

Roundtable

Risikomanagement

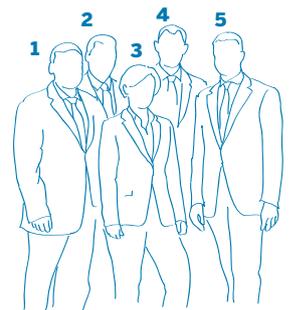


Sponsor



Teilnehmer

- 1 Prof. Martin Hellmich** Professor für Financial Risk Management, Frankfurt School of Finance & Management
- 2 Michael Lennert** Chef vom Dienst dpn, Financial Times (Moderator)
- 3 Sabine Mahnert** Senior Investment Consultant, Towers Watson
- 4 Dr. Thorsten Neumann** Managing Director, Quant & Risk Management, Union Investment
- 5 Prof. Dr. Arnd Wiedemann** Lehrstuhl für Finanz- und Bankmanagement, Universität Siegen



Fotos: René Spalek



Der Weg ist das Ziel – auch beim Risikomanagement

Risikomanagement funktioniert nicht ohne die zweite Seite der Medaille: das Chancenmanagement. Gleichzeitig zeigen die Experten im dpn-Roundtable die Möglichkeiten und Grenzen der Szenarioanalyse auf und fordern eine übergeordnete Risk Governance.

dpn: Sehr geehrte Damen und Herren, herzlich willkommen zum Roundtable Risikomanagement. Welchen Stellenwert hat Ihrer Ansicht nach das Thema Risikomanagement im Moment für institutionelle Investoren?

Professor Martin Hellmich: Meines Erachtens ist derzeit das Thema Solvency II sicherlich eines der Kernthemen bei Versicherungen. Aber nicht nur das: Auch die strukturelle Ausrichtung der Asset Allocation und die Identifikation von neuen Asset-Klassen mit attraktivem Risk & Return-Profil, das Vorhandensein von hohen Duration Gaps zwischen Aktiv- und Passivseite, das derzeitige Niedrigzinsumfeld sowie die Entwicklung

von neuen attraktiven Produktangeboten für Kunden spielen momentan eine zentrale Rolle.

dpn: Sehen Sie neue Anlageformen am Horizont?

Hellmich: Das Thema Infrastruktur ist momentan ein Thema, das sehr boomt. Zudem richten sich einige Versicherungen auch bereits darauf aus, erste Infrastruktur-Investments zu machen. Da geht es dann um Fragen wie: Wie werden denn solche Investments risikotechnisch und unter Solvency II behandelt?

dpn: Frau Mahnert, Sie als Consultant: Wenn Sie Gespräche mit institutionellen Investoren führen,

mit welchen Themen und Herausforderungen werden Sie beim Thema Risikomanagement derzeit konfrontiert?

Sabine Mahnert: Wir helfen Kunden, ihre Kapitalanlage umzusetzen und diese laufend zu überwachen. Dazu gehört natürlich auch das Thema Risikomanagement. Zum Beispiel hatte mich neulich ein Kunde angesprochen und gefragt, wie man sich als Investor bei der Syrienkrise verhalten soll. Das ist ein Sachverhalt, der nicht ohne weiteres von Risikomodellen abgefangen wird.

dpn: Was haben Sie geantwortet?

Mahnert: Am Anfang einer abschließenden Bewertung und Entscheidung muss hier – und darüber werden wir uns nachher sicher noch intensiver unterhalten – eine Szenarioanalyse stehen. Die Syrienkrise ist für mich ein Ereignis, dessen Auswirkungen auf die Kapitalanlage eines Kunden vernünftigerweise anhand verschiedener Szenarien durchzuspielen ist. Zweck der Analyse ist festzustellen, wie sich das Portfolio in den jeweiligen Szenarien verhält, das heißt, ist es robust genug, um seinen Wert zu halten oder jedenfalls keine zu großen Verluste zu erleiden.

dpn: Herr Professor Wiedemann, was treibt Sie in diesem Zusammenhang momentan besonders um?

Professor Dr. Arnd Wiedemann: Zum Stichwort Risikomanagement denke ich besonders an zwei Dinge. Erstens: Leider ist für viele Beteiligte das Thema Risikomanagement immer noch negativ besetzt. Das sollte man versuchen zu ändern und schon terminologisch eher von Chancen- und Risikomanage-

„Risikomanagement ist immer noch zu negativ besetzt. Daher sollte man eher von Chancen- und Risikomanagement sprechen.“

Professor Dr. Arnd Wiedemann Universität Siegen

ment reden. Das setzt ein ganz anderes Signal. Zweitens: Ich würde den ganzen Themenkomplex inhaltlich erweitern und hierbei übergreifend von Risk Governance sprechen: Damit meine ich den verantwortlichen Umgang mit Risiken.

Mahnert: Unsere Definition von „Risiko“ ist das Verfehlen der Mission. Dabei verstehen wir unter „Mission“ das Erreichen aller langfristigen Ziele der betrieblichen Altersversorgung – und zwar auf der Aktiv- und der Passivseite. Dabei ist die Erfüllung der jeweiligen Kapitalanlageziele des Kunden eine sehr wichtige, aber nicht die einzige Komponente.

dpn: Herr Dr. Neumann, was kann Risikomanagement leisten und was nicht?



Martin Hellmich ist Professor für Financial Risk Management an der Frankfurt School of Finance & Management. Der 44-jährige Mathematiker betont den gesamtheitlichen Ansatz von Risikomanagement, das sogenannte „Macro Prudential Risk Management“. Einen Ansatz, bei dem es gleichwohl noch etliche Fragen zu beantworten gibt. Und zwar Fragen wie: An welchen systematischen externen Faktoren hängt eine Bank oder Versicherung? Oder: Welche Informationen stecken eigentlich in Vermögenspreisen und sind diese systematisch verzerrt? Diese Fragestellungen gelten für ihn übrigens auch für die regulatorischen Rahmenbedingungen.

Dr. Thorsten Neumann: Bevor ich diese Frage beantworte, lassen Sie mich zunächst Folgendes anmerken: Ich glaube, dass wir uns gegenwärtig in einem Umfeld bewegen, in dem Notwendigkeit und Bedeutung guten Risikomanagements deutlich höher sind als in der Vergangenheit. Als Gründe hierfür nenne ich das Niedrigzinsumfeld, die daraus resultierenden unsicheren Erträge, das den Investoren zur Verfügung stehende geringe Risikobudget sowie den andauernden Druck, ausreichend hohe Mindestrenditen zu erwirtschaften und den Deckungsgrad stetig zu verbessern. Die Möglichkeiten, das alles in ausreichendem Maße zu erreichen, sind durch das derzeitige Marktumfeld stark reduziert.

dpn: Welche Konsequenzen ziehen Sie daraus?

Neumann: Nach wie vor ist aus meiner Sicht großes Gewicht auf den weiteren Ausbau der Diversifikation zu legen. Es wird auch künftig wichtig sein, noch breiter zu diversifizieren. Zudem wird man sich die Frage stellen müssen, welche Möglichkeiten es gibt, die Diversifikation auch strukturell weiter zu verbessern – etwa durch einen Risk-Parity-Ansatz? Auch das aktivere Eingreifen in die Asset Allocation und das Zugrundelegen verschiedener Szenarien dürften fortan eine noch zentralere Rolle spielen.

dpn: Gibt es hierbei Gebiete, auf denen das Risikomanagement nicht ausreichend leistungsstark ist?

Neumann: Am Ende des Tages braucht man jenseits aller Diversifikations- und Steuerungsbemühungen eine Stop-Loss- oder Wertsicherungswelt, die in der Lage ist, Verluste final zu begrenzen, um eine absolute Verlustsicherheit für den Investor zu gewährleisten. Das, glaube ich, ist das Investment-Paradigma, das man im Großen und Ganzen sehen muss, und das von den einzelnen Investorentypen in unterschiedlich ausgeprägter Form gelebt und umgesetzt werden wird.

dpn: Herr Professor Wiedemann, in welchem Gesamtkontext und mit welcher Funktion sehen Sie Risiko- und Chancenmanagement?

Wiedemann: Die Antwort auf diese Frage hängt selbstverständlich davon ab, was man erreichen will. Den Ausgangspunkt bildet die Geschäftsstrategie, aus der die Risikostrategie abgeleitet wird. Wenn man jetzt über den Kapitalanlageprozess redet, beschränkt man sich gerne auf Risiken, die man gut messen kann. Alles andere wird erst einmal per Definition ausgeklammert. Sprich, alle politischen Risiken, alle ökologischen oder alle sozialen Risiken werden zuerst einmal rausgenommen. Damit engt man das Thema allerdings sehr ein. Wobei ich glaube, dass, jedenfalls seit der Fi-

„Es gibt beim Risikomanagement Szenarien, die kann man nicht vorhersagen und somit auch in keinem Modell erfassen.“

Sabine Mahnert Towers Watson

nanzmarktkrise, wieder eine Rückbesinnung darauf stattfindet, das Thema Risikomanagement neu und breiter zu justieren.

dpn: Geht man an das Thema Risikomanagement falsch heran?

Hellmich: Es gibt den klassischen „Micro Prudential Risk Management“-Ansatz. Das heißt: Man steuert die Organisation, die Bank, die Versicherung, das Vorsorgeunternehmen mit internen Methoden. Man misst die Risiken und aggregiert diese in einer Kennzahl, bei Banken wäre das der Value at Risk. Das ist im Wesentlichen ein auf die institutsspezifischen Zahlen ausgerichteter Prozess. Mittlerweile ist klar, dass man das Risiko des Instituts als ein Resultat von systematischen Finanzmarktfaktoren betrachten und sich dazu auf „Macro Prudential Risk Management“ fokussieren muss.

dpn: Welche Fragen müssen bei einem makroökonomischen Ansatz neu beantwortet werden?

Hellmich: Zu solchen Fragen gehören etwa: An welchen systematischen externen Faktoren hängt eine Bank oder Versicherung? Was passiert, wenn es zu allgemein gestressten Asset-Preisen kommt? Was passiert, wenn es zu Bewertungsproblematiken kommt? Was passiert, wenn diese auf die Bilanzen zurückschlagen und die Investoren anfangen, Verluste zu realisieren? Was passiert, wenn eine Vielzahl von Investoren nicht in der Lage ist, sich zu refinanzieren? Oder: Welche Informationen stecken eigentlich in Vermögenspreisen und sind diese systematisch verzerrt? Diese Fragestellungen gelten übrigens auch für die regulatorischen Rahmenbedingungen. Also etwa: Gibt es Wechselwirkungen zwischen Basel III und Solvency II? All das muss in eine entsprechende Risikobetrachtung einbezogen werden und kann mit den klassischen Modellen nicht gemessen werden.

dpn: Stimmen Sie diesen Aussagen zu, Frau Mahnert?

Mahnert: Ich glaube, dass es kaum möglich ist, insbesondere die regulatorischen Wechselwirkungen in den Modellen abzubilden. Deshalb ist auch der qualitative Aspekt von Risikomanagement sehr wichtig. Das heißt, das Qualitative ergänzt das Quantitative. Zur Vor-

gehensweise: Man muss die verschiedenen Risiken systematisch durchgehen und diese analysieren. Im Rahmen dieses Prozesses ist es wichtig, auch die Risiken zu berücksichtigen, die im momentanen Umfeld vielleicht als eher gering erscheinen, die sich aber, wenn sie eintreten, erheblich auswirken in dem Sinn, dass sie viel Geld kosten. Allein diese systematische „Risikoinventur“ kann eine Änderung des Risikobewusstseins schaffen. Manchmal ist der Weg – und das ist auch eine Botschaft – das Ziel.

Neumann: Ich denke, dass wir uns bei der Frage, ob das Risikomanagement bei der Kapitalanlage richtig angegangen wird, auf einem sehr guten Weg befinden. Denn die Investoren gehen zunehmend dazu über, Risikomanagement auch als Chancenmanagement zu begreifen. Das sind zwei Seiten einer Medaille. Auf der einen Seite steht die Ertragschance, auf der anderen Seite steht das Risiko. Und die Anlageentscheidung erfolgt am Ende des Tages unter Berücksichtigung beider Seiten diskretionär und obliegt letztendlich allein dem Investor. Gerade vor dem Hintergrund ist es eine gute und außerordentlich begrüßenswerte Entwicklung, dass der Entscheidungsprozess über Kapitalanlagen in den letzten Jahren sehr stark professionalisiert worden ist.

dpn: Gibt es für Sie Risiken, die absolut nicht erfassbar sind?

Mahnert: Ich habe ein Beispiel mitgebracht, aber nicht aus der Asset-Management-Welt. Bevor ich dazu komme, lassen Sie mich das Gegenbeispiel skizzieren: Kürzlich hatte doch die Deutsche Bahn in Mainz das Problem, dass der dortige Bahnhof teilweise geschlossen werden musste, weil zu viele Mitarbeiter gleichzeitig in Urlaub oder krank waren. Das ist ein Szenario, das hätte ein gutes Risikomodell unter Umständen prognostizieren können. Vielleicht wäre das zwar ein Fat Tail Event gewesen, aber das Szenario hätte sich mathematisch abbilden lassen.

dpn: Und Ihr Beispiel ließ sich nicht mathematisch abbilden?

Mahnert: Genau. Wir haben vor zwei Jahren eine Broschüre zum Thema Risikomanagement geschrieben, mit dem Titel „The wrong type of snow“. Hintergrund war folgender: Im Winter des Jahres 1991 brach das britische Bahnnetz zusammen, weil es zu heftig schneite. Und das, obwohl man auf viel Schnee eigentlich ausreichend vorbereitet war. Was führte dann doch zum Zusammenbruch des Systems? Es war der falsche Typus Schnee. Es war ein richtiger Pulverschnee. Man konnte mit diesem Schnee nicht umgehen und bekam diesen nicht von den Gleisen. Das war die Ursache des Problems. Es gibt also Szenarien, die kann man nicht vorhersehen und somit auch in keinem Modell erfassen.

dpn: Vielleicht hätte man in der Schweiz anrufen und um Rat fragen sollen. Die Schweizer haben mit Schnee jahrzehntelange Erfahrung.

Mahnert: Der „falsche Schneetypus“ war die offizielle Begründung des damals eingesetzten Untersuchungsausschusses. Ich wollte einfach den Punkt machen: Es



Dr. Thorsten Neumann ist Managing Director, Quant & Risk Management, bei Union Investment. Der 43 Jahre alte Vater von fünf Kindern vertritt beim Risikomanagement folgende Thesen: Institutionelle Investoren müssen noch mehr diversifizieren; das schließt die Suche nach neuen Asset-Klassen und nach neuen Risikoprämien mit ein. Sie müssen noch besser diversifizieren – zuzüglich der Integration von Ansätzen wie Risk Parity oder von Szenarioanalysen als Entscheidungsunterstützung –, sowie: Sie müssen die Asset Allocation noch dynamischer steuern. Zudem benötigen sie eine Wertsicherung, die Verluste absolut begrenzt.

gibt Fat Tail Events, die kann man prognostizieren. Aber es gibt auch Dinge, die liegen außerhalb der Vorstellungskraft.

Neumann: Ich finde das Beispiel gut, weil das für die Kapitalanlage genau die Ableitung gibt.

dpn: Welche Ableitung genau?

Neumann: Das nicht Vorhersehbare muss man durch einen Stop Loss in den Griff bekommen. Um in Ihrem Bild zu bleiben: Wenn der falsche Schnee fällt, muss man die Assets verkaufen. Koste es, was es wolle.

dpn: Koste es wirklich, was es wolle?

Mahnert: Man kann ein Portfolio robust bauen für eine Vielzahl an Eventualitäten. Aber wie gesagt, es gibt auch Risiken, die man vorher nicht erfasst hat, aber auf die man trotzdem vorbereitet sein muss. Hier benötigt man dann einen Hedge, einen absoluten Hedge, um wirklich eine Untergrenze ziehen zu können, damit man nicht alles verliert.

Neumann: Die Untergrenze muss irgendwo gezogen werden, verkaufen oder hedgen – egal.

dpn: Wir befinden uns momentan in einem New-Normal-Anlageumfeld. Welche Konsequenzen ziehen Sie daraus? Hat zum Beispiel die klassische Buy-and-Hold-Strategie ausgedient? Und was kann eine Lösung sein – dynamische Asset-Allocation-Konzepte oder wie würden Sie das beschreiben?

„Ein institutioneller Investor kommt im aktuellen Umfeld nicht umhin, seine Asset Allocation dynamisch und aktiv zu steuern.“

Dr. Thorsten Neumann Union Investment

Neumann: Ich bin der festen Überzeugung, dass es für einen institutionellen Investor im aktuellen Umfeld absolut zentral ist, eine klare langfristige Asset-Allocation-Strategie zu haben, die in der Lage ist, langfristige Marktrisikoprämien zu ernten. Dabei kommt man jedoch nicht umhin, diese dynamisch und aktiv zu steuern. Und zwar sehr viel intensiver und sehr viel radikaler, als man das in der Vergangenheit gewohnt war.

dpn: Frau Mahnert, Sie als Consultant, sehen Sie das genauso? Was propagieren Sie?

Mahnert: Ich sehe das ein bisschen differenzierter.

dpn: Wir hören.

Mahnert: Das Problem dabei ist, dass ich noch keine



Sabine Mahnert ist Senior Investment Consultant bei Towers Watson. Für die 44-jährige Mutter zweier Kinder ist der qualitative Aspekt von Risikomanagement sehr wichtig. Mahnert empfiehlt, eine Art Risikoinventur durchzuführen – sowohl auf der Aktiv-, als auch auf der Passivseite der Bilanz –, bei der die verschiedenen Risiken systematisch durchgegangen und analysiert werden. Im Rahmen dieses Prozesses sei es wichtig, speziell auch die Risiken zu berücksichtigen, die momentan zwar als gering erscheinen, aber, wenn sie eintreten, viel Geld kosten könnten. Auch hier sei der Weg das Ziel, lautet ihre Botschaft.

dynamischen Modelle gesehen habe, die wirklich funktionieren. Da kann eine „simple“ Rebalancing-Strategie immer noch die richtige sein, und das trotz potenziell hoher Verluste in einzelnen Jahren.

dpn: Was raten Sie?

Mahnert: Die Frage lautet wirklich: Ist der Investor in der Lage, Verluste zu verkraften? Wie lang ist sein Atem? Und in welcher Höhe kann er letztendlich Verluste verkraften? Deswegen ist es auch ratsam, Stop-Loss-Strategien einzubauen – wir nennen es auch Tail Risk Hedges –, die in der Lage sind, in einzelnen Jahren starke Verluste zu vermeiden oder auch extreme Szenarien zu begrenzen. Aber jetzt einfach nur zu versuchen, die Märkte irgendwie dynamisch zu timen, das ist für mich sehr fraglich, ob es funktioniert. Und vielleicht noch ein weiterer Punkt: Man sollte zwei Dinge nicht vermengen, und zwar zum einen die Risikosteuerung und zum anderen die Wertabsicherung. Das sind für mich zwei unterschiedliche Kompetenzen.

dpn: Herr Neumann, machen Sie die Gegenrede.

Neumann: Es gibt verschiedene Ebenen. Ich bin fest davon überzeugt, dass es jemanden braucht, der taktisch auf den Newsflow reagiert. Daneben braucht es jemanden, der verkürzt gesagt den großen Trend umsetzt, Stichwort Trend Investing zum Beispiel mit einer 200-Tage-Linie. Und Sie benötigen einen Experten, der mit einer dynamischen Portfolio-Absicherungsstrategie wie der Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI) die Wertabsicherung dahintersetzt. Das sind drei unabhängige Bausteine, die im Zusammenspiel für einen Investor letztlich zu einem guten Ergebnis führen.

Mahnert: Da bin ich bei Ihnen. Wenn es einen Manager gibt, der das kann: Fein! Dann kann ich auch einen Teil des Portfolios dahin allokalieren. Aber jetzt das gesamte Portfolio derart zu steuern, das würde ich nicht machen.

Hellmich: Die Anlagephilosophie eines institutionellen Investors hängt natürlich davon ab, um welche Art von Investor und um welche Asset-Klassen es sich handelt. Wenn ich mir einen durchschnittlichen deutschen Versicherer mit 35 Milliarden Euro Portfolio anschau, dann wird dieser sein Portfolio sicherlich nicht komplett mit einem Market-Timing-Ansatz steuern können. Aber es kann natürlich durchaus Sinn machen, etwa bei einem Core-Satellite-Ansatz, spezielle Mandate an Teams auszulagern, die einen dementsprechenden Track Record vorweisen, um dadurch potenzielle Alpha-Quellen zu erschließen.

Wiedemann: Ich glaube, ein wesentlicher Knackpunkt

und das zentrale Problem von momentanen Asset-Allocation-Strategien ist schlicht und ergreifend die stark angestiegene Volatilität im Markt. Ein Wertverlust von 20 Prozent ist schon rein mathematisch gesehen einfach etwas ganz anderes als ein Gewinn von 20 Prozent. Darauf gilt es Antworten zu finden.

Neumann: Genau, deswegen braucht man auch eine Dynamisierung in der Core-Satellite-Welt.

Hellmich: Eine gewisse Einschränkung muss man an der Stelle allerdings selbst bei einem Buy-and-Hold-Investor machen, einem grundsätzlich richtigen und zu begrüßenden Ansatz: Auch dieser Investor hat das Problem des schlecht gewählten Einstiegszeitpunkts. Nehmen Sie etwa die Versicherer. Leider hat es sich schon zu oft bewahrheitet, dass gerade bei den Versicherern die schlechte Performance schlicht und einfach das Resultat eines schlecht gewählten Einstiegszeitpunkts war. Leider ist man oft erst dann eingestiegen, als die Blase bereits da und der Markt überkauft war.

dpn: Ihre Aussage bezieht sich jetzt ausschließlich auf die Wahl von bestimmten Asset-Klassen?

Hellmich: Selbst beim Thema Zinsabsicherung ist das Timing oft falsch gewählt worden. Bedauerlicherweise haben gerade die Versicherungen ihre Zinsabsicherungen zeitweise immer erst dann vorgenommen, als die Volatilitäten schon wieder entsprechend hoch waren, weil die Zinsen schon runtergegangen sind.

Mahnert: Richtig. Jetzt könnte man auch argumentieren: Hätten die Versicherer beispielsweise Anfang des letzten Jahrzehnts ein ordentliches Risikomodell gehabt und wären sie in der Lage gewesen, ihre langfristigen Garantien auch richtig abzusichern, hätten sie die damalige Aktienentwicklung ganz locker verkraften können.

„Aber tatsächlich ist es so, dass mehrere Versicherer kurz davorstehen, noch in diesem Jahr Infrastruktur-Investments zu tätigen.“

Professor Martin Hellmich Frankfurt School of Finance & Management

Hellmich: Da gebe ich Ihnen auch Recht. Das stimmt. Ich habe Versicherungen bei sehr vielen Investments begleitet. Leider ist es ja meistens so, dass die Entscheidung, ein Investment in einer neuen Asset-Klasse in nennenswertem Umfang zu tätigen, bei Versicherungen eine sehr, sehr lange Zeit in Anspruch nimmt.

Mahnert: Deshalb ist eine Art statische oder Buy-and-Hold-Strategie, die wirklich ausgerichtet ist an den Verpflichtungen des Investors, vielleicht nicht die schlechteste aller Strategien.

dpn: Wie ist es um das Thema Diversifikation bestellt? Sollten institutionelle Investoren noch mehr diversifizieren, und gibt es einen Unterschied zwischen Diversifikation und Diversität?

Mahnert: Ich denke, das kann man gleichzeitig machen. Unter Diversifikation verstehe ich die Beimischung verschiedener Asset-Klassen. Aber innerhalb dieser Asset-Klassen – und traditionell denken wir ja immer noch in Asset-Klassen –, sollte man doch auch in anderen, in weiteren Kategorien denken, wie etwa in Risikoprämien, Renditequellen et cetera.

dpn: Auch in Ansätzen wie dem Risk-Parity-Ansatz?

Mahnert: Nicht nur Risk Parity. Beispielsweise haben Unternehmensanleihen verschiedene Renditequellen. Da ist die Zinskomponente, da ist der Credit Spread. Aber auch innerhalb des Credit Spreads hat man unterschiedliche Arten von Credit, beispielsweise Nachranganleihen et cetera. Das ist für mich Diversität: Der Versuch, die ganze Bandbreite der Möglichkeiten abzubilden. Aber auch die Beimischung verschiedener Manager-Stile. Das zählt alles zu Diversität. Diversität ist somit noch eine Steigerung von Diversifikation. Diversität muss aber nicht zwingend dynamisch sein.

dpn: Sie sprachen vorher die Erschließung neuer Asset-Klassen an. Welche neuen Asset-Klassen sehen Sie am Horizont?

Hellmich: „Neu“ ist in diesem Zusammenhang ein sehr großes Wort. Aber wie gesagt, ich kann mir das Thema Infrastruktur als sehr großes Anlagethema für Versicherer vorstellen.

dpn: Wie fortgeschritten würden Sie den Stand der beschriebenen Infrastruktur-Investitionen bei den Versicherern beschreiben?

Hellmich: Ich würde das jetzt so formulieren: Wir befinden uns auf ähnlichem Stand wie bei Aktien vor der Dotcom-Krise. Das heißt, etliche Versicherungen arbeiten gerade ihre To-do-Liste ab und bereiten die Prozesse vor, um in diese Asset-Klasse investieren zu können. Das kann durchaus ein bis zwei Jahre dauern, vielleicht auch noch länger. Das Problem hierbei habe ich bereits angesprochen: Bis dann letztendlich die Trades exekutiert werden können, kann eine Blasenbildung in diesem Bereich durchaus erreicht sein. Aber tatsächlich ist es derzeit so, dass mehrere Versicherungen kurz davorstehen, noch in diesem Jahr Investments zu tätigen.

dpn: Können Sie Namen nennen?

Hellmich: Das kann ich an dieser Stelle natürlich nicht. Aber die entsprechenden Kandidaten sind eigentlich recht gut bekannt. Zum einen sind da die ganz großen Versicherungen wie eine Allianz oder eine Ergo. Die machen es schon längst und sind in diesen Asset-Klassen bereits sehr gut aufgestellt. Zum anderen gibt es die mittelgroßen Versicherungen, die alle, betreffend die Assets under Management, zwischen 30 und 60 Milliarden Euro rangieren. Hier findet man sicher Kandidaten, die in Sachen Infrastruktur-Investment momentan aktiv werden.

dpn: Sehen Sie noch weitere neue Asset-Klassen am Horizont?

Mahnert: Ja. Senior Secured Loans als Ergänzung zu High-Yield-Anleihen. Insbesondere europäische Loans bieten momentan eine attraktive risikoadjustierte Rendite und tragen zur „Diversität“ des Portfolios bei. Wir sehen hier starkes Kundeninteresse. Eine Risiko-prämie, die noch relativ unentdeckt ist, da in Deutschland regulatorisch schwer umsetzbar, ist „Insurance“. Viele unserer britischen und niederländischen Kunden haben entsprechende Insurance-Strategien in ihren Portfolios. Das sind Manager, die kaufen und handeln mit Versicherungsinstrumenten, beispielsweise Cat Bonds. Das ist ein sehr limitierter Markt mit einer sehr begrenzten Kapazität. Aber viele steigen jetzt ein.

Neumann: Ich kann jetzt nichts komplett Neues nennen. Was ich momentan jedoch jenseits der Suche nach neuen Asset-Klassen beobachte, sind eine Konzentration auf das Thema Risikofaktoren und eine erhöhte Nachfrage nach alternativen Risikoprämien, sei es nun die Suche nach Vola-Prämien oder der Einsatz von Carry-, Momentum-, Value- oder anderen Strategien.

dpn: Schaffen es die Asset Manager auch, mit derartigen Strategien Mehrwert zu generieren?

Mahnert: Schwierige Frage. Wir betätigen uns auf dem Gebiet der Asset-Manager-Auswahl eher mit qualitativen und weniger mit quantitativen Kriterien. Das heißt, wir schauen nicht unbedingt nur auf die Track Records. Die Herausforderung besteht generell darin, Strategien zu erkennen, von denen man überzeugt ist, dass sie funktionieren, ohne dass man wirklich Erfahrungswerte hat. Dazu benötigt man eine sehr intensive Due Diligence. Wir haben die Erfahrung gemacht, dass genau das passiert, wovon wir gerade sprachen, wenn man sich nur auf die Track Records konzentriert: Man steigt zu spät ein. Deswegen muss es das Ziel sein, gleich von Anfang an das Potenzial der Strategie zu erfassen.

dpn: Sind Szenariotechniken der Schlüssel zum Erfolg?

Wiedemann: Ein wichtiger Nutzen, den Szenarioanalysen liefern können, sind zum einen deutlich bessere Kommunikationsmöglichkeiten. Zum anderen geht es um die Frage, wie man Kapitalanlagevoten, die ja Entscheidungen unter Unsicherheit sind, bestmöglich treffen kann. Als Vorgehensweise und Entscheidungshilfe bietet sich hier unter anderem die Minimum-Regret-Regel an, also die Regel des geringsten Bedauerns, etwas falsch gemacht zu haben. Summa summarum geht es erst einmal darum, Risiken zu vermeiden.

dpn: Wie beurteilen Sie die Szenariomodelle?

Mahnert: Das Problem eines Modells ist es immer, dass

man auf historische Daten und auf Prognosen zurückgreifen muss. Diese sind jedoch leider nicht immer valide, nicht immer wissenschaftlich erschlossen und auch nicht immer bewiesen. Zudem ist es zentral, ausreichend viele Szenarien zur Verfügung zu haben. Hierzu gehören auch Szenarien, die in der Vergangenheit noch nicht passiert sind, sowie Szenarien, die man sich nicht unbedingt vorstellen würde, die man

aber modellieren kann, beispielsweise mittels eines Szenariogenerators. Daneben – und hier geht es nicht um Religiösität – muss man im Asset Management auch gewisse Glaubensgrundsätze haben. Also glaubt man beispielsweise an aktives oder an passives Management? Oder dynamische Asset Allocation? Das ist bei der Szenarioanalyse nicht anders.

Neumann: Bei den verschiedenen Szenariotypen müssen wir aufpassen, worüber wir sprechen: Sprechen wir über wenige diskretionär-formulierte Szenarien, zum Beispiel ein Positiv-, ein Haupt- und ein Negativszenario? Oder sprechen wir über einen stochastischen Szenariogenerator? Grundsätzlich sehe ich in der Szenariowelt des ersten Typs das Problem, dass man diese „Szenario-Box“ nicht beliebig weit aufmachen kann.

dpn: Welche Konsequenz ziehen Sie daraus?

Neumann: Die Szenarioanalyse stellt für mich eine sehr sinnvolle Ergänzung dar, wenn man sich auf wenige überschaubare und handelbare Szenarien beschränkt, beispielsweise ein Positiv-, ein Haupt- und auch ein Negativszenario. Zudem halte ich es für durchaus sinnvoll, dazu noch die Fat-Tail-Welt zu

adressieren. Vor diesem Hintergrund sehe ich in der Szenarioanalyse eine hervorragende Technik, um die Entscheidungsfindung zu unterstützen und zu ergänzen. Das ist aber dann auch ausreichend. Der Grund ist ganz einfach: Für mich ist es zweifelhaft, ob man bei einer höheren Anzahl von Szenariomöglichkeiten automatisch am Ende des Tages zu einem besseren Entscheidungsverhalten kommt.

dpn: Wie viele Szenarien halten Sie denn für sinnvoll? Darüber hinaus: Stellt die Szenarioanalyse für Sie eine dynamische oder eine statische Betrachtung dar?

Wiedemann: Zuerst muss ich Frau Mahnert widersprechen: Entscheidungstheoretische Fundierung hat mit Glauben überhaupt nichts zu tun, sondern stellt für mich, und da stimme ich Herrn Neumann zu, eine sinnvolle Ergänzung für eine bessere Entscheidungsfindung und ein optimiertes Entscheidungsverhalten dar. Und Sie haben Recht: Eine sehr entscheidende Frage hierbei lautet natürlich, wie viel Szenario benötigt



Dr. Arnd Wiedemann ist Professor für Finanz- und Bankmanagement an der Universität Siegen. Der 51-jährige Vater zweier Kinder denkt beim Risikomanagement besonders an zwei Dinge. Erstens: Für viele Beteiligte sei das Thema Risikomanagement leider immer noch zu negativ besetzt. Das gelte es zu ändern, und zwar dahingehend, dass man versuchen sollte, terminologisch von Chancen- und Risikomanagement zu reden. Sowie zweitens: Wiedemann hält es für sehr sinnvoll, den Themenkomplex Risikomanagement zu erweitern und von Risk Governance zu sprechen, wobei er mit Risk Governance den verantwortlichen Umgang mit Risiken meint.



man überhaupt? Schlagend bei der Szenarioanalyse ist einfach die Komplexitätsreduktion.

dpn: Worin liegt für Sie ein weiterer Mehrwert?

Wiedemann: Der Mehrwert der Szenarioanalyse liegt meines Erachtens in der Ergänzung zur reinen kapitalmarktorientierten Sichtweise sowie in der Integration von politischen, ökologischen, Tail-Risk- und anderen Szenarien in die konkrete Allokationsentscheidung sowie die Asset Allocation. Es ist eigentlich der Missing Link zur prozessorientierten Integration des Gesamtkontextes.

Neumann: Ich glaube, der wesentliche Mehrwert der Szenarioanalyse ist die Integration und der stärkere Blick auf die Entscheidungstheorie. Dieser fehlt meines Erachtens etwas in der klassischen Anlagewelt und bedarf einer Ergänzung.

dpn: Gibt es da Fallstricke, die man beachten muss?

Neumann: Man darf es nicht zu komplex machen.

Wiedemann: Genau, die Gefahr der ganzen Geschichte besteht darin, dass man es übertreibt.

dpn: Können Sie quantifizieren, was Szenarioanalysen an Mehrwert generieren?

Wiedemann: Da bin ich immer vorsichtig. Grundsätzlich geht es hierbei um die Frage, ob sich ein Investor in der Strukturierung seines Anlageprozesses und in der Umsetzung der Anlageentscheidung unter Berücksichtigung der Szenarioanalyse bei der Umsetzung seiner Ziele besser fühlt als ohne die Berücksichtigung der Szenarioanalyse.

Mahnert: Ihre Frage würde zu der Frage passen, mit welchen Modellen die Investoren gute und mit welchen Modellen die Investoren weniger gute Erfahrungen

gemacht haben. Man kann eigentlich nur sagen: Beim Risikomanagement ist man Teil einer Evolution. Man macht eigentlich immer nur schlechte Erfahrungen. Es geschehen Ereignisse, die man vorher nicht gesehen hat. Danach passt man das Risikomodel an und hofft, dass man nach der Integration besser ausgerüstet ist. Man hat immer das Ziel, die Risiken besser in den Griff zu bekommen, und zwar qualitativ wie quantitativ. Das ausschließlich auf den Gesichtspunkt der Quantifizierung zu reduzieren, ist aus meiner Sicht schwierig.

Neumann: Der Mehrwert der Szenarioanalyse besteht darin, dass die Präferenzen und Anlageziele des Investors in einer Zielfunktion formuliert und konsequent mit den Bausteinen, die vorhanden sind, umgesetzt werden können.

dpn: Welche Punkte waren für Sie bei diesem Risikomanagement-Roundtable zentral?

Mahnert: Der Weg ist das Ziel – auch beim Risikomanagement. Warum? Auch das Erfassen von Risikoquellen, das Durchführen einer Risikoinventur kann allein schon einen Mehrwert generieren, streng nach dem Motto: Risikomanagement ist auch Risikovermeidung.

dpn: Welche Lehren ziehen Sie aus diesem Roundtable?

Wiedemann: Vier Lehren. Erstens: Beim Risikomanagement darf auf keinen Fall die zweite Seite der Medaille außer Acht gelassen werden, nämlich das Chancenmanagement. Zweitens: Bei der Szenarioanalyse sind der Prozess und die Integration des optimierten Entscheidungsverhaltens in den Allokationsprozess zentral. Drittens: Institutionelle Investoren sollten zum Stichwort Risikomanagement den verantwortlichen Umgang mit Risiken, die sogenannte Risk Governance, ganz oben auf ihre Agenda setzen. Und – last but not least – viertens: die sachgerechte Kommunikation der Risiken.

dpn: Herr Neumann, wie lautet Ihr Fazit?

Neumann: Mein Fazit lautet wie folgt: Wir müssen mehr diversifizieren; das schließt die Suche nach neuen Asset-Klassen und nach neuen Risikoprämien mit ein. Wir müssen besser diversifizieren; dies schließt die Integration von Ansätzen wie Risk Parity oder von Szenarioanalysen als Entscheidungsunterstützung in den Investment-Prozess mit ein. Wir müssen die Asset Allocation dynamischer steuern, sei es über eine aktivere Manager-Rolle oder über noch mechanistischere Ansätze. Und wir brauchen eine finale Wertsicherung für die Investoren – eine finale Wertsicherung, die Verluste absolut begrenzt.

dpn: Sehr geehrte Damen und Herren, vielen Dank für das offene und sehr konstruktive Gespräch. ■