INTERVIEW

BAYERISCHE VERSORGUNGSKAMMER

Daniel Just
Vorstand Bereich Kapitalanlagen

Interview mit Daniel Just zur Kapitalanlage am 23.03.2011
Daniel Just, Vorstand Bereich Kapitalanlagen und stellvertretender Vorstandsvorsitzende der Bayerischen Versorgungskammer zu Kapitalanlagen der Bayerischen Versorgungskammer.

Wie funktioniert eigentlich die Kapitalanlage in der Bayerischen Versorgungskammer? Wie wählen Sie externe Manager aus?
Wir machen die Kapitalanlage nicht komplett selbst, sondern wir arbeiten mit über 80 Managern weltweit zusammen, die uns einige „Pakete" abnehmen. Den gleichen Anspruch an handwerklich saubere Arbeit, den wir an uns selbst stellen, stellen wir auch an unsere Geschäftspartner. Die Auswahl dieser Manager ist ein langer, mehrstufiger Prozess. Der beginnt bei Fragebogen, führt dann zu einer Einladung potentieller Manager in die Kammer, und die wenigen, die danach noch übrig bleiben, besuchen wir für eine intensive Prüfung vor Ort. Das hat dann schon fast den Charakter einer Revisionsprüfung. Es gibt einige Manager, denen das zu viel ist; die kommen dann nicht für uns in Frage. Am liebsten sind uns generell ganz „langweilige" Manager, die über Jahre hinweg ihren speziellen Job gut machen und wenig Fluktuation haben. Und auch wenn wir das Mandat übertragen, bleiben wir im Gespräch und haben ein Auge auf Veränderungen, die sich eventuell auf den Anlageprozess auswirken können – z. B. Fusionen, Personalabwanderung oder aber auch dramatisch angestiegenes Investitionsvolumen. Es kommt auch vor, dass wir Managern, bei denen wir investiert sind, das Mandat auch wieder entziehen.

Welche Anlageklassen gibt es in der Bayerischen Versorgungkammer?
Da gibt es Produkte, um die wir uns selber kümmern, z. B. **Fixed Income**, also klassische Rentenanlagen. Dann haben wir einfache **Derivate** oder Strukturen. Was ist das? Was sich zunächst nach Spekulation anhört, ist ein gutes Instrument zur Diversifizierung, das gerade in Zeiten, wenn man steigende Zinsen befürchtet, einen davor schützen kann. Denn wenn der

Zins eines festverzinslichen Wertpapiers steigt, fällt dessen Wert. Wir wollen ja gern, dass, wenn der Zins fällt, das Wertpapier steigt, aber, wenn der Zins steigt, das Wertpapier weniger im Wert einbüßt. Diese asymmetrische Bewegung wird durch den Einsatz von Derivaten ermöglicht, sie funktionieren als Absicherungsinstrument. Diese beiden Klassen, Fixed Income und Derivate, machen heute kammerweit etwa 65% aller Anlagen aus.
Daneben gibt es die **Immobilien-Direktanlage** in Deutschland, hier hat die Kammer eine lange Tradition. Dann gibt es die **Aktien**, deutschlandweit, europäisch, aber auch weltweit. Da haben wir verschiedene Pakete, die nur für die BVK maßgeschneidert werden und die von insgesamt 80 Managern betreut werden.
High Yield sind hochverzinsliche Anleihen, Emerging Market-Anleihen sind Anleihen aus Schwellenländern, und dort sowohl Unternehmens- als auch Staatsanleihen.
Darüber hinaus gibt es die **Hedgefonds** als Anlageklasse, das sind z. B. Währungen oder Rohstoffe. Wir haben in unserem Portfolio auch über 500 Hedgefonds und investieren in Fund-of-Funds; wir wählen Manager aus, die wiederum in verschiedene Hedgefonds investieren. Das sichert uns gegen Extreme à la Madoff ab, ohne auf mögliche herausragende Ertragserfolge zu verzichten. Die Kunst ist es, so zusammenzustellen, dass gute und schlechte Fonds sich ausgleichen und in Summe etwas über dem Durchschnitt herauskommt.

Was fällt denn unter den Begriff „Alternative Anlagen“?
Infrastruktur-Investments gehören z.B. zu den **alternativen Anlagen**. Hier investieren wir auch über Manager, z. B. in Solaranlagen, Gaszähler in England bzw. deren Vermietung, in Tank&Rast in Deutschland und Österreich, in Flughäfen und Häfen, Krankenhäuser oder Gefängnisse. Waldinvestments gehören auch dazu.

Timber, also Holz, ist für die Versorgungskammer ja eine recht neue Anlageform. Wie sind Sie darauf gekommen?
Neben all diesen Anlageklassen investieren wir seit wenigen Jahren auch in sog. Alternative Anlagen. Ein Beispiel ist Timber, also **Waldinvestments**. Wir haben uns dafür entschieden, nachdem wir bewertet haben, ob solch eine Anlageklasse überhaupt einen Zusatznutzen für uns bietet und ob es überhaupt genug Anlagevolumen für uns gibt. Das ist der Fall, und so investieren wir seit kurzem in Wald. Hier ist uns das Thema Nachhaltigkeit sehr wichtig. Wir investieren nur in nachhaltig bewirtschaftete Wälder, die zertifiziert sind.

Warum investieren Sie denn nicht in Gold als Anlageklasse?
Grundsätzlich dürfen wir keine Direktanlagen in unverzinsliche Produkte tä-

tigen. Kaufe ich **Gold**, so erhalte ich keine Zinsen. In solche Produkte dürfen wir gesetzlich als Direktanlage nicht investieren, das gilt für unsere Einrichtungen ebenso wie für Versicherungsunternehmen. Wir haben allerdings Investments in Rohstoff-Fonds (sog. Commodities), da sind unsere Rohstoff-Manager zur Zeit etwa zu 10% in Gold investiert.
Dann haben wir noch die europäischen und außereuropäischen **Immobilien,** in die wir über Fonds investieren.

Welche Rolle spielen Ratings bei der Auswahl, wo investiert wird?
Als institutioneller Anleger dürfen wir in der Direktanlage gesetzlich im Investment Grade-Bereich (bis BBB) anlegen. Wir haben uns aber selbst Anlagevorschriften gemacht und die Beschränkung auferlegt, dass wir nur kaufen dürfen, was im A-Bereich geratet ist. Wir sind also strenger mit uns, als die gesetzlichen Vorschriften es uns auferlegen. Besonders unser Fixed Income-Portfolio ist von sehr hoher Qualität. Nun kann es ja passieren, dass ein Emittent mit A beim Kauf geratet wurde und, wie wir 2008 z. B. mit Anlagen der Hypo Real Estate erfahren mussten, im Rating unterhalb des Investment Grade (BBB) fällt. Solche Anlagen müssen wir abstoßen, wenn wir damit über die gesetzlich zugelassene High Yield Quote von 5% fallen würden. Im Fixed Income-Portfolio ist das aber noch nie passiert. Dazu kommt, dass wir weitestgehend gedeckte Ware kaufen, also Anlageprodukte, die einen Sicherungshintergrund haben.

Eine rentierliche oder sichere Kapitalanlage – geht beides?
Da wir nicht alle Märkte sicher vorhersehen können, gehen wir mit handwerklich sauberen, wissenschaftlichen Methoden vor und damit auf Nummer sicher – mit Ergebnissen etwas über dem Durchschnitt. Wir nehmen sehr viele Analysen vor, bevor wir eine Anlage tätigen, und da arbeiten viele Personen aus den Bereichen Mathematik und Kapitalanlagen in einem längeren Prozess zusammen. Zu glauben, man könne mit ad-hoc-Entscheidungen und ohne dieses gründliche Vorgehen eine dauerhafte – also stabile, sichere,- Outperformance, also eine Ertragsleistung deutlich über dem Durchschnitt, erzielen, das ist ein Trugschluss, das ist Spekulation und damit nicht unser Geschäft.

Wie kommt man denn eigentlich zu einer robusten oder optimierten Anlage?
Indem man ein Anlageportfolio zusammenstellt und dann die verschiedensten Szenarien darüberlaufen lässt – das sind mathematische Programme, die unter diesen verschiedensten Kapitalmarktszenarien Ertrags- und Verlustpotenziale aufzeigen. Man erhält dann eine Verteilungskurve, doch es gibt da auch „Ausreißer". Um diese seltenen, sehr unwahrscheinlichen Fälle

– wie z. B. zwei Finanzkrisen in den letzten 11 Jahren – mit einzuberechnen, lassen wir auch solche sog. Krisen-Regimes in die Szenarien mit einfließen und erhalten so Einblicke darin, wie man das Portfolio auch für solche außergewöhnlichen Zeiten, die sog. „Schwarzen Schwäne" optimieren kann.

Wie haben sich die letzten beiden Krisen, 2002 und 2008, auf die Nettorendite ausgewirkt?
Wenn man sich die beiden Krisen näher anschaut, hatten wir 2002 während der sog. Technologieblase beispielsweise bei der Rechtsanwalts- und Steuerberaterversorgung eine Nettorendite von immerhin noch 1,7%, also noch positiv. Da gab es viele, die damals sehr, sehr viel Geld verloren haben. Und insbesondere während der jüngsten Finanzkrise 2008 hatten wir nach Kosten, nach Abschreibung, nach allem immer noch eine positive Rendite. Im Vergleich zu Pensionskassen, die sehr viel größere Risiken eingehen und Abschreibungen von teilweise 30 oder 40% hatten – also eine negative Rendite von 30 oder 40% - , ist dies ein eklatant gutes Ergebnis. Dies galt im Übrigen für alle Versorgungswerke in der Bayerischen Versorgungskammer.

Gab es Unterschiede in den beiden Krisen? Was war 2008 anders als 2002?
Interessant sind diese beiden Krisen im Vergleich: Die Technologieblase 2002 war im Vergleich zur jüngsten Finanzkrise eher klein. Da war beim Aktienmarkt weniger im Argen. Das Phänomen 2008 war ja gerade, dass in allen Marktsegmenten extreme Schwierigkeiten bestanden. Und doch zeigt sich, dass die erste Krise stärker auf die Nettorendite unserer Anstalten durchschlug als die zweite von 2008.

Woran liegt das?
Es liegt daran, dass wir beständig an einer breiten Diversifizierung der Kapitalanlage arbeiten und dadurch immer robuster gegenüber solchen Ereignissen werden. Wir wissen aber auch, was wir nicht können: Wir können den Markt mit seinen Entwicklungen nicht vorhersehen. Diese Diversifizierung ist ein sehr großer Prozess, und der Vergleich der beiden Krisen zeigt sehr deutlich, dass wir hier große Fortschritte gemacht haben und die Krise 2008 deutlich besser durchstehen konnten, obwohl sie im Vergleich zu 2002 eine viel, viel größere Krise war.

Was ist eigentlich der Versorgungswerk- Masterfonds?
Wir haben ja in der Bayerischen Versorgungskammer die Aufgabe, dass wir für zwölf Versorgungseinrichtungen ganz unterschiedliche Vermögensverteilungen organisieren müssen. Auf der Renten-Auszahlungsseite, also der Passivseite, entstehen Rahmenbedingungen, die die Aktivseite bestim-

men. Wenn Sie einen langen Ansparzeitraum vor sich haben, können Sie durchaus etwas risikoorientiert investieren, da die lange Zeitspanne auch Schwankungen aushält, dafür aber möglicherweise mehr Chancen realisieren lässt. Bei einem kurzen Zeitraum müssen Sie vor allem auf sicheren Kapitalerhalt schauen. Genauso müssen wir für jedes Versorgungswerk die spezifische Situation anschauen und die geeigneten Anlageformen, also die geeignete Vermögensverteilung finden. Die Aufteilung der Vermögenswerte auf verschiedene Anlageklassen ist pro Versorgungswerk ganz individuell, aber das Management der gesamten Aktienanlagen oder Währungen beispielsweise kann man gebündelt effizienter machen als gesondert pro Anstalt. Hier zeigt sich der starke Synergieeffekt der BVK: Wenn ich viel Kapital zusammen anlege, bekomme ich sehr günstige Konditionen. Außerdem kommt nur so genug Kapital zusammen, um ausreichend diversifizieren zu können. Und dieses System ist genau unser Masterfonds-Konzept. Wir definieren also für jede Versorgungseinrichtung eine individuelle Vermögensaufteilung, betreuen die Anlagen aber gemeinsam.

Welchen Nutzen hat der Versorgungswerk-Masterfonds noch?
Nun, das hat mit Bilanzierungsregeln zu tun. Wir müssen nach HGB bilanzieren. HGB bedeutet, dass in unserem Fall nur der gesamte Versorgungswerk-Masterfonds bilanziert wird. Wenn Sie alle Klassen einzeln bilanzieren statt in einem Gesamttopf, dem Versorgungswerk-Masterfonds, haben Sie jedes Jahr eine sehr volatile Bilanz, und wir möchten ja stattdessen eine möglichst ausgeglichene, stabile Bilanz. Damit bieten wir für jede einzelne Einrichtung eine individuelle, maßgeschneiderte Kapitalanlage, und zugleich nutzt jede Anstalt die Synergien der Kammer. Die BVK hat dies schrittweise vorangetrieben, und wir sind da Vorreiter und finden immer mehr Nachahmer unter den anderen Institutionellen Investoren.

Wie gehen Sie mit der aktuellen Niedrigzins-Situation um?
In 2010 haben wir eine Zeit lang die Neuanlage in festverzinslichen Wertpapieren gemieden und konnten in einem Zinsumfeld von teilweise nur noch ca. 2% noch kammerweit einen durchschnittlichen Zinskupon von 3,8% verwirklichen. Das ließ sich dadurch machen, dass wir einfach zu den ganz niedrigen Zinsen nicht gekauft haben. Da haben wir dann eher Immobilien oder Fonds gekauft. Wir wollen immer bis zu dem Grad, den die Risikotragfähigkeit einer Anstalt zulässt, solche Umstände abpuffern. Von April bis November 2010 haben wir daher nichts im festverzinslichen Bereich gekauft. Das kann man allerdings nur einen begrenzten Zeitraum lang aushalten.

INTERVIEW

BAYERISCHE VERSORGUNGSKAMMER

Kontakt:

Stefan Müller, Pressesprecher
E-Mail: presse@versorgungskammer.de
Internet: www.versorgungskammer.de

Telefon: 089/9235-8100
oder 089/9235-8103
Telefax: 089/9235-8104

Adresse:
Bayerische Versorgungskammer
Denningerstr. 37
81925 München