

# Roundtable

Risikomanagement bei der Kapitalanlage

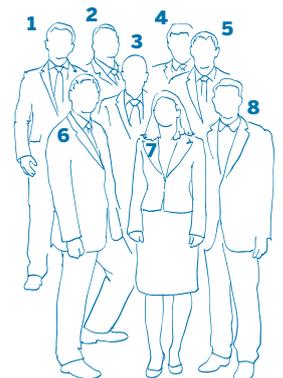


## Sponsor



## Teilnehmer

- 1 Mag. Markus Schuller** Managing Director, Panthera Solutions
- 2 Ulrich Buchholtz** Freier Journalist, dpn-Autor (Moderator)
- 3 Stefan Lauinger** Referent Treasury, Bosch-Gruppe
- 4 Michael Lennert** Chefredakteur dpn, Financial Times (Moderator)
- 5 Dr. Thorsten Neumann** Managing Director, Quant & Risk Management, Union Investment
- 6 Dr. Wolfram Gerdes** Vorstand, Kirchliche Versorgungskassen KZVK und VKPB
- 7 Jeannette Leuch** Partnerin, Invalue
- 8 Prof. Dr. Arnd Wiedemann** Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement, Universität Siegen



Fotos: Norbert Bretschneider

# Die neuen Risiken meistern

Die Niedrigzinsphase lässt viele Anleger verstärkt in alternative Asset-Klassen oder Risikoprämien investieren. Welche Herausforderungen illiquide Anlagen und Smart Beta mit sich bringen, diskutierte dpn mit sechs Experten. Der Tenor: Nur ein gut aufgestelltes Risikomanagement bringt das Renditepotenzial der neuen Anlagen zuverlässig ins Portfolio.



ten Sektoren. Die sogenannten sicheren Direktanlagen sind inzwischen vielleicht gar nicht mehr so sicher.

**dpn: Dr. Gerdes, was sehen Sie als Vorstand zweier Versorgungskassen derzeit als größte Herausforderung im Risikomanagement?**

**Dr. Wolfram Gerdes:** Die Niedrigzinsphase. Die meisten Leistungsversprechen sind nicht für ein Zinsumfeld gedacht, wie wir es seit 20 Jahren in Japan erleben und zunehmend auch hier in Deutschland haben. In der Ausbildung zum Risikomanager hat fast jeder aus unserer Branche Systeme kennengelernt, in denen der risikolose Zins eine zentrale Größe ist. Diesen risikolosen Zins gibt es nicht mehr. Insofern sind Risikomodelle, die auf einem solchen Anker basieren, zumindest in ihrer Aussagekraft eingeschränkt. Ich muss heute Risiko eingehen, während ich vor fünf oder

zehn Jahren noch die Möglichkeit hatte, Risiko und Ertrag simultan zu kalibrieren.

**dpn: Als promovierter Mathematiker müssten Sie optimale Voraussetzungen mitbringen für das Risikomanagement.**

**Gerdes:** Der größte Vorteil eines Mathematikers im Risikomanagement besteht darin, dass er weiß, warum Dinge nicht funktionieren. Das meine ich gar nicht blasphemisch. Die Krux im Risikomanagement ist, dass ich Aussagen über Dinge treffen soll, für die ich nur unzuverlässige oder auch gar keine Parameter habe. Da ist dann Kreativität gefragt. Als Mathematiker bin ich überrascht, wie hoch das Vertrauen in die Möglichkeiten der Mathematik ist. Es sollte meines Erachtens niedriger sein.

**dpn: Herr Schuller, wo sehen Sie als Consultant die größte Herausforderung im Risikomanagement Ihrer Auftraggeber?**

**Markus Schuller:** Unsere Kunden sind kleine bis mittelgroße Institutionelle, also zum Beispiel Regional- und Privatbanken, Stiftungen und Family Offices. Teilweise war bei ihnen die Vorstellung verbreitet,

**dpn: Liebe Roundtable-Teilnehmer, steigen wir doch gleich ins Thema ein: Herr Professor Wiedemann, was halten Sie derzeit für die größte Herausforderung im Risikomanagement?**

**Prof. Dr. Arnd Wiedemann:** Wie man aus der Komplexitätsfalle herauskommt. Ausgefeilte Risikomodelle sind gut, schön und wichtig. Aber sie sollen auch handhabbar sein und das Management der Kapitalanlagen unterstützen. Außerdem müssen sie für den jeweiligen Investor individualisiert und maßgeschneidert sein, denn die Interessen und Perspektiven der einzelnen Anleger können sehr unterschiedlich sein.

**dpn: Frau Leuch, welche Herausforderungen im Risikomanagement beobachten Sie als Consultant derzeit bei Ihren Auftraggebern?**

**Jeannette Leuch:** Zu unseren Kunden zählen Versorgungswerke, Pensionskassen und Versicherungen in Deutschland und der Schweiz. Eine große Herausforderung sind sicherlich die niedrigen Zinsen und damit die Veränderung der Direktanlagen. Viele Investoren gehen dort neue Risiken ein, um höhere Erträge zu erzielen – beispielsweise durch mehr Zero-Bonds, nachrangige Titel und Konzentrationen in bestimm-

dem Risikomanagement sei bereits Genüge getan, wenn man volatilitätsbasierte Risikokennzahlen beobachtet und interpretiert. Unserer Auffassung nach greift dies zu kurz. Wir meinen, dass man Risiko sowohl anhand quantitativer als auch anhand qualitativer Faktoren messen, darstellen und interpretieren sollte. Außerdem ist das Risikomanagement kein nachgelagerter Prozess zur Allokation, sondern Teil der Allokationsentscheidung.

**dpn: Ist ein solcher Prozess des Umdenkens leicht zu initiieren?**

**Schuller:** Nein. Wir alle wurden auf den Universitäten in diesen alten Denkmustern sozialisiert. Deshalb fällt es schwer, sich auf Neues einzulassen. Es wird sozial immer noch stärker akzeptiert, gemeinsam gegen die Wand zu laufen und sich eine blutige Nase zu holen, als neue Wege einzuschlagen und dann plötzlich abseits des Mainstreams zu stehen.

**dpn: Wie kann ein solcher Wandel gelingen?**

**Schuller:** Wenn Sie mit einem Investment-Komitee arbeiten, müssen Sie das gesamte Komitee mitnehmen und ihm die Schwächen der alten Denkmuster aufzeigen sowie die neuen Möglichkeiten, die es gibt. Oder das Umdenken wird nicht funktionieren.

**dpn: Dr. Neumann, welche Bedeutung hat das Risikomanagement aus Ihrer Sicht als Asset Manager derzeit?**

„Man sollte Risiko sowohl anhand quantitativer als auch anhand qualitativer Faktoren messen, darstellen und interpretieren.“

**Mag. Markus Schuller** Panthera Solutions

**Dr. Thorsten Neumann:** Eine große! Der sichere Zins ist praktisch abgeschafft. Das stellt eine riesige Herausforderung für alle Anleger dar. Sie müssen sich deshalb jetzt stärker mit dem Risiko bei der Kapitalanlage befassen als noch zu den Zeiten, in denen es einen auskömmlichen Zins gab. Das Risikomanagement kann dazu beitragen, Erträge aus den Risiko-Asset-Klassen stabil in das Portfolio zu bringen. Dabei geht es um Themen wie: breit diversifizieren, richtig diversifizieren, aktiv eingreifen und Verluste frühzeitig begrenzen. Dort, wo keine Risikotragfähigkeit gegeben ist, sollten Investoren außerdem Wertsicherungsmechanismen einsetzen. Mit einem solchen Baukasten lassen sich auch die heutigen Herausforderungen gut angehen.



Die niedrigen Zinsen bringen für Altersvorsorgeeinrichtungen erhebliche Risiken für die Erfüllung der Leistungsversprechen in 20 oder 30 Jahren mit sich, meint Dr. Wolfram Gerdes, Vorstand Kapitalanlagen und Finanzen der Kirchlichen Versorgungskassen KZVK und VKPB in Dortmund. Eine scheinbar risikoarme Anlagepolitik mit wenig Aktien und einer hohen Bonität bei den Renten könne deshalb durchaus ein hohes Risiko aufweisen, so der 53-jährige promovierte Mathematiker. KZVK und VKPB verfügen zusammen über rund zehn Milliarden Euro Kapitalanlagen.

**dpn: Herr Lauinger, was hält man im Treasury von Bosch aktuell für die größte Herausforderung im Risikomanagement?**

**Stefan Lauinger:** Die hohe Liquidität im Markt und die Suche der Investoren nach Rendite haben dazu geführt, dass die Preise an den Kapitalmärkten teilweise verzerrt sind. Das Eingehen von Risiken wird nicht mehr in jedem Fall angemessen entlohnt. Die Risikoprämien sind zum Teil unverhältnismäßig niedrig. Für uns besteht deshalb im Moment die größte Herausforderung darin, auch in Zukunft attraktive und vor allen Dingen risikoadäquate Renditen zu erzielen. Das betrifft die Kapitalanlagestrategie ganz allgemein, aber natürlich auch das Risikomanagement.

**dpn: Dr. Gerdes, besteht das größte Risiko derzeit darin, keine Risiken einzugehen?**

**Gerdes:** Die Antwort auf diese Frage ist von Anleger zu Anleger verschieden, aber ich würde dem weitgehend zustimmen. Ich muss mich im aktuellen Zinsumfeld notgedrungen damit beschäftigen, welche Risiken ich im Kapitalmarkt zu nehmen bereit bin. Meines Erachtens besteht eines der größten Risiken in der heutigen Situation darin, dem Kunden in 20 oder 30 Jahren das

Leistungsversprechen nicht erfüllen zu können. Dieses Risiko steht im Gegensatz zum klassischen Risiko der Volatilität, also der kurzfristigen Wertschwankungen der Kapitalanlagen. Wenn ich im klassischen Sinne Risiko reduziere, indem ich weniger Substanzwerte halte und bei den Zinsanlagen auf eine hohe Bonität achte, hat dies im jetzigen Umfeld die Konsequenz, dass ich zwar kurzfristig Risiken reduziere, aber zugleich das Risiko eines Verfehlens des langfristigen Leistungsversprechens maximiere. In diesem Zwiespalt befindet sich die Branche.

**dpn: Dr. Neumann?**

**Neumann:** Es gibt institutionelle Investoren, die aufgrund ihrer Bilanzierung jedes Jahr ein bestimmtes Ergebnis vorweisen müssen. Sie sind deshalb immer wieder gezwungen, Volatilität aus ihren Anlagen herauszunehmen. Wer nicht davon betroffen ist, kann natürlich langfristiger agieren und mehr Risiko nehmen. Allerdings sollte man dabei nicht vergessen, dass man nach einem Verlust von zehn Prozent ein Plus von mehr als zehn Prozent braucht, um wieder beim Nullpunkt anzukommen. Insofern gibt es auch bei einer längerfristigen Ausrichtung der Kapitalanlage einen Spagat. Das Portfolio darf nicht zu stark abtauchen. Sonst wird die Entfernung zum angestrebten Anlageziel zu groß.

**dpn: Herr Schuller?**

**Schuller:** Man kämpft gegen Windmühlen, wenn man versucht, trotz der finanziellen Repression die Leistungsversprechen zu erfüllen. Die finanzielle Repression dürfte noch länger andauern. Sie hat als eine elegante Form der Entschuldung von Staaten auch schon nach dem Zweiten Weltkrieg in den USA und Großbritannien funktioniert.

**dpn: Welches Vorgehen schlagen Sie vor?**

**Schuller:** Man muss ein angemessenes Erwartungsmanagement betreiben. Ich war erst kürzlich bei einer Bank, die ihren Kunden immer noch aktienähnliche Returns verspricht – wie vor zehn Jahren, als die Renditen der Anleihen noch ganz woanders standen. Das ist Wahnsinn! Meiner Meinung nach sollte den Kunden gesagt werden, dass Kapitalerhalt derzeit Netto-Renditen von zwei oder drei Prozent beinhaltet und nicht von vier, fünf oder sechs Prozent.

**dpn: Frau Leuch, wie schaut es bei den Versorgungseinrichtungen aus, die Sie beraten?**

**Leuch:** Viele Vorsorgeeinrichtungen sind dabei zu überprüfen, ob sie sich ihren Vorsorgeplan weiterhin leisten können oder ob sie zu hohe Risiken eingehen müssen, um die benötigten Erträge zu erwirtschaften. Es gibt in solchen Fällen grundsätzlich zwei Ansatzpunkte: eine Überprüfung der Kapitalanlage und eine Anpassung der Leistungsversprechen. Letztere lassen sich meistens nicht bei bestehenden, sondern nur bei neuen Zusagen ändern. Um Handlungsoptionen ableiten zu können, berechnet man, wie schnell sich eine Senkung des Rechnungszinses auf die Leistungsverpflichtun-



Für einen Flankenwechsel in der Anlagepolitik plädiert Dr. Thorsten Neumann. Der Managing Director im Quant & Risk Management der Union Investment spricht sich für eine stärkere Berücksichtigung der Aktie aus. Anleihen hätten inzwischen eine sehr schlechte Renditeprognose für die Zukunft, argumentiert der 44-jährige promovierte Volkswirt. Investoren gingen mittlerweile Ausfallrisiken ein, um noch Rendite aus den Anleihen herauszupressen. Aktien böten dagegen gute Aussichten. Die Union Investment managt ein Anlagevolumen von 222 Milliarden Euro.

Schließlich wurde die Altersversorgung von einem leistungsorientierten auf ein beitragsorientiertes System umgestellt. Die neuen Zusagen sind seitdem vom erzielten Anlageergebnis abhängig.

**dpn: Haben Sie auch die Kapitalanlage angepasst?**

**Lauinger:** Ja. Wir haben – auch aufgrund des Niedrigzinsumfelds – unsere Anlagestrategie überprüft und zum Beispiel die Rentenanlage umgestellt. Der Anteil von Unternehmensanleihen und Emerging Markets Bonds ist deutlich gestiegen. Gleichzeitig haben wir aber auch die Mindestvorgaben für die Bonität der Zinsanlagen erhöht – beispielsweise für Staatsanleihen und Pfandbriefe von Investment Grade auf ein Rating von AA- oder besser. Das soll für einen gewissen Risikoausgleich sorgen.

**dpn: Wie stark gewichten Sie die Emerging-Markets-Anleihen?**

**Lauinger:** In unserem Pensionsfonds investieren wir innerhalb der Rentenanlagen mit bis zu 20 Prozent in die Emerging Markets.

**dpn: Kämen für Sie zum Beispiel auch Senior Secured Loans in Frage?**

**Lauinger:** In der internen Anlage nicht, weil wir dort ausschließlich in fungible marktgängige Wertpapiere investieren. Dadurch können wir flexibel über die Mittel verfügen, wenn sie anderweitig benötigt werden. In unserem Pensionsfonds käme diese Anlageklasse grundsätzlich in Betracht, da wir dort sehr langfristig denken und der Anlagehorizont ein anderer ist. Allerdings sind bei den Senior Loans auch noch die aufsichtsrechtlichen Rahmenbedingungen mit zu berücksichtigen. Diese erschweren eine Anlage. Deshalb haben wir das Thema zurückgestellt.

**dpn: Wie schätzen Sie die Senior Secured Loans ein, Frau Leuch?**

**Leuch:** Vor zwei Jahren war die Anlageklasse attraktiv. Allerdings sind die Risiken inzwischen wesentlich größer geworden und die Renditen niedriger. Aus meiner Sicht ist die Risikoprämie aktuell nicht mehr attraktiv.

**dpn: Dr. Neumann, wie sehen Sie die aktuelle Situation an den Kapitalmärkten?**

**Neumann:** Wir haben bei den Anleihen inzwischen eine sehr schlechte Renditeprognose für die Zukunft. Das war ein Stück weit auch in den vergangenen Jahren schon so. Trotzdem haben die Anleihen bisher noch Rendite geliefert. Es gibt einen Trend, diese Zit-

„Wir haben die Mindestvorgaben für die Bonität der Zinsanlagen erhöht.“

Stefan Lauinger Bosch-Gruppe

gen auswirkt. Das simuliert man auf Basis der bestehenden Kapitalanlage zusammen mit möglichen Marktszenarien und erkennt so die Auswirkung auf die Ertrags- und Reservesituation. Eine solche perspektivische Sicht auf Kapitalanlagen fordern auch die Regulatoren.

**dpn: Herr Lauinger, wie löst Ihr Haus den Konflikt zwischen dem Niedrigzinsumfeld und den Leistungsversprechen?**

**Lauinger:** Bei Bosch hat man frühzeitig reagiert und Anpassungen bei den Zusagen vorgenommen.

rone immer weiter auszuquetschen. Man nimmt zum Beispiel Ausfallrisiken an Bord und hofft, dass diese nicht schlagend werden. Genau wissen wird man das aber erst bei der Endfälligkeit. Das, was sich aus den Anleihen herausquetschen lässt, wird von Jahr zu Jahr weniger. Trotzdem muss man als Investor nicht den Kopf in den Sand stecken.

#### dpn: Warum nicht?

**Neumann:** Weil die Aktien wirklich gut laufen. Es ist auch nicht zu erkennen, dass diese Entwicklung auf kurze Sicht zu Ende gehen muss. Im Markt ist viel Liquidität vorhanden. Außerdem gibt es in der Altersvorsorge einen Trend hin zu beitragsorientierten Zusagen. Und diese Gelder werden sicherlich nicht in ein reines Bundesanleihenportfolio fließen, sondern in Anlagen mit besseren Ertragsaussichten. Wir brauchen in der Branche also einen Flankenwechsel mit einer stärkeren Berücksichtigung der Aktie.

#### dpn: Aktien können allerdings starken Wertschwankungen unterliegen.

**Neumann:** Die Zeit des Buy-and-Hold, wie es früher einmal in den Lehrbüchern stand, ist meiner Meinung nach vorbei. Es braucht heute die Bereitschaft, aus Aktienmärkten auch schnell wieder herauszugehen, wenn diese sich schlecht entwickeln. Beispielsweise über Absicherungsmechanismen. Traditionell kamen dabei Wertsicherungstechniken zum Einsatz, die 100 Prozent des eingesetzten Kapitals schützen. Wobei dort inzwischen durch die Niedrigzinsphase Abstriche gemacht werden müssen. In den vergangenen Jahren haben deshalb Trendfolgemodelle starken Zulauf gewonnen. Für sehr interessant halte ich auch die alternativen Risikoprämien bei den Aktien.

#### dpn: Was verstehen Sie darunter?

**Neumann:** Zum Beispiel Momentum-Strategien, Value-Strategien, Small-Cap-Outperformance oder Low-Risk-Aktien. Wenn man sich etwa die Differenz aus der Wertentwicklung von Low-Risk-Aktien und dem Markt anschaut, dann ist dieser Ertrag recht unabhängig von den Ergebnissen der anderen Asset-Klassen. Viele dieser alternativen Risikoprämien lassen sich auch in liquiden Märkten realisieren, wo ich den Vorteil habe, die Positionen schnell aufbauen und auch wieder abbauen zu können.

#### dpn: Wie stark nutzen institutionelle Anleger diese alternativen Risikoprämien bereits?

**Neumann:** Es gibt das eine oder andere Mandat dafür, aber in der Breite werden die alternativen Risikoprämien noch nicht genutzt. Ich würde mir wünschen, dass sie in der Asset Allocation systematischer berücksichtigt werden, so dass wir Risikobudgets auch unabhängigen Risikofaktoren zuteilen können.

#### dpn: Dr. Gerdes, können Sie diesem Plädoyer für eine stärkere Berücksichtigung der Aktien folgen?

„Anleger, die Aktien noch nicht einmal mit einer Kneifzange anfassen würden, investieren in Senior Secured Loans, Infrastrukturanleihen, Schiffsfinanzierungen und Flugzeugkredite, für die sie gar keine Expertise aufgebaut haben.“

**Dr. Wolfram Gerdes** Kirchliche Versorgungskassen KZVK und VKPB

**Gerdes:** Ja. Unsere beiden Versorgungskassen haben einen Aktienanteil von ungefähr 25 Prozent. Die starke Abneigung gegen Aktien gab es in der Branche nicht immer. Vor 20 oder 25 Jahren waren auch viele deutsche Versicherungsunternehmen nennenswert in Aktien investiert. Der Paradigmenwechsel kam erst später.

#### dpn: Wodurch?

**Gerdes:** Es gab zwischenzeitlich zwei große Aktienkrisen. Außerdem dürfte sich der Sichtwechsel von Buch- auf Marktwerte stark ausgewirkt haben. Die meisten Risikomodelle stellen auf die Volatilität ab, obwohl die Marktpreisschwankungen der Aktien im heutigen Zinsumfeld eine geringere Bedeutung haben. Bei einem langfristigen Anlagehorizont ist heute das Kurspotenzial bei Aktien weniger wichtig, weil der laufende Ertrag relativ zu Renten viel höher ist: Ein diversifiziertes Aktienportfolio kommt derzeit auf Dividenden von drei bis vier Prozent im Jahr, deutsche Staatsanleihen dagegen nur auf rund ein Prozent. Dennoch ist die Aktie durch ihre Volatilität verpönt. Das führt zu bemerkenswerten Entwicklungen: Anleger, die Aktien noch nicht einmal mit einer Kneifzange anfassen würden, investieren in Senior Secured Loans, Infrastrukturanleihen, Schiffsfinanzierungen und Flugzeugkredite, für die sie gar keine Expertise aufgebaut haben.

#### dpn: Sie stehen diesen alternativen Anlageklassen also kritisch gegenüber?

**Gerdes:** Wenn ich eine Rangfolge der Anlagen aufstelle, mit denen ich ins Risiko gehe, dann betrachte ich dabei nicht nur die Volatilität der Anlagen und ihre Ertragsaussichten, sondern auch die Komplexitätskosten. Investiere ich zum Beispiel in tropischen Regenwald, brauche ich einen Biologen, der die spezifischen Risiken – Schädlichkeitsbefall und so weiter – zuverlässig einschätzen kann. Das ist mit Kosten verbunden. Ähnlich sieht



Investoren sollten nicht nur die klassischen Beta-Risiken berücksichtigen, sondern auch Stil- und weitere Risiken, rät Jeannette Leuch, Partnerin beim Consultant Invalue. Gerade in alternativen Asset-Klassen wie etwa Private Equity seien oft verschiedene Risikoarten vorhanden, so die 46-Jährige mit einem Executive MBA. Schlüssele man diese Risikoarten auf, könne man ungewollte Risikokonzentrationen auch über mehrere Anlageklassen aufspüren. Invalue hat das Controlling und die Beratung von rund zehn Milliarden Euro Kapitalanlagen übernommen.



Den Smart-Beta-Produkten, die derzeit auf den Markt strömen, steht Markus Schuller, Managing Director beim Consultant Panthera Solutions, eher vorsichtig gegenüber. Man könne von ihnen kein Alpha erwarten, sondern nur Beta in einer anderen Form, so der 36-Jährige, der einen Magister in Wirtschaftswissenschaften und einen MBA in Corporate Finance und Wealth Management hält und an der Internationalen Universität von Monaco Portfoliotheorie unterrichtet. Panthera Solutions berät Regional- und Privatbanken, Stiftungen und Family Offices.

es im Bereich der Infrastrukturanlagen aus. Bei einem Investment in Blue Chips aus diversifizierten Aktienindizes habe ich dagegen auditierte Bilanzen, eine Historie, Ad-hoc-Informationen und eine Öffentlichkeit, die genau hinschaut. Die Komplexitätskosten sind also viel geringer und auch die hausinterne Abwicklung fällt wesentlich leichter.

**dpn: Was halten Sie von den alternativen Aktienstrategien, die Dr. Neumann vorgeschlagen hat?**

**Gerdas:** Die Value-Prämie ist nichts Neues. Graham hat sie schon 1934 gekannt. Aktienanleger sind aus meiner Sicht gut beraten, diese gut dokumentierte Prämie zu vereinnahmen. Value hat von 1998 bis 2000 – während der Dotcom-Blase – gar nicht funktioniert. Diese drei Jahre haben so viel am Value-Gedanken zerstört, dass es fast 15 Jahre brauchte, um die Anlage als alternatives Asset wieder neu zu entdecken. Die Small-Cap-Prämie ist auch attraktiv. Allerdings können die Auswirkungen, wenn man mit einer solchen kleinen Aktie Schiffbruch erleidet, größer sein als bei einem hochkapitalisierten Wert – und die Befragung durch die Gremien schärfer. Wenn man auf 20 oder 30 Jahre investiert, sollte man aber beides machen.

**dpn: Herr Schuller, Ihre Meinung zu den alternativen Risikoprämien?**

**Schuller:** Dieses faktorenbasierte Investieren ist wirklich nichts Neues. Ich würde daher einen Schritt weitergehen und die Kategorisierung nach Asset-Klassen aufbrechen. Diese lassen sich ohnehin nicht mehr kohärent und klar voneinander abgrenzen. Stattdessen könnte das Portfolio nach Asset übergreifenden Risikofaktoren analysiert werden. Risikofaktoren sind bisher definiert worden als jeder Faktor, dem man sich bei der Anlage aussetzt. Dafür muss eine Prämie bezahlt werden. Wobei wir inzwischen wissen, dass ein Risikofaktor nicht zwingend eine Prämie zahlen muss und dem Anleger trotzdem im Portfolio wehtun kann. Neben quantitativen Risikofaktoren sollte man auch qualitative berücksichtigen.

**dpn: Können Sie ein Beispiel für einen solchen qualitativen Risikofaktor geben?**

„Ich sehe illiquide Assets kritisch. Ihnen fehlt die laufende Bewertung am Markt. Das erschwert die Risikomessung.“

Prof. Dr. Arnd Wiedemann Universität Siegen

**Schuller:** Zum Beispiel ein aktiver Manager, der plötzlich fremdzugehen beginnt. Man kann warten, bis sich das familiäre Durcheinander so aufgeschaukelt hat, dass es sich in irgendeiner Form auch auf volatilitätsbasierte Risikokennzahlen auswirkt. Als professioneller Investor sollte man jedoch den Anspruch haben, über die eigene Analyse schon im Vorfeld erahnen oder sehen zu können, inwieweit das Verhalten des Managers beeinflusst ist.

**Neumann:** Wie stellt sich für Sie das Verhältnis der Risikofaktoren zu den Anlageklassen dar?

**Schuller:** Ich benutze dafür gerne ein Bild aus der Chemie: Die Risikofaktoren sind dann die Atome, die Asset-Klassen die Moleküle.

**dpn: Professor Wiedemann, wie schätzen Sie die alternativen Risikoprämien ein?**

**Wiedemann:** Ich halte besonders ihren Diversifikationseffekt für sehr interessant. In der Finanzmarktkrise 2008/2009 wirkten die alternativen Risikoprämien ausgleichend. Eine Garantie dafür, dass dies in der Zukunft wieder so sein wird, gibt es natürlich nicht. Aber da die alternativen Risikoprämien von den Korrelationen her stark unabhängig sind, spricht auch künftig vieles für einen guten Diversifikationseffekt im Portfolio. Außerdem handelt es sich um eine liquide Anlage. Wenn institutionelle Investoren nach neuen oder ergiebigen Renditequellen suchen, stoßen sie dagegen oft auf mehr oder weniger illiquide Themen wie Senior Loans, Private Equity oder Hedgefonds.

**dpn: Stellt die Illiquidität einen großen Nachteil dar?**

**Wiedemann:** Ich persönlich sehe illiquide Assets kritisch. Ihnen fehlt die laufende Bewertung am Markt. Das erschwert die Risikomessung. Außerdem besteht häufig die Gefahr einer Asymmetrie der Informationen: Der Verkäufer kennt die Assets wesentlich besser als der Käufer. Der Umgang mit Illiquidität ist aber auch eine kulturelle Mentalitätsfrage. In Amerika gibt es große Stiftungsfonds – etwa der Universitäten in Harvard und Yale –, die Wälder kaufen und sehr stark in komplett illiquiden Assets engagiert sind. In Deutschland würden viele institutionelle Anleger bei einem solch hohen Anteil illiquider Assets vermutlich mit den Ohren schlackern. Wir haben hierzulande eine andere Mentalität. Deshalb besitzt eine liquide Anlagestrategie wie die alternativen Risikoprämien meiner Meinung nach für deutsche Investoren auch einen Charme.

**Lauinger:** Ich bin etwas überrascht, dass den alternativen Risikoprämien hier so viel Bedeutung beigemessen wird. Meiner Meinung nach lässt sich über die klassische strategische Asset Allocation schon vieles optimieren. Also über die Festlegung von Aktien- und Rentenquote und dann die Bildung von Subanlageklassen. Die Beimischung von Small Caps und vielleicht auch Momentum, Low Volatility und so weiter kann die Diversifikation zwar verbessern, aber die

Auswirkungen auf das Portfolio dürften doch begrenzt sein.

**dpn: Beziehen Sie bei Bosch solche alternativen Risikoprämien in die Anlagestrategie mit ein?**

**Lauinger:** Wir haben sehr breit diversifizierte Portfolios. Innerhalb der Aktienanlagen unterscheiden wir beispielsweise auch zwischen Small-Cap-Mandaten und Value-Strategien. Wir bilden dies aber nicht besonders im Risikomanagement ab.

**dpn: Dr. Neumann, was sagen Sie zu den Reaktionen auf Ihre Vorschläge?**

**Neumann:** Ich denke, wir liegen nicht so weit auseinander. Im Grunde suchen wir alle nach einer Risikoprämie, einem Risikofaktor oder wie auch immer es genannt wird. Ob dies altbekannt ist oder recht neu, ob es sich um quantitative oder qualitative Größen handelt, dürfte dabei relativ zweitrangig sein. Hauptsache, es ist langfristig ertragreich. Allerdings wird man bei fast allen Risikoprämien beobachten, dass sie nicht immer funktionieren. Deshalb stellt sich die Frage nach dem Umgang mit beispielsweise einer Value-Delle: Sitze ich sie aus oder agiere ich da aktiv hinein? Es gibt eine allgemein verbreitete Skepsis gegenüber Timing-Fähigkeiten. Man kann lange darüber streiten, ob Timing funktioniert oder nicht. Auf der anderen Seite muss man aber auch sehen, dass Buy-and-Hold langfristig schlechter abschneidet als die einfachste Timing-Strategie, die sich am gleitenden 200-Tage-Durchschnitt orientiert.

**dpn: Professor Wiedemann, wenn ein institutioneller Investor neu in alternative Risikoprämien einsteigen möchte: Welche Größenordnung würden Sie dafür vorschlagen?**

**Wiedemann:** Ich würde evolutionär beginnen – zum Beispiel mit fünf oder zehn Prozent – und dann erst einmal Erfahrungen sammeln. Wenn diese auf Dauer nicht überzeugend sind, kann man sich relativ einfach wieder aus dem Investment verabschieden. Das ist der Vorteil liquider Anlagen.

**dpn: Frau Leuch, welche Bedeutung haben Risikofaktoren aus Ihrer Sicht für die Entwicklung der Anlagestrategie und für das Risikomanagement?**

**Leuch:** Bei der Findung der Anlagestrategie sollten nicht nur klassische Beta-Risiken berücksichtigt werden, sondern auch Stilrisiken oder weitere Risiken – gleich, ob quantitative oder qualitative. Gerade in alternativen Anlageklassen sind oft verschiedene Risikoarten vorhanden: bei Private Equity etwa Aktienrisiko, Illiquiditätsrisiko und auch noch ein Value-Aspekt. Wenn man das aufschlüsselt und auswertet, findet man möglicherweise gleichartige

„Man wird bei fast allen Risikoprämien beobachten, dass sie nicht immer funktionieren. Deshalb stellt sich die Frage nach dem Umgang mit beispielsweise einer Value-Delle.“

**Dr. Thorsten Neumann** Union Investment

Risiken in verschiedenen Asset-Klassen und kann so eine nicht gewünschte Konzentration bestimmter Risiken vermeiden. Allerdings fehlt meiner Meinung nach noch die quantitative historische Grundlage, um eine Anlagestrategie nicht mehr über Asset-Klassen, sondern allein anhand von Risikofaktoren zu entwickeln. Es gibt aber einige Bemühungen in diese Richtung und aktuell sehr viele Studien dazu. Vielleicht wird es in der Zukunft ausgereifere Modelle auf Basis der Risikofaktoren geben, so wie wir sie jetzt schon für einzelne Asset-Klassen haben. Unabhängig davon sollten die identifizierten Risikofaktoren und die anderen Parameter der Anlagestrategie im laufenden Risikomanagement sorgfältig überwacht werden, um den Anlageerfolg dauerhaft sicherzustellen.

**dpn: Herr Lauinger, investiert Bosch in alternative Asset-Klassen?**

**Lauinger:** Ja, in unserem Pensionsfonds entfallen derzeit sechs bis sieben Prozent auf alternative Anlagen. In der Strategie vorgesehen sind bis zu zehn Prozent. Ein Teil ist noch im Aufbau. Wir sind uns bewusst, dass diese Investments besondere Risiken aufweisen, die wir bei Aktien und Renten nicht haben: Illiquidität, operationelle Risiken, rechtliche Risiken, möglicherweise sogar Reputationsrisiken im Zusammenhang mit Anlagen wie Rohstoffen, Private Equity oder Hedgefonds.

**dpn: Wie gehen Sie mit diesen Risiken um?**

**Lauinger:** Wir investieren sehr breit, gehen also nicht nur in eine alternative Anlageklasse, sondern gleichzeitig in verschiedene. So versuchen wir einen Großteil der Risiken zu begrenzen. Außerdem arbeiten wir in diesem Bereich verstärkt mit externen Beratern zusammen. Diese unterstützen uns mit ihrer Expertise bei Auswahl geeigneter Investments, bei der genauen Prüfung der Angebote (Due Diligence), aber auch später in der Begleitung dieser Anlagen.

**dpn: Welche Besonderheiten sind beim Risikomanagement der alternativen Investments zu beachten?**

**Lauinger:** Es gibt kaum Risikomodelle, um die Risiken



Durch die hohe Liquidität im Markt sind die Preise an den Kapitalmärkten teilweise verzerrt, meint Stefan Lauinger, Referent im Treasury der Bosch-Gruppe. Anlagerisiken würden deshalb nicht mehr in jedem Fall angemessen entlohnt. Entsprechend groß sei die Herausforderung, auch in der Zukunft attraktive und risikoadäquate Renditen zu erzielen. Der 39-jährige Diplom-Volkswirt plädiert für eine sehr breite Diversifikation der Investments, um die Anlagerisiken zu begrenzen. Die Bosch-Gruppe verfügt über rund 14 Milliarden Euro Kapitalanlagen.

aus alternativen Investments geeignet abzubilden. Oder es fehlen geeignete Daten. Man muss daher häufig vereinfachte Annahmen treffen und pragmatisch vorgehen, um die alternativen Investments ins Risikomanagement zu integrieren. Wenn man so investiert wie wir – mit einem sehr langen Anlagehorizont, einer hohen Risikotragfähigkeit und einer sehr breiten Diversifikation – kann man einen solchen Ansatz verfolgen. Wer dagegen kurzfristiger agiert und nur ein geringes Risikobudget hat, braucht sicherlich ein feineres Risikomanagement oder muss anders investieren.

## dpn: Frau Leuch, wie sehen Sie das Risikomanagement bei den alternativen Investments?

**Leuch:** Auch bei neuen Anlageklassen können bedeutende Risiken identifiziert und dem Risikoüberwachungsschema zugeordnet werden. Zum Beispiel kann man bei den Senior Loans durchaus klassische Risiken ermitteln – etwa die Gegenparteien –, diese in die Konsolidierung mit einbeziehen und dann prüfen, ob eine zu hohe Konzentration auf einzelne Adressen vorliegt. Bei anderen alternativen Anlagen wie Rohstoff- oder Hedgefonds kann man die Liquiditätsanlagen und Besicherungen (Collaterals) mit konsolidieren. Zum Beispiel war ein Kunde vor allem über seine alternativen Anlagen ungewollt mit insgesamt acht Prozent in US-Staatsanleihen investiert. Solche Risiken möchte ich sehen als Investor.

## dpn: Dr. Neumann?

**Neumann:** Assets ohne Marktpreise lassen sich meiner Meinung nach nur sehr schwer in klassische Risikomanagement-Techniken integrieren. Bei ihnen schätzen nicht jeden Tag Investoren Wertigkeit und damit das Risiko neu ein. Deshalb sehe ich das Investieren in illiquide Asset-Klassen als eine rein diskretionäre Entscheidung an. Der Investor muss sich auf seine Expertise verlassen und sollte sich bewusst sein, dass seine langfristige Renditeannahme mit einer großen Unsicherheit behaftet sein kann. Er kann also keinen so engen Reifen fahren wie bei einer liquiden Anlage.

„Auch bei neuen Anlageklassen können bedeutende Risiken identifiziert und dem Risikoüberwachungsschema zugeordnet werden.“

Jeannette Leuch Invalue

## dpn: Herr Schuller, was halten Sie von den Smart-Beta-Produkten, die derzeit auf den Markt strömen?

**Schuller:** Der Name sagt es schon: Man kann kein Alpha erwarten, sondern kauft sich nur Beta in einer



**Professor Dr. Arnd Wiedemann, Inhaber des Lehrstuhls für Finanz- und Bankmanagement an der Universität Siegen, hält alternative Risikoprämien wie Value, Small Cap, Momentum und Low Volatility für interessant. In der Finanzmarktkrise 2008/2009 hätten sie im Portfolio ausgleichend gewirkt, berichtet der 52-jährige Betriebswirt. Da die Korrelationen der alternativen Risikoprämien stark unabhängig seien, spräche auch künftig viel für einen guten Diversifikationseffekt. Außerdem seien die Anlagen – anders als viele alternative Investments – liquide.**

anderen Form ein. Dabei isoliert man ein bestimmtes Muster im Marktportfolio. Das funktioniert manchmal, und manchmal funktioniert es nicht. Wenn es in den meisten Fällen klappt, hat man insgesamt betrachtet gewonnen. Inzwischen kommen sehr viele synthetisch gezimmerte Muster auf den Markt, die passiv repliziert werden. Denen gegenüber bin ich vorsichtig.

## dpn: Dr. Gerdes, Ihr Schlusswort zum Thema Risikomanagement?

**Gerdes:** Ich habe den Eindruck, dass die vorherrschenden Paradigmen im Risikomanagement mit einigen Jahren Verzögerung den Erfahrungen an den Kapitalmärkten folgen. Wir erleben heute die absolute Hochphase des Asset Liability Managements. Dieses hat zu einer langen Duration der Zinsanlagen geführt. Rückblickend war dies das Richtige. Doch die Wahrscheinlichkeit nimmt zu, dass die Zinsen irgendwann wieder steigen. Es gibt eine ganze Generation, die noch nie langfristig steigende Zinsen erfahren hat. Sie hat noch nie erlebt, dass man mit Rentenzinssparnissen viel Geld verlieren kann. Wenn die Zinsrichtung sich ändert, wird daher der nächste Paradigmenwechsel im Risikomanagement kommen. ■

Chefredakteur

**Michael Lennert (ML)**

michael.lennert@ft.com

Tel. +49 (0) 69 156 85 117

Korrespondent Berlin,

Pensions Management

**Pascal Bazzazi (PBA)**

Mitarbeit

**Eckhard Bergmann (BGM)**

**Nikolaus Bora (NBO)**

**Ulrich Buchholtz (UBU)**

**Kirsten Kücherer (KK)**

**Ina Lockhart (INA)**

**Bernhard Raos (BRA)**

Produktion

**Norbert Bretschneider**

**Paul Emmerton**

Art Director

**Jonathan Saunders**

Herausgeber

**Eduardo Llull**

Anzeigen

**Eve Buckland**

eve.buckland@ft.com

Tel. +44 (0) 20 7775 6324

© Financial Times Limited, 2014. xdpne und xdpn briefe sind Warenzeichen der Financial Times Limited. xFinancial Times und xFTe sind eingetragene Warenzeichen und Dienstleistungszeichen der Financial Times Limited. Alle Rechte vorbehalten. Kein Auszug aus dieser Veröffentlichung darf ohne vorherige schriftliche Genehmigung des Chefredakteurs reproduziert oder in irgendeiner Form für Werbezwecke verwendet werden. Wir übernehmen keine Haftung für Verluste, die Dritten dadurch entstehen, dass sie als Ergebnis von Informationen, die in dieser Veröffentlichung erschienen sind, gehandelt oder nicht gehandelt haben. Spezielle Fragen sind immer mit dem entsprechenden Berater zu besprechen. The Financial Times Limited ist in England und Wales eingetragen. Nummer 227590.

**Redaktion**

Tel. +49 (0) 69 1568 5117

Fax +49 (0) 69 1568 5155

Grüneburgweg 16 – 18

60322 Frankfurt/Main

**Verlag**

Financial Times Limited

One Southwark Bridge

London SE1 9HL

Großbritannien

**Erscheinungstermin**

Oktober 2014

**ISSN**

1476-3028

**Abonnement**

Der Bezug von dpn ist kostenfrei für

Personen, die im institutionellen Asset und

Pensions Management arbeiten.

Bestellungen im Internet unter: [www.dpn-online.com/subscribe](http://www.dpn-online.com/subscribe) oder schicken Sie eine

Mail an: [ft@subscription.co.uk](mailto:ft@subscription.co.uk).

Mail an: [ft@subscription.co.uk](mailto:ft@subscription.co.uk).

**Aboservice**

Bei Adressänderungen, Änderungen von

Bezugspersonen, Abbestellungen usw.

schicken Sie eine Mail an: [ft@subscription.co.uk](mailto:ft@subscription.co.uk).

co.uk.

[www.dpn-online.com](http://www.dpn-online.com)