

Risikomanagement – ein Wettbewerbsfaktor für institutionelle Investoren

CDO, REIT, Private Equity, Overlay, Derivate oder Hedgefonds: Die Liste solcher Abkürzungen und Fachwörter ließe sich fast beliebig fortsetzen. Nicht nur die Investmentbranche ist in den vergangenen Jahren um zahlreiche Begriffe reicher geworden. Auch für Investoren ist die Vielfalt der Anlageinstrumente erheblich gestiegen. Grundlage für diese neue Investmentwelt bilden das seit 2004 gültige Investmentrecht (InvModG) und die damit verbundene Derivate-Verordnung (DerivateV). Durch sie sind institutionellen Investoren neue Chancen entstanden, um ihre Kapitalanlagen gleich in mehrfacher Hinsicht effizienter zu machen: höhere Renditen zu erwirtschaften, Risiken besser zu erkennen und zu diversifizieren, sich unabhängiger von der Marktentwicklung klassischer Anlageklassen wie Aktien oder Renten zu machen und die Transaktionskosten zu reduzieren.

Verhaltenes Wachstum bei alternativen Investments

Doch was auf den ersten Blick so schön klingt, muss noch lange nicht im Handumdrehen Wirklichkeit werden. Und in der Tat tut sich die Branche – institutionelle Anleger, Kapitalanlagegesellschaften (KAG), Depotbanken, aber auch die Aufsicht – bisweilen schwer mit den neuen Möglichkeiten. Wurden beispielsweise Hedgefonds anfangs eine rosige Zukunft auf kurze Sicht prophezeit, fällt das Urteil inzwischen deutlich nüchterner aus. Statt der erhofften zweistelligen Milliardensummen ist bisher ein eher bescheidenes Volumen für die Produktanbieter zusammengekommen.

Diesen Eindruck bestätigen auch Zahlen der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin), etwa für die Versicherungswirtschaft: Die deutschen Versicherer hatten im ersten Quartal 2006 le-

diglich 0,2 Prozent ihrer Kapitalanlagen in der Assetklasse Private Equity investiert und 5,5 Prozent in strukturierten Produkten. Die Tendenz ist allerdings steigend, was auch Zahlen der Universal-Investment belegen. Aktuell haben deren Investoren bei Gesamtanlagen von 60 Milliarden Euro über 800 Millionen Euro in alternativen Investments angelegt.

Bis zum Jahresende ist mit einer Milliarde Euro zu rechnen. Ein weiterer Trend kommt bei den alternativen Investments hinzu: Institutionelle Investoren setzen bei ihrer Diversifikationsstrategie nicht nur auf einzelne Assetklassen, sondern wollen in ihren Spezialfonds ganz unterschiedliche alter-

native und strukturierte Anlageformen bündeln.

Kenzeichnend für die vergangenen zwei Jahre war somit ein Herantasten an eine „terra incognita“. Sowohl Investoren als auch KAGen mussten sich erst mit den Chancen und Risiken der neuen Möglichkeiten – technisch, inhaltlich, personell und prozedural – auseinandersetzen, ihre Bedeutung verstehen und Strukturen schaffen, diese Assetklassen richtig einzusetzen und zu beherrschen. Wenn bisher beispielsweise in Derivate investiert wurde, geschah dies eher in einfache Konstrukte wie Zinsfutures zur Absicherung. Komplexere Vehikel wie Credit Default Swaps oder Swaptions sind daher erst allmählich im Kommen.

Komplexere Derivate im Kommen

Dies wird auch durch ein Schlagwort untermauert, das die institutionelle Branche derzeit elektrisiert: „Portable Alpha“. Bei einer solchen Strategie versucht ein Investor, die Marktentwicklung über einen Börsenindex abzubilden (Beta-Performance) und die Outperformance (Alpha) über den Einsatz von Derivaten zu erzielen. In der Praxis ist dies allerdings nicht so einfach. Denn viele Spezial- oder Masterfonds institutioneller Investoren sind nicht so aufgebaut, dass sich eine Portable-Alpha-Strategie einfach so über das bestehende Portfolio überstülpen ließe.

Die Gründe für die bisher zögerliche Haltung sind vielfältig: Häufig werden von der Investmentbranche die regulatorischen Bedingungen moniert. So unterliegen beispielsweise Versorgungswerke, Versicherungen und Bausparkassen restriktiveren Anlagevorschriften als Unternehmen. In Anlageklassen wie spekulativen Derivatestrategien dürfen sie entweder gar nicht

Bernd Wagner, Geschäftsführer, Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Frankfurt am Main

Dass die verbesserten Rahmenbedingungen für institutionelle Anleger nicht in dem Maße genutzt werden, wie Optimisten sich das gedacht hatten, liegt nach Einschätzung des Autors längst nicht an restriktiven regulatorischen Anlagebestimmungen allein, sondern zum Teil auch an internen Restriktionen der Investoren beziehungsweise ihrer langsamen Anpassungsgeschwindigkeit an neue Marktentwicklungen und Rahmenbedingungen (siehe auch Beitrag Schindler). Als Grundbedingung für eine allmähliche Annäherung an die vorhandenen Möglichkeiten, etwa mit einem vermehrten Einsatz von komplexeren Derivaten, sieht er die ständige Verfeinerung des Risikomanagements wie sie auch die Aufsicht anstrebt und fördert. Als tragende Elemente einer umfassenden Messung und Steuerung aller Asset-Management-Risiken nennt er beispielsweise die Festlegung eines maximalen Verlustpotenzials, die Aufstellung eines Risikobudgets und Stresstests. (Red.)

oder nur in einem sehr eingeschränkten Maße investieren. Versicherungen verzichten sogar freiwillig in ihren Spezialfonds darauf, Hebelpapiere einzusetzen. Investitionen in Hedgefonds dürfen wiederum nur bis zu zehn Prozent eines Sondervermögens ausmachen. Rohstoffinvestments via Spezialfonds waren bis vor kurzem gänzlich tabu. Erst im Mai 2006 öffnete die BaFin diese Klasse für institutionelle Investoren. Nunmehr sind wenigstens Fondsinvestments in gängige Rohstoffindizes möglich.

Interne Anlagevorschriften

Doch die Zurückhaltung ist nicht nur auf externe Restriktionen zurückzuführen. Zusätzlich beruht die Enthaltensamkeit auch auf den internen Anlagevorschriften der Investoren, die deren Gremien erst allmählich anpassen. Schon haben große Versorgungswerke wie der BWV, die Pensionseinrichtung des privaten Bankgewerbes oder die Bayerische Versorgungskammer angekündigt, nach den ersten Erfahrungen mit alternativen Investments die Quoten für Hedgefonds, Private Equity & Co. sukzessive zu erhöhen. Die Gründe hierfür liegen auf der Hand. So legen Studien des Investmentberaters Watson Wyatt offen, dass die Pensionsverbindlichkeiten weltweit schneller steigen als die Pensionsvermögen. Und für Versicherer wird der Erfolg ihrer Kapitalanlagen sogar zur strategischen Wettbewerbskomponente im Kampf um die Kundschaft – angesichts gesunkener Garantiezinsen und verschlechterter steuerlicher Rahmenbedingungen für Kapitallebensversicherungen.

Diese Entwicklungen und die Schwäche der Kapitalmärkte zwingen institutionelle Investoren dazu, höhere Renditen zu erzielen. Hierfür eignen sich insbesondere Derivate. Ein Mehr an „Alpha“ ist aber gleichbedeutend mit dem bewussten Eingehen zusätzlicher Marktrisiken. Daher verlangen Gesetzgeber und Aufsicht von institutionellen Anlegern und ihren KAGen verstärkte Anstrengungen im Management dieser Risiken.

Fortgeschrittene Techniken des Risikomanagements erwünscht

Für die KAGen hat die Aufsicht die Ausgestaltung des Risikomanagements beim Einsatz von derivativen und strukturierten Produkten in der DerivateV detailliert be-

schrieben. Demnach muss eine KAG für Sondervermögen, die sie verwaltet und in denen Derivate enthalten sind, über ein Risikomanagement-System verfügen. Die Risiken des Sondervermögens müssen dabei mittels hinreichend fortgeschrittener Risikomanagement-Techniken fortlaufend erfasst, gemessen und gesteuert werden. Zu beachten sind dabei sowohl die Risikoprofile, vor allem das Markt- und Kreditrisiko (Emittenten-/Kontrahentenrisiko) der einzelnen Vermögensgegenstände, als auch das vollständige Risikoprofil des gesamten Sondervermögens.

Ende 2005 präzisierte die BaFin diese Regelungen nochmals und veröffentlichte die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ für Kreditinstitute – und damit auch für die KAGen relevant. Die Aufsicht sieht demnach ihre neuerlichen Vorgaben als „einen flexiblen und praxisnahen Rahmen für die Ausgestaltung des Risikomanagements in den Kreditinstituten“ auf der Grundlage des Kreditwesengesetzes. Das Risikomanagement umfasst entsprechend „die Festlegung angemessener Strategien sowie die Einrichtung angemessener interner Kontrollverfahren“, die „aus dem internen Kontrollsystem und der Internen Revision“ bestehen. Das interne Kontrollsystem beinhaltet „insbesondere Regelungen zur Aufbau- und Ablauforganisation und Prozesse zur Identifizierung, Beurteilung, Steuerung, Überwachung sowie Kommunikation der Risiken (Risikosteuerungs- und Controlling-Prozesse)“.

So weit die aufsichtsrechtlichen Vorgaben: Ein professionelles Risikomanagement beginnt allerdings schon früher und ist weiter gefasst. Zunächst setzt Risikomanagement die Definition voraus, was ein Investor als das für ihn maximale Verlustpotenzial erachtet. Im Anschluss daran sollten sich der Investor und seine KAG dann bei der Mandatsaufgabe darüber klar sein, welche strategischen Risikofaktoren in das Portfolio gehören.

Neben den grundsätzlichen Markt-, Kredit- und operationellen Risiken birgt der Einsatz von Derivaten weitere Risiken: Neue Unsicherheiten, wie am Beispiel der Rohstoffe als eigener Assetklasse deutlich wird, oder Risiken, die den Derivaten immanent sind, wie der Totalverlust oder – im Extremfall – sogar noch darüber hinausgehend. Erst danach beginnt die Allokation über verschiedene Assetklassen hinweg –

einschließlich der Auswahl der taktischen Mittel zur feineren Risikosteuerung wie Overlay-Management beziehungsweise Wertsicherungskonzepte.

Risikobudgets im Blickfeld

Neben diesen Faktoren kommen noch weitere Elemente hinzu, die Einfluss auf das Risikomanagement in einer immer komplexeren Anlagewelt nehmen. Dazu zählen Asset-Liability-Studien (Abgleich der Kapitalverpflichtungen mit den Erträgen der Kapitalanlagen) sowie Risikobudgets, die Investoren ihren KAGen vorgeben. Bisher spielten diese Budgets nur eine untergeordnete Rolle. Im Vordergrund stand in erster Linie die bloße Kapitalvergabe an den Asset Manager. Mit einem professionellen Risikomanagement rückt jedoch das Risikobudget, aus dem der Asset Manager schöpfen kann, stärker ins Blickfeld.

Dieser Umstand löst auch das eher traditionelle Verständnis der Investoren ab, wie sie Risiken streuen. Derzeit reduzieren institutionelle Investoren ihre Risiken noch sehr stark über Mischungsrestriktionen. So darf zum Beispiel ein Spezialfonds nur fünf Prozent seiner Mittel in Papieren eines Emittenten, etwa Aktien von Daimler-Chrysler, halten. Oder es bestehen Restriktionen für bestimmte Anlageklassen, etwa bei Versicherungen die Investitionsquote von maximal zehn Prozent in Hedgefonds. Womit deutlich wird: Nicht die Risiken im eigentlichen Sinne werden miteinander in Bezug gesetzt, sondern lediglich die verschiedenen Assetklassen gemischt, um das Risiko zu streuen.

Mit dem Einsatz von Derivaten ändert sich jedoch diese Verhaltensweise. Denn Investoren werden dazu übergehen, stärker mit Risikokennziffern wie „Value-at-Risk“ (VaR) zu arbeiten. Dahinter verbirgt sich ein vorwärts gerichtetes Risikomaß (VaR 99/10), das angibt, zu welchem Prozentsatz (99 Prozent) der Verlust in den nächsten zehn Tagen den angegebenen VaR-Wert nicht überschreiten wird. Anhand dieser Kennzahl lässt sich das Risikobudget effizienter steuern als bisher. Diese zukunftsgerichtete VaR-Variante setzt sich nicht nur wegen der DerivateV immer stärker durch. Bisher maß VaR lediglich das Risiko auf Basis historischer Spezialfondspreise (ex-post), was aber keine dynamische Szenariorechnung erlaubte. Mittels einer Ex-ante-Betrachtung entsteht nun eine

Managementkennzahl für die taktische, risikoadjustierte Allokation der Kapitalanlagen. Diese kann wiederum über den Einsatz von Derivaten gesteuert werden.

Stresstests und Szenario-Analysen als Bedingung

Um diese Services anzubieten, haben viele KAGen ihre Risikomanagement-Systeme technisch und personell entweder schon massiv ausgebaut oder beschäftigen sich gerade damit. So arbeitet etwa Universal-Investment mit dem System von Risk-Metrics zusammen, das beispielsweise Investmentbanken schon seit längerem nutzen. Die bereitgestellten Daten und Preismodelle ermöglichen eine tägliche Berechnung verschiedenster Risikokennzahlen (VaR 99/10, Sensitivitäten und Szenario-Analysen) auf Positionsebene, sowohl für allgemeine als auch spezifische Marktrisikofaktoren. Damit werden alle Anforderungen der DerivateV an den so genannten qualifizierten Ansatz erfüllt – einschließlich der Stresstests und der Simulation von Marktbewegungen.

Denn zusätzlich verpflichtet die DerivateV eine KAG, für jedes Sondervermögen eines institutionellen Kunden geeignete Stresstests zu definieren und mindestens monatlich durchzuführen. Sinn und Zweck ist es, zusätzliche potenzielle Risiken kontinuierlich zu beobachten, die das eingesetzte Risikomodell nicht berücksichtigen kann. Mit Hilfe von Stresstests kann der potenzielle Verlust eines Sondervermögens im Falle extremer Marktsituationen oder -veränderungen berechnet werden.

Eingeschränkte eigene Ressourcen

Aber ein umfassendes Risikomanagement-System sollte über eine allein fondsbezogene Betrachtung hinausgehen. Verfügt die KAG über eine moderne IT-Infrastruktur mit umfangreichem Data Warehouse, kann sie auch die Direktanlagen eines institutionellen Anlegers in die Messung und Steuerung der Asset-Management-Risiken einbeziehen. Direktanlagen wie Aktien, Private Equity, Derivate, Rohstoffe oder Immobilien werden dabei als „virtuelle Fonds“ in die tägliche Berechnung von VaR, Sensitivitäten und Szenarioanalysen integriert. Entsprechend sollte sich auch das Reporting nicht nur auf die Spezialfonds eines institutionellen Investors beschränken, sondern alle Assetklassen inklusive der Direktanla-

gen einbeziehen und sie in Korrelation zu den anderen Assetklassen setzen.

Die Zusammenarbeit mit einer Master-KAG kann Kunden weitere wertvolle Dienstleistungen im Zusammenhang mit Derivaten ermöglichen. Dazu gehören Wertsicherungskonzepte beziehungsweise ein Overlay-Management. Gerade ein Master- beziehungsweise Segmentfonds bietet sich beispielsweise als Grundlage für Overlay-Wertsicherungsstrategien an. Die Gesamtrisikoposition kann damit zentral gesteuert werden. Bei der Aggregation der Risiken wird die Korrelation zwischen den Assets berücksichtigt.

Zudem ist jederzeit die Adjustierung der Risikoparameter möglich. Die einzelnen Asset Manager werden nicht in ihrem Investment-Ansatz beeinflusst, so dass eine eindeutige Performance-Attribution möglich ist. Das Wertsicherungs-Overlay kann als statische Wertsicherung mit Futures beziehungsweise Optionen oder als dynamische Variante mittels Constant Proportion Portfolio Insurance (CPPI), Time Invariant Portfolio Protection (TIPP) beziehungsweise Value-at-Risk umgesetzt werden.

Mit CPPI wird der Grad der Investition in Anlageobjekten wie Aktien dynamisch so gesteuert, dass beim Eintreten des größten anzunehmenden VaR, der mit einem vorgegebenen Konfidenzniveau nicht überschritten wird, der Wert des Portfolios am Ende des Absicherungszeitraums noch oberhalb der vom Investor vorgegebenen Mindestgrenze liegt. Das TIPP-Modell ist wiederum eine Gewinn sichernde Erweiterung des CPPI-Ansatzes.

Vielen institutionellen Anlegern stehen aber oft nur eingeschränkte eigene Ressourcen zur Verfügung, um ein qualifiziertes Risikomanagement zu etablieren. Insbesondere durch den Einsatz von Derivaten und alternativen Investments wird dieses Manko offenbar. Die Kooperation mit einer Master-KAG hilft nicht nur, diese offene Flanke zu schließen. Sie bietet Mehrwerte – technisch wie personell: „Seek experience: Risk is measured and managed by people, not mathematical models!“ – wie eine der „Neun Goldenen Regeln“ von Risk-Metrics für eine erfolgreiche Risikostrategie besagt. So gerüstet, kann der Einsatz der neuen Anlagemöglichkeiten zur Erfolgsgeschichte für institutionelle Investoren werden.