



 Union  
Investment

Edition Risikomanagement 5.5

## **Roundtable – Risikomanagement**

Sonderdruck aus „dpm – Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten“,  
Oktober/November 2010



Nachdruck aus „dpn – Deutsche Pensions- & Investmentnachrichten“, Oktober/November 2010

# Vorwort

Sehr geehrte Damen und Herren,

in der Oktober/November-Ausgabe von *dpn – deutsche pensions- & investment nachrichten* erschien ein Bericht über einen von Union Investment unterstützten Roundtable zum Thema Risikomanagement. Diesen lesenswerten Bericht möchten wir Ihnen im Rahmen der Edition Risikomanagement zur Verfügung stellen.

Unter der Moderation von Maik Rodewald (Financial Times) wurden aktuelle Fragestellungen zum Thema Risikomanagement in der Kapitalanlage diskutiert: „Wie definiert man Risiko?“, „Welche Risiken werden erst jetzt in Risikomodellen integriert?“, „Einsatz von Stress-Tests in der Kapitalanlage“, „Nutzung von Absolute Return Strategien sowie Wertsicherungssystemen“. Mit Prof. Dr. Thorsten Poddig (Universität Bremen), Dieter Schorr (ZF Friedrichshafen AG), Axel Breuer (R+V Versicherungsgruppe), Walter Kollbach (Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes der Deutschen Volks- und Raiffeisenbanken), Dr. Stefan Tölg (Wave Management) sowie Thomas Bossert (Union Investment) waren Vertreter aus Wissenschaft und Praxis versammelt.

Ich wünsche Ihnen eine anregende Lektüre!



Alexander Schindler  
Mitglied des Vorstands, Union Asset Management Holding AG



# Roundtable

Risikomanagement/Wertsicherung



## SPONSOR



## TEILNEHMER

- 1 Prof. Dr. Thorsten Poddig** Lehrstuhlinhaber ABWL, insbes. Finanzwirtschaft, Universität Bremen
- 2 Dieter Schorr** Leiter Vermögensverwaltung Corporate Finance, ZF Friedrichshafen AG
- 3 Axel Breuer** Abteilungsleiter Portfoliomanagement Wertpapiere, R+V Versicherungsgruppe
- 4 Maik Rodewald** Financial Times (Moderator)
- 5 Walter Kollbach** Bereichsleiter, Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes der Deutschen Volksbanken und Raiffeisenbanken
- 6 Dr. Stefan Tölg** Mitglied des Vorstands, Wave Management
- 7 Thomas Bossert** Geschäftsführer, Union Investment Institutional



Alle Fotos:  
Norbert Bretschneider · CONCEPTDESIGN



**dpn:** Herzlich willkommen, meine Herren, wir sprechen heute über Risikomanagement. Wie definieren Sie Risiko?

**Schorr:** Grundsätzlich verstehe ich unter Risiko die Möglichkeit, ein Ziel nicht zu erreichen. Je ambitionierter das Ziel ist, desto höher ist auch die Wahrscheinlichkeit, dass ich es eventuell verfehle. Im Asset Management bedeutet dies aber nicht, dass wir uns halberzige Ziele setzen und mit dem Euribor zufrieden sind. Auch wir bei der ZF Friedrichshafen AG suchen natürlich nach einem Mehrertrag. Die Hauptaufgabe des Risikomanagements ist zu schauen, was die Möglichkeit treibt, das Ziel nicht zu erreichen. Da würde ich mich nicht gerne auf eine Risikoart beschränken wollen. Das Besondere ist, dass wir viele Risiken beachten müssen: Adressausfallrisiken, Liquiditätsrisiken, Zinsrisiken, Marktpreisrisiken aller Art, operative Risiken und so weiter. Wichtig ist nicht eine bestimmte Risikoart. Wichtig ist, dass man nicht eine vergisst.

„WICHTIG IST, DASS RISIKEN AUCH VERSTANDEN UND NICHT NUR ÜBER IRGENDWELCHE MODELLE GESCHÄTZT WERDEN.“ **Thomas Bossert**

**Tölg:** Risiko ist aus der Sicht eines Versicherers zunächst einmal ein bilanzielles Risiko: die Erträge, die man erwartet, nicht zu erreichen. Im Grunde genommen steuern wir in starkem Maße Abschreibungs- und Ausfallrisiken – das, was sich in der Gewinn- und Verlustrechnung niederschlägt. Bei der Lebensversicherung gibt es jährlich zu erfüllende Zinsgarantien. Auch in der Kompositversicherung ist das Kapitalanlageergebnis ein ganz entscheidender Ergebnisfaktor.

**Bossert:** Als Asset Manager kann ich es mir da relativ einfach machen: Risiko ist immer das, was der Kunde uns als Risiko vorgibt. Entweder sind es absolute Verluste oder aber relative Größen: zum Beispiel Tracking Error, absoluter Verlust oder – bei Berücksichtigung einer Verpflichtungsseite – dass der Deckungsgrad wächst.

Wichtig ist dabei immer, dass die Risiken auch verstanden und nicht nur über irgendwelche Modelle geschätzt werden.

**Breuer:** Ich verstehe Risiko mehr als die andere Seite der Medaille. Jedes Risiko beinhaltet auch eine Chance. Ich sehe mir deshalb ganz gerne beide Seiten der Medaille an. Das Risiko muss man dann entsprechend bewerten und überlegen, ob man es eingehen will oder nicht. Das Hauptrisiko ist der auf Dauer garantierte Zins, den wir als Versicherer erwirtschaften müssen. Alle anderen Risiken sind Tagesgeschäft und dementsprechend zu managen.

**Kollbach:** Ich bin beim Bundesverband der Deutschen Volks- und Raiffeisenbanken zuständig für die Sicherungseinrichtung. Die Probleme, mit denen die anderen

hier am Tisch zu kämpfen haben, beschäftigen uns ebenfalls, weil auch wir Geld in der Kasse haben. Daneben müssen wir aber mit einem Risiko umgehen, das vermutlich kein Versicherer handhaben könnte: Wir tragen die Risiken der Genossenschaftsbanken, die ihre Bilanz nicht mehr darstellen können. Dieses System der Institutssicherung funktioniert bereits seit über 70 Jahren. In dieser Zeit hat es keine Pleite bei den angeschlossenen Banken gegeben. Das Geschäftsrisiko ist beachtlich, weil die Finanzierung des Systems über Beiträge erfolgt, die natürlich limitiert sind.

**dpn:** Herr Poddig, was halten Sie als Akademiker von diesen Definitionen?

**Poddig:** Der Begriff des Risikos ist auch in der akademischen Welt nicht einheitlich definiert. Es gibt mindestens drei sinnvolle Konzepte. Beim klassischen Risikobegriff aus der Entscheidungstheorie bedeutet Risiko „Unsicherheit über die Zukunft“. Das beinhaltet Chance und Risiko. Das zweite Konzept ist ein ausfallorientierter Risikobegriff: Man hat eine bestimmte Marke, zum Beispiel eine Zielrendite. Ihr Risiko ist, diese nicht zu erreichen. Das dritte ist eine Sensitivität, die Sie gegenüber einem Risikofaktor haben. Wenn Sie in Anleihen, Aktien, Hedgefonds oder Windkrafttrader investieren, dann haben Sie jeweils ein bestimmtes Exposure gegenüber treibenden Risikofaktoren. Diese Sensitivität kann man auch als Risiko definieren. Es ist eine Frage der Zweckmäßigkeit, welchen Risikobegriff Sie verwenden. Es gibt keine dogmatische Festlegung.

**dpn:** Welche Risiken, die erst in den vergangenen zwei oder drei Jahren auftraten, werden jetzt systematisch in die Risikomodelle eingearbeitet?

**Bossert:** Beim Liquiditätsrisiko sind wir heute nicht weiter als vor zwei Jahren. Ich habe zwischenzeitlich den einen oder anderen Ansatz dafür gesehen, aber nichts, was uns in der Praxis wesentlich weiterhilft.

**Schorr:** Aus meiner Sicht traten in den vergangenen zwei, drei Jahren keine neuen Risiken auf, weil es Liquiditätsrisiken, Emissionsrisiken oder auch systemische

Risiken im Bankensektor schon immer gab. Nur haben deren praktische Ausprägung und Folgen eine neue Dimension erreicht. Insofern haben wir nicht neue Risikoarten in unser Risikomanagement aufgenommen, sondern die Sensibilität für Risiken hat sich erhöht.

**Tölg:** Es war das Ausmaß, das in der Krise überraschte. Wer hat schon damit gerechnet, dass Interbankenmarkt und Geldhandel zusammenbrechen und über eine längere Zeit nicht mehr funktionieren? Das Grundvertrauen in die Banken ist dadurch in einem bisher unbekanntem Ausmaß erschüttert worden.

**Kollbach:** Letztendlich hängt es vom Vertrauen ab, ob Banken Liquidität bekommen oder eben auch nicht. Es ist aber wahrscheinlich schwierig, dieses Vertrauensrisiko in Modellen abzubilden.

**Breuer:** Wenn wir in der Lage wären, die Wirklichkeit mit Modellen komplett abzubilden, dann würden wir nicht mehr gebraucht werden. Dann wären wir schon längst durch einen Computer ersetzt worden. Alle Modelle sind nur so gut wie der Input – und es gibt eine Menge Risiken, die nicht greifbar sind.

**Bossert:** Ich sehe außerdem ein grundsätzliches Problem: Wenn Sie alle möglichen Risikofaktoren mit einer hohen Wahrscheinlichkeit gewichten, sind Sie irgendwann an einem Punkt, wo Sie nichts mehr machen können und beim risikolosen Zins landen.

**Poddig:** Derzeit werden Asset-based Style-Faktoren in die Modelle eingearbeitet. Das sind Faktoren, die das Risiko aus dynamischen Handelsstrategien abbilden, wie sie zum Beispiel Hedgefonds fahren. Auch das Verhalten der Fonds mit Wertsicherungssteuerung lässt sich durch solche ABS-Faktoren ...

**Bossert:** ... das ist ja eine heiße Abkürzung: ABS ...

(Lachen in der Runde)

**Poddig:** ... sehr gut abbilden. Deshalb werden diese Faktoren bei der Analyse und Steuerung von Portfolios künftig sicherlich zu berücksichtigen sein. Sie bringen aber gleichzeitig auch neue Herausforderungen an die Modellierung mit sich. Im Unterschied zu traditionellen Faktoren sind sie nicht so leicht zu beobachten. Man muss sie zunächst etwas aufwändig konstruieren, um sie messbar

„MAN MUSS ZUSEHEN, DASS MAN AUF BASIS DER VERGANGENHEITSDATEN EINIGERMASSEN AUF DIE ZUKUNFT VORBEREITET IST.“

Walter Kollbach



Walter Kollbach ist als Bereichsleiter für die Sicherungseinrichtung des Bundesverbandes der Volksbanken und Raiffeisenbanken (BVR) zuständig – und damit für die Anlage von knapp drei Milliarden Euro. Die auch bei vorhandenen Risikomanagement-Systemen unvermeidbare Restunsicherheit der Zukunft dürfe nicht dazu führen, dass man in der Anlage immer vorsichtiger werde, warnt der 63-jährige Wirtschaftsprüfer. Sonst falle das Anlageergebnis zu niedrig aus. Auch eine Steuerung allein auf Jahrsicht kommt für ihn deshalb nicht in Frage.

zu machen. Ansonsten ist meiner Meinung nach die entscheidende Frage eher die, ob man die bereits bekannten Risikofaktoren in seinen Modellen auch tatsächlich abgebildet hat oder nicht.

**dpn: Wie machen Sie das in der Praxis, Herr Kollbach. Setzen Sie Stress-tests ein?**

**Kollbach:** Ja, natürlich. Man muss zusehen, dass man auf Basis der Vergangenheitsdaten einigermaßen auf die Zukunft vorbereitet ist. Auf der anderen Seite wird aber die Restunsicherheit der Zukunft allein dadurch nicht rechenbar gemacht. Und wenn man in der Anlage immer vorsichtiger wird, bleibt am Ende nichts mehr übrig. Das ist das Kernproblem.

**Breuer:** Modelle sind Hilfsmittel. Dieses Hilfsmittel sollte möglichst gut gepflegt werden, um mit der Schnelligkeit der Märkte mithalten zu können, so dass wir früher erkennen, wenn sich etwas zusammenbraut. Aber dies entbindet uns nicht davon, selbst eine Entscheidung zu treffen ...

**Kollbach:** ... genau! ...

**Breuer:** ... und diese Entscheidung müssen immer noch Menschen treffen, die nach gewissen Risikobildern handeln, die sie zu den Märkten haben und zu ihren Möglichkeiten innerhalb ihres Unternehmens.

**Bossert:** Ja! Man muss bewusst die Entscheidung treffen: Dieses Risiko nehme ich – zumindest heute. Ob ich es morgen wieder nehme, weiß ich nicht. Aber heute nehme ich es. Ansonsten laufe ich Gefahr, dass am Ende der risikolose Zins herauskommt. Eine solche Entscheidung ist natürlich immer unbequem. Aber sie ist notwendig.

**Breuer:** Richtig!

**Schorr:** Und sie bedeutet, dass Sicherheit nicht über allem steht, sondern Risiken eingegangen werden müssen. Natürlich achten Anleger stark auf die Sicherheit, aber das magische Dreieck besteht aus Rendite, Liquidität und Sicherheit. Ich würde ein Viereck daraus machen mit „Nachhaltigkeit“ und noch einen Kreis herumziehen mit „Transparenz“. Wir nehmen zum Beispiel kein Intransparenzrisiko und kaufen deshalb keine für uns undurchsichtigen komplexen Produkte, die wir nicht verstehen. Als langfristiger Anleger können Sie aber zum Beispiel durchaus Liquiditätsrisiken nehmen. Aber dann erwarten wir auch eine adäquate Risikoprämie.

**dpn: Viele Anleger müssen aber bilanzieren und auf den 31. Dezember achten.**

**Schorr:** Auch wir haben als Nebenbedingung die Jah-

resbrille auf. Unsere Assets sind alle bilanziert und unser Konzernabschluss wird gemäß IFRS aufgestellt.

**Kollbach:** Wenn man die Jahresbrille allein als Steuerung nehmen würde, würde man am Ende versagen.

**Tölg:** Das ist immer ein Spagat. Ein Versicherer muss natürlich auch diese Jahresbrille aufhaben. Aber ich kann nicht einjährig steuern. Ich bin Langfristanleger. Bei manchen Papieren werde ich die Fälligkeit während meiner Berufstätigkeit nicht mehr erleben. Das macht dieses Spannungsfeld aus. Es ist schwieriger geworden, sich für so lange Zeit zu binden. Auf der anderen Seite muss ich es tun, denn die Verpflichtungen sind lang laufend und ich muss einen Mindestzins erwirtschaften. Da stellt sich die Frage: Wem traue ich zu, dass er mir das Geld in 30 Jahren wieder zurückzahlt? Für einen großen Teil der Bilanz brauche ich deshalb ein hohes Maß an Sicherheit. Mit einem kleineren Teil bin ich eher taktischer unterwegs und steuere ihn nach kurzfristigen Risikomaßen wie etwa dem Value-at-Risk.

**dpn: Welche Aufgaben haben Risikomodelle aus Ihrer Sicht, Herr Poddig?**

**Poddig:** Asset Management ist wie das Fahren durch den Nebel. Ein Risikomodel hilft bei der Frage: Was könnte hinter der Nebelwand sein? Steht da vielleicht ein LKW? Liegt da vielleicht Laub auf der Straße? Die Entscheidung, wie schnell Sie durch den Nebel fahren, ist Ihre eigene – und das ist eine politische Entscheidung. Aber selbst wenn Sie sich entschieden haben, mit 180 Stundenkilometer durch den Nebel zu fahren, und dort taucht ein LKW auf, dann macht es einen Unterschied, ob das Risikomodel Sie davor gewarnt hat, dass da vielleicht ein LKW stehen könnte, oder ob dieser völlig überraschend auftaucht. Es ist die Verantwortung eines guten Risikomanagements, dass Systeme vorhanden sind, die Ihnen möglichst präzise sagen, womit Sie im Nebel rechnen müssen – und dabei dürfen Sie dann nichts vergessen.

**dpn: Welche Risiken vergessen Investoren denn gerne?**

**Poddig:** Als man Mitte der 1990er Jahre sehr enthusiastisch mit Hedgefonds unterwegs war, hatte man die Event-Risiken nicht auf dem Schirm. Das war der LKW, an den man nicht gedacht hatte und der auf einmal dort im Nebel stand. Und auf den ist man dann draufgebrettert.

„ASSET MANAGEMENT IST WIE DAS FAHREN DURCH DEN NEBEL. EIN RISIKOMODELL HILFT BEI DER FRAGE: WAS KÖNNTE HINTER DER NEBELWAND SEIN?“ **Thorsten Poddig**



Als Professor für Wirtschaftswissenschaft an der Universität Bremen forscht Thorsten Poddig an neuen Entwicklungen im Risikomanagement – etwa den Asset-based Style-Faktoren. Doch wenn es um die Veranschaulichung seiner Risiko-Definition geht, greift der 49-jährige gebürtige Bremer, der auch Informatik studiert hat, auf die Erfahrungen der Bremer Kaufleute in der Hansezeit zurück. Die wussten nämlich damals schon, dass Chance und Risiko eng miteinander verbunden sind. Ihr Motto: „Buten un binnen – wagen un winnen.“

**Schorr:** Und welches Risikomesssystem hat gezeigt, dass dort ein LKW steht?

**Poddig:** Es ging zunächst einmal darum zu klären, ob es überhaupt Sinn macht, sich mit diesen Dingen auseinanderzusetzen. Die Arbeit daran ist „Work in Progress“. Deshalb sind wir da auch gemeinsam aufgefordert, beständig an diesen Modellen weiterzuarbeiten. Obsolet sind sie deswegen nicht.

**Breuer:** Ich sehe eine große neue Gefahr: Immer mehr regulierende Behörden sind der Auffassung, dass Risiko steuerbar ist und dass man durch Vorgaben Risiken vermeiden kann – indem man zum Beispiel eine Unterlegung mit Eigenkapital verlangt. Wir sehen das jetzt bei Basel III und wir werden es auch bei Solvency II sehen. Die Versicherungen werden nicht von heute auf morgen sagen: Es gibt jetzt nur noch den risikolosen Zins. Aber man muss sich die Frage stellen, ob man auf Dauer vermeiden kann, dass es nur noch den risikolosen Zins gibt.

**Poddig:** Da würde ich gerne die Regulatoren in Schutz nehmen. Die Branche muss offen und ehrlich zugeben, dass sie eine solche Reaktion auch ein bisschen provoziert hat. Jetzt sagen die Regulatoren: „Ihr habt das anscheinend mit Ver-

nunft und Sachverstand nicht hinbekommen. Deswegen müssen wir Euch in irgendeiner Form regulieren, damit das Ganze nicht wieder vorkommt.“

**Kollbach:** Die Regulation gibt es ja bereits – zum Beispiel, wenn ich bei einer AAA-Verbriefung 100 Euro Anlagevolumen mit 57 Cent Eigenkapital unterlegen muss. Da muss sich der Regulator vielleicht korrigieren. Aber dann kann er nicht den anderen die Schuld dafür geben.

**Poddig:** Der Regulator kann aber immer nur reaktiv eingreifen. Er rennt ja mit seinen Maßnahmen immer der Innovationskraft der Branche hinterher.

**Breuer:** Es geht gar nicht darum, dem Regulierer irgendwelche Vorwürfe zu machen. Es geht darum, in Ruhe darüber nachzudenken, wo das, was bisher an Regularien vorlag und was ja dazu geführt hat, dass die deutschen Versicherer recht gut durch diesen letzten Sturm gekommen sind, ergänzt werden muss und wie dies geschehen soll. Eine Frage schwillt da im Hintergrund: Sind unsere Risikomodelle und unsere Steuerungen so schlecht, dass ein Regulierer derartig massive Entscheidungen treffen muss? Ohne dem Regulierer etwas Böses zu unterstellen: Dreht er die Schraube nicht etwas zu weit?

**dpn: Welcher Teil des Risikomanagements hat Sie in der Finanzmarktkrise enttäuscht?**

**Schorr:** Diversifikation. Dass in der Krise relativ lange

außer Gold und guten Staatsanleihen wenig gelaufen ist, hat mich schon überrascht. Allerdings gehöre ich weiterhin zu den Anhängern der Diversifikation. Nur hat sie auch Grenzen. Nicht jede neue Anlageklasse bringt einen Nutzen für die Diversifikation.

**dpn: Was ist Ihre Konsequenz daraus? Würden Sie noch stärker diversifizieren?**

**Schorr:** Gegenüber heute, nein. Es gab ja mal eine Phase, in der man gesagt hat: Lasst doch mehrere Manager in derselben Anlageklasse langfristig gegeneinanderlaufen. Das würde ich heute aus Gründen der Diversifikation nicht unbedingt unterschreiben. Die Korrelationen des eigenen Portfolios müssen gemessen werden und nicht nur die bestimmter Indizes.

**Tölg:** Rein strategisch gesehen braucht man gar nicht so viele Asset-Klassen für die Diversifikation. Eine hohe Zahl von Asset-Klassen erfordert komplexere Modelle oder Regelwerke, die ich in meiner Organisation möglicherweise gar nicht mehr bewerkstelligen bekomme. Außerdem kann ich bei einer Vielzahl von Einflussvariablen gar nicht mehr so gut erkennen, woher die Wirkungen kommen.

**dpn: Was hat Sie enttäuscht?**

**Tölg:** Vorweg: An Vorschriften wie MaRisk ist gut, dass sie zu einem erhöhten Bewusstsein für Risiken führen. Eine Enttäuschung ist für mich aber, dass damit ein Zwang zu immer prozyklischerem Verhalten verbunden ist. Wenn ein Risiko eintritt, muss ich Risiken im Portefeuille reduzieren. Das führt aber auch dazu, dass ich sich bietende Chancen nicht ergreifen kann. Das ist die Schwierigkeit für Langfristinvestoren.

**Breuer:** Ich bin von keinem Teil des Risikomanagements enttäuscht worden, weil meine Erwartungshaltung eine realistische war. Wir brauchen diese Modelle, denn sie helfen uns, vernünftig durch den Nebel zu fahren. Aber sie nehmen uns nicht die Entscheidungen ab.

**dpn: Entledigen sich nicht einige Ihrer Kollegen dieser Aufgabe, indem sie ihre Mandate durch das Wohlfühlpaket „Absolute Return“ ersetzen?**

**Breuer:** Sich hinzustellen und zu sagen „Wir machen Absolute-Return-Produkte und damit ist die Welt für uns in Ordnung“ – das ist natürlich Blödsinn. Aber wenn man diese Produkte vernünftig einsetzt, zumindest für Teile seines Portfolios, und einiges an Arbeit für die Vorgaben an die Manager hineinsteckt, dann hat man ein Instrument, das einem hilft, sein Ziel zu erreichen. Nicht mehr und nicht weniger. Zu den Vorgaben gehören für mich unter anderem die Antworten auf folgende Fragen: Was brauche ich? Welche Risiken bin ich bereit zu nehmen? Welche Maximalverluste kann ich aushalten? Welche Asset-Klassen darf der Manager fahren? Mit welchem Volumen? Natürlich muss man immer wieder prüfen, ob diese Vorgaben heute noch ihre Gültigkeit haben. Das ist ein permanenter Prozess.

„DIE KORRELATIONEN DES EIGENEN PORTFOLIOS MÜSSEN GEMESSEN WERDEN UND NICHT NUR DIE BESTIMMTER INDIZES.“

**Dieter Schorr**

**Bossert:** Wenn das alle Anleger so machen würden, wäre es ideal. In der Praxis sieht es aber nicht so aus – und das ist für mich eine der größeren Enttäuschungen. Es ist nicht jedem Investor klar, dass ich nicht mit einem Risikobudget von praktisch null jedes Jahr fünf Prozent machen kann.

**Schorr:** So naiv sind wir Anleger doch auch wieder nicht!

**Bossert:** Aber das niedrige Zinsniveau setzt die Investoren derzeit besonders unter Druck. Fakt ist: Wir bekommen immer mal wieder ein ausgeschriebenes Mandat nicht, weil ein anderer Bewerber höhere erwartete – erwartete, nicht garantierte! – Werte herausgehalten hat. Wenn heute ein Investor fünf Prozent braucht, und jemand hält ihm die Fünf vor die Nase, dann fällt es ihm manchmal schwer, dazu Nein zu sagen. Er müsste dann ja auf der anderen Seite – an den fünf Prozent, die er braucht – Abstriche machen.

**Breuer:** Ich denke, wir sollten uns da an die eigene Nase fassen. Inwieweit sehen wir uns die Risiken permanent und mit allen dazugehörigen Punkten genau an? Drücken wir nicht auch manchmal aus gewissen Entscheidungsnotwendigkeiten heraus ein Auge zu? Wenn man heute sieht, welche Rendite Unternehmensanleihen im Vergleich zu Staatsanleihen erzielen, muss man sich schon die Frage stellen, ob das Gefüge noch so passt.

**dpn: Herr Tölg, was beobachten Sie als Total-Return-Anbieter?**

**Tölg:** Die Risikobudgets werden enger. Damit steigt auch der Druck, laufende Erträge zu erwirtschaften. Doch es gibt eine gewisse Symmetrie zwischen Risiko und dem erwarteten Ertrag. Unser Total-Return-Ansatz funktioniert bis jetzt ganz erfolgreich, weil wir durch die Steuerung von Duration und Aktien-Exposure an den positiven Marktphasen genügend partizipieren und trotzdem im Rahmen der Risikobudgets bleiben, die wir von unseren Anlegern bekommen. Natürlich gibt es Jahre, die nicht ganz so gut sind. Wenn man im Jahr 2008 ein marginales Minus hatte, eine rote Null, dann waren die Anleger trotzdem happy.

**dpn: Herr Poddig, was halten Sie von Absolute Return?**



Das niedrige Zinsniveau setzt viele institutionelle Anleger stark unter Ertragsdruck, beobachtet Thomas Bossert. Der 44-jährige Geschäftsführer der Union Investment Institutional GmbH ist für das Wertsicherungskonzept Immuno zuständig, mit dem die Gesellschaft ungefähr 23 Milliarden Euro der insgesamt rund 84 Milliarden Euro in institutionellen Mandaten verwaltet. Doch auch bei einem solchen asymmetrisch ausgerichteten System sei ein angemessenes Verhältnis zwischen dem vorhandenen Risikobudget und dem erwarteten Ertrag erforderlich, so Bossert.



Axel Breuer hält Risikomanagement-Systeme für ein wichtiges Hilfsmittel, das stets den aktuellen Entwicklungen angepasst werden sollte, um mit der Schnelligkeit der Märkte mithalten zu können. Zugleich ist sich der Abteilungsleiter Portfoliomanagement Wertpapiere der R+V Versicherungsgruppe aber auch der Grenzen dieser Systeme bewusst. Die maßgeblichen Anlageentscheidungen – die Gruppe verwaltet insgesamt Mittel mit einem Volumen von 65 Milliarden Euro nach Marktwert – müssen immer noch Menschen treffen, betont der 52-jährige Diplom-Volkswirt.

**Poddig:** Ich behaupte, dass es kein Alpha gibt. In der Finanzmarkttheorie und der empirischen Finanzmarktforschung hat sich immer wieder bestätigt: Sie können Rendite lediglich gegen Risiko tauschen. Es gibt keinen Free Lunch. Vielleicht kann man das Risiko einige Jahre lang nicht identifizieren, aber es taucht immer irgendwann auf. Deshalb sollte diese totale Alpha-Gläubigkeit meiner Meinung nach einer nüchternen Betrachtung Platz machen. Das künftige Portfolio Management wird sich eher um eine kluge Beta-Steuerung drehen. Wenn es Alpha nicht gibt, gibt es immer noch etwas, wofür Portfolio Manager bezahlt werden sollten: Das ist eine kluge Beta-Steuerung.

**Bossert:** Gibt es nicht ein Alpha durch eine kluge Beta-Steuerung?

**Poddig:** Eine kluge Beta-Steuerung ist letzten Endes auch wieder eine dynamische Handelsstrategie, mit der Sie ein bestimmtes Risiko eingehen. Sie sind als Portfolio Manager derjenige, der entscheidet, gegenüber welchen Faktoren Sie Risiko einnehmen – dafür werden Sie ja bezahlt. Aber Sie können nicht aus Wasser Wein machen. Allerdings können Sie sich natürlich darüber Gedanken machen, welchen Wein Sie trinken wollen.

**Bossert:** Ist es nicht schon eine Alpha-Entscheidung, wenn ich mir ex ante überlege, was ich die nächsten sechs Monate oder bis zum Jahresende mache? Ob ich mein Beta bei den Corporate Bonds

vielleicht etwas reduziere und dafür in einem anderen Bereich das Beta erhöhe? Das ist doch schon eine Mehrwert schaffende Alpha-Entscheidung.

**Poddig:** Beta ist per Definition alles, was Sie rein mechanistisch abbilden können. Zum Teil lassen sich auch hochkomplexe Handelsstrategien mehr oder weniger mechanistisch abbilden. Wenn etwas nicht mehr mechanistisch abbildbar ist, sondern dazu eine kluge Timing- oder Selektionsentscheidung gehört, dann ist es in der Tat Alpha. Aber dieser Bereich ist sehr viel kleiner, als man denkt.

**dpn: Wie sind Ihre Erfahrungen mit Wertsicherungskonzepten? Stimmt das Kosten-Nutzen-Verhältnis? Zahlen Sie zu viel?**

**Schorr:** Wir arbeiten derzeit nicht mit einem externen Wertsicherungskonzept. Die direkten Kosten dafür dürften zwischen fünf und 50 Basispunkten liegen.

**Bossert:** Fünf? Da sträuben sich mir als Anbieter die Haare!

**Schorr:** Dann war da wohl der Wunsch der Vater des Gedankens. Hinzu kommen jedenfalls noch die indirekten Kosten durch den entgangenen Ertrag aufgrund der Glättung der Wertentwicklung. Dieser Block ist aber deutlich schwieriger zu quantifizieren und nur im Einzelfall ex post exakt bezifferbar.

**Tölg:** Die Frage ist aber, ob Sie das Portefeuille ohne Wertsicherung überhaupt so durchhalten können. Ich unterscheide bei den Wertsicherungskonzepten zwischen den statischen und den dynamischen. CPPI-Konzepte sind häufig relativ statisch aufgelegt. Da kann eine hohe Volatilität schnell zu einem Cashlock führen. Bei den dynamischen Konzepten fährt man meiner Meinung nach letztendlich besser. Ob man am Ende eine vernünftige Leistung für den Preis erhält, hängt vom Manager ab. Es gibt aber interessante Konzepte auf dem Markt, die ich kaufen würde.

**dpn: Herr Breuer?**

**Breuer:** Wir waren einer der Ersten, die zusammen mit der Union Investment Wertsicherungskonzepte aufgesetzt haben, und wir verwenden sie für Teile der Portfolien unserer Gesellschaften. Unsere Erwartungen sind bisher voll eingetroffen. Allerdings war uns auch klar, dass es keinen Free Lunch gibt und wir nicht Jahr für Jahr fünf Prozent erzielen werden. Wir waren mit einem dynamischen Modell unterwegs, haben adäquate Ergebnisse erzielt und hatten trotz der zeitweilig hohen Volatilität keinen Lock-in. Ein großer Vorteil dieser Modelle ist, dass sie den Anleger in eine Konsequenz hineinzwingen. Das ist hilfreich, wenn der Markt sehr unsicher wird und man dazu neigt, von seiner ursprünglichen Richtung abzuweichen. Ob ein solches System seinen Preis wert ist oder nicht, muss jeder Investor selbst einschätzen. Wenn es in das Gesamtbild des Unternehmens und in die Struktur der Kapitalanlage passt und wenn es mein Risikobudget so füllt, wie ich es haben will, dann kommt es bei den Gebühren sicherlich nicht mehr auf die letzten fünf Basispunkte an.

**dpn: Herr Kollbach?**

**Kollbach:** Wir haben unsere Geldanlage seit ungefähr sechs Jahren in solch ein dynamisches Wertsicherungskonzept bei der Union Investment eingegliedert. Das hat sich gerade 2008 bewährt. Wir hatten in dem Jahr immerhin eine positive Performance. Die Laufzeit ist insgesamt auf zehn Jahre angelegt. Die bisherige Entwicklung lässt aber erwarten, dass wir am Ende um einiges über der Benchmark liegen werden.

**dpn: Das Kosten-Nutzen-Verhältnis stimmt also für Sie?**

**Kollbach:** Ja. Man muss auch berücksichtigen, was wir ohne ein solches System intern alles aufbauen müssten, wenn wir die Gelder in diesen Asset-Klassen anlegen wollen. Das würde sich kaum rechnen. Vermutlich müssten wir dann eine ganz andere Anlagepolitik be-

„MIT DYNAMISCHEN WERTSICHERUNGSKONZEPTEN FÄHRT MAN MEINER MEINUNG NACH LETZTENDLICH BESSER.“ **Stefan Tölg**

treiben und wären bei revolvingierenden Zehn-Jahres-Anleihen oder so. Und heute Bundesanleihen für zehn Jahre zu kaufen, macht keinen Spaß.

**dpn: Herr Poddig, wofür zahlen Anleger bei dynamischen Wertsicherungssystemen?**

**Poddig:** Das frage ich mich auch. Standard-Wertsicherungssysteme sind erstens sehr mechanistisch und zweitens sehr simpel gestrickt. Es bedarf nur eines Computers und einer Abwicklungsabteilung, um sie als ETF mit Gebühren von fünf oder zehn Basispunkten aufzulegen.

**Kollbach:** Manchmal erhalten wir solche Angebote. Einem Manager habe ich die Daten mit den Anlagerestriktionen und dem Risikobudget von Anfang 2008 bis Oktober 2009 ex post gegeben und ihm gesagt: Rechnet mal aus, wie ihr es angelegt hättet. Rückwärts ist so etwas ja leichter als nach vorne und dennoch ist ein schlechteres Ergebnis herausgekommen! Das hat mich dann schon gewundert.

**Tölg:** Der war ehrlich!

(Allgemeines Gelächter)

**Kollbach:** Das weiß ich nicht. Aber das Ergebnis hat mich überrascht.

**dpn: Herr Poddig, wenn Herr Bossert Alpha erzielt, ist er dann notwendigerweise ein verdecktes Risiko eingegangen?**

**Poddig:** Ich habe keine Zweifel an den Fähigkeiten von Herrn Bossert, aber das wäre erst einmal meine Null-Hypothese, bis ich eines Besseren belehrt werde. Ich gehe davon aus, dass es kein Alpha gibt. Wenn mir jemand erzählt, er hätte Alpha generiert, würde ich schon sehr genau hinschauen, ob dort nicht irgendwelche Risiken eingegangen wurden, denen sich vielleicht auch derjenige selbst gar nicht so bewusst ist. Es ist ja nicht so, dass die Hedgefonds-Manager ihre Kunden damals alle angelogen haben. Die haben früher ja selbst geglaubt, dass sie eine überlegene Anlagestrategie fahren.

**Bossert:** Das Wörtchen „verdeckt“ stört mich ein bisschen. Natürlich bekommen wir den Mehrertrag durch die Übernahme von Risiken – aber nicht verdeckt. Wir können die Risiken ziemlich einfach quantifizieren: alles, was zu Verlusten führen kann, und alles, was die Liquidität vermindert. Deshalb ist das im Grunde genommen nicht verdeckt – höchstens im Sinne eines Risikos, an das man im Moment nicht denkt; zum Beispiel ein Meteoriten-Einschlag über Frankfurt.

**dpn: Mit welcher Frage entlarven Sie einen schlechten Manager von Wertsicherungskonzepten?**

„MAN MUSS SICH SEHR GENAU IN DIE MODELLE HINEINFINDEN UND PRÜFEN, WAS DER MANAGER EIGENTLICH MACHT.“

Axel Breuer

**Poddig:** Ich würde als Erstes fragen: Wie machen Sie das? Erklären Sie es mir.

**dpn: Was müsste der dann sagen, damit Sie gleich wissen: Der kann es nicht?**

**Poddig:** Das kann man so pauschal nicht beantworten.

**Breuer:** Wir haben es ja schon angesprochen: Wenn der Manager einen relativ hohen Prozentsatz verspricht, noch bevor er mein Anforderungsprofil und Risikobudget kennt. Dann kann man das Gespräch sofort beenden. Normalerweise gehen diese Manager aber geschickter vor. Dann muss man sich sehr genau in die Modelle hineinfinden und prüfen, was der Manager eigentlich macht. Ist das Modell in sich funktions-tüchtig? Oder zeigt er nur hübsche bunte Bilder. Doch das ist eine Sache, die man nicht durch eine einzige Frage herausfinden kann.

**dpn: Dann wäre also die entscheidende Frage, um den schlechten Manager zu entlarven: Wie viel Prozent Rendite bekomme ich denn? Und wenn er darauf eine Antwort gibt, verabschiedet man sich?**

**Kollbach:** Man sollte auch fragen: Welche Voraussetzungen sind vorhanden, um die Risiken einer Asset-Klasse zu managen. Wenn es nur um Bundesanleihen geht, gehört da nicht viel zu. Aber wenn man in andere Adressen investiert, müssen entsprechende Informationen verfügbar sein, um mit den Risiken auch umgehen zu können.

**dpn: Herr Schorr?**

**Schorr:** Ich würde die erste Frage an mich selbst stellen: Brauche ich wirklich jedes Jahr eine harte Wertsicherungsgrenze? Oder reicht mir eine asymmetrische Grundtendenz in meinem Portfolio aus? Der Anleger muss sich zunächst intensiv mit sich selbst beschäftigen: Wie risikobereit ist er? Wie aktiv ist seine Beta-Steuerung? Was kann er sich ehrlicherweise leisten und was nicht? Wenn man dann sein Anforderungsprofil hat, kann man schauen, ob ein Manager dazu passt.

**dpn: Und was fragen Sie als Erstes, wenn morgen ein Wertsicherungsmanager vor Ihrer Tür steht?**

**Schorr:** Ich würde mir als Erstes das



Neue Vorschriften wie die „Mindestanforderungen an das Risikomanagement“ (MaRisk) zwingen zu einem immer prozyklischeren Anlageverhalten, meint Dr. Stefan Tölg, Vorstandsmitglied Portfoliomanagement der Wave Management AG. Der 46-jährige Diplom-Kaufmann beklagt, dass ein Versicherer die Chancen in einer Krise immer schwerer ergreifen kann. Die Wave Management AG ist als Asset Manager für die VHV Versicherungsgruppe tätig, betreut aber auch noch weitere Mandate, besonders im Total-Return-Bereich (Assets under Management: rund 13 Milliarden Euro).

Wertsicherungssystem erklären lassen. Transparenz ist das Wichtigste. Die statischen Konzepte mögen Mängel haben, aber sie sind transparenter und leichter verständlich. Dynamische Konzepte sind viel komplexer. Wenn ich es verstehe, kann ich den nächsten Schritt gehen. Wenn es mir zu komplex oder intransparent wird, muss ich einen Schlusstrich ziehen.

**dpn: Herr Tölg?**

**Tölg:** Es geht zuerst darum, den Prozess zu verstehen: Wo kommt der Mehrwert her? Wie schneidet sich der Manager von den Risiken ab, die man nicht haben möchte? Das kann ich aber nicht mit nur einer Frage herausfinden. Wenn mich jemand anspricht, möchte ich zunächst kurz skizziert bekommen, wie das Konzept funktioniert. Wenn er es mir so erklärt hat, dass es mich reizt, kann man sich auch etwas intensiver damit auseinandersetzen.

**dpn: Was würden Sie als Investor fragen, Herr Bossert?**

**Bossert:** Ich halte es für wichtig zu schauen, was da herausgekommen ist. Viele Angebote sind schön zurückgerechnet und historisch optimiert. Das geht leichter, als es wirklich für die Zukunft machen zu müssen. Daher würde meine Frage lauten: „Zeig mal, was Du an historischen Ergebnissen mit echtem Geld erzielt hast?“

**dpn: Gibt es Investoren, die sich vor Ort anschauen wollen, wie Sie arbeiten?**

**Bossert:** Ja, das ist gerade bei sehr großen Mandaten gang und gäbe. Da heißt es dann beim Pitch: „Wir schicken Ihnen zwei Tage lang zwei Leute vorbei und Sie zeigen denen, was Sie genau machen.“

**dpn: Und was fragen die zwei Leute dann?**

**Bossert:** Habt Ihr diese und jene Leute? Gibt es diese und jene Modelle? Wie sehen die auf dem Schirm aus? Wie sähe da jetzt mein Fonds aus? Was heißt es, wenn dort diese Zahl steht? Wie geht Ihr jetzt mit diesem Ergebnis um? Natürlich ist nicht jedem damit geholfen, zwei Tage mit uns vor den Maschinen zu sitzen, weil das auch einen gewissen finanzmathematischen Unterbau erfordert. Aber besonders, wenn es um Outsourcing geht, ist ein solcher Vor-Ort-Besuch ein wichtiges Thema.

„BESONDERS, WENN ES UM OUTSOURCING GEHT, IST EIN VOR-ORT-BESUCH BEIM RISIKOMANAGER EIN WICHTIGES THEMA.“ **Thomas Bossert**



Für Dieter Schorr traten in den vergangenen Jahren keine neuen Risikoarten an den Kapitalmärkten auf. Liquiditätsrisiken oder systemische Risiken von Banken habe es schon immer gegeben, so der Leiter Vermögensverwaltung des Automobilzulieferers ZF Friedrichshafen (Umsatz 2009: 9,4 Milliarden Euro, Pensionsverbindlichkeiten: 1,8 Milliarden). Neu sei allerdings die Dimension der Folgen dieser Risiken, so der 36-jährige Certified Corporate Treasurer. Umso wichtiger sei es, keine der vielen Risikoarten im Asset Management zu vergessen.

**dpn: Meine Herren, was nehmen Sie aus dieser Runde mit?**

**Schorr:** Dass ich gerne Herrn Professor Poddig anrufen würde, weil er gesagt hat, dass es einfach wäre, ein Wertsicherungskonzept selbst zu stricken.

**Poddig:** Rufen Sie ruhig an!

**Tölg:** Die Diskussion über die Frage, was Alpha ist, und darüber, ob Wertsicherungskonzepte erfolgreich sein können.

**Bossert:** Das Niveau, auf dem wir hier diskutiert haben, hat mich beeindruckt. Es ist nicht das, was ich im Tagesgeschäft immer wieder vorfinde. Wir haben uns hier im oberen Dezil bewegt.

**Breuer:** Für mich waren die Asset-based Style-Faktoren von Professor Poddig besonders interessant. Sie spiegeln einen grundlegenden Punkt wider: Dass die Modelle ein gleichgerichtetes Verhalten extrem fördern. Ich werde mir das noch ein bisschen genauer anschauen und prüfen, inwieweit wir das bei uns schon abbilden.

**Kollbach:** Die Bestätigung über das bisherige Anlageverhalten, das sich für mich hier noch einmal gefestigt hat. Eine große Herausforderung ist es, auch für die Risiken der Zukunft gewappnet zu sein. Dazu gehört es, sich mit den neuen Erkenntnissen, Ideen und Weiterentwicklungen auseinanderzusetzen, die hier eingebracht wurden. Das muss man alles mitnehmen. Die Welt bleibt nicht stehen.

**dpn: Und Sie, Herr Poddig?**

**Poddig:** Mich hat am meisten überrascht, dass meine Behauptung, es würde kein Alpha geben, hier doch relativ gelassen aufgenommen wurde. Normalerweise reagiert die Asset-Management-Branche auf diese Aussage zutiefst gekränkt, weil es ihr Selbstverständnis ist, Alpha zu produzieren. Und die Anleger sind meistens desillusioniert, weil sie ja immer dafür bezahlt haben, Alpha zu bekommen.

**Schorr:** Deuten Sie Schweigen nicht unbedingt als Zustimmung!

**Poddig:** Aber vielleicht ist das ja der nächste Evolutionschritt in der Zusammenarbeit zwischen Asset-Management-Industrie und Investoren: Dass man nüchterer miteinander umgeht und auch klarer wird, was man erwarten kann und was nicht und was die Leistungen sind, für die man bezahlt. Mehr Realismus im Umgang miteinander käme beiden Seiten entgegen.

**dpn: Meine Herren, ich bedanke mich ganz herzlich. Der Roundtable war sehr lebhaft und hat mir gefallen.**



Union Investment Institutional GmbH  
Wiesenhüttenstraße 10  
60329 Frankfurt am Main  
Telefon: 069 2567-7652  
Telefax: 069 2567-1616  
[www.die-risikomanager.de](http://www.die-risikomanager.de)

Stand: November 2010  
004798 11.10