



Welchen Kriterien muss modernes Risikomanagement genügen?

Mathias Weil, Leiter Portfoliomanagement Absolute Return und Wertsicherung im Metzler Asset Management, im Gespräch mit Özgür Atasever, Leiter Currency Management bei Metzler Capital Markets

Weil: Gutes Risikomanagement bedeutet weltweite Diversifikation über viele Asset-Klassen plus dynamische Allokationsoptimierung. Letzteres heißt, regelgebunden, diszipliniert und in kleinen Schritten vorzugehen, um das Risiko permanent der Risikotragfähigkeit des Anlegers anzupassen. Gerade in Krisen ist das wichtig. Viele Anleger haben inzwischen weltweit diversifiziert. Und weil in den vergangenen Jahren Aktien und Renten negativ korreliert waren, haben die Diversifikationseffekte die Portfolios auch stabilisiert. Die Frage ist, ob in einer Krise Diversifikation ausreicht oder ob man dann nicht Verluste konsequent begrenzen muss – eben durch dynamische Allokationssteuerung. Es könnte ja auch passieren, dass Aktien und Renten gleichzeitig fallen und eine Investition dadurch viel verliert, was man besser mit der Risikosteuerung abgefangen hätte.

Atasever: Man darf auch nicht vergessen, dass weltweite Diversifikation mit Währungsrisiken verbunden ist, die auch gesteuert werden müssen. Das Portfolio mag durch die Diversifikation robuster sein. Aber gleichzeitig sind damit Währungsrisiken induziert. Ein gutes Risikomanagement umfasst auch ein Währungsmanagement.

Wir sehen aber bei vielen Kunden, dass die Währungssicherung immer noch Sache des mandatierten Asset-Managers ist. Asset-Manager sind jedoch Experten für ihre eigene Asset-Klasse, also für Aktien, für Renten oder für Immobilien und damit in der Regel keine Währungsexperten.

Weil: Für jedes Metier sollte ein Experte tätig werden, also für das Risikomanagement eben ein Risikomanager. Wenn das Portfolio zentral gesteuert wird, kann der Risikomanager sämtliche Risikostrukturen des Portfolios quantifizieren, transparent machen und im Zeitablauf richtig und frühzeitig reagieren. In den letzten 20 Jahren haben wir immer wieder gesehen: Es ist wichtiger, Verluste konsequent zu begrenzen, als mit unkontrolliertem Risiko jede Kurssteigerung mitnehmen zu wollen. In Crash-Phasen kann man ansonsten viel Performance verlieren und braucht dann Jahre, um das wieder aufzuholen. Also kann auch Risikomanagement ein Faktor für Performance-Optimierung sein.

Bei uns im Asset Management kümmern wir uns um Rendite-Risiko-Profile, wenn wir Strategien optimieren und weiterentwickeln. Ertrag und



Risiko müssen permanent im Einklang stehen. Wir machen die Risiken transparent und quantifizieren sie auch im Zeitablauf – und wissen dadurch immer, was im Portfolio passieren kann, wenn es hart auf hart kommt. So reagieren wir früh genug, und zwar konsequent, diszipliniert und auch prognoseunabhängig. Auf das Prinzip Hoffnung wollen und können wir uns nicht verlassen; der Erfolg unseres Risikomanagements darf niemals davon abhängen, dass ein prognostiziertes Szenario eintritt.

Atasever: Ein gutes Risikomanagement bedeutet auch, mit den Sicherungskosten bewusst umzugehen. Die Sicherungskosten müssen in einem gesunden Verhältnis zu den Risikobeiträgen der einzelnen Asset-Klassen stehen.

Weil: Ja, kein Risikomanagement lohnt sich, wenn die Performance langfristig nicht stimmt. In diesem Zusammenhang frage ich mich, wann wohl der nächste Crash kommt. Seit 2009 sind die Märkte letztlich gestiegen, wenn auch unter großen Schwankungen. Wir haben sehr hohe Bewertungen, Aktien sind auf Rekordständen, Zinsen auf historisch niedrigen Niveaus. Wie viel Luft ist da noch nach oben? In einem sehr unsicheren Umfeld ist konsequente Verlustbegrenzung extrem wichtig. Das erreichen wir durch dynamische und regelgebundene Allokationssteuerung. Sie darf nicht zu hohe Wertsicherungskosten verursachen, muss die nötige Sicherheit ins Portfolio bringen und gleichzeitig Performance zulassen.

Man muss das Portfolio immer ganzheitlich sehen. Denn Risiko ist ja nicht nur auf eine Asset-Klasse beschränkt – neben dem Aktienrisiko gibt es auch das Rentenrisiko. Das haben wir in den vergangenen 20 Jahren vielleicht nicht so deutlich gesehen, aber es ist da und könnte noch gravierender werden.

Atasever: Zudem ist es durch das hiesige Niedrigzinsumfeld zu einer starken Internationalisierung der Anlagen gekommen; dadurch sind auch die Währungsrisiken dramatisch gestiegen. In unserem zentralisierten Währungsmanagement versuchen wir, durch Netting und das Optimieren von Prozessen möglichst effizient zu sein. Mit den niedrigen Zinsen in Europa ist übrigens auch der Zinsunterschied zu anderen Ländern sehr viel größer geworden. Dementsprechend sind die Sicherungskosten in Währungsmärkten auf Rekordhöhe gestiegen.

Das stellt natürlich manche Anlagestrategien und Zielrenditen der Kunden infrage, beispielsweise bei Immobilien. Wenn die Optimierung der Sicherungskosten nicht mehr greift, helfen nur noch dynamische Sicherungsstrategien, bei denen nicht mehr stur gesichert wird, sondern auch Möglichkeiten geschaffen werden, an Währungsaufwertungen zu partizipieren. Und zwar dadurch, dass bei einer positiven Währungsentwicklung Sicherungen reduziert werden. Das Reduzieren von Sicherung hat einen positiven Nebeneffekt: Man spart Sicherungskosten und ermöglicht gleichzeitig risikoadjustierte Zusatzerträge.



Weil: Niedrigzinsumfeld ist ein wichtiges Stichwort. Man muss Performance erwirtschaften, weil es eben Zielrenditen gibt, und da muss man ins Risiko gehen, weil derzeit sogar sichere Häfen negativ rentieren.

Risikomanagement- oder Wertsicherungsstrategien sind für uns wichtig, um überhaupt riskant investieren zu können. Vor Jahren waren bei institutionellen Anlegern die Aktienquoten niedriger. Derzeit werden sie hochgefahren, und die Investoren gehen auch in Asset-Klassen, die illiquide sind, bei denen es also Illiquiditätsprämien gibt. Dass Risiken eingegangen werden, um Zielrenditen zu verdienen, ist soweit in Ordnung. Man muss nur das Risikomanagement an die neue Allokation anpassen. Für uns ist da die dynamische Risikosteuerung das Mittel der Wahl.

Ich halte es für wichtig, den Kunden jederzeit ihre Allokation und die in Zukunft möglicherweise auftretenden Risiken transparent machen zu können. Dafür braucht man Know-how, Technik und das operative Set-up. Wir entwickeln seit 20 Jahren Strategien, mit denen wir Risiken messen und quantifizieren können. Wir können simulieren, was aus diesen Risiken werden kann. Die Risiken werden dadurch für den Anleger transparenter und planbarer.

Atasever: Auch im Währungsmanagement gilt es, alle Risiken des Kunden offenzulegen – inklusive der latenten Risiken. Nicht jede Währung hat dasselbe Risiko. Publikumsfonds oder ETFs beispielsweise, die inter-

nationale Anlagen abbilden, werden zwar in Euro gehandelt; meistens gibt es aber dahinter tatsächlich Währungsrisiken, die wir permanent im Auge behalten müssen. Gleiches gilt für die Auswahl der Sicherungsmodelle, die wir verwenden. Unsere Sicherungsmodelle sind zu 100 % regelgebunden und systematisch. In unseren Analysen und Untersuchungen berücksichtigen wir unter anderem reale Marktgrößen wie Handelskosten, Absicherungskosten, Korrelationen und Volatilitäten der jeweiligen Asset-Klassen.

Weil: Die Historie ist das eine; viel wichtiger für das Risikomanagement ist der Blick nach vorn. Deswegen sollte man nicht nur historisch simulieren in sogenannten Backtests, sondern auch komplexe Monte-Carlo-Simulationen erstellen, um zu beurteilen, ob das Portfolio richtig aufgestellt ist. Gutes Risikomanagement hat immer auch mit Disziplin zu tun. Und es muss denselben Stellenwert haben wie das Erzielen von Erträgen. Bei der Konzeption eines Produkts muss es um die Optimierung von Ertrag und Risiko gehen – Risikomanagement ist nichts, was nachgelagert werden kann. Man muss ex ante genau wissen, wie man auf bestimmte Marktsituationen reagieren will, und das gesamte Rendite-Risiko-Profil im Auge haben. Das lässt sich nur mit sehr weit entwickelter Technik leisten, denn die Risiken komplexer Portfolios müssen täglich, wenn nötig auch häufiger gemessen werden, um jederzeit dafür gerüstet zu sein, die Allokation auf das Marktumfeld hin zu optimieren.

Atasever: Und es geht darum, die Prozesse im Risikomanagement kosteneffizient zu gestalten. Das beginnt damit, alle Prozesse von vornherein klar zu definieren – angefangen bei der Schnittstelle zur Bestandsübermittlung des Kunden an den Risikomanager bis hin zur Aggregation aller Risiken und zur Saldierung der Geschäfte, zum Handel und zum täglichen Kundenreporting.

Weil: Der Kunde soll wissen, welche Risiken sein Portfolio enthält. Mitunter reichen da Standardrisikokennzahlen wie Value-at-Risk oder Volatilität nicht. Da heißt es, noch genauer hinzuschauen – und gleichzeitig die Transaktionskosten im Blick zu haben, denn geringe Kosten bedeuten bessere Performance, natürlich auch bei den Währungsrisiken.

Atasever: Zumal Sicherung ja nicht eine einmalige Entscheidung ist, gar nicht oder voll zu sichern. Der Erfolg liegt vielmehr im Weg dazwischen, indem man die Sicherung den Märkten anpasst. Wenn die Märkte also zugunsten des Kunden laufen, reduzieren wir die Sicherung, wenn andererseits Gefahr droht, erhöhen wir sie. So wirken wir den gestiegenen Kosten für die Währungssicherung entgegen und ermöglichen dennoch risikoadjustierte Zusatzerträge für Kunden.

Weil: Ins Risiko gehen, um Erträge zu erwirtschaften, heißt: Man sollte immer wissen, was im Portfolio ist und wie sich die Risiken im Zeitablauf ändern. Denn Risiken sind nicht statisch. Man sollte auch keine Allokation auf mehrere Jahre optimieren und dann einfach abwarten. Das ist problematisch, weil so Verluste entstehen können, die die Risikotragfähigkeit übersteigen.

Atasever: Der Kunde muss mit dem Risikoprofil natürlich leben können. Das heißt, was wir dem Kunden anbieten, ist ein maßgeschneidertes Risikoprofil oder eine Wertuntergrenze, womit der Kunde tatsächlich ruhig schlafen kann. Er weiß dann nämlich genau: Das maximale Risiko, das für ihn in den Märkten entstehen kann, ist durch unser Risikomanagement geschützt.

Weil: Auch die Risikotragfähigkeit kann sich ja im Zeitablauf ändern. Darauf muss eine Strategie reagieren können – und das eben flexibel. Um das für den Kunden optimale Rendite-Risiko-Profil darstellen zu können, müssen wir uns genau an seine Vorgaben halten. Produkte von der Stange funktionieren hier nicht. Und auch das individuelle und dynamische Risikomanagement muss so konzipiert sein, dass es auch dann im Sinne der Kundenziele funktioniert, wenn Unvorhergesehenes oder sogar Unvorstellbares passiert. ●

Metzler Asset Management GmbH · Untermainanlage 1 · 60329 Frankfurt am Main · www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.