

Round Table

„Die Investoren müssen heute sehr flexibel denken und handeln“

Die Turbulenzen der vergangenen Jahre an den Kapitalmärkten hatten auch weitreichende Auswirkungen auf die Anlagepolitik der Institutionellen Investoren. Banken+Partner-Chefredakteurin Margaretha Hamm sprach mit Vertretern aus dem Asset Management über die aktuellen Herausforderungen und die richtige Anlagepolitik in einem veränderten Umfeld.

Die unsicheren Märkte der vergangenen Jahre haben sich auch auf die Anlagepolitik der institutionellen Investoren ausgewirkt. Welche Veränderungen gab es und wie wird sich das Anlageverhalten künftig entwickeln?

Beyerle: Das Sicherheitsinteresse der Anleger kommt dem Bereich Immobilien natürlich entgegen. Denn wir können noch immer Renditen von fünf Prozent darstellen. Allerdings merken wir, dass sich die Investoren nach wie vor in erster Linie für 1A-Immobilien in 1A-Lagen interessieren. Hier steigen die Preise inzwischen stark an, so dass die Renditen bis auf vier Prozent sinken könnten. Zumal inzwischen wieder ausländische Investoren als Nachfrager auftreten, die die Preise in Deutschland weiterhin als günstig einschätzen. Und besonders beliebt sind derzeit paneuropäische Fonds, bei denen der Anleger eine zusätzliche Streuung auf unterschiedliche Länder hat.

Kuhn: Natürlich wollen institutionelle Investoren Sicherheit. Sie benötigen in vielen Fällen aber auch Renditen von mindestens vier, zum Teil sogar fünf Prozent. Dadurch entsteht ein Spannungsfeld in dem sie derzeit leben müssen. Zu

den sichersten Anlagen weltweit gehören Bundesanleihen. Sie sind aber so sicher, dass sich die Investoren darum reißen und sich bei kurzlaufenden Papieren inzwischen eine negative Rendite ergibt.

Laufenburg: Allerdings ist vielen Investoren die Sicherheitsillusion in Sachen Staatsanleihen in den vergangenen Jahren abhanden gekommen. Historisch betrachtet sind Pfandbriefe die einzige Asset-Klasse, bei der es noch nie Ausfälle gab. Auch deutsche Staatsanleihen waren in den vergangenen 100 Jahren zweimal notleidend. Die Investoren müssen sich deshalb darüber klar sein, dass es die eine sichere Rendite nicht mehr gibt. Hinzu kommt, dass die Trennung zwischen Staatsanleihen vermeintlich sicherer Industriestaaten und angeblich unsicherer Emerging Markets nicht mehr besteht. Staaten wie Polen oder Brasilien sind heute sicherer als manche Euro-Länder. Hier findet eine massive Verschiebung statt.

Prudent: Wir sehen auch bei Aktien, dass es ein Umdenken im Risikomanagement bei den Anlegern gibt. Den Investoren geht es nicht mehr nur darum, den Markt insgesamt abzubilden und vielleicht ein



Fotos: Heiner Hamm

bisschen besser abzuschneiden. Sie müssen vielmehr verstärkt berücksichtigen welche negativen Auswirkungen regulatorische, aber auch gesellschaftliche Veränderungen auf die künftige Entwicklung der Unternehmen haben werden. Hier treffen wir auf immer mehr Interesse am Thema Nachhaltigkeit – auch wenn es nach wie vor eine Nische ist.

Keuntje: Aber gerade Nischen sind jetzt für institutionelle Investoren von Interesse. Wir merken, dass heute Themen gefragt sind, die vor einigen Jahren noch gar nicht im Fokus der Anleger gestanden haben. Das Anlageuniversum der Investoren muss sich erweitern, wollen sie weiterhin auskömmliche Renditen erwirtschaften. Dabei wird auch der Asset Manager immer wichtiger.

Mathee: Das zeigt sich auch in einer stärkeren Zielorientierung der Inve-

Gesprächsteilnehmer



Diskussionsteilnehmer: Das Risikomanagement muss verändert werden.



Dr. Thomas Beyerle
Managing Director,
Head of CS & Research,
IVG Immobilien



Christoph Keuntje
Marketing & PR Manager,
BNP Paribas Investment
Partners



Wolfgang Kuhn
Head of Euro Fixed Income,
Aberdeen Asset
Management



Frank Laufenburg
Head of Core Euro Fixed
Income,
SEB Investment



Jochen Mathee
Director,
BNP Paribas Investment
Partners



Ralph Prudent
Geschäftsführer,
Ökoworld

storen. Gerade bei Unternehmen sieht man beispielsweise das Bestreben, über die Kapitalmärkte ihre Liabilities in den Griff zu bekommen um eine Optimierung ihrer Bilanzstruktur zu erreichen. Das haben wir in dieser Dynamik in der Vergangenheit nicht gesehen. Die Anleger wollen maßgeschneiderte Produkte, mit denen sie ihre konkreten Ziele erreichen können.

Die Verunsicherung der Anleger hängt auch mit den Urteilen der Rating-Agenturen zusammen, die in den vergangenen Monaten viele Staaten herabgestuft haben – was auch zu massiver Kritik geführt hat. Welche Bedeutung haben Ratings gerade für institutionelle Investoren?

Laufenburg: Von den Regierungen kommt die Kritik an den Rating-Agenturen ja dann, wenn sie heruntergestuft werden,

oder davon bedroht sind. Der Wunsch nach einer europäischen Rating-Agentur zeigt doch nur, dass die Staaten dann auf bessere Ratings hoffen. Das kann also nicht der Weisheit letzter Schluss sein.

Mathee: Allerdings wird es bei den Anlegern sicherlich zu einem Umdenken kommen. Lange Zeit konnten sich Staaten jedes Jahr neu verschulden. Ihre Anleihen galten dennoch als absolut sicher. Das wird sich ändern. Staaten, die es schaffen, ihre Verschuldung zurückzuführen, werden künftig diejenigen mit einem AAA-Rating sein. Das gleiche gilt für Unternehmen, die einen guten Cash-Flow erwirtschaften und damit auf Dauer in der Lage sind Erträge zu erzielen.

Prudent: Ganz richtig. Wir werden uns abgewöhnen müssen, bei der Risikobetrachtung von Kapitalanlagen immer nur in den Rückspiegel zu sehen. Es wird in

der Strategischen Asset Allocation künftig nicht mehr nur um quantitative Korrelationen aus der Vergangenheit gehen. Vielmehr wird die Diversifikation nach künftig ertragsgefährdenden Risikquellen - wie zum Beispiel den Auswirkungen des Klimawandels oder der Verfügbarkeit von Wasser – an Bedeutung gewinnen. Das gilt für Anleihen – ob von Unternehmen oder Staaten – genauso wie für Immobilien oder Aktien. In diesem Rahmen werden die Aspekte der Nachhaltigkeit sicherlich immer wichtiger werden. Denn wer nachhaltig wirtschaftet, wird in Zukunft weniger Probleme zu bewältigen haben und birgt damit schon heute weniger Risiken in sich.

Kuhn: Zumal man Äpfel mit Birnen vergleicht, wenn man sich nur an Ratings orientiert. So geht es bei Staatspapieren nicht nur darum, ob der souveräne Schuldner seine Anleihen zurückzahlen kann, sondern auch darum, ob er das will. Zudem spielen bei Staaten und Banken systemische Faktoren eine so große Rolle, dass das Rating nur eine Meinung widerspiegelt – was die Agenturen übrigens selbst auch so sehen. Bei Unternehmen hat man diese Probleme in der Regel nicht. Und es ist ja nicht notwendigerweise so, dass die Rating-Agenturen auf allen Gebieten einen schlechten Job machen, gerade bei der Bewertung von

Unternehmen haben sie eine langjährige Erfahrung.

Laufenburg: Ganz genau, wenn es um Unternehmensratings geht, gibt es aber auch eine riesige Datenbank und klare Bewertungskriterien. Das alles gibt es für Staaten nicht – beispielsweise kann niemand sagen, wann ein Staat pleite ist und wann nicht. Deshalb ist es derzeit auch so schwer, vernünftige Konditionen für die einzelnen Staatsanleihen zu finden.

Was bedeutet das ganz konkret?

Laufenburg: Der richtige Weg wäre, wenn die Investoren für das Rating bezahlen – eine umfassende Agenturlösung wird dabei aber wohl nicht möglich sein. Deshalb sollten die Asset Manager diese Aufgabe übernehmen und eigene Bewertungen für ihre Kunden machen. Dann gibt es keinen Interessenkonflikt zwischen Emittent, Rating-Agentur und Anleger.

Kuhn: Ganz richtig. Als Investor sollte man seine eigenen Ratings erstellen – oder seinen Asset Manager damit beauftragen. Das ist schon deshalb sinnvoll, weil man den Anlageerfolg, der auf dieser Bonitätsmeinung beruht, gegenüber dem Anlageausschuss vertreten muss. Und das Rating des Investors oder des Asset Managers ist auch nicht subjek-

tiver als das einer Rating-Agentur. Denn Ratings sind im Prinzip nicht mehr als subjektive Bonitätseinschätzungen, die fälschlicherweise als objektivierte Qualitätsklassifizierungen angesehen werden. Dieses Missverständnis hat viele Anleger schon sehr viel Geld gekostet.

Nun kommen manche institutionellen Investoren wegen regulatorischer Vorschriften um die Ratings der großen Agenturen gar nicht herum. Wird sich hier etwas ändern lassen?

Kuhn: Die EU ist ja schon dabei, neue Regelungen zu entwickeln. Das wird dazu führen, dass Ratings an Gewicht verlieren. Die Bedeutung der Ratings muss und wird sich in Zukunft also ändern.

Mathee: Die Eigenkapitalunterlegung betrifft ja nur Banken und Versicherungen. Die Unternehmen haben dieses Thema nicht auf der Agenda. Bei den Banken gibt es eine starke Regulierung und bei den Versicherungen nimmt sie mit Solvency II deutlich zu. Hier kann es zu Problemen kommen, wenn die Gesellschaften auf der einen Seite Altverträge mit einer Garantieverzinsung von mehr als vier Prozent haben, aber nur in AAA-Anleihen anlegen dürfen.

Laufenburg: Allerdings haben viele institutionelle Investoren auch in ihren Anla-



Das Restaurant

Der Round Table zum Thema „Institutionelle Investments“ fand im Stammhaus Michael Balzer in Wiesbaden statt. Mit der stilvollen, gemütlichen Brasserie, dem Abend-Restaurant Bel Étage, der atmosphärischen Smoker-Bar George Sand und dem imposanten Veranstaltungssaal Salon de l’Eau hat sich das Restaurant in der Kleinen Schwalbacher Straße 7 zu einem Ort entwickelt, der seine Gäste und Besucher immer wieder neu in seinen Bann zieht. Hier ist die Heimat der Michael Balzer Gruppe – von der Schloss Schänke im Rheingau über den Kochsalon in Wiesbaden bis hin zum Catering-Geschäft.

www.michael-balzer.com



Diskussionsrunde: Ratings werden an Bedeutung verlieren.

gebungen Ratings festgeschrieben. Denn Ratings sind sehr klar und eindeutig. Auch sie werden ihre Anlagepolitik anpassen müssen.

Wie müssen die Investoren ihre Anlagepolitik verändern, wenn Ratings kein geeigneter Maßstab mehr sind?

Laufenburg: Wir waren es lange gewohnt, dass Staaten ein AAA-Rating haben. Dabei wissen wir aus dem Unternehmensbereich, dass AAA-Ratings eher die Ausnahme sind. Es gibt keinen Grund, dass es bei Staaten in Zukunft nicht auch so ist. Daher wird es auf Dauer teuer werden, an AAA-Staatsanleihen festzuhalten. Als Investor oder Asset Manager ist man heute darauf angewiesen, ein Portfolio mit einer ausgewogenen Rendite/Risiko-Struktur zu konstruieren – und die kann nicht mit Rating-Klassen beschrieben werden. Wie diese Struktur aussieht, muss jeder Investor für sich selbst entscheiden. Wenn er ein hohes Sicherheitsbedürfnis hat, dann darf er eben keine hohe Rendite erwarten. Im Gegenzug muss man sich darüber klar sein, dass man ein

bestimmtes Risiko eingehen muss, um einen definierten Ertrag zu erzielen.

Kuhn: Es ist allerdings sehr schwer, die jeweiligen Risiken zu quantifizieren. Denn die systemische Unsicherheit wird ja immer größer – gleichgültig ob es um die Bewertung von Staaten, Finanz- oder Industrieunternehmen geht. Da hängt es von kleinen Veränderungen im regulatorischen oder politischen Umfeld ab, ob sich ein Wert in die eine oder andere Richtung entwickelt.

Prudent: Hinzu kommt die Frage, welchen Anlagehorizont man betrachtet. Ein Rendite/Risiko-Profil hat in der Regel einen langfristigen Horizont, gleichzeitig müssen die Anleger ihr Portfolio in kurzfristigen Intervallen bewerten. Daraus ergibt sich eine nicht unerhebliche Diskrepanz. Man kann das Portfolio nicht Jahr für Jahr am 31. Dezember abrechnen und am 1. Januar wieder neu beginnen und es gleichzeitig mit Hilfe eines zehnjährigen statistischen Mittels managen.

Kuhn: Das ist richtig, aber wir müssen sehen, dass auch die Anleger einen kurzfristigen Betrachtungshorizont

haben. Sie beurteilen auf Quartalsbasis, wie mit den Risiken umgegangen wurde. Da ist es schwierig, das Portfolio mit Hilfe einer langfristigen Rendite/Risiko-Struktur zu managen.

Gibt es denn Möglichkeiten von diesem kurzfristigen Denken wegzukommen?

Mathee: Sicherlich, eine Möglichkeit könnte die Transaktionssteuer sein. Sie könnte zu einem längerfristigen Denken bei den Anlegern führen. Wenn das sehr kurzfristige Trading unattraktiv werden soll, dann geht das nur über eine Verteuerung der Prozesskosten. In Frankreich wurde die Transaktionssteuer ja inzwischen eingeführt, die Briten haben eine solche Steuer schon immer.

Laufenburg: Das sehe ich anders. Wenn man das High-Frequency-Trading nicht möchte, sollte man es mit anderen Methoden verhindern und nicht mit einer Steuer. Denn eine allgemeine Umsatzsteuer zahlt am Ende doch wieder derjenige, der damit überhaupt nicht getroffen werden soll, nämlich der private Anleger. Zudem trocknet man damit die Liquidität am Markt aus, was zu einer höheren

Volatilität führt. Ganz abgesehen von der Gefahr, dass Anleger abwandern.

Kuhn: Womit sich einmal mehr die Frage stellt, wie man in einer globalen Welt mit solchen Herausforderungen umgeht. Die Märkte sind inzwischen so verflochten, dass Einzelmaßnahmen nicht wirken. Für globale Probleme ist ein globales Vorgehen notwendig.

Beyerle: In der Immobilienwirtschaft haben wir ja schon lange hohe Transaktionskosten. Das hat dazu geführt, dass der Markt sich nur wenig bewegt und die Investoren bei einem Immobilieninvestment eher langfristig denken.

Laufenburg: Bei Anleihen ist das teilweise auch jetzt schon so. Denn bei vielen Papieren gibt es ja keinen Sekundärmarkt, sie liegen in den Büchern der Banken oder Unternehmen und werden in der Realität nicht gehandelt – daraus ergibt sich dann allerdings ein Problem bei der Bewertung.

Angesichts all dieser Herausforderungen und Veränderungen: welche Asset-Klassen sind für institutionelle Investoren aktuell von Interesse?

Laufenburg: Die guten Anlagen von heute, sind im Grunde die von gestern. Die Zusammensetzung der unterschiedlichen Asset-Klassen im Portfolio wird sich ändern und die Auswahl ist schwieriger, das ist der große Unterschied. Aktien bleiben nach wie vor interessant, man muss sich nur genau ansehen, was man kauft. Das gilt auch für Staatsanleihen, bei denen es nicht mehr so einfach ist wie früher. Pfandbriefe bieten im Augenblick einen recht ordentlichen Ertrag, aber das gilt auch für Bankanleihen. Hier gibt es attraktive Papiere mit kurzer Laufzeit.

Beyerle: Daneben sind Immobilien nach wie vor ein interessantes Investment. Dazu gehören auch Wohnimmobilien. Zur Direktanlage kommen allerdings verstärkt Immobilienaktien oder Real Estate Investment Trusts (Reits). Gerade institu-

tionelle Investoren werden künftig eher in solche Vehikel investieren.

Mathee: Das ist alles richtig. Man sollte allerdings wirklich sehr stark darauf achten, welche Laufzeit und welchen Risikokorridor man zu Grunde legt. Daraus ergibt sich dann die Asset-Allokation. Im kurzfristigen Bereich können Unternehmensanleihen sehr interessant sein. Im mittel- und langfristigen Bereich gehören aber auf jeden Fall Aktien in das Portfolio. Sehr interessant sind auch Convertibles – auch mit Blick auf das Risikomanagement. Denn sie müssen mit weniger Eigenkapital hinterlegt werden als Aktien. Doch je stärker die Unsicherheit durch die Schuldenkrise ist, umso stärker sollte man in Sachwerte investieren.

Prudent: Das sehe ich genauso. Sachwerte sind positiv zu sehen. Doch wie bereits gesagt, müssen wir uns auf eine andere Art des Risikomanagements einstellen. Anleger werden ihr Portfolio künftig mehr über ein Risiko/Rendite-Profil definieren als über die Frage nach Korrelationen in der Vergangenheit. Dabei wird das Risikomanagement stärker qualitativ aufgestellt werden müssen. Die reine Vergangenheitsbetrachtung wird also nicht mehr reichen. Denn die Rahmenbedingungen werden sich in den kommenden Jahren stark verändern und sich auf die Ertragschancen vieler Unternehmen negativ auswirken. Deshalb tut man gut daran, sich schon heute auf die erwarteten Veränderungen einzustellen und seine Investments entsprechend auszusuchen.

Kuhn: Das Wesentliche für eine erfolgreiche Entwicklung des Portfolios ist ein aktives Management, gleichgültig welche Asset-Klasse konkret betroffen ist. Als Asset Manger oder Investor muss man gerade heute sehr flexibel denken und handeln – und sich gleichzeitig darüber im Klaren sein, dass sich die Welt sehr schnell ändert.

Margaretha Hamm

