

SOLVENCY II IST EINE VON V

Peter Schwicht verantwortet das institutionelle Geschäft von J.P. Morgan Asset Management in Kontinentaleuropa. Institutional Money sprach mit ihm darüber, in welche Richtung sich die institutionelle Sparte in den nächsten Jahren bewegen wird.

Obwohl der Beginn der jüngsten Kapitalmarktkrise schon fast drei Jahre zurückliegt und durchaus Normalisierungstendenzen erkennbar sind, ist das professionelle Investmentgeschäft bisher keineswegs in den „Business as usual“-Modus“ zurückgekehrt. Immer noch suchen Teile dieses Dienstleistungssektors nach Antworten auf Fragen, die nach wie vor ungeklärt sind. Institutional Money sprach dazu mit einem Beobachter, der als internationaler Asset Manager ein sehr breites Blickfeld hat – und sich in diesem Umfeld nichtsdestotrotz täglich als Produkt- und Lösungslieferant behaupten muss: Peter Schwicht verantwortet das institutionelle Geschäft von J.P. Morgan Asset Management in Kontinentaleuropa.

Herr Schwicht, ist eine Marschrichtung erkennbar, wenn man versucht, die aktuelle Situation im institutionellen Geschäft mit Investmentfonds von der Metaebene aus zu betrachten?

Peter Schwicht: Um hier die großen Trends erkennen zu können, muss man sich ansehen, was sich bei den Kunden in diesem Bereich verändern wird.

Und das wäre?

Peter Schwicht: Wir haben es hier derzeit mit einer ganzen Reihe von kurz-, mittel- und langfristigen Herausforderungen zu tun. Die kurzfristig wichtigste

dabei ist – und das völlig unabhängig von der Finanzkrise – die endgültige Ausgestaltung von Solvency II. Dies betrifft einerseits die Versicherer und dann – vermutlich in abgeschwächter Form mit einer zeitlichen Verzögerung von zwei bis drei Jahren – die Pensionskassen. Sie werden sich über Aktiv- und Passivseite ihrer Bilanz Gedanken machen müssen. Problematisch ist dabei, dass aller Voraussicht nach nicht unendlich viel Eigenkapital zur Verfügung stehen wird, um damit die riskanten Assets zu unterlegen. Wenn die Situation es nicht zulässt, sich kurzfristig frisches Eigenkapital zu beschaffen, bleibt als einziger Ausweg eine veränderte Anlagepolitik.

Was bedeutet das für Asset Manager wie Sie?

Peter Schwicht: Dass es in der Branche erheblich schwieriger sein wird, Aktieninstrumente und andere volatile Anlagen abzusetzen. Nach dem sogenannten „QIS 4“

(Quantitative Impact Survey) sah das Ganze noch nicht so schlimm aus, nach „QIS 5“ zeichnet sich ab, dass sich sowohl für kontinentaleuropäische als auch britische Versicherer erhebliche Auswirkungen auf die Investitionspolitik ergeben. Die größeren Sorgen dürften allerdings die britischen Versicherer haben, die sehr viel Annuitätengeschäft machen, das besonders viel Eigenkapitalunterlegung erfordert. Das Thema Solvency II ist aber nur einer der Problemkreise, den wir derzeit in diesem Bereich des institutionellen Geschäfts sehen.

Bleiben wir kurz bei Solvency II: Diese Regelung ist ja unabwendbar, und man muss heute bereits Lösungen entwickeln ...

Peter Schwicht: Wenn Sie sich die Aktienquoten deutscher Versicherer ansehen, sind diese bereits extrem gering. Das liegt keineswegs nur an der jüngsten Finanzmarktkrise, sondern eher an der Regulierung. Alle Anstrengungen konzentrieren sich derzeit auf die Kapitalseite. Hier wird versucht das gesamte denkbare Spektrum auszuschöpfen. Dabei stellt sich durchaus die Frage, ob all diese Versicherer in der bisherigen Form im Geschäft bleiben werden. Es ist auch denkbar, dass einige zu dem Schluss gelangen, innerhalb des Solvency-II-Rahmens nicht in gewohnter Weise weitermachen zu können.

Was hieße das konkret?

» Wir erleben derzeit erstmals, dass Versicherer mit Lebenserwartungen von mehr als 100 Jahren zu rechnen beginnen. Dafür auf den Anleihenmärkten entsprechende Papiere zu finden ist eine große Herausforderung.«

Peter Schwicht, J.P. Morgan Asset Management

IELEN HERAUSFORDERUNGEN

Peter Schwicht: Das bedeutet bei einem Versicherer meist etwas anderes als bei einer Asset-Management-Gesellschaft: Da auch nach einem Eigentümerwechsel die Liability-Problematik unverändert bestehen bleibt, sind für Versicherer nur schwer Käufer zu finden. Es wird hier also Gesellschaften geben, die einfach ihren Vertrieb reduzieren, ihre Kosten senken und das Ganze dann 20 oder 30 Jahre lang sozusagen auslaufen lassen.

Werden also keine Lösungen auf der Anlageseite gesucht?

Peter Schwicht: Das wird der letzte Bereich sein, in dem man nach Wegen sucht. Die Anlageseite lässt sich wesentlich schneller verändern als etwa die Eigenkapitalsituation. Insofern gibt es hier noch keine Lösungen für das große Problem. Für mich steht nur fest, dass der Zinsanteil der gesamten Allokation sicher steigen wird.

Das bedeutet noch weniger Aktien, obwohl die Zinssätze heute schon kaum mehr ausreichen, um die Verpflichtungen zu erfüllen?

Peter Schwicht: Man wird nie ganz auf Aktien verzichten! Es erscheint mir aber sehr wahrscheinlich, dass sich das Interesse der institutionellen Anleger in Zukunft weniger auf westliche Standardwerte konzentrieren wird, sondern verstärkt Schwellenländernmärkten gelten dürfte. So lassen sich mit den eingesetzten Mitteln höhere Erträge erwirtschaften. Ich kann mir auch vorstellen – und das zeichnet sich heute bereits ab –, dass in Zukunft beim Aktienthema auch verstärkt über ungelistete Unternehmen nachgedacht wird, also über Private Equity. Letztere sind in ihrer Wertentwicklung zwar nicht stabi-



Peter Schwicht, J.P. Morgan
Asset Management

ler als börsennotierte Werte, aber die Volatilität, die in der Bilanz realisiert werden muss, ist eine ganz andere. Denn Aktien müssen Sie mark-to-market bewerten, Private Equity mark-to-model. Und das bringt natürlich gewisse Vorteile, weil hierbei nicht, wie im Aktienbereich, in fallenden Märkten sofort Abschreibungen notwendig werden.

Wie reagiert man als Asset Manager auf diese Situation? Muss man sich auf der Produktebene neu positionieren?

Peter Schwicht: Ich glaube nicht, dass das eine Produktfrage ist, es ist eher eine Servicebeziehungswise Dienstleistungsfrage. Wir müssen Versicherern und in weiterer Folge auch Pensionskassen etwas anbieten, das sie selbst nicht darstellen können. Einige unserer amerikanischen Versicherungskunden übertragen uns beispielsweise ihr ganzes Buch. Das ist in Europa nicht vollständig nachzuvollziehen, sollte teilweise aber doch möglich sein. Viele Asset Manager überlegen heute bereits, wie so etwas aussehen kann. Allein aus Kostengründen zeichnet sich ab, dass die Bereitschaft der institutionellen Kunden, so eine Lösung zu prüfen, heute größer ist als in der Vergangenheit.

Wie muss man sich das in der Praxis vorstellen?

Peter Schwicht: Bildlich gesprochen könnte das eine Art externer CIO sein. Ein Teil des Buches wäre dann an einen Asset Manager übertragen, für den Rest des Kapitals repliziert die Versicherung dessen Strategie – also eine Art Subadvisory, bei dem eben nicht alles extern gemanagt wird. Der externe Dienstleister wäre dann aber Teil des Anlageausschusses und würde hier auch aktiv mitdiskutieren.

Womit wir beim Risikomanagement wären: Hier findet doch derzeit ein Umdenken statt. In welche Richtung wird sich das Thema entwickeln?

Peter Schwicht: Das Risikomanagement wird über das gesamte Anlagespektrum hinweg bei allen institutionellen Anlegern in den kommenden Jahren noch wichtiger werden.

Muss man nach den Erkenntnissen des Jahres 2008 nicht ehrlich sagen, dass in Extremsituationen praktisch alle Werkzeuge versagen, auf die wir uns in diesem Bereich bisher verlassen haben?

Peter Schwicht: Ich stimme Ihnen zu, dass das klassische Risikomanagement, wie es die Industrie in den letzten Jahren eingesetzt hat, überdacht werden sollte. Ich glaube heute, dass eine der Lehren dieser Krise in der Erkenntnis liegt, dass wir viel zu modellverliebt waren.

Solange alles in gewohnten Bahnen verlief, war das ja in Ordnung, aber wir sprechen heute darüber, dass Länder bankrottgehen. Wird man sich nicht damit abfinden müssen, dass man in Ausnahmephasen, in denen alle Strategien wirkungslos sind, in denen auch der Geldmarkt zu funktionieren aufhört, nur noch Passagier ist?

Peter Schwicht: Sich mit einer Situation abzufinden ist sicher nicht der richtige Weg. Die quantitative Seite ist eben nur ein Teil der Lösung, das ist aber nicht alles. Wir haben uns zu sehr darauf verlassen, dass die Modelle einen Schutzschirm darstellen, den es so nicht gibt. Diese Fat Tails – ob das jetzt fünf- oder zehnfache Standardabweichungen waren, ist nicht entscheidend – sind Teil der Realität. Man wird daher vielmehr dazu übergehen müssen, einen qualitativen Overlay zu machen, wobei es gilt, alle internen und auch neue externe Kräfte zu bündeln. Man wird sich zu jedem Zeitpunkt die Frage stellen müssen, ob die Portfolios

auch in schwierigen Situationen funktionieren werden. Ihr Einwand bezüglich der Geldmarktfonds ist aber kein Risikomanagementproblem: Das Problem lag darin, dass man sich zu wenig damit beschäftigt hat, was in den Instrumenten drin war. Das waren ja häufig keine reinen Geldmarktfonds, sondern ABS-Fonds und andere Konstruktionen. Die Risikomanagementsysteme wurden somit auch falsch gefüttert. In diesem Bereich haben wir also weniger Probleme, als man annehmen könnte. Der Schlüssel liegt für mich vielmehr in der qualitativen Ergänzung der quantitativen Systeme.

„Qualitativ“ heißt ja, dass hier wieder ein Mensch Entscheidungen treffen muss. Nun wissen wir, dass es leider nur wenige Leute gibt, die hier nachhaltig konstante Leistungen bringen ...

Peter Schwicht: Diese Experten benötigt man aber. Denken Sie an die Luftfahrt: Da fliegt auch die meiste Zeit über der Autopilot. Wenn der Pilot aber dank seiner Erfahrung eine Zuspitzung der Wetterlage erkennt, sodass der Autopilot nicht mehr durchkommen wird, schaltet er auf Handsteuerung um. Man muss an der Stelle auch an die in der Finanzindustrie seit Langem geführte Diskussion über Total-Return-Ansätze denken. Total Return ist ein gutes und einfaches Konzept, aber man muss es auch umsetzen können. Theoretisch gab es diese Ansätze auch schon in den letzten Jahren. Leider ist es jedoch nur wenigen Marktteilnehmern gelungen, ihren Ansatz auch über einen

Peter Schwicht – 23 Jahre Erfahrung bei J.P. Morgan

Peter Schwicht ist Country Head Asset Management in Deutschland und seit Februar 2005 Verwaltungsratsmitglied von J.P. Morgan Asset Management (Europe) S.à r.l., Luxemburg. Von Juli 2002 bis Ende 2006 war Peter Schwicht zudem Mitglied des Vorstands der J.P. Morgan Bank AG.

Peter Schwicht kam 1987 zu J.P. Morgan und war in verschiedenen Positionen in Handel, Eigenpositionierung und Sales tätig. 1995 wurde er Geschäftsführer der J.P. Morgan GmbH und Morgan Guaranty Trust Company of New York, wo er für den Bereich Global Markets und Treasury zuständig war. Anfang 1998 wurde er Mitglied des Vorstandes von J.P. Morgan Argentina Sociedad de Bolsa S.A. in Buenos Aires, wo er den Bereich Local Markets verantwortete. Von März 1999 bis März 2002 war er Sprecher der Geschäftsführung der J.P. Morgan Investment GmbH, Frankfurt.



Peter Schwicht im Interview mit Institutional Money

ganzen Zyklus hinweg unter Beweis zu stellen. Für uns als Industrie besteht meines Erachtens derzeit die allergrößte Herausforderung darin, Leute zu finden, die dies leisten können.

Als Asset Manager hat man in diesem Zusammenhang zwei Probleme. Man muss seine Kunden in schwierigen Phasen aus hochrentierlichen Aktien- in kostengünstigere Zinsprodukte umschichten, was einen Interessenkonflikt darstellt. Noch schlimmer ist die Gefahr, falschzuliegen: Dann hat man die eigenen Einnahmen beschnitten, und der Kunde verpasst einen weiteren Anstieg.

Peter Schwicht: Was Sie hier beschreiben, wäre ein so genanntes Fiduciary-Mandat – dagegen haben wir uns als Asset Manager klar entschieden, weil es eben diese Interessenkonflikte gibt. Außerdem werden nur sehr wenige Kunden dies aus der Hand geben wollen. Wir können die Administration bereitstellen, wir könnten sogar den vorher angesprochenen externen CIO stellen – die letztendliche Entscheidung wird man aber nicht an uns auslagern können.

Wie sehen aus Ihrer Sicht mögliche Lösungswege für das von Ihnen angesprochene demografische Problem aus? Wir haben eine 30-jährige Rentenhausse hinter uns, da ist keine Fantasie mehr drin, die Verpflichtungen kann man nur durch die Akzeptanz von mehr Risiko erfüllen.

Peter Schwicht: Das Thema „Langlebigkeitsrisiko“ erfordert eine neue Herangehensweise. Versicherer rechnen erstmals mit Lebenserwartungen von mehr als 100 Jahren. Dazu an den Anleihenmärkten entsprechende Papiere zu finden ist eine große Herausforderung. Liability Driven Investment war ja lange Zeit ein wichtiges Verkaufsthema, die Akzeptanz der Kunden in Europa war aber nie wirklich groß. Und das ist auch verständlich, denn LDI-Investments bewirken ja eine Immunisierung, und das ist in einem Niedrigzinsumfeld nicht attraktiv. So befinden wir uns in einer Zwickmühle: Eigentlich müssten die Investoren mehr Aktien kaufen, um die notwendigen Erträge zu erwirtschaften. Aufgrund geringer Risikobudgets und der angesprochenen regulatorischen Beschränkungen können Sie das aber nicht.



» Denken Sie an die Luftfahrt: Da fliegt auch die meiste Zeit über der Autopilot. Wenn der Pilot aber dank seiner Erfahrung erkennt, dass sich die Wetterlage so zuspitzt, dass der Autopilot nicht mehr durchkommen wird, schaltet er um auf Handsteuerung.«

Peter Schwicht, J.P. Morgan Asset Management

Wo liegen dann die Antworten auf diese komplizierte, unerfreuliche Situation?

Peter Schwicht: Die Industrie ist ohne Frage in einem Dilemma, für das es im Augenblick keine einfache Lösung gibt. Man kann nur versuchen, die Zeit, bis wir wieder etwas höhere Zinsen sehen, mithilfe von dynamischer Asset Allocation zu überbrücken. Real Assets bieten durchaus Alternativen. Man kann natürlich nicht alles in Infrastrukturunternehmen und Immobilien stecken, die ja auch nicht ganz unabhängig von der Konjunktur sind. Daher

gilt es auch, andere Auswege zu suchen. Ich sage ganz offen, dass wir hier noch keine endgültigen Antworten parat haben. Wir sehen unsere Aufgabe jedoch insbesondere darin, einen Mehrwert zu liefern, über den derzeit nicht sehr viel gesprochen wird, und das ist „Alpha“. Gerade in Phasen, in denen an den Märkten nur fünf Prozent erwirtschaftet werden können, stellt ein Prozent Alpha einen großen Unterschied dar.

Wir danken für das Gespräch.

