
Klimaschäden fordern das Risikomanagement heraus

Was ist aus Ihrer Sicht derzeit die größte Herausforderung im Risikomanagement der Kapitalanlagen?

Michael Dittrich: Die letzte richtige Kapitalmarktkrise liegt schon lange zurück. Seitdem haben wir an den Aktienmärkten neun Jahre lang fast nur Kurssteigerungen gesehen. Dadurch verblasen die Erinnerungen an die Jahre 2008 und 2009 – und natürlich auch an die vorhergehende Krise von 2001 bis 2003. Es ist deshalb eine Herausforderung, sich ständig bewusst zu machen, dass Krisen jederzeit wieder auftreten können – und dies auch mit voller Wucht.

Christian Kopf: Die stärkere Regulierung nach der Krise von 2008 hat dazu geführt, dass sich immer mehr Banken aus dem Eigenhandel und dem Market Making zurückziehen. Eine Folge davon ist gerade im Rentenmarkt ein deutlicher Rückgang der Liquidität im Sekundärmarkt. Dies möglichst gut in Modellen abzubilden, sehe ich im Moment als die größte Herausforderung im Risikomanagement an. Für eine weitere Herausforderung halte ich die Erfassung und Bewertung der Klimarisiken von Unternehmen, um einen möglichen Abschreibungsbedarf quantifizieren zu können. Die Task Force on Climate-related Financial Disclosures (TCFD) hat dazu Empfehlungen vorgelegt, die auf dem G20-Gipfel in Hamburg 2017 vorgestellt wurden. Diese könnten künftig auch regulatorisch relevant werden, zum Beispiel wenn die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) sie aufgreifen sollte.

Dr. Carl-Heinrich Kehr: Die hohe Verschuldung, die 2008 zur Krise geführt hat, ist nicht abgebaut, sondern nur verlagert worden. Bisher war sie noch tragfähig, weil die Zinsen niedrig genug sind. Bei einer Rückkehr zur früheren Normalität wäre mit Schwierigkeiten für viele Schuldner zu rechnen. Das könnte sich zu einer großen Herausforderung für das Risikomanagement entwickeln. Es stellt sich aber die Frage, ob wir wieder auf dieses Zinsniveau kommen werden oder uns auf ein neues, niedrigeres Level einstellen müssen. Dies hätte allerdings erhebliche Auswirkungen auf die Finanzierung von Pensionsverpflichtungen. Für das Risikomanagement relevant ist außerdem die Frage, wodurch die nächste Krise ausgelöst werden könnte. In den USA wird zum Beispiel aktuell diskutiert, ob der Markt für Multi-Family-Immobilien eine Quelle für Verwerfungen sein könnte.

Stefan Friesenecker: Viele institutionelle Anleger von Pensionsvermögen haben aufgrund des Niedrigzinsumfelds das Risikobudget erhöht, um ihr Renditeziel weiterhin zu erreichen. Sie bewegen sich jetzt stärker in neuen Anlageklassen, die deutlich komplexer und auch schwieriger zu beherrschen sind. Zugleich haben sich die personellen Ressourcen bei ihnen oft kaum verändert. Darin sehe ich eine große Herausforderung, denn die neuen Anlageklassen bringen auch neue Fragen mit sich, zum Beispiel: Wie gehe ich mit Illiquidität um? Wie mit sehr niedrigen Risikoprämien im liquiden Teil des Portfolios? Wie steuere ich das in meinem

Risikomanagement? Wie muss die Aufbau- und Ablauforganisation angepasst werden? Sind die vorhandenen Ressourcen ausreichend?

Dr. Stefan-M. Heinemann: Die Hauptherausforderung im Risikomanagement ist aus meiner Sicht nach wie vor das Abwägen zwischen Rendite und Risiko. Ein Rechnungszins von um die drei Prozent lässt sich allein mit Fixed Income nicht mehr verdienen. Deshalb stellt sich die Frage, wie viel Risiko man sich guten Gewissens leisten kann – sei es mit Credit, sei es mit alternativen Assets.

Gibt es aktuell Risiken, die Sie nicht gerne eingehen würden?

Heinemann: Ein gewisses Unwohlsein empfinde ich momentan beim Betrachten der Immobilien-Multiples. Sie haben oft ein Niveau erreicht, bei dem ich mich frage, wieso sich noch Käufer finden. Außerdem bin ich beim ressourcenintensiven Wachstum eher skeptisch. Die Erde ist – wie wir Mathematiker sagen – kompakt: Sie ist abgeschlossen und begrenzt. Deshalb lassen sich auch ihre Ressourcen nicht unbegrenzt vermehren.

Kehr: Das ist ein spannender Punkt. Seit zehn Jahren beobachten wir sinkende Renditeerwartungen in fast allen Anlageklassen. Anscheinend ist Potenzialwachstum nicht mehr in dem Maße wie in der Vergangenheit möglich. Auch das Zurückdrehen der Globalisierung könnte die Renditen verringern, da Regularien, Zölle und Handelshemmnisse wieder zunehmen. Dennoch glaube ich, dass es nach wie vor viel Potenzial für Wachstum gibt. Dieses muss nicht unbedingt ein „immer mehr“ bedeuten, sondern kann auch eine Veränderung in der Wirtschaft beinhalten, wie derzeit zum Beispiel durch die Digitalisierung.

Dittrich: Ich finde es großartig, dass bereits mehrfach das Thema Nachhaltigkeit angesprochen wurde. Ich halte es für eine ganz wichtige Komponente des Risikomanagements. Wenn zum Beispiel die Dekarbonisierung der großen Volkswirtschaften nicht gelingt, können mehr Schäden entstehen, als wir Geld verdienen können. Unser System rechtzeitig anzupassen und umzusteuern, ist auch eine Aufgabe für die Akteure im Finanzsektor. Davon kann letzten Endes auch die Akzeptanz der Gesellschaft gegenüber der Finanzbranche abhängen.

Wie geht die Deutsche Bundesstiftung

Umwelt dabei vor?

Dittrich: Wir haben schon 2005 die Nachhaltigkeit in unseren Anlagerichtlinien fest verankert. Sie ist auch Bestandteil unseres Risikomanagements. Jeden Freitag, wenn unser Risiko

Controller sein Reporting erstellt, ist in einem Kapitel abzulesen, wie sich die Erreichung unserer Nachhaltigkeitsziele darstellt. Zum Beispiel müssen mindestens 80 Prozent unserer Aktien und Unternehmensanleihen in einem der gängigen Nachhaltigkeitsindizes enthalten sein oder von einer der Rating-Agenturen, mit denen wir zusammenarbeiten, als nachhaltig eingestuft werden.

Was passiert, wenn der Anteil unter diese Schwelle sinkt?

Dittrich: Dann verkaufen wir automatisch nicht nachhaltige Aktien und kaufen nachhaltige zu. Derzeit versuchen wir außerdem, ein Modell aufzubauen, um den CO₂-Fußabdruck unseres Portfolios abzubilden: Wie viel Kohlendioxid entsteht, wenn wir eine Million Euro in Aktien oder Unternehmensanleihen investieren? Die Datenlage dafür ist noch nicht befriedigend, aber sie macht Fortschritte.

Wie hat die Stiftung ihr Vermögen aktuell strukturiert?

Dittrich: Nach Marktwerten sind wir zu rund 30 Prozent in Aktien und aktienähnlichen Risiken investiert. Ungefähr ein Viertel ist in Unternehmensanleihen mit einer großen Bandbreite angelegt, weniger als drei Prozent in Staatsanleihen. Außerdem nutzen wir verschiedene andere verzinsliche Produkte. Wir sind zum Beispiel schon mehr als zehn Jahre lang in Mikrofinanz investiert. Die Bedeutung der Green Bonds in unserem Portfolio nimmt zu. Immobilien und alternative Anlagen wie erneuerbare Energien kommen zusammen auf etwa sieben bis acht Prozent.

Herr Kopf, wie sehen Sie das Thema Nachhaltigkeit und Risikomanagement?

Kopf: Investitionen in kontroverse Geschäftsfelder können für Unternehmen zu Stranded Assets werden, die vorzeitig abgeschrieben werden müssen oder Klagerisiken mit sich ziehen. Daher werden Unternehmen, die sich nicht an der Nachhaltigkeit orientieren, vom Markt oft mit Risikoprämien belegt. Dies ist ein Risiko für uns als institutionelle Anleger. Wir versuchen, durch ein großes Nachhaltigkeitsteam, eine eigene Datenbank und eine systematische Analyse solche Risiken zu reduzieren. Ich sehe noch einen weiteren Aspekt bei dem Thema Nachhaltigkeit und Risikomanagement.

Welchen?

Kopf: Das Wirtschaftswachstum in Deutschland geht seit Jahrzehnten zurück. In den 1950er Jahren hatten wir hierzulande Wachstumsraten wie in China. Inzwischen beträgt das reale Trendwachstum kaum mehr als ein Prozent im Jahr, auch wenn es sich durch den Zuzug der Flüchtlinge zuletzt leicht erhöht hat. Wir stehen daher vor einer großen Herausforderung: Wie machen wir unsere Sozialsysteme, unsere Wirtschaft und auch unsere Kapitalanlage wetterfest für eine Periode mit sehr niedrigem Wachstum?

Wie lange könnte diese Periode dauern und wie tief könnten die Wachstumsraten fallen?

Kopf: Ich denke, das Trendwachstum wird über die nächsten 50 bis 100 Jahre weiter fallen, in Richtung null.

Dittrich: Es ist eine ganz einfache Rechnung: Wenn alle Menschen so leben wollten wie ein durchschnittlicher US-Amerikaner, bräuchten wir fünf Planeten. Wenn alle so leben wollten wie die Deutschen, bräuchten wir immer noch dreieinhalb Planeten. Aus einer globalen Sicht wäre schon sehr viel erreicht, wenn wir es durch Effizienzgewinne schaffen könnten, unser Wohlstandsniveau zu halten, um den Menschen in weniger entwickelten Regionen Raum zu geben, damit sie aufholen können.

Welche Renditen halten Sie vor diesem Hintergrund in der Zukunft für realistisch?

Heinemann: Ich persönlich sehe bei einem gemischten Portfolio nur einen Inflationsausgleich. Also bis zu zwei Prozent im Jahr.

Gibt es keine Anlageklassen mit besseren Renditeaussichten?

Heinemann: Bei den alternativen Assets schreiben wir immer noch zweistellige Renditen. Solche Anlagen lassen sich natürlich nicht flächendeckend einsetzen.

In welchen Segmenten erzielen Sie die zweistelligen Renditen?

Heinemann: Private Equity und Structured Credit.

Friesenecker: Zinsen und Risikoprämien sind niedrig und die Renditeerwartungen somit auch geringer als noch vor einigen Jahren. Viele Investoren stecken daher aktuell in einem Dilemma. Entweder bleiben sie in eher risikoarmen Anlageklassen investiert und kommen dann wahrscheinlich auf eine Rendite, die ungefähr der Inflationsrate entspricht. Oder sie gehen stärker ins Risiko, setzen sich damit aber auch der Gefahr aus, in einzelnen Jahren deutlich negative Renditen zu erzielen. Negative Renditen könnten auftreten, wenn sich in den kommenden zwei Jahren die US-Konjunktur abkühlen würde und im Zuge dessen Kursrückgänge risikobehafteter Anlagen zu verkräften wären.

Kehr: Aufgrund der niedrigen Zinsen sind derzeit Fremdfinanzierungen relativ günstig. Investoren setzen diese gerne bei Immobilienanlagen ein, um die Rendite zu hebeln. Wenn wir vor einem solchen Investment um eine Kommentierung dazu gebeten werden, weise ich auf die Risiken der Anschlussfinanzierung hin und auf die Marktzyklen, die bei den Immobilien in der Vergangenheit stark ausgeprägt waren.

Lassen sich alternative Anlagen gut in das Risikomanagement integrieren?

Kehr: Das kann schwierig sein. Zum Teil kann man die Effekte im Portfolio quantitativ ausrechnen. Aber nicht für alle alternativen Investments gibt es eine Historie. Oder es ist nicht sinnvoll, mit der Historie zu rechnen. Bei manchen Assets spielt das Auflagejahr eine große Rolle. Deshalb bleibt eine gewisse Unsicherheit, wie gut etwa die Diversifikation mit alternativen Assets funktioniert.

Herr Kopf, wie schätzen Sie die künftigen Renditeaussichten ein?

Kopf: Die Zentralbanken haben die Renditen künstlich nach unten gedrückt. In den nächsten zehn Jahren sind daher zwei Prozent vermutlich schon optimistisch für ein Rentenportfolio. Aber wenn sich die Situation normalisiert hat, dürften drei Prozent mit Euroanleihen möglich sein – also etwas mehr als die Inflation. Durch eine internationale Diversifikation können Anleger höhere Renditen erzielen, weil in vielen Ländern Kapital knapp ist. Oder sie nutzen stärker Mischfonds und damit Aktien, die eine höhere Renditeerwartung haben.

Herr Friesenecker, welche Auswirkungen haben die niedrigen Zinsen auf die Portfolios der institutionellen Anleger?

Friesenecker: Wir beobachten, dass der Rentenanteil seit Jahren sinkt. Die Investoren greifen zu Alternativen, die ebenfalls relativ sichere und stabile Cashflows liefern. Daher sind Immobilien stark gefragt – besonders jene mit sehr langen Mietlaufzeiten, die zum Beispiel in

einer Fondshülle im Rahmen von Sale-and-lease-back-Transaktionen erworben werden. Auch Private Debt ist für viele Anleger interessant, weil sich die Banken aus manchen Finanzierungen zurückgezogen haben, da die Anforderungen an die Eigenkapitalhinterlegung gestiegen sind.

Welche wären das zum Beispiel?

Friesenecker: Das können Immobilienfinanzierungen in Europa oder Senior Secured Loans sein. Dort aber teilweise mit Emittenten, die eher im High-Yield-Bereich angesiedelt sind. Investoren sollten daher sorgfältig auswählen und vorsichtig sein.

Welche Lehren kann das Risikomanagement aus der Finanzkrise vor zehn Jahren ziehen?

Kopf: Die Risiken zum Beispiel der Collateralized Debt Obligations (CDOs) wurden durch die hohe Komplexität der Produkte verschleiert. Außerdem gab es durch die hohen Provisionen einen Prinzipal-Agent-Konflikt: Banken, die einen CDO strukturiert haben, konnten sich am Tag der Emission ein paar Millionen Euro als Gebühren nehmen. Was danach mit dem Investment geschah, war ihnen vollkommen egal.

Kehr: Komplexität lässt sich meiner Meinung nach aber nicht vermeiden, wenn Investoren immer mehr Anlageklassen nutzen, um ihre Zielrenditen zu erreichen und diversifiziert zu sein.

Wie können Anleger mit dieser Komplexität umgehen?

Kehr: Die Organisationsstruktur muss der Komplexität gewachsen sein. Zum Beispiel sollten Investment-Entscheidungen möglichst immer unter voller Kenntnis und Berücksichtigung der relevanten Informationen und Fakten getroffen werden. Einige institutionelle Anleger versuchen, ihre Entscheidungsprozesse entsprechend zu strukturieren. Sie setzen zum Beispiel auf Zweitmeinungen, das Vier-Augen-Prinzip, Validierung oder auch Background-Checks.

Kopf: Ich weiß nicht, ob Komplexität unvermeidlich ist. Wenn wir die Stabilität im Finanzsystem langfristig sichern wollen, müssen wir entweder die Zielrenditen nach unten anpassen oder eine höhere Volatilität der Kapitalanlagen zulassen. Mehr Komplexität ist dabei kaum hilfreich.

Kehr: In der Tat könnte ein Investor sagen: Ich will diese Komplexität nicht. Dann müsste er sich dafür aber auch mit weniger Rendite zufrieden geben.

Kopf: Oder mit einer höheren Volatilität.

Kann eine Versicherung eine höhere Volatilität akzeptieren, Dr. Heinemann?

Heinemann: Grundsätzlich kann sie kurzfristige Volatilität in ihrem Portfolio aushalten, weil sie langfristig anlegt. Spätestens seit Solvency II wird es ihr aber schwer gemacht. Zum Beispiel wird eine volatile Asset-Klasse wie die Aktien im Standardmodell mit 39 oder 49 Prozent Solvenzkapital abgestraft.

Die Talanx wendet ein internes Modell für Solvency II an. Wird es dadurch leichter?

Heinemann: Ein internes Modell hat meiner Überzeugung nach nicht die Aufgabe, Solvenzkapital (SCR) zu sparen, sondern es soll das SCR genauer ausrechnen. In einem internen Modell stellt selbst eine Bundesanleihe ein Risiko dar – anders als im Standardmodell. Dafür ist zum Beispiel die Sichtweise des internen Modells auf Private Equity bei uns deutlich SCR-sparender, weil wir in dieser Asset-Klasse 30 Jahre Historie haben, die Anlagen breit diversifiziert und die Ergebnisse gut sind.

Herr Dittrich, was beobachten Sie in Sachen Komplexität?

Dittrich: Anfang der 1990er Jahre hatten wir fast nur deutsche Staatsanleihen im Portfolio. Inzwischen sind zahlreiche neue Asset-Klassen hinzugekommen. Komplexität gibt es nicht nur bei CDOs, sondern auch bei erneuerbaren Energien, Wald oder Farmland. Dort sind die Vertragswerke ebenfalls umfangreich. Und die Rahmenbedingungen können sich ändern: Welche Auswirkungen wird zum Beispiel der Klimawandel auf diese Anlagen haben – durch andere Strömungs- und Windverhältnisse, durch längere Dürreperioden oder mehr Starkregen? Wir werden eine größere Komplexität in der Kapitalanlage nicht vermeiden können, sondern müssen uns ihr stellen.

Wie gehen Sie dabei vor?

Dittrich: Wir beschäftigen uns sehr intensiv mit einer neuen Asset-Klasse, bevor wir uns auf sie einlassen. Und konzentrieren uns auf das, wofür wir ein Verständnis entwickelt haben. Auch wenn wir dadurch nicht in alles investiert sind, was möglich wäre. Eine ganz große Herausforderung für das Risikomanagement besteht meiner Ansicht nach darin, dass in einer sich schnell verändernden Welt neue Risikolagen auf uns zukommen können, die wir aus einer historischen Betrachtung heraus nicht präzise genug abbilden können. Deshalb sollte man sensibel und offen sein, um neue Entwicklungen rechtzeitig zu registrieren. Dabei hilft ein vertieftes Verständnis der Asset-Klassen.

Herr Kopf, Sie sprachen bereits die Liquiditätsrisiken bei den Unternehmensanleihen an. Wie gehen Sie mit diesen um?

Kopf: Im Portfoliomanagement setzen wir für die Risikomodellierung neben dem Value at Risk (VaR) auch Stresstests ein. Diese können mit der linksschiefen Renditeverteilung von Unternehmensanleihen besser umgehen als der VaR. Wir achten außerdem auf die Liquidierbarkeit der gehaltenen Titel und können einen Teil der Investitionsquote über Derivate darstellen, um eine entsprechende Kasse für Anteilsrückgaben vorzuhalten. Besonders bei Publikumsfonds schauen wir uns die historischen Muster der täglichen Mittelbewegungen an und führen für die Anteilsrückgabe ebenfalls Stresstests durch. Bei Produkten für illiquidere Zinsanlagen – zum Beispiel bestimmte Nachranganleihen – nutzen wir zum Teil Rücknahmeabschläge oder Swing Pricing, um die verbleibenden Anleger im Fonds vor Nachteilen durch Mittelabflüsse zu schützen.

Dr. Kehr, wo sehen Sie blinde Flecken im Risikomanagement?

Kehr: Nicht alle Risiken lassen sich durch Modelle, Methoden und Datenhaushalte abgreifen. In einem stark arbeitsteiligen Prozess könnte zum Beispiel etwas übersehen oder nicht bedacht werden. Und eines Tages stellt sich das als gravierende Lücke heraus.

Was können Investoren dagegen tun?

Kehr: Es gibt dafür kaum technische Lösungen. Vielleicht würde man durch diese eine geringfügige Reduktion des unbekanntes Bereichs erreichen. Aber das Unternehmen kann versuchen, die Mitarbeiter dafür zu sensibilisieren, über den Tellerrand der Methoden und Datenhaushalte hinauszuschauen. Und es kann eine Kultur etablieren, in der diese auch den Finger heben, wenn ihnen etwas auffällt – selbst wenn dies nicht in ihren Arbeitsbereich fällt.

Kopf: Bei uns kommt die interne Revision regelmäßig vorbei, schaut von außen auf die

Prozesse und prüft, ob diese auch funktionieren.

Dr. Heinemann, wie ist das Risikomanagement bei Ihnen organisiert?

Heinemann: Ich sitze mit meinen drei Teams nicht im Risiko-Controlling, sondern als Risikomanager im Frontoffice. Unsere Aufgabe besteht darin, schon im Vorfeld darauf zu achten, dass keine Positionen eingegangen werden, die später Probleme bereiten werden. Komplexere Strukturen gehen zum Beispiel vorab über meinen Schreibtisch, um sie rechtzeitig durchdringen zu können. Das Risiko-Controlling mit Value at Risk, Credit Value at Risk, Stresstests und so weiter kommt dann noch hinzu. Auch dabei sind wir relativ breit aufgestellt. Wir haben zum Beispiel ein eigenes Credit Office, das interne Ratings erstellt. Dies wird mittlerweile auch regulatorisch immer stärker vorgeschrieben.

Kopf: Ich bin auch der Meinung, dass Risiko-management ins Frontoffice gehört – als Unterstützung für den Fondsmanager zum Beispiel bei speziellen Absicherungsstrategien. Das ist ein Prozess, den wir durchlaufen und den ich noch stärker nach vorne bringen möchte.

Auf welchen Gebieten besteht noch Bedarf an einer Weiterentwicklung des Risikomanagements?

Kehr: Wir diskutieren mit unseren Kunden zunehmend die Frage, wie viel Illiquidität Investoren auf der Ebene der strategischen Asset Allocation (SAA) vertragen. Ich habe mir das Thema Liquiditätsrisiken aus verschiedenen Blickwinkeln in der Historie angeschaut. Mein Eindruck ist, dass Liquiditätsrisiken nicht wirklich eine eigenständig messbare Größe sind. Sie sind zu eng verzahnt mit dem allgemeinen Marktrisiko – gerade wenn man es gesondert messen will. Für die Beantwortung dieser Frage sind daher noch weitere Überlegungen nötig.

Friesenecker: Die Toolbox an Risikomodellen und Risikosteuerungssystemen ist schon gut gefüllt. Es geht mehr darum, wie Investoren diese nutzen. Ein weiteres wichtiges Thema ist meines Erachtens der Umgang mit Unsicherheit in der Modellierung. Risiken kann man messen, Unsicherheit nicht. Ich denke dabei nicht nur an die Unsicherheit, die man schon immer hatte –, etwa Schätzfehler oder Out-of-model-Risiken – sondern auch an relativ neue Phänomene: dass zum Beispiel ein US-Präsident über Twitter die Märkte bewegt. Oder dass ökonomische Glaubenssätze wie die Vorteile des freien Handels oder die Unabhängigkeit der Notenbanken zunehmend seitens populistischer Regierungen in Frage gestellt werden.