

private banking magazin



WE ARE FAMILY

Zwischen Kind und Kegel und Kollegen? Sollten Familienangehörige im eigenen Family Office mitwirken? Eine aktive Einbindung kann Vor- und Nachteile haben.

Eine familientherapeutische Annäherung ab Seite 22

Sabine Mahnert und Marian Berneburg am Eingang der Evangelischen Zusatzversorgungskasse in Darmstadt

EZVK
EVANGELISCHE
ZUSATZVERSORGUNGSKASSE

„WIR KÖNNTEN MEHR RISIKO IM PORTFOLIO VERTRAGEN“

Die Vermögensanlage wird komplexer. Die Evangelische Zusatzversorgungskasse hat deshalb die Kapitalanlage aufgeteilt. Sabine Mahnert, seit 2020 an Bord, verantwortet weiterhin die liquiden, ihr neuer Kollege Marian Berneburg die alternativen Anlagen. Mit dem private banking magazin sprachen sie über Schmerz, der ausgehalten werden muss, und Zyklen, in denen Investoren gefangen sein können

FOTOS: PIOTR BANCZKOWSKI

private banking magazin: Herr Berneburg, die Evangelische Zusatzversorgungskasse, kurz EZVK, hat eine Abteilung für alternative Kapitalanlagen gegründet. Sie tragen die Verantwortung und haben den Auftrag, die Abteilung unter anderem personell aufzubauen. Wo stehen Sie, was ist das Ziel?

Marian Berneburg: Derzeit befinden wir uns im fortgeschrittenen Besetzungsprozess für den Bereich Portfoliomanagement Immobilien. Immobilien machen den mit Abstand größten Teil in unserem illiquiden Portfolio aus. Dementsprechend ist der Aufwand am umfangreichsten, weshalb wir hier als erstes Personal aufbauen möchten. Perspektivisch werden wir aber auch eigenständiges Know-how und Kapazitäten für Private Equity und Infrastruktur aufbauen. Aktuell begleiten wir diese Themen über externe Manager.

Gutes Personal ist schwer zu finden und kostet Geld. Bei welcher Mannschaftsstärke wollen Sie landen?

Berneburg: Schwer zu finden! Das ist absolut richtig. Vor allem, da wir in Darmstadt sitzen und damit nahe an Frankfurt liegen. Das macht die Suche nicht einfacher, nicht zuletzt mit Blick auf das Gehaltsgefüge. Dennoch, ich möchte sechs Mitarbeiter haben, von denen drei im Immobilienbereich tätig sein werden.

Wie sieht Ihr Portfolio heute aus, wie soll es mittel- bis langfristig aussehen?

Berneburg: Im Bereich der Alternatives machen die Immobilien gut 50 Prozent aus. Traditionell haben wir einen Home Bias mit 60 Prozent Deutschland. Der andere Anteil ist vornehmlich in Europa. Den Rest der Welt haben wir noch nicht erschlossen. Ich gehe aber davon aus, dass das kommen wird. Zudem sind wir ausschließlich indirekt über externe Manager investiert und so würden wir auch global verfahren. Wir haben keinen eigenen Direktbestand, und daran wird sich kurzfristig nichts ändern.

Büro, Wohnen oder Logistik, welche Immobilienklassen sehen Sie warum im Vorteil?

Berneburg: Den größten Anteil, ein Drittel des Gesamtportfolios, haben wir in Büroimmobilien investiert. Derzeit mag das nach viel klingen, das ist aber sicher keine Überallokation. Dennoch behalten wir die Nutzungsart sehr genau im Auge.

Nicht, weil wir sie heute schlecht finden, sondern weil wir einfach nicht genau wissen, wohin die Reise geht. Auch ich arbeite zeitweise im Home Office, ebenso unsere Mitarbeiter. Dennoch braucht es auch zukünftig gute Büros, in denen kreative Prozesse in der Gruppe entstehen können. Es gibt unterm Strich viele gute Argumente für und gegen die Nutzungsart Büro, weshalb wir zufrieden sind mit dem Anteil, ihn aber künftig auch nicht weiter ausbauen werden.

Die Zinswende machte sich bei einigen Versorgungskassen und weiteren institutionellen Investoren durch den Denominator-Effekt bemerkbar. Auch bei Ihnen?

Sabine Mahnert: Natürlich hat der Denominator-Effekt unser Portfolio betroffen. Allerdings wurden keine Grenzverletzungen ausgelöst und wir sind gut über die Zeit gekommen. Als die festverzinslichen Anleihen und die Aktien gleichzeitig an Wert verloren, konnten wir unsere Commitments, also unsere Kapitalzusagen, strecken. Zwangsverkäufe waren nicht notwendig, es zog sich alles nur etwas in die Länge. Im Gegenteil, wir waren am Markt aktiv, als andere teilweise Anleihen verkaufen mussten, und konnten gute Spreads einkaufen. Inzwischen sind die Bewertungen wieder auf einem Level, dass dieser Effekt nachlässt.

Woran machen Sie fest, dass Sie glimpflich durch diese fordernde Zeit gekommen sind?

Mahnert: Aufgrund der hohen Duration in unserem Fixed-Income-Portfolio haben wir einiges abfedern müssen und auch Federn lassen müssen. Im Alternatives-Bereich

reich haben wir aber nicht overcommitted. Unsere Verpflichtungen würde ich nicht als risikoscheu beschreiben, sondern als angemessen bewerten. Wir gingen in 2023 im Immobilienbereich keine neuen Verpflichtungen ein und erleben derzeit ein Auslaufen bestehender Commitments. Zunächst können wir für uns ein Häkchen hinter die Krise setzen, da 2023 ein gutes Kapitalanlagejahr war und wir wieder Reserven aufbauen konnten.

Berneburg: Wir waren nicht am Anschlag mit den Quoten. Die Immobilienquote ist gestiegen, aber in einem vertretbaren Maß, weil wir uns auch vor der Zinsanpassung immer einen gewissen Puffer gegeben haben. Für die Immobilienbranche im Ganzen ist die Krise leider aber noch nicht vorbei. Das Gros der Bewertungen ist noch nicht durch. Wir werden 2024 noch einige Bewertungsthemen im Portfolio haben und damit nicht allein sein.

Am Markt hört man vermehrt, dass die Talsohle bei den Immobilien erreicht sei. Wie denken Sie darüber?

Berneburg: Wir sind näher am Boden, als vor 18 Monaten – durch sind wir meines Erachtens aber noch nicht. Es wird erkennbar, dass die Opportunisten langsam eine gewisse Bewegung in den Markt bringen, was eine Dynamik in den Preisen nach sich zieht. Verkäufer sind zudem zunehmend in der Lage, Marktpreise zu akzeptieren, weil die sukzessive durchgeführten Bewertungsanpassungen in den Portfolien über die vergangenen zwei Jahre Handlungsmöglichkeiten schaffen.

Frau Mahnert, Sie verantworten weiterhin die liquiden Anlageklassen. Welche ➤



„Wir haben einiges abfedern müssen und auch Federn lassen müssen“

Sabine Mahnert ist seit 2020 bei der EZVK. Vorherige Karrierestationen waren unter anderem bei WTW, Goldman Sachs und Morgan Stanley



Hausbesuch: Sabine Mahnert und Marian Berneburg (rechts) empfangen Redakteur Lennard Klindworth in Darmstadt

Vorteile sehen Sie durch die Abspaltung der alternativen Investments?

Mahnert: Herr Berneburg sprach ja bereits von den Vorteilen, die wir uns erhoffen. Es sind sehr komplexe Anlageklassen, und dieser Komplexität tragen wir durch die Abspaltung Rechnung. Wir vergrößern unseren Fokus. Aktuell und auch in Zukunft sind wir indirekt investiert. Man kann sich dabei zu einem großen Teil auf externe Dienstleister verlassen, langfristig wollen wir uns aber nicht abhängig machen. Deshalb haben wir die Entscheidung getroffen, dass wir noch tiefer in die Anlageklassen reinschauen. Das geht nur über eigene, wachsende Expertise.

Die EZVK verwaltet gut 13 Milliarden Euro. Müssen Sie deshalb die Komplexität intern handhaben, weil Volumen und Komplexität miteinander einhergehen?

Mahnert: Das ist richtig. Wir sind relativ schnell gewachsen, und die Mitarbeiteranzahl ist nicht proportional zu den Assets mitgewachsen. Wir befinden uns auf der Personalseite in einem Nachholprozess. Die Anlageklassen werden ganzheitlich betrachtet, die Assets unter Management sind größer. Das erfordert insbesondere bei den illiquiden Anlagen mehr Anstrengungen.

Berneburg: Die Größe des Portfolios bietet erst die Chance, dass wir uns stärker spezialisieren. Mit einer Milliarde Assets unter Management im institutionellen Bereich werden Sie sich kein Team leisten können, das tiefer in die einzelnen Asset-Klassen reingeht. Anleger in dieser

Größenordnung müssen breit streuen und der Manager muss liefern. Wir haben eine Größenordnung, bei der wir sagen müssen: Wir wären mit dem Klammerbeutel gepudert, wenn wir unsere Größe nicht nutzen würden.

Wie sieht das Verhältnis von liquiden zu illiquiden Anlagen im Gesamtportfolio aus und wie soll es sich entwickeln?

Mahnert: 60 zu 40, liquide zu illiquide. Im Großen und Ganzen wird die Gewichtung auch so bleiben. Wir haben unsere Anlageverordnung und müssen eine gewisse Liquidität im Portfolio vorhalten. Gerade in den vergangenen Monaten war es offensichtlich, wie wichtig Liquidität im Portfolio ist.

Stichwort Anlageverordnung. Was wünschen Sie sich vom Regulator?

Berneburg: Ich habe lange Jahre für Versicherer gearbeitet und kann sagen, dass ich mit der Anlageverordnung im Großen und Ganzen zufrieden bin. Über Details kann man immer diskutieren, Anpassungen wird es fortlaufend geben.

In Nordrhein-Westfalen beispielsweise gibt es eine 5-Prozent-Quote für Infrastruktur ...

Berneburg: Solche Sonderquoten werden in absehbarer Zeit ein weiteres Thema sein. Noch kommen wir ohne solch eine Quote aus. Ich denke, das Thema Beteiligungen oder besser gesagt Beteiligungsquoten wird mittelfristig ein drängenderes Thema sein.

Welche Gründe sehen Sie dafür?

Berneburg: Die größere Spezialisierung, größere Breite bei den Alternativen und mehr Internationalität führen dazu, dass die sehr groben Kategorien der Anlageverordnung an diversen Stellen kneifen und man schnell über die Vehikelbetrachtung immer in einer Beteiligungsdiskussion landet.

Können Sie das konkretisieren?

Berneburg: Jede alternative Asset-Klasse lässt sich problemlos in Beteiligungsstrukturen halten. In vielen Fällen ist das wirtschaftlich oder steuerlich sinnvoll. Die Beteiligungsquote ist aber begrenzt. Je internationaler das Portfolio wird, desto kreativer muss man werden, um die Beteiligungsquote nicht zu belasten.

Mahnert: Eine Belastung der Risikoquote durch die Beteiligungen geht zulasten der Aktien, oder anders ausgedrückt, Aktien und Beteiligungen kämpfen um die gleiche Quote, und die Aktien verlieren aufgrund ihrer höheren Volatilität. Hier wird Risiko gleichgesetzt mit Volatilität. Für eine langfristig ausgerichtete Versorgungskasse, wie wir es sind, ist die unterjährige Volatilität nicht ausschlaggebend. Wir müssen nur das Risiko vermeiden, in der Zukunft unsere langfristigen Verpflichtungen nicht erfüllen zu können; es geht um Kapitalerhalt und -entwicklung und nicht um Vola. Daraus ergibt sich, dass Aktien nicht unbedingt die riskanteste Anlageklasse für uns sind, oder anders ausgedrückt: Wir könnten gut mehr klassisches Risiko im Portfolio vertragen.

Im Endeffekt sind Sie beide für ein Gesamtportfolio zuständig. Wie kann ich mir Ihre Zusammenarbeit vorstellen? Welche Sachverhalte diskutieren Sie beispielsweise intensiv, wie viele Meetings haben Sie wöchentlich?

Mahnert: Wie oft man sich trifft, ist nicht ausschlaggebend. Die Wege sind kurz, wir sind offen und transparent. Das ist das Wichtigste. Nach wie vor haben wir unsere Prozesse, wie wir unsere strategische Asset-Allokation durchführen und unsere TAA. Das sind gut koordinierte Schritte, an denen sich nicht viel ändern wird.

Berneburg: Frau Mahnert und ich haben relativ schnell gesagt, dass wir – auch wenn es jetzt nicht mehr eine Abteilung ist, sondern es zwei sind – nicht in einem „Das sind die und das sind wir“-Muster denken. Wir arbeiten als Kapitalanleger

zusammen und sind verantwortlich für das Gesamtportfolio. Genau so müssen wir auch denken. Wenn ein Portfoliomanager meint, sich selbst verwirklichen zu müssen, dann wird das nicht zum Vorteil des Gesamtergebnisses der EZVK sein. Wir stimmen uns eng ab, und das eher informell als formell. Diese doch sehr offene und direkte Art, miteinander zu arbeiten, habe ich in meinen ersten Monaten hier als sehr positiv empfunden. Ich fühlte mich vom ersten Tag an willkommen.

Frau Mahnert, wie soll sich Ihr Aktienportfolio wandeln, haben Sie Lieblingsaktien?

Mahnert: Wir vergeben ausschließlich Mandate an externe Asset Manager. Unsere Top-Ten-Aktien sind also eher ein Zufallsprodukt. Nicht ganz zufällig, weil wir in der SAA eine regionale Aufteilung haben. Aktuell haben wir ein Übergewicht in Europa im Vergleich zur breiten Markt-Benchmark. Des Weiteren hängt es auch vom Manager ab, wie er sich zur eigenen Benchmark positioniert. Eine Frage ist, ob US-Aktien ihre Vorrangstellung beibehalten oder ob sich die Bewertungsdifferenz zu europäischen Aktien verringert. Bisher sieht man dafür leider keine Anzeichen.

Welche Erkenntnisse haben Sie aus der Zeit gezogen, in der Aktien- und Anleihenkurse parallel nach unten gingen?

Mahnert: Bevor ich die Frage beantworte, ist es mir wichtig zu betonen, dass man auf diese Entwicklung eigentlich vorbereitet war. Die Niedrigzinsphase musste irgendwann enden. Man wusste nur nicht genau wann. Wir wussten also, dass unsere festverzinslichen Wertpapiere erst mal Kursverluste erleiden werden, und

wenn Zinsen steigen, verlieren auch Aktien an Wert. Insofern darf so etwas niemanden überraschen. Dennoch: Gelernt habe ich daraus, dass solche Prozesse schneller kommen können als erwartet. Der Zinssteigerungsprozess war von den Zentralbanken zudem anders angekündigt, nämlich als mäßig und langsam. Die Verantwortlichen gerieten allerdings in Zugzwang, und das stellte alle Marktteilnehmer vor große Aufgaben.

Waren Sie wegen des Vorgehens der Zentralbanken enttäuscht oder frustriert?

Mahnert: Nein, das trifft es nicht. Wir hatten eine Ausnahmesituation, wie es sie seit 50 Jahren nicht gab. Dazu kommt, dass wir an den Kapitalmärkten einen Generationswechsel hatten. Viele Marktteilnehmer haben ein höheres Zinsumfeld noch nicht erlebt und haben ihre Erwartungen nicht angepasst.

Berneburg: Das ist das Problem bei jedem Zyklus, der zu Ende geht. Jeder erwartet das Ende, aber würde man sich sofort dementsprechend verhalten, würde man in vielen Fällen zu früh aussteigen und damit Geld auf dem Tisch liegen lassen. Ich kann keinem Projektentwickler für Immobilien vorwerfen, dass er 2019 noch Projekte in Angriff genommen hat. Man kann nicht einfach die Arbeit niederlegen, ist ein Stück weit in dem Zyklus gefangen.

Mahnert: Die Lehren, die ich gezogen habe, sind: Plötzliche Strategieänderungen sind ein Fehler, aber man muss sehr wohl auf Marktentwicklungen reagieren. Aktien sollte man treu bleiben, gegebenenfalls den Schmerz aushalten und zusehen, dass man genügend strategischen Bewegungsspielraum in der TAA

hat, um von einer Gegenentwicklung profitieren zu können.

Welche Stellschrauben werden Sie dank dieser Erkenntnis zukünftig anders einstellen, in erster Linie beim Thema Anleihen?

Mahnert: Bei den Anleihen waren wir während der Niedrigzinsphase lange untergewichtet, sowohl hinsichtlich der Quote als auch der Duration. Das war richtig. Nun sind die Zinsen gestiegen, folglich auch unsere strategische Rentenquote, da wir unsere Anleihen langfristig halten und von dem höheren Zins profitieren. Dennoch sind wir vorsichtig vorgegangen, da unseres Erachtens der Markt die Hartnäckigkeit der Inflation unterschätzt hat. So konnten wir immer wieder nachkaufen, als die Zinsen weiter gestiegen sind. Insofern haben wir weniger die Stellschrauben geändert, als die Flexibilität behalten, auf Marktentwicklungen reagieren zu können.

Berneburg: Unabhängig davon, aus welcher Richtung eine solche Krise kommt, der Verlauf ist immer wieder ähnlich. Die Parallelen, beispielsweise zur Finanzkrise, im Verhalten der Private Markets insgesamt sind überraschend ähnlich. Viele Fehler, die man in der Vergangenheit gemacht hat, erkennt man im Nachgang durchaus und zieht daraus auch seine Lehren. Die Frage ist aber, ob man diese Fehler trotz Erkenntnis im kommenden Zyklus nicht ein Stück weit wieder machen muss.

Haben Sie ein Beispiel?

Berneburg: Projektentwickler waren bei der Finanzkrise und der derzeitigen Krise gleich zu Beginn betroffen. In diesem Zuge traf es später auch die Investoren, weil Projekte geplatzt sind. Nach der Finanzkrise konnten Investoren verlangen, dass die Projektentwickler einen nennenswerten Eigenkapitalanteil aufbringen, damit sie einen Teil des Risikos dann mittragen. Hätten Sie das 2019 als Investor verlangt, der Projektentwickler hätte dafür vielleicht sogar Verständnis gezeigt – das Projekt hätte er aber mit einem anderen Investor realisiert. Eine wichtige Erkenntnis aus der Finanzkrise konnte ein Investor im folgenden Zyklus also nicht anwenden. ■

Das Gespräch führte Lennard Klindworth



„Wir wären mit dem Klammerbeutel gepudert, wenn wir unsere Größe nicht nutzen würden“

Marian Berneburg ist seit Februar bei der EZVK. Zuvor war er unter anderem bei Provinzial Asset Management und der Ärzteversorgung Westfalen-Lippe



Das ganze Interview finden Sie hier: private-banking-magazin.de