. Zudem haben wir zumindest in Nordrhein-Westfalen die erweiterte Öffnungsklausel und die Infrastrukturquote, die nicht unter die Risikoquote fällt.

**Herr Wenzel, wie ist die Situation bei anderen Investoren?**

**Matthias Wenzel:** Sowohl bei den Gesellschaften der Munich Re als auch unseren externen Kunden findet eine ganz bewusste Allokation in andere Asset-Klassen statt. Dabei wird ein kontrolliertes Abschmelzen des Direktbestands bewusst in Kauf genommen. Gleichwohl wird das Anlageuniversum für Buy&Maintain-Portfolien fortlaufend erweitert und an die Risikopräferenz des Mandats angepasst. Der Direktanlage-

*„Die Finanzkrise hat uns zum Nachdenken gebracht. Wir wollten mehr Information, Kontrolle sowie Prüfung haben – und keine offene Flanke.“*

Volker Schmidt-Lafleur, VW der Steuerberater in NRW

noch verhältnismäßig lange am Direktbestand festgehalten. Aber auch bei diesem Versorgungswerk kommt der Direktbestand auf eine Quote von nur noch etwa 55 Prozent. Absolut betrachtet beläuft sich der Direktbestand insgesamt auf über 400 Millionen Euro.

einen Ausfall.

Um unserer Verpflichtung nachzukommen, den Rechnungszins zu erwirtschaften und langfristig die Renten zu sichern, haben wir keine andere Wahl, als den Direktbestand zu reduzieren. Alles ist viel komplexer geworden. Was uns aber entgegenkommt:

bestand und die dort entstandenen stillen Reserven dienen als Risikopuffer, um woanders Risiken zu nehmen.

**Schmidt-Lafleur:** Darum wollen wir auch die festverzinslichen Wertpapiere nicht völlig aufgeben. Solange wir noch einen positiven Zins bekommen, halten wir am Direktbestand fest. Wir wollen keine Papiere mit Minuszinsen einkaufen.

**Bei Ihren Versorgungswerken wachsen nicht nur die Assets, sondern auch die Mitarbeiterzahl. Spricht das nicht eher für eine Internalisierung als für ein Outsourcing an die MEAG?**

**Schmidt-Lafleur:** Den Direktbestand haben wir für lange Zeit alleine bewirtschaftet. Dann hat uns die Finanzkrise zum Nachdenken gebracht. Die damalige Illiquidität war ein Denkanstoß, vor allem aber auch die Erkenntnis, dass wir uns mehr mit den Deckungsstöcken unserer Covered Bonds beschäftigen müssen. Wir wollten mehr Information, Kontrolle sowie Prüfung haben – und keine offene Flanke.

Zudem mussten wir registrieren, dass wir zu manchen Emittenten und Papieren gar keinen Zugang hatten und dass die Abschnitte immer größer wurden. Früher konnten wir für eine oder zwei Millionen Euro Wertpapiere kaufen, heute braucht man, auch um zu akzeptablen Konditionen ordern zu können, fünf oder zehn Millionen Euro. Das Losgrößenproblem konnten wir auch nur teilweise durch gemeinschaftliche Transaktionen der vier Versorgungswerke lösen. Das sind alles Gründe, warum wir mit einem großen Haus wie der MEAG zusammenarbeiten. Das wird auch künftig so sein.

Ganz allgemein. Es ist für jede Asset-Klasse immer stärker zu erkennen, dass man Experten benötigt. Es kommen auch immer neue Asset-Klassen hinzu. So einfach wie vor 20 Jahren ist es wirklich nicht mehr.

**Wenzel:** Wichtig ist, dass wir das Risikoprofil und die Präferenzen der Versorgungswerke bezüglich Produkte, Laufzeiten oder Zinsanforderungen gut verstehen. Schließlich arbeiten wir direkt auf deren Bilanz und in der Folge hätten schlechte Investmententscheidungen eine unmittelbare Wirkung

auf das Anlageergebnis, anders als in einem Fonds. Das gegenseitige Kennenlernen hat dann auch eine gewisse Zeit gedauert.

Die Zinsanforderungen waren bis Anfang 2005 noch relativ einfach mit risikoarmen Anlagen zu erfüllen. Zu dieser Zeit rentierten zehnjährige deutsche Pfandbriefe mit rund vier Prozent. Damals hat man in der Versicherungsbranche dann auch üblicherweise in zehnjährige Titel investiert, man machte sich in vielen Kapitalanlageabteilungen noch keine großen Gedanken über mögliche Zinsentwicklungen wie in Japan. Der gewaltige Zinsrückgang war dann ein Auslöser, das Anlageuniversum zu vergrößern – was bei Covered Bonds eben heißt, auch beispielsweise spanische Pfandbriefe rechtlich und ökonomisch einschätzen zu können.

**Sind ESG-Reportings künftig ein weiteres Feld, wo man sich auf die MEAG stützt?**

**Wenzel:** Auch das ist zu analysieren. Die Regulatorik verlangt hier perspektivisch Änderungen, bei denen vielleicht auch größere Versorgungswerke an Grenzen stoßen.



Volker Schmidt-Lafleur ist Hauptgeschäftsführer von vier Versorgungswerken

Einfach nur externe ESG- und Credit-Ratings zu übernehmen, wird nicht reichen. Wir haben unsere Kernkompetenz auch im Risikomanagement und Berichtswesen.

**Was spricht für den Direktbestand gegenüber Fonds?**

**Schmidt-Lafleur:** Nicht jede Aufsicht schätzt es, wenn man alles aus der Hand gibt, ohne noch auch einen direkten Zugriff zu haben. Auch wenn die Festverzinslichen unter Verwaltung der MEAG sind, haben wir immer noch Zugriff. Wenn die Assets auf unserer Bilanz sind, können wir auch sehr schnell Liquidität generieren. Weiter haben wir im Direktbestand eine sehr gute Planbarkeit.

**Wer entscheidet über An- und Verkauf?**

**Schmidt-Lafleur:** Grundsätzlich hat die MEAG Handlungsvollmacht. Verkäufe müssen wir aber genehmigen. Bei Käufen stellt sich aber oft die Frage, ob uns der Zins reicht, so dass wir uns da abstimmen.

**Welchen Zugang bietet die MEAG zu welchen Emittenten?**



**Matthias Wenzel** ist Leiter Fixed Income Solutions beim Vermögensverwalter **MEAG**

**Wenzel:** In den zehn Jahren in denen wir nun zusammenarbeiten, haben wir das Anlageuniversum kontinuierlich verbreitert. Knapp 50 Prozent des Direktanlagebestands stammen aber immer noch aus Deutschland.

Wir investieren für unsere Direktanlage-Portfolios global in Euro-denominierte Anleihen. Es handelt sich um Covered Bonds, Staatsanleihen, Kommunen, garantierte Finanzierungen von Infrastrukturprojekten und Kredite für öffentliche Versorgungsunternehmen. Zu nennen sind auch Investments in Regionen, zum Beispiel: Kanada und Australien, sowie Agencies und Suprationals aus dem asiatischen Raum. Diese verschulden sich auch in Euro.

Wir unterstützen die Kreditnehmer bei der Dokumentation der Emission, damit diese für die Direktanlage eines Versorgungswerks, aber auch für das Portfolio der Lebensversicherungen im Munich RE Konzern erworben werden können. Es ist ein Vorteil, den Anlagebedarf bündeln und dann zielgerichtet auf internationale Emittenten zugehen zu können. Was die

Anforderungen an Bonität, Laufzeiten und Cashflows betrifft, bestehen keine großen Unterschiede zwischen internen und externen Kunden.

Eine Vorgabe dieses Mandats ist, deutlich im Investment Grade zu bleiben. Wir liegen im AA-Bereich. Die Modified Duration liegt zwischen zehn und zwölf.

**Schmidt-Lafleur:** Die Zusammenarbeit ermöglicht Innovationen wie zum Beispiel die Finanzierungen kanadischer Regionen. Gerade in der jüngeren Vergangenheit sind auf der Zinssuche immer wieder neue Ideen entstanden – und die wir nicht in klassischen Fonds generieren und umsetzen können. Die haben nun mal klare Vorgaben bezüglich Asset-Klasse und Region.

#### **Kanadische Regionen emittieren in Euro?**

**Wenzel:** Ja, die Emissionen sind in Euro denominiert. Das schafft im Anbahnungsprozess bei Emittenten aus Kanada oder Australien eine gewisse Komplexität. Die müssen dann nämlich zusammen mit den originierenden Investmentbanken aus ihrer eigenen Währung zunächst in den US-Dollar gehen und dann noch in den Euro.

Im Normalfall ist die Verzinsung deutlich höher als bei einer vergleichbaren Emission eines deutschen Bundeslandes.

#### **Handelt es sich um einen Buy-and-Maintain-Ansatz?**

**Schmidt-Lafleur:** In der Regel halten wir die Papiere bis zur Fälligkeit. Ein seltener Verkaufsgrund kann sein, dass wir einen unmittelbaren Liquiditätsbedarf haben, wenn zum Beispiel ein Call unserer alternativen Manager kommt. Dann kann die MEAG passende Papiere raussuchen, bei denen die stillen Reserven besonders hoch sind oder die Bonität sinkt.

#### **Sollte man stille Reserven nicht öfters realisieren? Bei Fälligkeit sind diese weg.**

**Schmidt-Lafleur:** Das stimmt. Aber dafür haben wir wiederum woanders stille Reserven aufgebaut. Wir suchen auch nicht die Gewinnmaximierung, sondern wollen etwas für den Notfall in der Hand haben. In unserem Risikokapital haben wir die stillen Reserven der Festverzinslichen nicht eingerechnet – haben sie aber im Hinterkopf.

#### **Ist ein solches Mandat für einen aktiven Manager überhaupt spannend?**

**Wenzel:** Innerhalb des Public-Markets-Bereichs unserer Gruppe haben Buy-and-Maintain-Portfolios den größten Anteil – und die sind spannend! Schließlich bewegen wir uns in einem globalen Anlageuniversum, das bei passenden Risikoprofilen auch Asset-Klassen wie beispielsweise Emerging Markets einschließt.

Die Buy-and-Forget-Zeiten, als man für einen Pfandbrief der Bayerischen Vereinsbank fünf Prozent bekam, sind zwar vorbei. Heute verhindern aber die absoluten Bewertungen und die Einstandsrendite in den klassischen Core-Anlagen ein aktiveres Managen. Dafür erhalten wir mit semiaktivem Management einen Mehrertrag über die Komponenten Illiquidität, Komplexität und Credit Spread. Das können auch wochenlange Projektarbeiten wie staatlich garantierte Infrastrukturfinanzierungen sein. Für zum Beispiel eine auf Termin abgeschlossene Eisenbahnfinanzierung bekommen wir nun für einen AAA-Credit

mit 30 Jahren Laufzeit und komplexerem Cashflow-Profil zwei Prozent laufenden Ertrag. Solche ordentlichen Erträge aus dem Kupon benötigt ein Versorgungswerk auch für sein ALM.

Relative Erträge, die man mit aktivem Management der Zinsstrukturkurve erwirtschaften könnte, reichen nicht immer. Wenn zum Beispiel die relative Performance positiv, aber gleichzeitig die absolute Rendite negativ ist, dann reicht das nicht, um die Verpflichtungen abzudecken. Diese Anforderungen können wir in der Direktanlage dann effizienter bedienen.

**Schmidt-Lafleur:** Und eben diese Expertise brauchen wir, um sicher anlegen zu können. Wir können nicht mehr wie früher deutsche Staatsanleihen kaufen. Keine Papiere vom eigenen Staat mehr kaufen zu können, ist für ein Versorgungswerk ein Einschnitt.

**Sie könnten aber vom eigenen Bundesland 100-jährige Anleihen kaufen. Die rentieren mit über einem Prozent.**

**Schmidt-Lafleur:** Bei diesen Laufzeiten halten wir uns zurück. Unser Maximum liegt bei 40 Jahren, ansonsten wäre die Zinssensibilität zu groß. Von unseren Verbindlichkeiten her könnten wir durchaus länger gehen. Mit Witwen- und Waisenversorgungen können wir Laufzeiten von 70 Jahren haben.

Wichtig ist aber vor allem, nicht zu kurz zu gehen. Deshalb akzeptieren wir auch nur äußerst selten Kündigungsrechte. Interessanter sind, um etwas mehr Rendite zu erwirtschaften, Vorkäufe. Dafür sollte die Zinsstrukturkurve aber nicht zu flach sein.

Wir haben aber schon relativ früh – als zehnjährige noch allgemein üblich waren – begonnen, Anleihen mit Laufzeiten von 20 Jahren zu kaufen. Darüber war die Aufsicht damals wenig begeistert. Deren Bedenken haben sich aber bald gelegt. Was die Aufsicht heute schätzt ist unsere Herangehensweise, die Sicherheit von jedem einzelnen Asset zu prüfen.

**Wie hoch ist die Rendite?**

**Schmidt-Lafleur:** Die laufende Rendite liegt bei über drei Prozent. Sie wird in den

kommenden Jahren zurückgehen, allerdings nur sehr langsam. Bis wir im Schnitt unter zwei Prozent fallen, wird es bestimmt noch zehn Jahre brauchen. Zumindest bislang haben wir noch nie Emissionen mit negativer Verzinsung eingekauft.

**Wie wird die MEAG denn honoriert?**

**Schmidt-Lafleur:** Eine Performance Fee macht keinen Sinn, sie würde das Risikoprofil verschlechtern. Die fixen Gebühren liegen unter denen eines Corporate-Bond-Mandats.

**„Buy and Forget ist vorbei. Mit semi-aktivem Management erhalten wir einen Mehrertrag über die Komponenten Illiquidität, Komplexität und Credit Spread.“**

Matthias Wenzel, MEAG

**Ist es für einen Fixed-Income-Manager eine Bürde oder ein Vorteil, nicht nur internes, sondern auch noch externes Geld zu investieren?**

**Wenzel:** Es ist ein Vorteil die Größe und die Fähigkeit zu haben, den regelmäßigen und direkten Kontakt mit Emittenten pflegen zu können. Wir kennen Finanzierungs- und Anlagebedürfnisse und können diese auch durch OTC-Transaktionen in Einklang bringen und einen Mehrwert für beide Seiten generieren.

Darum ist eines unserer großen Ziele, die gesamte Wertschöpfungskette für Buy-and-Maintain-Portfolios aus dem Konzern heraus auch externen, interessierten Investoren anzubieten. Natürlich hilft das dann auch, Fixkosten zu reduzieren und externe Erträge zu generieren.

**Welche Konsequenzen zieht man in der Direktanlage aus dem Hypo-Alpe-Adria-Debakel?**

**Wenzel:** Mit Ausnahme der Republik haben sich für jeden österreichischen Emittenten die Kredit-Spreads im Verlauf der Hypo-Alpe-Adria Krise deutlich ausgeweitet. In diesem Niedrigzinsumfeld kann man aber

nicht dauerhaft an jedem österreichischen Emittenten vorbeigehen, man hat aber nun eine andere Betrachtung. Grundsätzlich muss man jede Garantie analysieren – und das ist letztendlich das, was wir machen. Wir als Gruppe haben unsere Bestände klar analysiert und kamen dann mit dem Kärntner Ausgleichsfonds nahezu ohne Verluste raus.

**Wäre eine andere Schlussfolgerung, aus dem Direktbestand heraus selbst Hypothekendarlehen zu vergeben anstatt**

**Hypothekenbanken zu finanzieren?**

**Schmidt-Lafleur:** Wir wollten immer eine sehr schlanke Verwaltung haben. Darum managen wir nicht selbst, sondern fokussieren uns auf die Kontrolle und die Steuerung unserer Asset Manager. Das passt zu Versorgungseinrichtungen für Steuerberater.

Die **MEAG** steht für alle Kapitalanlageaktivitäten von Munich Re und ERGO, ist institutionellen Kunden ein zuverlässiger und leistungsstarker Partner und gehört mit 328 Mrd. Euro zu den bedeutenden Asset-Management-Gesellschaften weltweit.

**MEAG**

A Munich Re company