

Die Zinskurve schließt den Diversifikationskreis

Lange wurde in der Branche gemutmaßt, welche Veränderungen die Bayerische Versorgungskammer in ihrem Rentendirektbestand plant. Nun liegen die Karten auf dem Tisch. Über einfach strukturierte Produkte will man an Veränderungen der Zinskurve profitieren. Die Umsetzung erfolgte erst nach intensiven Analysen.

Von Patrick Eisele

Ein robustes Portfolio zeichnet sich durch eine breite Diversifikation aus. Darum sind Investments in fernen Ländern und in Assets wie Hedgefonds, Private Equity, Rohstoffe und mittlerweile auch Infrastruktur und Timber bei VAG-Anlegern gar nicht mehr so selten. Diesen Weg ist auch die Bayerische Versorgungskammer (BVK) gegangen. Für die BVK war damit das Potenzial, das eine breite Streuung bietet, aber noch nicht ausgereizt. Der Diversifikationsgedanke wurde konsequent auch in denjenigen Portfolioteil getragen, dem man, obwohl der größte, oft die geringste Aufmerksamkeit schenkt: der Rentendirektbestand. Das von der BVK aufgesetzte Projekt „Optimierung des Direktbestandes“ bringt im Endeffekt eine höhere Rendite bei niedrigem Risiko. Das Projekt zeigt aber, es muss nicht immer ein hochgeleveragter Multi-Strategy-Global-Macro-Hedgefonds mit einem besonders innovativen Approach aus New York sein. Namenspapiere und Schuldscheine können genauso spannend sein.

Die üblichen Handlungsmöglichkeiten, mehr Rendite aus den Zinsträgern zu holen, haben alle schon ihre Nachteile gezeigt. In UK decken sich Pensionskassen mit Langläufern ein, bis sich das lange Ende der Gilts-Kurve nach unten biegt. Wer in schwächere Bonitäten ausweicht, wird zurzeit für dieses Risiko nicht bezahlt, sondern muss selber zahlen. Mit Kreditstrukturen sind ganze Banken untergegangen. Zinsstrukturen erweisen sich im Nachhinein gern als intransparenter als gedacht. Eine negative Duration ist riskant. Das Modell der BVK: Eine Beimischung von einfach strukturierten Produkten in den Direktbestand soll das Portfolio robuster machen. Der rote Faden der Diversifikation, den das mit einem Anlagevolumen von 43 Milliarden Euro größten deutschen Versorgungswerks mit der Beimischung von immer mehr Asset-Klassen in den vergangenen Jahren verfolgt hat, zieht sich also auch weiter durch den Direktbestand.

Die Ausgangsbasis fordert Veränderungen. Mit Monte-Carlo-Simulationen überprüfte die BVK die Zukunftsfähigkeit des festverzinslichen Ist-Portfolios. Neben den standardmäßig überprüften 10.000 Szenarien nahm man dabei noch neun Extremszenarien genauer unter die Lupe. Ausgangsbasis für die Simulationen waren neben dem Ist-Portfolio die zu erwartenden Neuanlage- oder Wiederan-



Daniel F. Just

Einfach strukturierte Produkte als Ausweg aus dem Zinsdilemma.

lagevolumina der einzelnen Versorgungswerke. Stark beeinflusst werden die verschiedenen Verteilungen von den jeweiligen Rechnungszins-Levels. Das Ergebnis der Simulationen des Ist-Portfolios: Ab dem Jahr 2011 baut sich eine gewisse Wahrscheinlichkeit auf, den Rechnungszins mit einem reinen Rentenportfolio zu verfehlen. Im Jahr 2021 liegt diese Wahrscheinlichkeit bei einem einzelnen Versorgungswerk schon bei fast 30 Prozent! Dies lässt sich mit anderen Wertpapieren nur bedingt kompensieren. Die neben der unpopulären Senkung des Rechnungszinses zu prüfende Lösung: die Beimischung von einfach strukturierten Produkten. In dieses Projekt waren neben der Kapitalanlage auch die Aktuarien eingebunden. Externe Unterstützung kam von den Beratern Risklab und Faros. Der Großteil der Arbeit lag bei den Quantspezialisten von Risklab. Als ehemalige Fondsmanager brachten die Faros-Berater Expertise hinsichtlich der Umsetzung ein.

Das generelle Ziel des Projekts: eine geringere Abhängigkeit vom Zinsniveau. Diese ist wegen der Höhe der Anleihenquote das größte Portfoliorisiko. Die wichtigste Prämisse ist kein zusätzliches Risiko. Damit waren alle Spread-Strategien beziehungsweise Investments in niedrigere Bonitäten schon zu Beginn des Projekts ad acta gelegt. Im Schnitt liegt die Bonität des Direktbestandes der BVK bei etwa AA+. Dieses Emittentenrisiko durfte also nicht unterschritten werden. Schnell kam die Kammer auch von Überlegungen weg, die Duration zu erhöhen. Eine Analyse der Laufzeit ergab, dass ein Buy-and-Hold über zehn bis 15 Jahre am günstigsten ausfällt – beziehungsweise dass zumindest in den vergangenen 15 Jahren eine Abweichung von dieser Laufzeitenspanne die Wahrscheinlichkeit nicht vermindert hätte, unter dem Rechnungszins zu bleiben. Diese Erkenntnis lieferte der Szenario-Generator von Risklab, der in 10.000 Szenariosimulationen die Zinsstrukturkurve von Hochzinsphasen bis zu japanischen Verhältnissen rauf und runter analysierte. Geistiger Vater dieses Szenario-Generators ist Professor Rudi Zagst.

Sich wie britische oder holländische Pensionskassen mit Langläufern für ein Asset-Liability-Matching einzudecken, widerspricht nach Ansicht von Daniel Just und André Heimrich auch dem Versorgungsauftrag der Kammer. „Den Rechnungszins zu erfüllen, ist das eine. Es ist aber nicht hilfreich, uns 30 Jahre lang fünf Prozent zu sichern, da wir unseren Versicherten eine der Inflationsentwicklung angepasste Rente zu zahlen haben“, spicht sich Heimrich, Bereichsleiter Kapitalanlage, gegen ein 100 prozentiges Durations-Matching aus. „Reale Renten zu erwirtschaften, ist das Ziel berufsständischer Versorgungseinrichtungen. Vor diesem Hintergrund hat sich die BVK den Inflationsausgleich zur grundsätzlichen Aufgabe gemacht“, erklärt Just. Als Inflationsbekämpfer kann man sich möglichst kurz aufstellen. Dann hat man jedoch zu viel Volatilität im Portfolio. Bei einer sehr hohen Duration kann man aber nicht mehr auf eine steigende Inflation reagieren. Auch diese Überlegungen münden in eine mittellange Laufzeit von zehn bis 15 Jahren. Inflation Linked Bonds eignen sich für den realen Werterhalt für die BVK allerdings nur bedingt. „Während der Laufzeit wird uns nur der vereinbarte Nettozinssatz ausbezahlt, der Inflationsausgleich dagegen erst am Ende der Laufzeit. Dies passt nicht zu unserer jährlichen Betrachtung“, so Heimrich.

_Statt Spreads und Duration ...

Damit galt die Konzentration nun der Analyse, wie sich durch die Beimischung von strukturierten Produkten die im Direktbestand gefahrene Ist-Strategie verbessern lässt. Für die Long List qualifizierten sich jedoch nur einfach strukturierte Produkte – auch aus Bewertungsgründen. Schließlich will man sich gerade im Direktbestand nicht mit Bewertungsproblemen auseinandersetzen. „Bei einfach strukturierten Produkten werden Grundprodukt sowie Derivat zu einer rechtlichen und wirtschaftlichen Einheit verbunden. Haben diese noch die gleiche Risikokategorie, können diese Produkte wie eine Schuldverschreibung zu Anschaffungskosten bilanziert werden“,

Die BVK auf dem Diversifikationspfad

Die traditionellen Asset-Klassen wurden in der Vergangenheit weiter internationalisiert. Im Jahre 2005 allokierte die Versorgungskammer, der sich zwölf berufsständische und kommunale Altersvorsorgeeinrichtungen angeschlossen haben, erstmals Hedgefonds. Diese decken auch die Themen Währungen und Rohstoffe ab. 2007 erfolgten die ersten Commitments in Private Equity, und vor kurzem kam auch Infrastruktur und demnächst Timber hinzu. Insgesamt sind in diesen alternativen Anlageklassen fast neun Prozent investiert. Ein Nebeneffekt der nunmehr breit gestreuten Asset-Klassen: „Wir haben die Aktienquoten nicht nur taktisch, sondern auch strategisch abhängig vom jeweiligen Versorgungswerk auf drei bis sieben Prozent reduziert. Mit dem Aufbau der alternativen Anlagen ist unser Bedarf an Aktien gesunken“, sagt Daniel F. Just, stellvertretender Vorstandsvorsitzender der BVK. Aus dem gleichen Grund hat man auch den Rentenbestand strategisch von 75 auf 70 Prozent gestutzt.

erklärt Just. Die BVK bilanziert nach HGB. Eine Aktienanleihe muss dagegen zerlegt werden, da dieses Produkt sowohl vom Zins- als auch vom Aktienmarkt abhängt.

Welche Diversifikationsmöglichkeiten bestehen nun bei den zinsverwandten Themen? Statt Spreads und Duration identifizierte die BVK Volatilität, Inflation und die Steilheit sowie sonstige Veränderungen in den Verläufen der Zinsstrukturkurve. Schließlich will man sich ja von der reinen Zinsniveauabhängigkeit lösen. „Um diese Risiken abzubilden, aber auch um der großen Menge an Strukturen Herr zu werden, haben wir uns anhand von Cashflow-Analysen und Korrelationen typische Repräsentanten ausgewählt“, sagt Heimrich. Gewählt haben wir dann Steepener, um von einer Versteilung der Kurve zu profitieren, an einer Krümmung wollen wir über Reverse Floater partizipieren. Volatility- und Spread-Volatility-Bonds sind die Referenzprodukte für die Volatilität sowie Inflation Linked Bonds und Kapitalmarkt-Floater für die Inflation.“ Von flachen Kurven können Investoren zum Beispiel je nach Niveau über Reverse Floater profitieren. Explizite Produkte für flache Kurven hat die BVK jedoch nicht ausgewählt „In 80 Prozent der Fälle ist die Kurve steil. Flache Kurven sind also eher die Ausnahme“, sagt Heimrich.

_... Steilheit, Volatilität und Inflation

Die Stoßrichtung und das Handwerkszeug waren damit vorhanden. Nun galt es sozusagen im Laborversuch an einem noch relativ schnell wachsenden und einem schon relativ reifen Versorgungswerk die Verträglichkeit von einfach strukturierten Produkten zu testen. Welches Produkt wirkt wie auf das Portfolio von welchem Versorgungswerk? Wieder wurde der Szenario-Generator gefüttert. Das Ergebnis: Anders als bei den wegen den unterschiedlichen Niveaus des Rechnungszinses sich ergebenden Unterdeckungswahrschein-

Die Referenzprodukte der BVK und die Anwendungsmöglichkeiten

Steepener.....	Erwartung, dass sich die Kurve versteilt
Reverse Floater.....	Erwartung auf Kurvenkrümmung
Volatility Bonds.....	Erwartung, dass Volatilität steigt
Spread Volatility Bonds.....	Erwartung, dass Volatilität der Spreads steigt
Inflation Linked Bonds.....	Erwartung, dass Inflation steigt
CMS-Floater.....	Erwartung, dass Zinsniveau steigt

Quelle: BVK, © portfolio institutionell

lichkeiten führt die Beimischung von einfach strukturierten Produkten zu nur leichten Variationen. „Grundsätzlich waren die Unterschiede bei den Auswirkungen in den einzelnen Versorgungswerken nicht groß“, sagt Just. In der Folge wurden auch noch die anderen Versorgungswerke auf den Strukturen-Prüfstand gestellt. Summa summarum waren die Ergebnisse sehr ermutigend. Dank der segensreichen Wirkung der Streuung ging das Risiko zurück und die Rendite legte leicht zu. Die Nebenbedingung, kein zusätzliches Risikobudget zu benötigen, war damit erfüllt. „Die Buchrendite verbessert sich im Schnitt um bis zu fünf Basispunkte. Gleichzeitig sinkt das Risiko um etwa sechs Prozent. Fünf Basispunkte mehr klingt nicht viel. „Aber hinsichtlich des Volumens ergibt sich hier für uns jährlich ein zweistelliger Millionenbetrag“, beziffert Just die Verbesserungen. „Wir quetschen aus der Zitrone zwar nur ein bisschen mehr aus. Es handelt sich aber um eine sehr große Zitrone.“

Der Direktanlagebestand an strukturierten Produkten soll je nach Versorgungswerk maximal 30 Prozent am Rentenbestand betragen. Trotz nachweislich gesenktem Risiko ist ein größerer Anteil wegen der jährlichen Betrachtung nicht möglich. „Bei einer höheren Quote wären die Ergebnisse noch besser. Innerhalb eines Jahres würden wir aber an Stabilität verlieren“, sagt Heimrich, der darauf hinweist, dass die Berechnungen langfristig sind, der Rechnungszins aber jedes Jahr erreicht werden muss. In Phasen mit flacher Kurve, wenig Volatilität und Inflation ist mit strukturierten Produkten wenig zu verdienen. Ein Großteil des Direktbestandes würde dann keinen Ertrag bringen.

Theoretische Grundlagen sind das eine, eine strukturierte Umsetzung ist das andere. Anders als für die Schuldscheindarlehen und Namenspapiere gilt für die strukturierten Produkte kein Buy-and-Hold- sondern ein aktiver Ansatz. Der Handlungsrahmen für die Investitionsentscheidungen basiert – wie es allgemein bei der BVK Usus ist – auch wieder auf quantitativen Analysen. Mit Vergangenheitsdaten wurde anhand von Punktwolken analysiert, wann sich der Kauf eines Steepeners oder eines Linkers bezahlt macht. Allerdings: „Ein gewisses Marktgefühl gehört auch dazu“, räumt Heimrich ein. Das ausführende Organ wird das neu gegründete „Referat für Strukturierte Zinsprodukte und Spread-Investments“ sein. Geleitet wird das nach den Referaten für klassische Renten, Wertpapierspezialfonds und Alternatives vierte Referat von Dr. Constantin Echter. Dem Refe-

rat von Echter, eine interne Besetzung, sind noch zwei Mitarbeiter zugeordnet. Neben den Strukturen wird dieses Team auch für die verwandten Zinsthemen Corporate Bonds, High Yield und Emerging Market Debt verantwortlich zeichnen. Schließlich hat das Thema Strukturen einen sehr opportunistischen Charakter. Es wird immer Phasen geben, für die es kein passendes Produkt gibt.

Wie die beiden involvierten Berater bestätigen, ist ein solches Projekt, bei dem die Auswirkung von Beimischungen von Strukturen auf den Portfoliokontext ganz grundsätzlich analysiert und angegangen wird, einmalig. Meist werden Investments in strukturierte Produkte eher opportunistisch vorgenommen. Dass dagegen für die Versorgungskammer der Gesamtportfoliokontext wesentlich war, lässt sich auch daran erkennen, dass die BVK Kündigungsrechte ausgeschlos-



André Heimrich

Weg von der Abhängigkeit vom Zinsniveau, hin zu Chancen auf der Zinsstrukturkurve.

sen hat. Finanziell wird ein Anleger für Kündigungsrechte zwar entschädigt, die Gestaltung des Portfolios liegt dann jedoch bei Dritten.

„Dieses Projekt ermöglicht uns einen hohen Zusatzertrag und zusätzliche Diversifizierung. Deshalb war die Optimierung des Direktbestandes für uns ein sehr wichtiges Projekt“, sagt Just. Ein wesentlicher Erfolgsfaktor für ein solches Projekt ist, zu wissen, welche Produkte sich grundsätzlich eignen, und dass dem Anleger deren Wirkungen bewusst sind. Der zweite Punkt ist das Wissen über den passenden Anlagezeitpunkt. Ansonsten wandern immer nur die Produkte ins Portfolio, die Anbieter gerade vorstellen. Ausführliche Analysen im Vorfeld sind die *conditio sine qua non*. Wie zutreffend sich diese Analysen am Ende erweisen, hängt wie bei ALM-Studien immer vom Input ab. Diesen auszuwählen ist gerade bei einer so vielschichtigen Analyse nicht trivial. Sich diesen Mühen zu unterziehen, sollte sich spätestens in der nächsten Niedrigzinsphase auszahlen.