

LEITERbAV

PENSIONS
INDUSTRIES

ALTERNATIVES
INDUSTRIES

TACTICAL ADVANTAGE

TALKING HEADS
WOLFRAM GERDES
DIRECTOR'S CUT

Das Magazin für die imperativen Fragen
des zeitgenössischen deutschen
Pensionswesens und der Private Markets

Volume 16
Sonder-ePaper
6/2025

TALKING HEADS DIRECTOR'S CUT – WOLFRAM GERDES, KZVK DORTMUND:

NICHT KUNST, NICHT WISSEN- SCHAFT ...

2 | 32

... aber solides Handwerk. So umschreibt der Kapitalanlage-
vorstand der KZVK Dortmund seine Aufgabe. Welche Aufgabe Real
Assets und Nominalwerte haben, wo es den Home Bias nicht
gibt und wo doch, dass man 200 Millionen nicht liegen lässt, was
Anleger oft überschätzen, welches meist die wertschöpfendste
aller Maßnahmen ist, was er als Kernkompetenz eines guten Private
Equity Managers ansieht, wie gute Antiselektion funktioniert,
inwiefern CiD die wichtigste Währung ist, was er sich nicht leisten
kann ... und was ein Parkhaus in Chicago mit alldem zu tun hat:
Mit WOLFRAM GERDES spricht PASCAL BAZZAZI – *und hier und heute
gibt es auf ALTERNATIVES ● INDUSTRIES / PENSIONS ● INDUSTRIES den
überlangen **Director's Cut des Herausgebers** von dem Gespräch aus
dem Februar und März – das Wochen vor den Trump'schen
Börsenkapriolen stattgefunden hat und demzufolge umso
bemerkenswerter ist!*

Zusammenfassung in drei Worten gefällig?

Die Philosophie der Praxis ...

Wolfram Gerdes, Sie gelten als ein Kapitalanlagevorstand, der seit jeher einen Schwerpunkt auf Real Assets legt. Ist das so?

Jeder Anleger bewegt sich zwischen Risiko und Ertrag. Wenn ich uns beschreibe in einer Landschaft von insbesondere deutschen institutionellen Anlegern, dann sind wir klar eine Organisation, die wesentlich stärker auf den Ertrag als auf das Risiko blickt. Daher ist es auch kein Wunder, dass unsere Ertragskennzahlen mit hiesigen anderen Institutionen im Vergleich eher etwas höher tendieren.

Können Sie eine Kennzahl nennen?

Ein Beispiel: Unsere durchschnittliche Nettoverzinsung über die letzten zehn Jahre lag zwischen 4,5 und 5 Prozent p. a., und das in der Niedrigzinsphase, in der man, wie Sie wissen, viele Jahre null Prozent auf IG-Fixed Income bekommen hat.

Wesentlich stärker auf den Ertrag als auf das Risiko blicken: Wie sieht das im Grundsätzlichen bei der KZVK aus?

Der meines Erachtens differenzierende Faktor ist unsere Überzeugung, dass sich langfristiger, realer Vermögenszuwachs nur über Substanzwerte erreichen lässt. Über Nominalwerte kann ich in der heutigen Welt kein reales Vermögen mehr aufbauen.

Selbstverständlich haben auch Nominalwerte eine Funktion: die Ausgaben und Leistungen abzudecken, die ich als Einrichtung in den nächsten Jahren tätigen muss und die meine Einnahmen übersteigen – um zu vermeiden, dass ich zur Bedienung meines laufenden Leistungsversprechens Real Assets verkaufen muss und dies dann in einer möglichen Schwächephase erfolgen muss. Die Covid-Krise war hierfür ein gutes Beispiel.

Wir stellen uns also nicht die Frage, wie viele Risiko-Assets wir neben unseren Rentenanlagen tätigen dürfen, wie es nicht selten die Regel ist, sondern wir ermitteln nur, wieviele Rentenpapiere wir mindestens brauchen, um unser – durchaus hohes – Liquiditätserfordernis abzudecken. Und alles, was darüber hinausgeht, können wir für reale Investitionen nutzen, die wirklich in der Lage



Wolfram Gerdes, KZVK.

sind, langfristige Realrenditen zu produzieren. Das heißt für unsere SAA aktuell: Anteil der Renten bzw. Festverzinslichen zwischen 30 und 40 Prozent. Zum Vergleich: Bei einer typischen deutschen Versicherung sind es 80 bis 90 Prozent.

Für unser Haus bedeutet das also, dass mehr als die Hälfte der Kapitalanlagen dazu da sind, reale Wertsteigerungen und positiven Realzins zu erwirtschaften, also wirkliches, reales Vermögen zu mehren.

War das Ihr Entschluss bei Amtsantritt?

Nicht ausschließlich. Teils habe ich diese Situation so schon vorgefunden, aber diese Strategie haben wir zunehmend verankert und systematisiert, auch im Controlling.

Der Grundsatz lautet also nicht wie bei Keynes: In the long Run we are all dead. Sondern: In the long Run Real Assets outperform?

Das alles ist nicht so subjektiv, wie mancher vielleicht denkt. Jedem Teilnehmer im Markt stehen Kapitalmarktstudien, Statistiken, empirische Daten aller Art zur Verfügung – zumindest wenn

man sie sucht. Die amerikanischen Unternehmen sammeln so viele Daten, die kriegen Antworten zu Fragen, die sie gar nicht gestellt haben.

Wir können zum Beispiel die Finanzkrise, den Black Monday 1929 oder gleich den gesamten amerikanischen Aktienmarkt über die vergangenen 150 Jahre auf Knopfdruck abrufen, punktgenau. Damit kann man aber erwartbare Langfristrenditen meines Erachtens verlässlich schätzen. Und bei Aktien ist der beste Schätzer vier Prozentpunkte Rendite oberhalb von Fixed Income über einen langen Zeitraum; das lässt sich über die letzten 100 Jahre sehr stabil nachweisen. Das kann mal viel mehr sein, das kann mal viel weniger sein, aber wenn man 10- oder 20-Jahres-Zeiträume ansieht, werden Sie mit großer Wahrscheinlichkeit mit Aktien vier Prozentpunkte mehr machen als mit Renten, vielleicht mal fünf, mal drei, vielleicht in einem Markt mehr als beim anderen, aber insgesamt ist das recht verlässlich.

Sie rissen es eben schon an, aber das heißt grob für Ihre SAA insgesamt?

Renten die besagten 40 Prozent, Tendenz fallend, Aktien 33, Real Estate 14, Alternatives 13 Prozent. Wir machen aber – Real Estate zähle ich jetzt nicht dazu – nur eine Alternatives-Strategie, und zwar Private Equity. Wir erwarten, dort spürbar höhere Renditen zu erwirtschaften als mit Aktien. Private Equity ist illiquide. Zudem greifen die Private Equity Manager in ihren Investments selbst unternehmerisch ein. Insofern sollte für Illiquidität und unternehmerisches Tun eine Prämie erwartet werden, die höher liegt als bei einem gewöhnlichen Aktionär eines gelisteten Unternehmens, der eher die Rolle eines Stillhalters einnimmt.

Hat sich diese Erwartung bestätigt? Und in welcher Größenordnung?

Wir haben immer wieder überprüft, ob diese These auch substantiiert in der Realität beobachtbar ist. Und ja: Wir sind in dieser Strategie seit über zehn Jahren engagiert – und in der Tat erwirtschaften wir mit Private Equity höhere Renditen, als wir dies mit Aktien tun. Wir kalkulieren mit circa zwei Prozentpunkten Outperformance gegenüber Ak-

»Über Nominalwerte kann ich in der heutigen Welt kein reales Vermögen mehr aufbauen.«

tionen, und das passt recht gut mit unserer Empirie zusammen.

Wenn wir also in unserer SAA Aktien und Private Equity addieren, sind wir zu fast 50 Prozent der Bilanz unternehmerisch investiert. Zuzüglich Real Estate. Auch Immobilien sind grundsätzlich in der Lage, eine reale Rendite zu erwirtschaften, nicht nur die Kaufkraft zu behaupten.

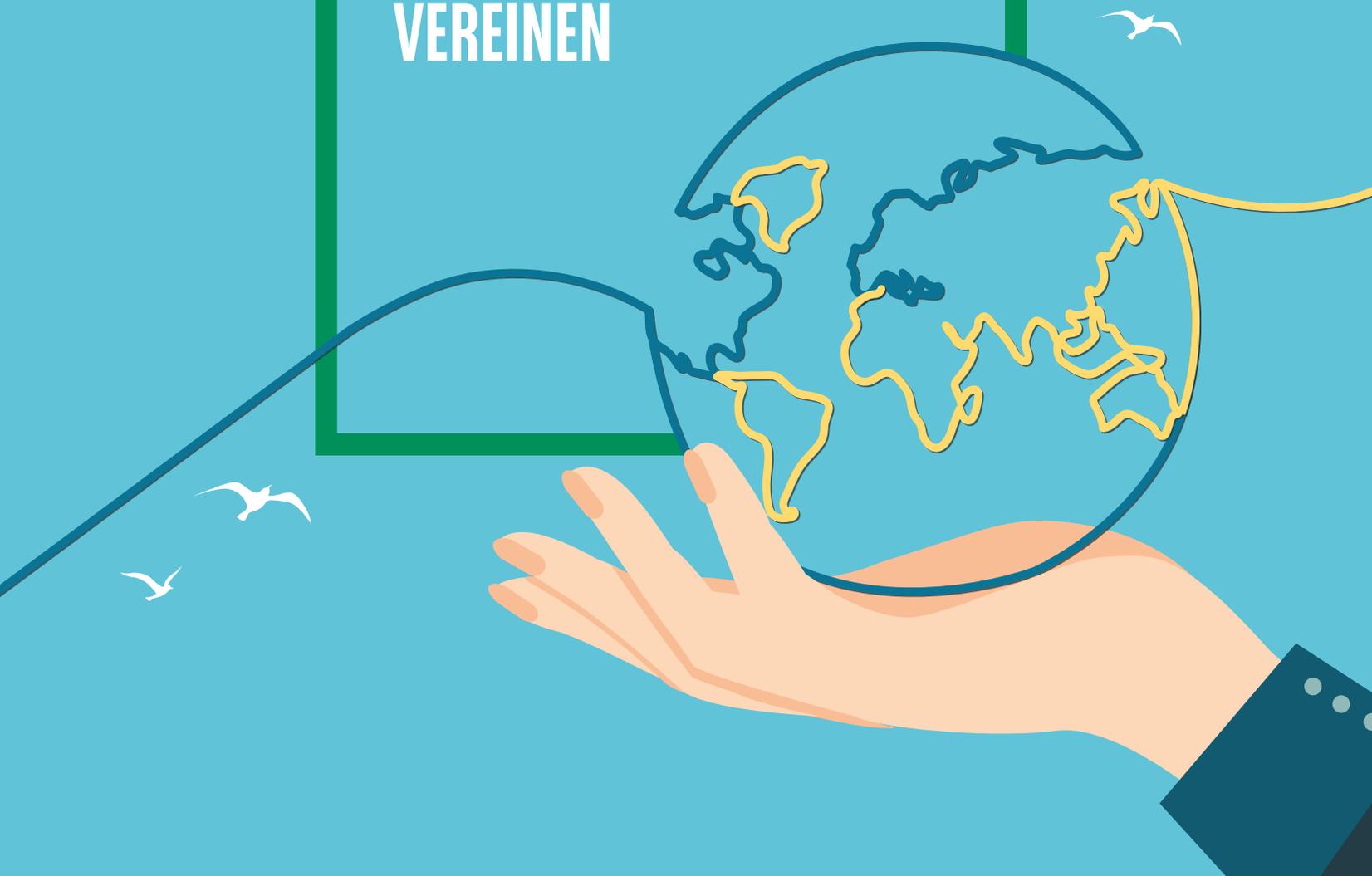
Die KZVK steuert sich gemäß Satzung, also faktisch freiwillig, nach Anlageverordnung. Ihre SAA bekommen Sie innerhalb der Anlageverordnung ohne Weiteres abgebildet?

Fast. Mit der jüngsten Änderung – Infrastrukturquote, Risikokapitalquote – kann ich sagen: Ich bekomme es abgebildet. Die Philosophie, die ich eben schilderte, die hat schon längere Jahre Bestand. In ihrer realen Ausprägung, als wir in der Niedrigzinsphase den Substanzwertanteil sukzessive erhöht haben, bin ich zeitweise auch an die Grenzen der Anlageverordnung gestoßen – und habe regelmäßig meinen Verwaltungsrat ins Boot geholt. Und das macht man nicht »einfach mal so« in einer Sitzung nebenbei, sondern wir haben in der langen Niedrigzinsphase regelmäßig gemeinsam geprüft, welche Auswege, welche Reaktionsmöglichkeiten, welche Alternativen wir haben – und da sind wir mit den Substanzwerten zuweilen über die Anlageverordnung hinausgegangen.

Aber: Was wir tun, ist gar nicht so außergewöhnlich im Sinne der Regulatorik. Es ist außergewöhnlich im Vergleich zu dem, was viele andere Einrichtungen tun.

Ich habe in einigen Unternehmen gearbeitet, ich habe in Amerika gelebt, studiert und gearbeitet, mit dem Blick sage ich: Wir leben in Deutschland in einem Land, das risikoavers ist. Die Amerikaner reden hier von »German Angst«.

DIVERSIFIKATION UND NACHHALTIGKEIT VEREINEN



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT

**Der nachhaltige
Investor für eine
Welt im Wandel**

Ich rede ja lieber vom silly German Money.

Oder so. Meine These: Wir sind in Deutschland nicht deshalb risikoavers, weil der Regulierer uns dazu zwingt. Würden in Deutschland alle institutionellen Anleger die Möglichkeiten ausschöpfen, die ihnen der Regulierer gewährt, wären wir im Sinne der Substanzwerte der Kapitalmärkte schon deutlich konstruktiver.

Risikoaversion kann teuer sein.

Und ich denke, wir können es uns – das ist meine Überzeugung – als Altersversorger nicht leisten, eine zu wenig rentierliche Kapitalanlage zu fahren. Es gibt faktisch zwei Möglichkeiten, wer die Renten zahlt: Beiträge und Kapitalerträge. Wenn ich mich für niedrige Kapitalerträge entscheide, heißt das, dass der Beitragszahler die Lücke bezahlt. Die meisten Menschen sagen, sie wollen weniger Risiken eingehen, eine weniger schwankende Kapitalanlage. Das kann man auch übersetzen in die Aussage, dass man sich eine Strategie wünscht, die möglichst hohe Kosten für die Altersversorgung produziert, das aber berechenbar.

Der Kapitalanleger, der höhere, gleichwohl schwankende Kapitalerträge erwirtschaftet, kann in Aussicht stellen, dass mittelfristig die Altersversorgung günstiger wird. Er braucht aber natürlich dann das Regulativ, dass im Zweifel Beiträge auch angepasst werden können. Doch genau die Möglichkeit gibt es nicht immer. Ein Lebensversicherer hat sich auf das Beitragsniveau vertraglich festgelegt. Da überrascht es wenig, dass das Ergebnis eine extrem risikoaverse Anlagepolitik ist. Jüngst konnte man lesen, dass die durchschnittliche Performance der Lebensversicherungswirtschaft der letzten zehn Jahre zwischen 1 und 1,5 Prozent gelegen haben soll; bei uns sind es immerhin 4,5.

200 Prozent mehr?

Rechnen Sie das auf aktuell 20 Milliarden Euro an Kapitalanlage! Das ist natürlich ex post, aber ex ante würde ich auf jeden Fall einen zusätzlichen Prozentpunkt der Strategie zuordnen, und das sind bei besagten 20 Milliarden immerhin 200 Millionen Euro an zusätzlichen Erträgen. Die liegen zu

lassen aus einem wie auch immer verstandenen Risikoverständnis, halte ich für schwer verantwortbar gegenüber denen, die später ihr Alterseinkommen daraus beziehen.

Strategie ist das eine. Trends, Technik und Taktik das andere.

Entscheidend ist eine Langfriststrategie. Natürlich muss ich Ideen haben beispielsweise für Industrien. Momentan ist unter anderen die Rüstungsindustrie eine gefragte Technologie, die bei uns aber wegen der eigenen Nachhaltigkeitsstandards außen vor ist. Künstliche Intelligenz eine andere. Jedoch muss ich hier natürlich nicht unbedingt Einzeltitel suchen, sondern kann mich an den Indizes orientieren – was nicht unbedingt rein passiv heißen muss, aber nahe an dem Index.

» Wir sind zu fast 50 Prozent der Bilanz unternehmerisch investiert.«

Einzeltitel machen ihre ganz eigenen Probleme?

Ein gutes Beispiel: Cisco! Bis zum heutigen Tag ein hervorragendes Unternehmen im Bereich von Netzkapazitäten und Netzinfrastruktur, meines Wissens immer noch Weltmarktführer. Ich erinnere mich gut, runde 25 Jahre her, ich war Portfolio-Manager in Diensten der Allianz: Cisco war damals in puncto Internetausbau eine Kernposition. Und Cisco hat seitdem in diesen 25 Jahren seine Wachstumsambitionen fast Jahr für Jahr geliefert. Im Jahr 2000 wies die Cisco-Aktie, wenn ich mich recht erinnere, ein KGV von gefühlt 200 bis 300 auf. Wie gesagt, im Prinzip hat das Unternehmen stetig geliefert.

Aber wer vor 25 Jahren die Cisco-Aktie gekauft hat ...

Asset Servicing in der Genossenschaftlichen FinanzGruppe

- Verwahrstelle
- Alternative Investment Fund Manager (AIFM)
- Service-Kapitalverwaltungsgesellschaft
- Depotführung

FONDS HAFFEN



Die KZVK in Dortmund.

... und sie bis heute hält, der hat zwar auch Geld verdient, aber nicht so viel. Wer hat den großen Gewinn mit Cisco gemacht? Doch offenkundig der, der seine Cisco-Aktie im Frühjahr 2000 verkauft hat – und damit im Prinzip die Unternehmensgewinne der nächsten 25 Jahre schon vorgezogen vereinnahmt hat. So ist das, wenn man eine über-
teuerte Aktie kauft – man zahlt dem Verkäufer die Gewinne der nächsten Jahre, und erst wenn die geliefert sind, dann fängt man als Käufer an zu profitieren.

Wenn man davon ausgeht, dass Nvidia das Wachstum von 30, 40 Prozent p. a. noch 20 Jahre fortsetzen kann, dies schließlich aber nur zehn Jahre gelingt, dann kann es sein, dass man mit Nvidia 50 oder 70 Prozent seines Kapitals verliert – ohne dass man sich in der Richtung getäuscht hätte. Das heißt, als Anleger muss man die Trends abbilden, aber ohne riesige Wetten darauf einzugehen, was wann wo bis zu welchem Zeitraum passieren wird.

Die elende Timing-Frage. Wie oft lag ich schon richtig an der Börse, nur zum falschen Zeitpunkt ...

Anleger überschätzen häufig den Zeitraum, in dem es besonders erfolgreichen Unternehmen gelingt, ihre Quasi-Monopolstellung zu behaupten. Das macht die Sache so schwer. Das heißt für einen institutionellen Anleger: Man muss nicht bei allem, aber nahezu allem dabei sein, man muss breit streuen. Meine größte Position für die Kasen aktuell ist in der Tat Nvidia. Nicht, weil ich nun ein ausgewiesener Nvidia-Fan wäre, sondern weil Nvidia so teuer und damit in vielen der üblichen Indizes so schwergewichtig geworden ist. Vor fünf Jahren war Microsoft übrigens aus dem gleichen Grund unsere größte Position.

Sie machen das über Ihre Spezialfonds?

Genau. Das Aktien-Exposure ist dabei weltweit gestreut, eher am MSCI World orientiert als an Europa. Einfache Rechnung: Weltweiter Aktienmarkt heißt zu circa 70 Prozent USA; deren zehn größte Werte machen 40 Prozent der USA aus. 40 Prozent von 70 sind 28 Prozent. Die zehn größten Aktienwerte der Welt entsprechen also fast 30 Prozent des gesamten Aktienkapitals dieses Planeten. Einer der größten davon ist Nvidia. Wenn Sie

» Die amerikanischen Unternehmen sammeln so viele Daten, die kriegen Antworten zu Fragen, die sie gar nicht gestellt haben.«

Geld weltweit streuen – nach USA, nach Europa, nach Asien – und dabei nicht passiv sind, aber auch keine riesigen Wetten gegenüber dem Index eingehen, ist es eine automatische Konsequenz, dass die Nvidias und die Microsofts der Welt zu Ihren größten Positionen gehören. Da müssen Sie gar keine Wette eingehen. Das ist mit meinem privaten Geld auch so, ohne dass ich jemals eine eigene Nvidia-Aktie gekauft hätte.

Aktiv, passiv, egal – dominierend ist dominierend?

Wenn Sie einen Asset Manager für den amerikanischen Aktienmarkt mandatieren, dann kauft der Nvidia. Kein Manager dieser Welt riskiert, einen Wert auf null zu setzen, der in der Benchmark mit fünf oder sechs Prozent vertreten ist. Das heißt, durch dieses Verfahren bekommen Sie automatisch Ihr Exposure zu den wichtigen, aber auch zu den schwierigen Dingen der Welt. Sie sind bei allem dabei. Das wollten Sie ja auch, das ist Diversifikation. Aber wir haben nicht einen Manager, der für uns die US-Aktien covert, sondern fünf oder sechs. Der eine ist etwas positiver für dieses Segment, der andere negativer für jenes und so weiter. Aber jeder muss sich gegenüber seiner Benchmark verantworten. Doch auch da haben Sie so etwas wie eine Konvergenz zum Mittelwert. Deshalb kommt am Ende heraus, dass Nvidia der größte Einzelwert in der SAA ist. Und wenn laut Satzung kein Wert mehr als ein Prozent ihrer Assets ausmachen darf und Nvidia den Wert überschreitet, dann liegt das nicht daran, dass Sie als Investor den Wert gehypt hätten, sondern das ist quasi das Resultat eines arbeitsteiligen Prozesses. Wenn Ihnen das nicht passt, dann müssen Sie dem Manager selber aktiv sagen: Bitte zumindest einen Teil von Nvidia verkaufen!

Ich lerne gerade, Denominator-Effekt gibt es auch bei Aktien schon mal – zumindest wenn es gut läuft.

Absolut.

Wie blicken Sie auf Real Estate?

Hier denke ich, dass – wenn unsere Welt nicht aus den Fugen gerät – der Return längerfristig zwei Prozentpunkte oberhalb von Fixed Income liegen sollte. Auch umgekehrt wird ein Schuh draus: Immobilien werden meist auf Kredit gekauft. Würden also Immobilien dauerhaft unter dem Darlehenszins rentieren, müssten über kurz oder lang ja alle Immobilieninvestoren pleite sein. Analoges gilt auch für Aktien bzw. Eigenkapital. Auch dort gilt, dass dies grundsätzlich im Mittel oberhalb von Fixed Income rentieren muss, denn sonst wären auch alle Unternehmer, die mit Krediten operieren, über kurz oder lang raus. Derartige marktweite Insolvenzwellen lassen sich aber empirisch nicht beobachten.

Das heißt: Schon unser marktwirtschaftliches Konzept erfordert, dass die Unternehmensrendite höher als der Darlehenszins ist. Dass sich an dieser Gesetzmäßigkeit etwas ändert, ist äußerst unwahrscheinlich. Und hinter den Daten, die zur Verfügung stehen, sind wesentlich mehr Know how und Erfahrungen versammelt, als man selber je akkumulieren könnte. Und das ist auch keine Kaffeesatzleserei. Ich sage dabei nicht, dass es Wissenschaft ist, und es ist auch nicht Kunst. Aber es ist solides Handwerk.

Wie nutzen Sie diese Daten für Ihr Handwerk konkret?

Mit diesen Daten modelliere ich meine Asset Allocation. Es gibt die üblichen Software-Pakete, die jeder große Institutionelle nutzt, und die Daten projiziert man in seinem ALM quasi über die gesamte GuV, die Bilanz und vor allem die Verbindlichkeiten über mehrere Jahrzehnte hinweg. Man weiß dann zwar nicht deterministisch, was passieren wird, sondern in gewissem Sinne würfelt man dort. Aber eben dieses Würfeln stellt kein Glücksspiel dar, sondern bedeutet statistische Wolken, die empirisch soweit gestützt sind, dass man für verschiedene

Betriebliche Altersvorsorge nach Maß

Mit den Vorsorgemodellen von Fidelity sind Sie und Ihre Mitarbeiter rundum gut für die Zukunft aufgestellt. Neben einer modern gestalteten Direktzusage hilft das Zeitwertkonto, die Zeit vor Renteneintritt ideal zu gestalten. Intelligente Kapitalanlagestrategien, eine einfache digitale Kontenverwaltung, stabile Treuhandlösungen sowie eine effiziente Mitarbeiterkommunikation sind elementare Bausteine. Nutzen Sie die Vorteile dieser zeitgemäßen Gesamtlösung – unser Maßstab sind Sie.



Mehr über die Vorsorgelösungen von Fidelity International erfahren Sie unter www.fidelity.de/bav



Szenarien – Zinsen rauf, Zinsen runter, Konjunktur rauf, Konjunktur runter et cetera – belastbare Erkenntnisse über die Streuung möglicher Ergebnisse erhält.

Klingt für mich nach dem Quantenmechanischen Modell, das ich noch von der Chemie kenne.

In diesen Statistiken wird dann zumindest so intelligent gewürfelt, dass man die Diversifikations- und Ausschleich-Effekte mitkorreliert. Das Ergebnis ist, dass ich meine Asset Allocation, die ich als Strategie unterlege, plane, über verschiedene Zeiträume schaue, die Szenarien sehe und mich dann schließlich frage, ob ich für meine Unternehmensziele bestimmte Ergebnisse tolerieren kann oder nicht. Am Ende dieses Prozesses kommt eine SAA heraus. Das mache ich einmal im Jahr, und das wird ausgiebig mit den Gremien diskutiert.

Und das müssen Sie dann jedes Jahr anpassen?

Jetzt sage ich Ihnen etwas absolut Provokatives, Überspitztes: Wenn Sie das gut gemacht haben, dann sind Sie meist am besten beraten, wenn Sie in den nächsten 30 Jahren gar nichts ändern. Privat habe ich das auch gemacht, meine Asset Allocation sieht genauso aus wie in meinen Dreißigern.

» Als Anleger muss man die Trends abbilden, aber ohne riesige Wetten darauf einzugehen, was wann wo bis zu welchem Zeitraum passieren wird.«

Ich rate: 100 Prozent Aktien?

So ungefähr.

Haben Sie einen Home Bias?

Fast jeder Anleger auf dieser Welt hat seinen Home Bias. Als Deutscher sage ich, die Deutsche Bank und SAP kenne ich. BNP Paribas, das sind Franzosen, die kenne ich schon weniger, et cetera ... Also,



Die Skyline von Dortmund. Foto: Kl.

fast jeder Anleger hat einen Home Bias, und der Regulierer fördert dies durch die Währungsparität in gewisser Weise auch. Ich versuche, den Home Bias gering zu halten.

Aber hat der Home Bias nicht eine gewisse Ratio? Ist es nicht rational, dass ich, wenn ich mich mit Märkten beschäftige, mich eher mit den Akteuren beschäftige, die ich kenne. Ich kenne nun einmal als Deutscher Deutschland besser als Indonesien. Und auch besser als die USA.

Das ist eben die Illusion, der viele Menschen anhängen. Aber das ist eine rationale Fehleinschätzung. Was ich von der Deutschen Bank weiß, lese ich aus dem Geschäftsbericht oder aus dem, was der Analyst hat. Und was weiß ich von Nvidia? Genau dasselbe – wenn ich es mir überhaupt antue. Ob der Geschäftsbericht in Kalifornien gedruckt wurde oder in Frankfurt am Main, spielt doch keine Rolle. Moderne Informationsverarbeitung kennt diesen Home Bias nicht. Im Falle – und das ist wichtig – hoher Transparenzstandards ist es um keinen Deut schwieriger, ein amerikanisches Unternehmen zu analysieren, zu verstehen als ein deutsches.

Ich gebe noch nicht auf. Lassen Sie mir bei Real Estate den Home Bias?

Bei Real Estate würde ich den Home Bias unterschreiben und auch für rational halten, eben weil bei Real Estate die meisten Informationen gerade nicht öffentlich sind. Und wenn ich in Dortmund durch die Fußgängerzone gehe ...

Oh Gott.

... erkenne ich ohne weiteres, welche die gehobenen, vielversprechenden Lagen sind und welche nicht, welche die kommenden und welche die absteigenden und in welche Straße man sich schon fast gar nicht mehr reintraut. Das sind einfache, aber granulare Informationen, die jeder, der dort wohnt, sofort erkennt, aber dem Investor aus Tokio verschlossen bleiben. Und das kann er auch nicht in seinem Bloomberg-Screen abfragen – so wie ich es nicht in Tokio kann. Immobilien sind naturgemäß ein weitaus intransparenterer Markt – und deshalb, ja, Home Bias.

Und Sie handhaben das in der Kasse auch so?

Im Direktbestand ja. Die Immobilien, die wir selber entwickeln, liegen ausschließlich in Nordrhein-Westfalen. Über Fonds sind wir europaweit in Immobilien engagiert. Und über Europa hinaus machen wir in Immobilien gar nichts.

Also auch keine Immobilien in den USA? Das könnte man doch auch gut über Consultants oder Fonds gestalten?

Das ist das bekannte Thema »Parkhaus in Chicago«, welches das Versorgungswerk in Deutschland angeboten bekommt. Die Frage, die man aber stellen muss, ist: Wie viele Investoren müssen den Kauf dieses Parkhauses in Chicago eigentlich schon abgelehnt haben – von Illinois über ganz Nordamerika und dann Europa –, bis dieses Angebot hier bei mir in Dortmund auf dem Tisch landet?

Insofern hat man bei Immobilien eine gute Antiselektion: Je größer der Radius und je größer die Distanz zwischen Kauf und Vertrieb ist, desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Qualität fraglich ist – denn sonst hätten Investoren vor Ort, die eben mit gutem Grund einen Home Bias haben, das Objekt schon längst geschnappt. So funktioniert diese Verwertungskette bei Real Estate nun mal.

Und das gilt auf der ganzen Welt. Die meisten kennen das doch noch aus dem Studium: Jeder, der in einer Stadt wie, sagen wir mal, Tübingen studiert, der weiß: Die guten Wohnungen gehen unter der Hand weg. Und wenn jemand aus Kiel in

»Über Europa hinaus machen wir in Immobilien gar nichts.«

Tübingen anfängt zu studieren und eine Annonce zur Wohnungssuche schaltet, der wird, das ist offenkundig, bei den wirklich guten Wohnungen nicht zum Zuge kommen.

Sich die Frage nach dem Weg zu stellen, den das arme Parkhaus in Chicago bis zu dem eigenen Schreibtisch zurücklegen musste, ist der schnellste Weg einer Due Diligence, den ich je gehört habe.

In dem Fall ja. Grundsätzlich heißt Due Diligence für mich aber meist – auch bei Private Equity –, mich weniger um die Assets als um die Menschen zu kümmern, welche die Akquisition am Ende für uns vornehmen. Due Diligence hat natürlich mit



Parkhaus in Chicago. Foto: KI.



Sylvain Riou - polar/SE / Gitana SA

MUT BEWEGT DIE WELT.

Durch Mut kann aus dem Unmöglichen das Mögliche entstehen. Die Leistungen und Errungenschaften unseres Gitana-Teams im Hochseesegeln erfüllen uns mit Stolz und spiegeln die Werte unseres Hauses wider: Vision, Innovation, und Verwirklichung einer bemerkenswerten Teamarbeit.



EDMOND
DE ROTHSCHILD

»Je größer der Radius und die Distanz zwischen Kauf und Vertrieb, desto höher die Wahrscheinlichkeit fraglicher Qualität.«

der Investition zu tun, aber auch mit denjenigen Managern, die ich beauftrage.

Das kann manchmal auch sehr subjektiv sein, teils schon emotional. Wenn ich ein Private Equity-Unternehmen für grundsätzlich kompetent halte, aber der Manager einen Lifestyle pflegt, der mir aufstößt, zum Beispiel, weil er in den bunten Blättern der Welt genauso unterwegs ist wie in den Investment-Medien, so dass ich mit ihm nichtmal ein Bier trinken möchte, dann wird es schwierig.

Solche Berichte bekommen Sie auch von Ihren Teams?

Ja. Durchaus. Auch das ist Teil unserer Due Diligence. Und wir wollen die Leute kennen. Wenn ich einen Private Equity Manager in den USA mit unseren großen Tickets mandatieren möchte, dann fliege ich rüber und spreche mit dem.

Nehmen wir an: ein fachlich guter Mann, aber leider ein Fatzke? Und dann?

Tja, ein Fatzke. Und da steht in unseren Berichten drin: Ist in den Gazetten unterwegs und geht durch einen schwierigen Scheidungsprozess und so weiter. Warum? Weil auch eine intuitive Wahrnehmung eine Wahrnehmung ist, und auch sie gehört zur Due Diligence.

Für mich persönlich ist es äußerst überraschend, warum es so lange gedauert hat, bis bei einem gewissen österreichischen Immobilienunternehmer die Probleme aufgepoppt sind, die dann in allen Zeitungen standen.

Sie waren dort nie investiert?



WOLFRAM GERDES

»Wir können es uns – das ist meine Überzeugung – als Altersversorger nicht leisten, eine zu wenig rentierliche Kapitalanlage zu fahren «:

Der am Massachusetts Institute of Technology promovierte Mathematiker Wolfram Gerdes blickt auf drei Jahrzehnte Investmenterfahrung in der Asset Management- und Versicherungsbranche zurück, davon fast 14 Jahre in seiner jetzigen Funktion als Kapitalanlagevorstand der Kirchlichen Versorgungskassen (KZVK und VKPB) in Dortmund. In früheren Positionen war er als Kapitalanlagevorstand für die Württembergische Versicherung und als Geschäftsführer für die Cominvest Asset Management sowie die Allianz Pimco Asset Management tätig. Vor seinem Wechsel in die Finanzwirtschaft lehrte und forschte er mehrere Jahre an der Brandeis University in Massachusetts. Privat frönt Gerdes dem Ausdauersport und dem Geigenspiel.

DIE KIRCHLICHEN VERSORGUNGSKASSEN IN DORTMUND

»Wir sind der Altersversorger für Kirche und Diakonie« – so lautet der Leitsatz einer der beiden Kassen, der Kirchlichen Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen. Gegründet 1955 von der Evangelischen Kirche von Westfalen und der Evangelischen Kirche im Rheinland, unterliegt die Kasse bis heute der Aufsicht der Leitung dieser beiden Kirchen; die allgemeine staatliche Aufsicht führt die Staatskanzlei des Landes Nordrhein-Westfalen.

Die andere Kasse ist die VKPB, die Gemeinsame Versorgungskasse für Pfarrer und Kirchenbeamte. Seit 1998 werden beide Kassen zusammen organisatorisch wie eine gemeinsame Einrichtung geführt.

Circa 250 Menschen arbeiten heute am Standort Dortmund für die Sicherstellung der zusätzlichen Altersvorsorge für rund 650.000 Versicherte und über 100.000 Rentnerinnen und Rentner bei ca. 3.500 beteiligten kirchlichen Einrichtungen und die 8.000 Pensionäre bzw. zukünftigen Pensionäre der beteiligten Landeskirchen. Insgesamt verwaltet man derzeit ca. 19 Milliarden Euro.



Anleiheninvestments: Einen Klassiker wieder entdecken

Ein Klassiker bleibt ein Klassiker, auch wenn man ihn manchmal aus den Augen verliert. Angesichts der anhaltenden wirtschaftlichen Unsicherheit erkennen immer mehr Anleger wieder die Vorteile von Anleiheninvestments. Ist es für Sie vielleicht an der Zeit, einen klassischen Bestandteil eines diversifizierten Portfolios wieder zu entdecken? Finden Sie eine passende Strategie bei [dws.com](https://www.dws.com)

Investitionen unterliegen Risiken.



Doch, waren wir. Den Fonds hatte ich geerbt. Aber wir haben ihn sehr früh zurückgegeben, das müsste so zehn Jahre her sein. Das war, nachdem ich ihn persönlich kennengelernt habe, in einer Anlagenaufsichtssitzung.

Das hat Ihnen gereicht?

Das hat mir eben nicht gefallen. Nochmal: Das ist natürlich sehr, sehr subjektiv. Aber wichtig ist dies durchaus, besonders bei den illiquiden Asset-Klassen wie Immobilien und Private Equity, denn da sind Sie ja viel stärker und enger an die agierenden Menschen gebunden. Aktien oder Bonds können Sie meist sekundlich verkaufen, hier aber gehen Sie eine mehrere Jahre dauernde Strecke gemeinsam – ob es Ihnen gefällt oder nicht. Und zur Due Diligence gehört ohnehin immer, dass Sie sich zumindest ein Urteil bilden über das sogenannte Key Man-Risk. Wer sind die entscheidenden Leute?

Ich kann die Zukunft nicht vorhersehen, aber es gehört zu meiner Aufgabe, mir die Frage zu stellen, ob die mandatierten Menschen das Vertrauen rechtfertigen, das ich in sie setze. Und wenn ich hier nur Geschäftsberichte lesen würde, dann wäre das ein schwerer Fehler.

Kein Arbeitgeber, der bei Trost ist, würde jemanden einstellen, ohne den Menschen je gesehen zu haben, sondern will auch auf Dinge wie Abitur oder Abschlusszeugnisse sehen. Dann muss das erst recht in unserem Business mit unseren Tickets gelten. Wenn ich über einen Fonds eine Immobilie in London oder ein Shopping-Center in Bilbao für 30 oder 40 Millionen Euro kaufen soll, dann möchte ich das vorher sehen, und dann fahre ich dahin. Das kostet Geld, und mancher mag denken, wir flögen in der Weltgeschichte herum. Ich wiederhole, damit können Sie nicht alle Fehler abstellen, aber Sie können das Risiko reduzieren.

Hier in meinem Büro kann ich Manager empfangen mit PowerPoint-Präsentationen. Ist alles schön, jeder kann schöne PowerPoint-Präsentationen machen, aber Sie müssen schon vor Ort sich die Sache ansehen.

Und nach dem Erwerb? Dann ist das aber nicht abgehakt, oder?

Manager und Teams, die wir einstellen, besuchen wir alle paar Jahre, auch als Bestand. Ein US-Aktienmanager, der von uns mandatiert wird, sitzt in Kansas City. Das ist nicht um die Ecke, aber einmal in fünf Jahren sind wir in Kansas City und treffen ihn.

Die Manager nehmen das auch durchaus ernst, Schein-Gespräche sind das nicht. Wir sitzen mit allen Agierenden zusammen, meist drei, vier, fünf Stunden, und gehen den Investmentprozess durch. Aber: Auch das schützt nicht davor, dass eine Investition mal schlecht läuft. Aber es schützt

»Ich habe noch nie begriffen, warum ich bei null Prozent Zinsen lange Duration einkaufen soll.«

davor, die ganz offensichtlichen Tretminen – bei denen man hinterher wirklich sagen würde, das hätte man doch ahnen können – zu vermeiden.

Ich habe in meiner Investmentlaufbahn – nicht hier bei der Kasse, sondern zuvor – manch unschöne Dinge beobachtet: Manager gehen pleite oder geraten, zuweilen auch betrügerisch, in Schieflage, und dann sucht der Investor das Unternehmen in New York auf und trifft einfach niemanden mehr an, da waren überall schon die Kartons gepackt – noch bevor das in der Zeitung stand. Der Manager hatte schon aufgehört zu existieren – aber das Investment lief im freien Fall immer noch weiter. Und ich wiederhole: Man spürt vor Ort, ob ein Unternehmen in Good Standing ist, ob die Leute vernünftig miteinander arbeiten, ob die kollegial miteinander umgehen. Besonders wichtig ist das übrigens, wenn es dort zu M&A kommt. »Synergien, Synergien, wir haben geprüft, dass wir toll zusammenpassen«: Sowas kriegen Sie dann natürlich immer zu hören. Doch in solchen Fällen verlassen oft auch viele gute Leute das Haus, und viele,

» Grundsätzlich heißt Due Diligence für mich meist – auch bei Private Equity –, mich weniger um die Assets als um die Menschen zu kümmern, welche die Akquisition für uns vornehmen.«

die bleiben, sind dann weniger auf der Suche nach guten Aktien, sondern nach guten Headhuntern. Das muss nicht so sein, aber die Übernahme eines Management Teams ist immer ein Anlass, ein Zeichen, dass Sie genauer hinschauen müssen.

Wie läuft die Manager Selection bei Ihnen grundsätzlich ab?

Eher unspektakulär. Sie haben eine Asset Allocation, Sie legen sich fest, wie Sie die Mittel auf verschiedene Töpfe aufteilen, auf Märkte und Regionen. Dann stellen sich die Fragen nach den Asset

Managern. Heute gibt es – sogar recht günstige – Datenbanken, in denen Sie Hunderte von Managern mit ihren statistischen Daten, ihren Track Records et cetera haben. Dann macht man eine Long List, 10 oder 20 Akteure, die infrage kommen. Die schreiben Sie an, machen also einen Request for Proposal. Aus der Long List wird dann eine Short List. Mit dieser ausführlichen Voranalyse laden Sie fünf Anbieter nach Dortmund ein, das geht dann von morgens acht bis abends um sechs, jeder präsentiert zwei Stunden, und am Ende entscheiden Sie sich für einen. Viele Institutionelle bemühen hierzu, weil sie es nicht so häufig

machen, Consultants. Wir führen die meisten dieser Wettbewerbe mittlerweile selber durch und engagieren Consultants nur für Asset-Klassen, mit denen wir weniger Erfahrung haben.

Kommen wir nochmal zum Grundsätzlichen. Wie begründen Sie Ihren Fokus auf Real Assets – Aktien, Private Equity, Immobilien – ganz fundamental? Wenn ich es recht sehe, dann vor allem mit Ihrem langfristigen Horizont?

Die Menschheit ist volatil. Bei der Bundestagswahl war die Migration ein großes Thema, vor vier Jahren war es der Klimawandel. Auch wenn das langfristige Entwicklungen sind, so ist unser aller Aufmerksamkeit nicht in der Lage, ein Thema so lange zu positionieren. Wir als Anleger müssen versuchen, dieser Falle zu entkommen und nicht die Themen der Aktualität zu spielen, sondern die strategischen Themen auf 50 Jahre.

Das für mich bedeutendste strategische Thema habe ich schon erwähnt: Eigenkapital ist rentabler als Fremdkapital. Sie bekommen Risikoprämien für Aktien, für Private Equity, Sie bekommen hoffentlich eine zusätzliche Prämie für Illiquidität und das unternehmerische Risiko, an dem sie näher dran sind.

Immobilien sind ein Instrument, das Ihnen auf lange Sicht einen ziemlich sicheren Inflationsausgleich gewährt, darüber hinaus meist eine Realrendite. Sie bekommen nicht nur die heutige Miete, sondern bei einer Immobilie, die instand gehalten wird, wird die Miete in zehn Jahren höher sein als heute – während ein Coupon bei einem Festverzinslichen in zehn Jahren immer noch derselbe ist – egal, wo die Geldentwertung hingegangen ist.

Das sind fundamentale Dinge, bei denen Sie sich jedes Jahr von Neuem fragen können: Haben die noch Gültigkeit, oder haben die keine Gültigkeit mehr? Nun, in meinem Leben hat sich an Gültigkeiten dieser Art jedenfalls bisher wenig geändert.

Entsprechend müssen Sie sich entscheiden: Wollen Sie eine nominalwertorientierte Vermögensbildung, oder wollen Sie eine substanzwertorientierte? Wenn Sie einen realen Vermögenszuwachs anstreben, müssen Sie die Nominalwerte klein halten. Wenn Sie Volatilität, die Tagesvolati-

» Auch eine intuitive Wahrnehmung ist eine Wahrnehmung, und auch sie gehört zur Due Diligence.«

lität verringern wollen, müssen Sie Nominalwerte hochfahren. Nur: Volatilität kann man nicht essen. Meine Krankenschwester, die in 20 Jahren ihre Zusatzrente von uns bekommt, die spürt bei ihrer Rentenzahlung nicht, ob dieses Geld durch volatile Märkte gegangen ist oder durch nicht-volatile. Sie möchte einfach nur ihre Rente bekommen.

Jetzt dachte ich kurz, Sie haben eine eigene Krankenschwester.

Nein. Sehen Sie, das war wirklich in den letzten zehn Jahren, in der Niedrigzinsphase entscheidend: Wenn Zinspapiere null Prozent liefern, dann sind sie als Altersvorsorge-Instrument schlicht nicht mehr geeignet – und trotzdem haben Investoren für null Prozent gezeichnet. Und warum? Weil sie – sehen wir von der Regulatorik ab – schlicht die Vola nicht aushalten. Oft sind halt auch die Controlling-Instrumente so ausgerichtet, dass die kurzfristige Volatilität im Vordergrund steht und die langfristige Ertragschance erst danach kommt. Für mich ist das schwer zu verstehen, wenn man als Anleger mit einem Horizont von 20 oder 30 Jahren operiert. Wie groß war die Wahrscheinlichkeit bei null Prozent Zinsen, dass andere Anlagen wie Immobilien oder Aktien langfristig nicht mehr als diese null Prozent erzielen?

Insgesamt gilt das übrigens auch für unser Staatswesen: Um künftig sichere Renten in der ersten Säule zu zahlen, ist es überfällig, in die Aktienrente einzusteigen.

Das hätte schon vor fünf Jahrzehnten passieren müssen.



JAHRE PENSIONS-AKADEMIE

Werden Sie Teil unseres wachsenden Netzwerkes!

Seit einem Jahrzehnt verbindet die PENSIONS-AKADEMIE Experten der betrieblichen Altersversorgung (bAV) und setzt Maßstäbe in Wissenstransfer, Vernetzung und Innovation.

Fachtagungen & Events

Hochkarätige Veranstaltungen mit führenden Experten.

Wachsendes Netzwerk

Knüpfen Sie wertvolle Kontakte in der bAV-Community.

Mitglied werden

Profitieren Sie von exklusiven Fachinformationen und direktem Austausch mit Spezialisten.

Begleiten Sie uns in das nächste Jahrzehnt – und gestalten Sie mit uns die bAV der Zukunft!



www.pensions-akademie.de



Tja. Ich kaufe ja nicht Aktien, weil mir das Spaß macht. Sondern weil mein größtes Risiko nicht die Vola von heute ist, sondern dass ich in künftigen Jahrzehnten mein Rentenniveau absenken muss. Volatilität von Aktien ist nur für denjenigen relevant, der Aktien verkaufen möchte. Wenn ich Aktien halte mit einem Horizont von 30 Jahren, was interessiert mich die Kursschwankung von heute auf morgen? Aber die Gefühle, die Sorge, die Risikoaversion des Menschen entstehen im Hier und Jetzt. Und unsere Aufgabe ist es, die Aufregung des Tages in irgendeiner Weise zurückzudrängen und den Fokus auf den Ertragstrend zu legen.

Und: Der Trend zu Realwerten ist in anderen Häusern auch beobachtbar, seit vielen Jahren. Durch die Niedrigzinsphase sind Anleger mehr und mehr dazu übergegangen, ihren Substanzwertanteil zu erhöhen. Wenn jemand zu 70 oder 80 Prozent Rentenpapiere hat, ist es schwierig, damit einen attraktiven Kapitalstock aufzubauen, der auch in der Zukunft ein attraktives Rentenniveau finanzieren kann.

Eben sprachen wir davon, dass institutionelle Anleger abseits von Real Estate keinen Home Bias haben sollten.

Vielleicht wird umgekehrt ein Schuh draus: Ich persönlich habe seit mittlerweile sicher einer Dekade oder länger eine Art Anti-Home Bias, weil ich dieses Land gut kenne und denke, dass es sich systematisch und mit Tempo in die falsche Richtung entwickelt – das ist zumindest meine Überzeugung. Aber nicht nur Deutschland entwickelt sich in die falsche Richtung, sondern der ganze Kontinent. Persönlich investiere ich seit Jahren nur nordamerikanisch. Sie haben viel über die USA gesprochen: Das, was ich Anti-Home Bias nenne, gibt es sowas für institutionelle Investoren auch?

Nicht so direkt. Indirekt schon deshalb, weil sich die Gewichte in der Welt verschieben. Das ist aber keine Entwicklung der letzten fünf oder zehn Jahre, sondern der letzten hundert Jahre. Das Gewicht von Deutschland an der weltweiten Börsenkaptalisierung war unter Wilhelm II. noch bei ungefähr acht Prozent, Frankreich ähnlich, das von England vielleicht zehn Prozent. Heute ist das Gewicht Deutschlands am Aktienmarkt der Welt ungefähr bei zwei Prozent. Das ist nicht unter der Ampel-Regierung passiert, auch nicht unter Angela Merkel, sondern es ist ein Trend seit hundert Jahren. Das macht mich etwas optimistischer

für die Zukunft, wenn alle sagen, Europa verliere immer mehr an Signifikanz. Mein gesamtes Leben findet in einer Ära statt mit abnehmender Signifikanz Europas.

Das hat ja auch mit der Demographie zu tun.

Wir waren, als ich 1960 das Licht der Welt erblickte, ungefähr schon genauso viele Menschen in Europa wie heute, aber die Weltbevölkerung lag bei drei Milliarden Menschen, heute sind es acht Milliarden. Entsprechend verliert Europa an Signifikanz. Die Demographie führt unweigerlich weg von Europa. Als ich zur Schule ging, hatten die USA 200 Millionen Einwohner, heute sind es weit über 300 Millionen, die Kanadier waren 20 Millionen, heute sind es 40 Millionen.

Demographie ist das eine. Industriepolitik das andere.

Amerika wurde Welt-Hegemon wahrscheinlich ungefähr zur Zeit des Ersten Weltkrieges und hat seither seine Position weltpolitisch immer weiter ausgebaut. Das aber nicht immer stetig. Ich habe in Amerika studiert, und als ich meine Promotionsurkunde entgegennahm, das war 1989, im Jahr des Mauerfalls, hielt ein Politiker die Festansprache, der Ex-Senator Paul Tsongas. Die Stimmung der Amerikaner war schlecht: »We're no longer No. 1. Wir stehen am Rande eines ökonomischen Niedergangs«. Amerika klagte: »Wir können keine Autos mehr bauen. Die Asiaten bauen unsere Autos, in Detroit gehen die Lichter aus« – und ja, sie gingen aus. Bei meiner Promotion sagte der amerikanische Politiker, dass nur noch wenige Amerikaner in den Naturwissenschaften zu finden seien und Amerika auf Immigranten angewiesen sei – ich war ja auch einer – »und unsere Leute, die wollen nur noch Management Consultants werden oder Juristen.« Und man muss sich vorstellen: Das war am Vorabend der Tech-Revolution, als kurz darauf praktisch jeder PC, der auf der Welt verkauft wurde, aus den USA kam. Aber man dachte damals: Jetzt fällt der Eiserne Vorhang, Europa hat ein goldenes Jahrzehnt vor sich, und Amerika ist auf dem absteigenden Ast. Es gab damals schon Bücher mit solchen Unkenrufen.



Eingangsbereich der KZVK in Dortmund.

» Wenn ich hier nur Geschäftsberichte lesen würde, wäre das ein schwerer Fehler.«

Ja, ich las damals Paul Kennedy: *The Rise and Fall of the Great Powers. Aufstieg und Fall der großen Mächte. Galt als der große Renner.*

Genau. Das war eins der Bücher, an die ich mich erinnere, das war damals schon geschrieben.

Großartiges Buch. Und damals schon großartig falsch.

30 Jahre später sind die USA viel gewichtiger, was ihre Position in der Weltwirtschaft angeht, haben sie die Schlüsselindustrien wie die Digitalisierung und die Künstliche Intelligenz fast als Hegemon zusammen mit China inne. Jetzt wird erneut mit Blick auf China wieder der Abstieg der USA prognostiziert.

Ich halte es immer noch für falsch.

Aller Wahrscheinlichkeit wird China in den nächsten 30, 40, 50 Jahren mindestens 20, 25 Prozent

» Die Exit-Kompetenz ist eines der wichtigen Kriterien für einen Private Equity Manager.«

seiner Bevölkerung verlieren, und es gibt keine Anzeichen, dass das durch Migration ausgeglichen wird. Es ist schwierig, die wirtschaftliche Dynamik aufrechtzuerhalten, wenn sich die Demographie verändert. Trotzdem ist es gängige Prognose, dass China die USA als dominierende Macht ablösen werde. Ich bin da etwas skeptisch.

Und Deutschland?

Deutschland hat heute ohne Zweifel ein schlechteres wirtschaftliches Momentum selbst als die anderen europäischen Länder. It's darkest before dawn, sagen die Amerikaner. Es ist am dunkelsten kurz vor Sonnenaufgang.

Aber noch nicht dark genug hier, oder?

Noch nicht dark genug. Als seinerzeit Schröder mit der Agenda 2010 kam, war Deutschland auch schon der kranke Mann Europas. Ein Optimist würde nun sagen, dass wir diese Entscheidungskräfte in Deutschland noch nicht ganz verloren haben. Aber: Ob die jetzt wirklich bald zum Tragen kommen oder nicht, ist für Kapitalanleger wie uns wiederum an sich nicht so entscheidend. Unser Portfolio bildet ohnehin mehr die Weltwirtschaft ab als Deutschland allein – obwohl es meist Menschen hier in Deutschland sind, die ihre Rente daraus beziehen.

Für Sie als Anleger spielt die abnehmende Dominanz Europas aber keine Rolle in Ihrer SAA?

Nur insofern, als dass dies ein Grund mehr ist, die Welt und nicht Europa als unser Universum zu sehen. Ohnehin können Entwicklungen an den Märkten auch einige Jahre lang gegen den Trend der wirtschaftlichen Profitabilität laufen.

Eine Art inverse Wetterlage, meinen Sie?

Ja. Alle Welt sieht die gute Stimmung in Amerika, und alle Welt sieht den Pessimismus in Europa,

und dies wird natürlich abgebildet. Aber Anfang des Jahres hat der DAX mit seinen Pizzalieferanten und Banken die US-Indizes mit ihren Magnificent Seven massiv outperformed. Und auch in der Korrektur im März – jetzt, wo wir dieses Interview fertigstellen – scheint der DAX etwas robuster zu sein als der S&P 500. Das ist kein Trend, aber es zeigt, welche Bedeutung Standortfragen kurzfristig an den Märkten haben.

Warum gerade eben die europäischen Börsen dieses Jahr besser angefangen haben als die amerikanischen, lässt sich fundamental auf jeden Fall nicht begründen, aber das ist ja egal. Kann man mit dieser Erkenntnis umgehen, davon systematisch profitieren? Meine ehrliche Antwort ist: Ich weiß es nicht. Strategisch sind die USA, denke ich, auch die nächsten 30, 40 Jahre der attraktivere Wirtschaftsstandort mit durchschnittlich höheren Kapitalrenditen. Mittelfristig und kurzfristig? Keine Ahnung.

Wichtige Börsenregel: Die Märkte machen, was sie wollen. Und es kommt so anders, als man denkt. Oder?

Die Konsequenz ist Demut. Ich habe ein Bild und ich habe Einschätzungen, aber wenn ein Anleger in 55 Prozent der Fälle richtigliegt und 45 Prozent falsch, ist er ein guter Anleger. Das heißt auch, ein guter Anleger ist in 45 Prozent der Fälle auf der falschen Seite. Das muss einen demütigen machen. Das ist nicht wie ein Statiker, der prüft, ob ein Dach hält. Wenn dem in 45 Prozent der Fälle die Dächer einstürzen, ist das vollkommen untragbar. Ein Statiker darf keine Fehler machen. Aber die Wahrheit ist: Ein Anleger, der in 55 Prozent der Fälle auf der richtigen Seite steht, ist ein guter Anleger.

Das liegt schlicht daran, dass die Börsen die Zukunft handeln. Wir Menschen mögen Unsicherheit nicht, deshalb haben wir Wirtschaftsforschungsinstitute, wir haben unendlich viele Umfrageinstitute. Die Zukunft ist – abseits der Naturwissenschaften – nicht vorhersehbar, aber wir Menschen akzeptieren es nicht. Wir möchten die Zukunft vorhersehen, und deshalb geben wir

FAROS 



JETZT SCHON
ANMELDEN

INVESTOREN SUMMIT 2025

Alles, was Sie über institutionelle
Kapitalanlage wissen müssen

18. September
Hilton Frankfurt City Centre

Prof. Dr. Gunther Schnabl
Direktor, Flossbach von
Storch Research Institute

Peer Steinbrück
Ministerpräsident a. D.
und Bundesminister
der Finanzen a. D.

Prof. Dr. Peter Bofinger
Seniorprofessor,
Universität Würzburg

Joe Kaeser
Aufsichtsratsvorsitzender,
Siemens Energy AG und
Daimler Truck Holding AG

Keynote-Sprecher
Peter Sloterdijk
Philosoph und Schriftsteller

viel aus dafür, um sie wenigstens einigermaßen vorherzusehen.

Aber an sich ist all das ja das Spannende. Die Märkte sind ja nichts anderes als ein ständiges großes soziologisches Experiment. Spannender als die Demoskopie oder Meinungsumfragen. Denn bei dem Kauf einer Aktie kann man stets Geld verlieren. Die Tatsache, dass man einer Handelstransaktion unterliegt, erhöht zumindest die Glaubwürdigkeit der Intention der Betroffenen.

Märkte heucheln nicht. Und Marktteilnehmer auch nicht.

Genau. An der Börse sagen die Leute indirekt insofern ihre ehrliche Meinung – schlicht, weil sie Geld darauf setzen müssen. Das heißt natürlich nicht, dass sie sich nicht täuschen können – im Gegenteil. Es gibt immer wieder ganz furchtbare Übertreibungen.

Sie haben ein ausgeprägtes internationales Exposure, aber die KZVK zahlt die Renten in Euro. Hedgen Sie die Währung?

Im Rentenbereich ja, im Aktienbereich fast nicht. Erstens sind internationale Aktien nicht substantiell volatiler als europäische. Und das Währungsrisiko ist das eine, das Kostenrisiko für den Hedge das andere. Beides kompensiert sich weitgehend. Ein großer amerikanischer Aktienindex ist weniger volatil als der DAX, weil dieser nicht so gut diversifiziert ist, Gleiches gilt für den EuroStoxx 50. Der amerikanische Markt ist reifer, tiefer und deswegen ceteris paribus weniger volatil.

Aber wir sind uns des Währungsrisikos durchaus bewusst, und wir differenzieren hier also: Eine Aktie lässt man besser ungehedgt, denn wenn man sie hedgt, wird sie oft noch riskanter. Aber bei Renten ist das Währungsrisiko in Relation zum Yield zu groß, das Währungsrisiko übersteigt den Zinsvorteil. Nur: Sobald Sie die Bonds hedgen, ist der Zinsvorteil perdu. Als Vorteil ausländischer Bonds bleibt dann nur noch die weitere Diversifikation Ihrer Ausfallrisiken. Und insofern ist es trotz der Hedging-Kosten durchaus sinnvoll, auch bei Rentenanlagen international zu diversifizieren.

Wie dem auch sei, am Ende des Tages ist unsere wichtigste Währung schlicht CiD.

CiD?

Cash in Dortmund. Und Cash in Dortmund erkennt die Herkunft als solche auch nicht.

Und Private Equity hedgen Sie dann auch nicht, nehme ich an?

Also, die Aktien halten wir zum Großteil mit Währungsrisiko, Renten nicht, und unsere Immobilien liegen ja wie erwähnt in Europa, sind also ohne Währungsrisiko. Private Equity hedgen wir tendenziell auch nicht. Ich kratze zwar immer an der aufsichtsrechtlichen Fremdwährungsquote, aber die halten wir auch, so zwischen 30 und 35 Prozent. Im Grunde ist es fast nur ein Dollar-Risiko. Und in Private Equity gibt es eigentlich nur zwei wirklich relevante Fremdwährungsmärkte in der Welt: China und die USA.

» Man spürt vor Ort, ob ein Unternehmen in Good Standing ist.«

China?

Der US-Markt ist viel größer, aber China liefert sich in allem, was Hightech angeht, mit den Amerikanern ein Kopf-an-Kopf-Rennen. Und Private Equity ist zu einem guten Teil Technologie-Exposure, besonders bei Venture.

Haben Sie dort Exposure?

Ja.

Sind das US-Manager oder lokale?

Das sind meist Manager, die in Hongkong oder Singapur sitzen.

Und die Erfahrungen sind gut?

Die Erfahrungen sind gut. Und wenn Sie mit Amerikanern sprechen, die im Segment Hightech zuhause sind: Die nehmen die Chinesen sehr ernst. Das Land ist äußerst innovativ. Das ist das, was einen als politisch denkenden Bürger eigentlich ärgert. Warum sind wir Europäer kaum noch dabei? Warum haben wir beispielsweise kein europäisches Google? Sage keiner, das gehe nicht. Uns ist es mit Airbus gelungen, das Monopol von Boeing zu brechen, und heute ist Airbus das vermutlich stärkere Unternehmen. Warum sollte uns das nicht wieder gelingen? Industriepolitik heißt Industrien anschieben.

Heißt das, Sie machen Private Equity ausschließlich in China und Nordamerika. Haben Sie hier keine Investments in Deutschland und Europa?

Doch, durchaus. Es gibt auch in Europa einige interessante Investments. Manchmal begegnen mir im Alltag Gegenstände, zum Beispiel beim Einkaufen, bei denen mir auffällt, dass wir dort investiert sind.

Infrastruktur machen Sie gar nicht?

Nein, machen wir tatsächlich nicht. Aber nicht, weil wir dagegen wären, ich kann auch nichts Negatives über das Segment sagen. Sondern unsere Position ist wahrscheinlich die hier häufige: Wir machen nur Dinge, die wir verstehen. Und für ein Prozent der Bilanz können wir jetzt nicht ein Infrastrukturteam aufbauen, da müsste man schon Quoten von sechs, sieben, acht Prozent anstreben. Außerdem lief Infrastruktur bis dato noch in die Beteiligungsquote, und die ist schon reichlich voll. Also haben wir hier rein pragmatisch entschieden.

Unser Renditetreiber sind Aktien, und damit sind wir gut ausgelastet. Alternatives spielen wir weiter ausschließlich durch Private Equity – und hier würde ich ungern Abstriche machen. Auch wenn das einen gewissen Diversifikationsvorteil bringen könnte.

Machen Sie auch Co-Investments und Secondaries?

» Wenn Zinspapiere null Prozent liefern, sind sie als Altersvorsorge-Instrument schlicht nicht geeignet – und trotzdem haben Investoren für null Prozent gezeichnet.«

Beides kommt vor, aber nicht systematisch.

Welche Fonds-Strukturen nutzen Sie?

Wir haben mit Dachfonds-Strukturen begonnen. Wir gehen jedoch zunehmend direkt auf den Zielfondsmanager ohne Intermediär zu. Das erfordert natürlich eine konkretere Due Diligence und setzt ein Netzwerk voraus, das ständig valider wird. So etwas entsteht nicht über Nacht, sondern das dauert Jahre.

Wie bewerten Sie Continuation-Fonds? Es stellt sich ja immer die Frage, ob der Manager die Kronjuwelen im Bestand länger halten will oder ob er die faulen Eier im Nest nicht los wird.

Die Exit-Kompetenz ist eines der wichtigen Kriterien für einen Private Equity Manager. Wir zeichnen solche Fonds nicht.

Sie machen das Ganze hier alles ja schon etwas länger. 2022 hatten wir nach über zehn Jahren Minizins den stürmischen Anstieg, den ich absolut überraschend fand. Sie auch?

Ja.

Hat das auch Ihr Private Equity-Engagement durchgeschüttelt?

Ehrlich gesagt, nicht sonderlich. 2022, als die Zinsen hochgegangen sind, hat sich ja Fixed Income als die unsicherste Asset-Klasse präsentiert. Private Equity war bei uns damals noch im Plus. Aber was habe ich davon? Ich kann sie ja ohnehin nicht handeln. Und warum sollten die Fonds so sehr nach unten gegangen sein? 2023, 2024 hatten wir eine starke Wertaufholung bei Aktien, und im Grunde bilden Aktien und Private Equity dieselbe wirtschaftliche Entwicklung ab – nur dass die Aktien dies mit höherer Liquidität und damit Vola tun.

Aber Cashflow-Rückflüsse, Exit-Probleme sind nicht aufgepoppt?

Kaum. Der eine oder andere hat sich verzögert, aber eine starke Tendenz gab es hier nicht. Wir haben in den Büchern jedenfalls keine großen Schmerzen verspürt. Das Bewertungskriterium bei Private Equity ist meistens Enterprise Value

»Ich kaufe ja nicht Aktien, weil mir das Spaß macht.«

zu EBITDA, also EK plus FK zum operativen Profit, und der übliche Multiplikator ist hier zehn oder elf. Große Bewegung gab es hier nicht, jedenfalls viel weniger als im liquiden Markt. Die Probleme haben wohl eher die Private Equity Manager selbst gemerkt, in Form zäherer Fundraisings.

Aber ganz grundsätzlich ist es schon erstaunlich, wie viele Unternehmen sich mittlerweile über Private Equity finanzieren. Da fragt man sich, wie lange das noch gehen kann. Dieser Markt wird ständig größer.

Und wie haben Sie den Zinsanstieg 2022 in Ihrem Fixed Income-Bestand erlebt?

Viele Vorsorgeeinrichtungen haben hier eine Duration von 13 oder 14, weil die Lehre ja sagt, dass die Duration so nah wie möglich an den Verbindlichkeiten sein soll. Die Verbindlichkeiten haben Durations von 20 oder sogar über 30. Und welche Duration fahren wir in unserem Fixed Income-Portfolio? Sechs! Das sei doch wahnsinnig riskant, höre ich dann oft. Ich bin Mathematiker, ich verstehe schon, was hinter den Modellen steht. Ich weiß, ich bin hier mit meiner Meinung in der Minderheit, aber ich habe noch nie begriffen, warum ich bei null Prozent Zinsen lange Duration einkaufen soll.

Wenn mir mein Risikomanager sagt, dass mein Fixed Income-Portfolio sich im Gleichschritt mit den Schwankungen meiner Verbindlichkeiten bewegen soll, ich also bei einem Zinsanstieg auf der Aktivseite genauso abbaue wie auf der Passivseite, dann sage ich: Nein, ich will auf der Aktivseite weniger verlieren. Dann ist es viel riskanter, wenn Sie sich die Nullzinsen im Buch für die nächsten zehn oder 15 Jahre statt nur für die nächsten fünf Jahre eingeloggt haben. Je kürzer, desto schneller kommt der Zinsanstieg auch wieder in die Bücher.

Also kein Duration Matching?

Nein. Diese gängige Diktion, dass der kluge Kaufmann unbedingt lange Durations braucht, das hat alles gestimmt, als die Zinsen bei vier oder fünf Prozent waren. Aber bei null ist für mich als Mathematiker die Grundvoraussetzung, die hinter diesem Modell steckt, nämlich ein symmetrisches Zinssenkungsrisiko, nicht mehr maßgeblich. Zinsen können fallen und steigen, aber bei null Prozent war die Wahrscheinlichkeit für einen Anstieg schlicht größer als für einen weiteren Rückgang.

Bleibt die Frage der Bonität.

Im Rentendirektbestand haben wir typischerweise eine durchschnittliche Bonität von A+, Ausfallrisiken waren daher kein Thema. Aber: Wir hielten eine Gazprom-Anleihe, schon bevor Russland die Ukraine angriff. Die Anleihe, die auch noch auf Euro lautete, ist allerdings weiter komplett bedient worden. Wir würden so etwas heute natürlich nicht mehr zeichnen nach allem, was passiert ist, aber das war damals nicht absehbar.

Die Finanzströme liefen trotz der Sanktionen?

Das hat eine Weile gedauert. Das Interessante ist: Unsere Gazprom-Anleihen gingen über den Custodian und über die Handelsbörsen bei zwei verschiedenen Clearingstellen. Die eine hat umgehend bedient, und die andere musste erst lange prüfen, ob das mit den Sanktionen rechtskonform ist. Wir haben gewusst, Gazprom hat bezahlt, aber wir haben das Geld nicht auf den eigenen Konten gesehen. Die verschiedenen europäischen Clearingstellen haben die Sache unterschiedlich gehandhabt.

Am Ende alles bedient worden?

Ja.

Nach dem Gesagten gehe ich davon aus, dass sich im Depot der KZVK der Hundertjährige Österreicher nicht findet?

Nein, gewiss nicht. Aber angesichts der erwähnten Doktrin, die Duration der Aktiv- an die der Passivseite anzupassen, haben manche damals den Österreicher genommen, um schnell ihre Duration von, sagen wir mal, 12 auf 14 hochzuschrauben. Meine Kritik an diesem Verfahren ist, dass irgendwann diese Kennzahlen, nach denen man die Einrichtungen steuern soll und die durchaus sinnvoll sind, sich lösen von dem Verständnis dessen, was man damit ursprünglich erreichen wollte. Irgendwann wird es dann ein Wert an sich, die Kennzahl in den richtigen Korridor zu fahren. Und die Tatsache, dass sich viel Geld viel zu lange für viel zu wenig verzinst, tritt in den Hintergrund.

Gut, Sie haben aber auch kein Storno-Risiko, keine IFRS-

»Die Gefühle, die Sorge, die Risikoaversion des Menschen entstehen im Hier und Jetzt.«

Bilanz, kein Solvency-II-Regime und keinen BaFin-Stresstest. Da ist Matching auch nicht so wichtig.

Richtig. Da muss ich die Versicherer in Schutz nehmen. Dort ist das ein erhebliches Risiko. Ich kann Duration Gap und Illiquidität tragen. Außerdem wachsen wir noch. Diakonischer Bereich, die Menschen arbeiten in Pflegeberufen. Das ist zwar keine vibrierende Branche, aber gleichwohl noch eine Wachstumsbranche, die beim Personal zwar langsam, aber stetig um ein bis zwei Prozent pro Jahr zulegt. Folglich fließen uns mehr Beiträge zu, als wir an Renten zahlen. Das wird natürlich auch kippen, aber 15, 20 Jahre geht das noch so weiter. Ich muss also keine Investments auflösen, nur um die Renten zahlen zu können. Eigentlich sind wir ein Unternehmen mit einem Kapitalstock, der noch im Aufbau begriffen ist.

Zusammenwirkend kann das entspannter auf Krisen blicken lassen.

Denken Sie fünf Jahre zurück: Wenn zu Beginn der Pandemie die Aktien um 30 Prozent nachgaben, dann galt für uns, dass wir dieses Aktienkapital nicht benötigten, um Renten zu bezahlen. Also konnten wir uns und den Gremien Fragen stellen: Was glauben Sie, werden in 15 Jahren die Aktienkurse höher sein als jetzt in der Krise? Oder niedriger? Wenn man davon ausgeht, dass sie niedriger sein werden, dann müsste man jetzt in den schwachen Markt verkaufen, um das Risiko zu reduzieren. Wenn man aber von höheren Kursen ausgeht, dann macht man am besten einfach gar nichts.

Nichtstun ist manchmal die wichtigste Entscheidung überhaupt. Eine typische menschliche

Reaktion in einer Krise ist es, zu denken, dass man etwas tun müsse. Aber gerade das Nichtstun ist auch eine Entscheidung, eine Handlung. Das ist schon eine philosophische Frage. Ich beschäftige mich mein ganzes Leben damit, wie Menschen eigentlich entscheiden. Wir glauben immer, es sei nur die Handlung, die einen guten Leumund hat. Im Kapitalmarkt ist Nichtstun in 99 Prozent der Fälle die wertschöpfendste aller Möglichkeiten.

Für den Druck, immer handeln zu müssen, gibt es ein schlechtes Wort: Aktionismus.

Aktionismus. Schlecht für Anleger. Um Himmels willen, wenn Sie bei einem marktbreiten Rückgang von 30 Prozent unter den Verkäufern sind! Die Mehrheit verkauft, sonst würden die Kurse ja nicht 30 Prozent fallen. So können Sie kein Kapital bilden.

Wir versuchen, die Asset Allocation immer ausbalanciert zu halten, das heißt für Aktien 30 bis 33 Prozent. Wenn unsere Aktien mal um 20 Prozent hoch gehen, dann verkaufen wir etwas, aber nur mechanistisch, um die Gewichtung in der Asset Allocation aufrechtzuerhalten.

»Mein gesamtes Leben findet in einer Ära statt mit abnehmender Signifikanz Europas.«

Besagter Denominator halt. Umgekehrtes gilt bei einem Rückgang der Kurse, nehme ich an?

Ja, sollten wir nach einem Crash untergewichtet sein, legen wir nach. Dieser antizyklische Automatismus ist bei uns fest verankert. Das hört sich

für jeden Menschen auch logisch an, aber in der Realität ist es wirklich schwierig, in Krisensituationen auf der anderen Seite zu stehen. Wenn der Wirtschaftsprüfer, der Aktuar, Ihre Gremien Sie fragen, warum Sie in dieser Krise nicht das tun, was alle anderen auch tun! In guten Zeiten ist das alles einfach. Aber die Stunde der Wahrheit kommt erst in der Krise – und dann müssen Sie für sich entscheiden: Stehen Sie zu Ihrer Strategie? Oder stehen Sie nicht zu Ihrer Strategie?

Wenn man mit dem Strom schwimmt, also prozyklisch unterwegs ist, kann man vor den Gremien darauf verweisen, dass schließlich fast alle das gleiche Problem haben. Wenn man sich antizyklisch verhält, und es zahlt sich aus, hat man als Verantwortlicher wenig davon. Wenn man sich aber antizyklisch verhält, und es geht schief, dann steht man vor allen dumm da, richtig dumm. Antizyklisch zu sein, ist auch immer ein ganz persönliches Risiko?

Deshalb ist es ganz wichtig, seine Gremien immer eng einzubinden. Persönlich verwende ich verhältnismäßig viel Zeit in der Gremienarbeit. Aber sehen Sie, der Beginn der Covid-Krise mit ihren anfangs sehr scharfen Einbrüchen an den Märkten ist jetzt fünf Jahre her. Und wo stehen wir? Die meisten Aktienindizes sind heute zweieinhalbfach so hoch wie vor fünf Jahren. Stellen Sie sich mal vor, wir hätten damals nicht für 300 Millionen Euro Aktien nachgekauft, sondern für 300 Millionen verkauft. Dann hätte die Kasse heute viele Hundert Millionen weniger an Vermögen – und damit entsprechend mehr Lasten, die von irgendjemandem, vermutlich von künftigen Generationen, zu tragen gewesen wären.

In einer Zeit, wo jeder erwartet, dass Sie etwas tun, müssen Sie immer wieder zeigen, dass Nicht-handeln keine Verweigerungshaltung ist, sondern auch, dass Nichthandeln die beste aller Alternativen war.

Aber Sie erklären es auch immer?

Ich bemühe mich stets, in den Gremien diese Thematik auch anlasslos – also ohne Krisen – aufzugreifen, um sie im Bewusstsein auch zu verankern. Beizeiten wird die ganze Kapitalanlage auch von einer KI erledigt werden können. Aber die Auf-



A6M Zero. Foto: KI.

gabe, für echtes Vertrauen zu werben oder immer wieder die Ratio und das Kalkül des eigenen Tuns zu rechtfertigen, das wird wohl noch lange Aufgabe von uns Menschen sein.

Das Ganze hat auch einen gewissen ethischen Aspekt: Beispiel 2005, Terroranschlag in London mit 50 Toten. Ich fand das wirklich entsetzlich. Trotzdem habe ich – von mir selbst leicht angewidert – einen befreundeten, sehr kompetenten Investment-Experten mit Verantwortung für hohe Assets in der Schweiz um Rat mit Blick auf die Märkte gefragt. Was macht man an so einem Tag? Und was er mir sagte, beherzige ich seit 20 Jahren, das hat mir in der Covid-Krise auch geholfen. Er sagte: »An solchen Tagen mache ich gar nichts.« Das ist genau das Richtige. Da macht man gar nichts. Es ist technisch wie ethisch besser, wenn man auf einen Terroranschlag an den Kapitalmärkten einfach gar nicht reagiert.

In der Tat. Ich war noch Portfolio-Manager bei der Allianz, 9/11, und wollte eigentlich in Urlaub fahren, bin dann aber doch zurück nach München ins Büro – obwohl mir klar war, dass man gar nichts machen kann. Die Kunden riefen an, was wir jetzt machen. Ich habe dann in den Portfolios genau nichts gemacht; abgesehen davon, dass man ohnehin ein paar Tage auch nicht handeln konnte. Aber was ich gemacht habe, war, Bloomberg anzuwerfen und zu prüfen, wie die Welt und die

»Die Stunde der Wahrheit kommt erst in der Krise.«

Märkte in vergleichbaren Situationen reagiert haben. Ich kam zu Pearl Harbor, als die Japaner auf Hawaii die USA angegriffen haben.

Ich entsinne mich. Besonders der A6M Zero. Und wie reagierten die Märkte, damals, in jenem Dezember '41?

Mir fiel sofort auf, dass 9/11 die Reaktion der Märkte viel heftiger war als bei Pearl Harbor. Und das, obwohl Pearl Harbor trotz allem das militärisch und politisch viel weitreichendere Ereignis war. Aber die Tatsache, dass wir 9/11 diese unfassbaren Live-Bilder hatten, die wir wohl alle nie vergessen werden, hat mir gezeigt: Es ist nicht die Nachricht, sondern es ist die Emotionalisierung. So furchtbar 9/11 war, doch Pearl Harbor hat den Krieg auf den pazifischen Raum ausgeweitet und die USA zur aktiven Kriegspartei gemacht. Der Zweite Weltkrieg war die größte Katastrophe der letzten 100 Jahre und mehr. Und die Märkte im Vergleich zu 9/11? Doch moderat. Ein Grund ist sicher

ALTERNATIVES INDUSTRIES

DIE NEUE DEUTSCHE NEWS-PLATTFORM FÜR PRIVATE MARKETS UND ALTERNATIVES!



LEITERbAV | **PENSIONS**  **INDUSTRIES** | **ALTERNATIVES**  **INDUSTRIES**
WWW.ALTERNATIVES.INDUSTRIES

» Auch nach Pearl Harbor gab es eine Zeit danach.«

auch, dass man an den Märkten auch nicht so schnell handeln konnte wie heute bzw. 2001. Aber auch nach Pearl Harbor gab es eine Zeit danach.

Aber die meisten Anleger ticken anders?

Ja, auch meine Kunden wollten sich hedgen bzw. glattstellen – denn sie sagten mir, dass sie weitere Verluste nicht ertragen. Der Fokus war dann nur noch im Hier und Jetzt. Menschen sind so, und ich auch. Aber ich bin auch Mathematiker und versuche daher immer, Ratio über Emotion zu stellen.

Wenn ich mich in solchen Momenten rein meinen Emotionen hingeebe, und der Markt ist in dem Moment auch emotional, kann ich eigentlich nur verlieren. Wie gesagt, das Beste, was man machen kann, wenn man sich nicht antizyklisch verhält: einfach gar nichts machen.

War das 2008 ähnlich?

Lehman! Da sitzen Sie in einer Aufsichtsrats-sitzung, 20 Leute, und da sagen Sie: »Am besten machen wir nichts.« Und da hören Sie dann: »Herr Gerdes, wer sind Sie? Hier fackelt die Welt ab. This time is different. Wir kennen Ihre Haltung zu Krisen, aber diesmal geht die Welt unter.« Und da ist dann einer, der Gewicht hat, der fragt in die Runde: »Was meinen Sie, meine Herren?« Dann steht niemand mehr auf Ihrer Seite. Und das müssen Sie dann auch akzeptieren.

Genau deshalb sind diese allgemeinen Panik-situationen an den Märkten so, wie sie sind. Es reichen zwei oder drei Leute, welche – im schlechtesten Fall auch noch impulsgetrieben – die anderen hinter sich ziehen, und Sie sind dann im Grunde



Pascal Bazzazi (li.) im Gespräch mit Wolfram Gerdes in Dortmund im Februar/März 2025.

nicht mehr der Steuermann, sondern Sie müssen dann nur noch ausführen. Fakt ist, dass dies regelmäßig passiert, und das gar nicht selten. Das gilt natürlich erst recht, wenn Gremien politisch besetzt sind und die Leute qua Amtszeit schon gar keine langfristigen Interessen haben.

Execution only! Und wie sind Ihre Gremien hier? Duldsamer?

Nun, hier bei der Kirche haben die Leute das Gottvertrauen ja quasi schon von Berufs wegen. Einmal sagte mir jemand im Verwaltungsrat: »Wissen Sie, es steht schon in der Bibel – nach den sieben mageren Jahren kommen die sieben fetten Jahre.« Da ist durchaus Weisheit drin, auch für Anleger.

Ich könnte jetzt mit den Kölschen Grundgesetzen kontern, die Ähnliches sagen. Aber wir sind hier in Westfalen.

Ich denke durchaus, dass kirchliche Funktionäre – wir haben nicht nur kirchliche Funktionäre in den Gremien, sondern auch Unternehmens-Vorstände – tendenziell längerfristigen Positionierungen gegenüber aufgeschlossener sind und sein können als Verantwortliche in notierten Großkonzernen. Und das nicht nur wegen der Reporting-Pflichten.

Ein bisschen mehr Gottvertrauen als üblich?

Vermutlich. *TacAd*

TACTICAL ADVANTAGE

Volume 16 | Sonder-ePaper | Juni 2025

LEITER^{bAV}

Herausgeber, Chefredakteur und v.i.S.d.P. und gem. § 18 Abs. 2 MStV sowie verantwortlich für den Vertrieb: Pascal Bazzazi
Prenzlauer Allee 216, D-10405 Berlin

KONTAKT

TEL +49 178 / 660 01 30
MAIL Redaktion@LbAV.de
WEB www.LEITERbAV.de

UST-ID DE 275337140
FINANZAMT Berlin-Prenzlauer Berg

FREIE REDAKTEURE

Detlef Pohl, Berlin

GESTALTUNG UND SATZ

Hartmut Friedrich-Pfefferkorn, Dresden
MAIL mail@hartmutfriedrich.com

SCHRIFTEN

Ringside Compressed, Hoefler & Co. | GT Sectra Text, Grillitype |
Handelson Two, Mika Melvas

AUFLAGE

Sonder-ePaper

SCHUTZGEBÜHR

Das Magazin kann – sofern noch verfügbar – gegen eine Schutzgebühr von 50,- € zzgl. Versandkosten bei dem Herausgeber nachbestellt werden (frei-bleibend).

NUTZUNGSBEDINGUNGEN & DATENSCHUTZBESTIMMUNGEN

LEITER^{bAV}, PENSIONS●INDUSTRIES, ALTERNATIVES●INDUSTRIES und *Tactical Advantage* sind Medien von Pascal Bazzazi (PB).

LEITER^{bAV} wie auch dieses Werk richten sich an bAV-Verantwortliche in Industrie, Politik, Behörden und bei Verbänden sowie an bAV-Berater und bAV-Dienstleister und damit nur an institutionelle Marktteilnehmer. Die Inhalte und die Werbeinhalte einschließlich der von Gastautoren gelieferten Inhalte sind weder in Deutschland noch außerhalb Deutschlands als Kauf- oder Verkaufsangebot irgendeiner Art oder als Werbung für ein solches Angebot (bspw. von Fondsanteilen, Wertpapieren oder zur Inanspruchnahme von Finanzdienstleistungen) zu betrachten und stellen keinerlei Beratung dar, insbesondere keine Rechtsberatung, keine Steuerberatung und keine Anlageberatung, oder ein Angebot hierzu. LEITER^{bAV} (PB), Herausgeber und Redaktion sowie Gastautoren übernehmen keinerlei Garantie, Gewährleistung oder Haftung für Korrektheit, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Inhalte gleich welcher Art. Dasselbe gilt für die Verwendung dieses Artikels oder dessen Inhalt. Auch jegliche Haftung für etwaige Vermögensschäden oder sonstige Schäden, die aus der

Nutzung dieser Inhalte, beispielsweise zu Anlageentscheidungen (handeln oder nicht handeln), resultieren könnten, ist ausgeschlossen. Dasselbe gilt, wenn LEITER^{bAV} (PB) oder Gastautoren in diesem Werk auf Werke oder Webseiten Dritter verweisen. Alle Meinungsäußerungen geben ausschließlich die Meinung des verfassenden Redakteurs, freien Mitarbeiters oder externen Autors wieder und sind subjektiver Natur. Es handelt sich dabei nur um aktuelle Einschätzungen, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern können. Die Texte sind damit vor allem für jegliche Form des Vertriebs, der Beratung oder der Finanzdienstleistung nicht vorgesehen. Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können. Wertentwicklungen der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung. Dieses Werk und seine gesamten Inhalte und Werbeinhalte und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Werkes in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt. Es gilt ausschließlich deutsches Recht. Als Gerichtsstand wird Berlin vereinbart.

Alle Medien von LEITER^{bAV} bemühen sich um diskriminierungsfreie Sprache (bspw. durch den grundsätzlichen Verzicht auf Anreden wie »Herr« und »Frau« auch in Interviews).

Dies muss jedoch im Einklang stehen mit der pragmatischen Anforderung der Lesbarkeit als auch der Tradition der althergebrachten Sprache. Gegenwärtig zu beobachtende, oft auf Satzzeichen (»Mitarbeiter:innen«) oder Partizipalkonstruktionen (»Mitarbeitende«) basierende Hilfskonstruktionen, die sämtlich nicht ausgereift erscheinen und dann meist auch nur teilweise durchgehalten werden (»Arbeitgeber«), finden entsprechend auf LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* nicht statt. Grundsätzlich gilt, dass sich durch LEITER^{bAV} / *Tactical Advantage* alle Geschlechter gleichermaßen angesprochen fühlen sollen und der generische Maskulinus aus pragmatischen Gründen genutzt wird, aber als geschlechterübergreifend verstanden werden soll. Dr.-Titel finden in der *Tactical Advantage* keine Verwendung.

COPYRIGHT

© 2025 Pascal Bazzazi – LEITER^{bAV} – Die in diesem Werk veröffentlichten Inhalte und Werke unterliegen dem deutschen Urheberrecht. Keine Nutzung, Veränderung, Vervielfältigung oder Veröffentlichung (auch nicht auszugsweise, auch nicht in Pressespiegeln) außerhalb der Grenzen des Urheberrechts für eigene oder fremde Zwecke ohne vorherige schriftliche Genehmigung durch Pascal Bazzazi.

ISSN

2628-7390



ENERGY
INFRASTRUCTURE
PARTNERS

Alpiq Wasserkraftwerk
Grande Dixence 1955

75 JAHRE GRANDE DIXENCE

Pioniergeist

Vor 75 Jahren bewies eine Generation
mit dem Bau des Schweizer Wasser-
kraftwerks Grande Dixence Weitblick.
Heute sind wir dran.



Lesen Sie alles zu zukunftsorientierten
Anlagen in Energieinfrastruktur auf
unserer Webseite.

Zürich | Luxemburg | Frankfurt am Main