

Risikomanagement – Nachholbedarf bei institutionellen Anlegern

Im Spannungsfeld zwischen Rendite- und Risikomanagement gehen deutsche Investoren auf „Nummer Sicher“. Getrieben durch die teils dramatischen Erfahrungen mit dem Einbruch der Aktienmärkte vor gut fünf Jahren sowie durch die Vorgaben des regulatorischen Umfeldes verhält sich die überwiegende Mehrheit heute betont sicherheitsorientiert. 86 Prozent der institutionellen Anleger, so das Ergebnis einer Studie von Union Investment zur Investmentkultur institutioneller Anleger in Deutschland, scheuen das Risiko und präferieren eine sichere Anlage ihrer Gelder. Ein effizientes Risikomanagement betrachten viele daher folgerichtig als zentrale Anforderung an ihre Kapitalanlage.

Risikobewusstsein gefordert

An diesem Ergebnis ist grundsätzlich nichts auszusetzen. Problematisch erscheint es allerdings vor dem Hintergrund einer zweiten, aus derselben Studie resultierenden Erkenntnis. Insbesondere das grundlegende Risikoverständnis der Investoren ist danach hierzulande nicht differenziert genug. In der Praxis jedenfalls wird Risikobewusstsein nur allzu oft mit Risikovermeidung gleichgesetzt. Mehrheitlich verzichten Investoren darauf, Risiken gezielt und kontrolliert einzugehen. Ausgeprägte Risikovermeidung geht vor Performance-Optimierung.

Dieses Verhalten negiert jedoch den in der Kapitalanlage fundamentalen Zusammenhang von Rendite und Risiko. Danach wird nur derjenige Investor langfristig mit höheren Renditen belohnt, der dazu bereit ist, höhere Risiken einzugehen. Risikomanagement kann vor diesem Hintergrund also keinesfalls heißen, jedwedes Risiko vollständig zu vermeiden. Im Gegenteil: Nur über die möglichst vollständige Kenntnis, Akzeptanz und sachgerechte Steuerung von Risiken können Investoren ihre

Anlageziele dauerhaft erreichen. Oder anders ausgedrückt: Wer Risiken bei der Kapitalanlage meidet, geht damit das vielleicht größte Risiko ein – nämlich das, seine Vorgaben nicht optimal oder gar nicht erreichen zu können.

Was aber ist Risiko, wie ist es zu steuern, und wie lässt es sich im Rahmen der Kapitalanlage kontrolliert in eine adjustierte Risiko-Rendite-Struktur des Gesamtportfolios einpassen? Während der Begriff der Rendite eindeutig definiert und damit im Kapitalanlage-Management einfach zu erfassen ist, weist die entsprechende Definition von Risiko in Wissenschaft und Praxis gegenwärtig noch eine gewisse Unschärfe auf. Für Abhilfe sorgt vor diesem Hintergrund eine zweite, ebenfalls von Union Investment in Auftrag gegebene Detailstudie

Alexander Schindler, Mitglied des Vorstandes, Union Asset Management Holding AG, Frankfurt am Main

Spätestens seit der Baisse der Jahre 2000/2001 zählt Risikokontrolle zur Schlüsselqualifikation im institutionellen Asset Management. Zwischen Anspruch und Wirklichkeit klafft aus Sicht des Autors hierzulande jedoch eine Lücke. Zu diesem Fazit gelangt er jedenfalls nach Auswertung von zwei Studien, die sein Haus unlängst in Auftrag gegeben hat. Seine Kernaussagen: Deutsche institutionelle Investoren haben Nachholbedarf im sachgerechten Umgang mit den Risiken der Vermögensanlage. Ein problematisches Risikoverständnis sowie ein inkonsistentes Anlageverhalten behindern oftmals die effiziente Steuerung im Asset Management. Wertvolle Renditechancen bleiben so ungenutzt. Gerade im derzeitigen Marktumfeld mit seinen niedrigen Erträgen kann dies zu ernsthaften Problemen führen, die Vorgaben zu erreichen. (Red.)

zum Risikomanagement. Hierin untersuchen die Autoren (Professor Dr. Bernd Rudolph vom Institut für Kapitalmarktforschung und Finanzierung der LMU München sowie Professor Dr. Lutz Johanning und Christian Funke von der European Business School in Oestrich-Winkel) den Begriff des Risikos aus dem Blickwinkel der „Verlust- und Risikopräferenzen institutioneller Anleger“*

Unterschied zwischen Risiko- und Verlustaversion

Bisher bezeichnete Risiko im Kapitalanlagemanagement allgemein die über eine Wahrscheinlichkeitsverteilung spezifizierte Unsicherheit bezüglich künftiger Finanzergebnisse. Risiko in diesem Sinne misst Schadensfälle beziehungsweise Ergebnisschwankungen im normalen Geschäftsbetrieb (Going Concern). Dieser klassischen Definition von Risiko stellt die Studie von Rudolph und Johanning nun erstmals eine weitere, bisher in der Anlagepraxis nur unzureichend berücksichtigte neue Dimension des Risikos gegenüber: Die Gefahr nämlich, eingegangene Leistungsversprechen nicht mehr erfüllen zu können. Dieses Risiko bezieht sich vor allem auf den möglichen Eintritt von anlegerspezifischen Worst-Case-Verlusten und ist somit von den Going-Concern-Risiken grundsätzlich zu unterscheiden.

Institutionelle Kapitalanleger weisen also sowohl eine Risiko- als auch eine Verlustaversion auf. Diese Unterscheidung ist auch außerhalb des Elfenbeinturms der Wissenschaft relevant. Denn aus den unterschiedlichen Risikodimensionen erwachsen in der Praxis nicht nur differenzierte Risikoprofile mit einer entsprechend differenzierten Bedeutung des Risikomanagements, sondern vor allem auch unterschiedliche Anlagestrategien.

Abbildung 1: Normative Asset-Management-Produktmatrix

		Absicherungsstrategie Assetklassen und Struktur des Exposures	Verlustaversion Abnehmendes Absicherungs niveau →		
			– PI TIPP – Hoher Floor	– PI CPPI – Mittlerer Floor	– Indexing – Best of n risky Assets – Constant Mix – Minimum Varianz
Risikoaversion Höhere Bedeutung von Restriktionen ↓	Hoch	– Hohe Rentenquote – Hohe Diversifikation – Passiv, leicht aktiv – Homogene Anlagen			
	Mittel	– Weniger Renten, mehr Aktien und AA – Renten aktiv, Aktien passiv, leicht aktiv, AA naiv – Passiv, leicht aktiv – Mittlere Diversifikation			
	Gering	– Hohe, sehr aktive Aktienquote – Geringe Diversifikation – Inhomogene Anlagen mit Chancenpotenzial			

Die Produktmatrix zeigt Empfehlungen für Anlageprodukte und -strategien in Abhängigkeit von Verlust- und Risikoaversion. Es handelt sich um normative Strategien auf Basis theoretischer Überlegungen

PI = Portfolio Insurance, TIP = Time Invariant Portfolio Protection, CPPI = Constant Proportion Portfolio Insurance, TE = Tracking Error, AA = Alternative Assets ■ Risikomanagement von sehr hoher Bedeutung ■ ... von hoher Bedeutung ■ ... von untergeordneter Bedeutung

Was dies konkret bedeutet, haben die Autoren der Studie anhand einer Produktmatrix aufgezeigt (Abbildung 1). Dabei werden drei Stufen der Risikoaversion (hoch, mittel und gering) sowie drei entsprechende Stufen der Verlustaversion unterschieden. Insgesamt ergeben sich so idealtypisch neun unterschiedliche Anlagestrategien, die je nach Ausprägung der Risiko- und Verlustaversion mit verschiedenen Produkten unterlegt sind. So wäre beispielsweise für Anleger mit gleichzeitig hoher Risiko- und Verlustaversion eine Wertsicherungsstrategie mit hohem Floor zu empfehlen. Das Portfolio würde bei hoher Diversifikation hauptsächlich in Rentenpapiere investiert sein.

Selbsteinschätzung der Risikoneigung

Im Gegensatz dazu wäre für einen Anleger mit gleichzeitig niedriger Risiko- und Verlustaversion eine aktives Aktienmandat ohne entsprechende Absicherung zu bevorzugen. Ähnlich lassen sich für die anderen Segmente idealtypisch entsprechende Produkte benennen.

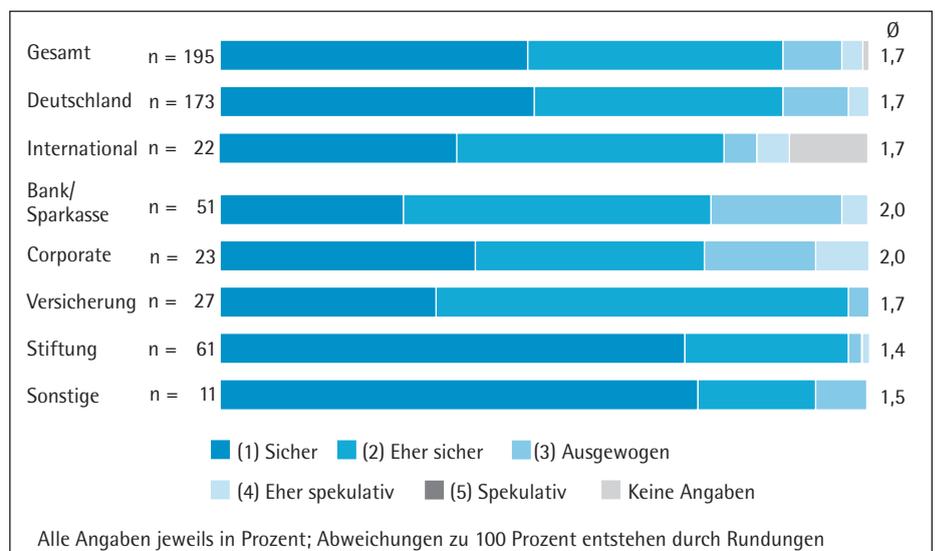
Interessant werden diese Erkenntnisse vor allem dann, wenn man die theoretische Produktkategorisierung vor dem Hintergrund der Selbsteinschätzung institutioneller Investoren mit deren tatsächlichem

Anlageverhalten vergleicht. Auf diese Weise lassen sich praxisnahe Aussagen über den Umgang der Anleger mit dem Risiko generieren. Abbildung 2 zeigt hierzu zunächst deskriptive Ergebnisse zur Selbsteinschätzung der Risikoneigung. Es ist deutlich zu erkennen, dass sich ein Großteil der Befragten als sehr sicherheitsorientiert einschätzt. Dabei sind aber auch klare Branchenunterschiede auszumachen. So erscheinen Banken und Unternehmen bei ihrer Kapitalanlage risikofreudiger als Versicherungen und Stiftungen.

Für die genauere Untersuchung der Befragungsdaten wurde zusätzlich eine Clusteranalyse vorgenommen, um so Gruppen von Anlegern zu bestimmen, die in Bezug auf bestimmte Variablen untereinander möglichst homogen und im Vergleich zu den jeweils anderen Clustern möglichst heterogen sind. Als Variablen dienten dabei die Selbsteinschätzung zur Risikoaversion, zur Verlustaversion, zur Underperformance-Vermeidung sowie zu den Anlagerestriktionen. Das Ergebnis ergab eine relativ eindeutige Aufteilung der Investoren in vier verschiedene Gruppen, die sich wie folgt in die Produktmatrix eingliedern lassen (Abbildung 3).

Während die Cluster 1 und 2 nahe beieinander liegen und eine hohe Risikoaversion in Kombination mit einer hohen Verlustaversion aufweisen, unterscheiden sich die übrigen Cluster hingegen deutlich. Cluster 3 schätzt sich zwar hoch risikoavers ein, weist allerdings von allen Clustern die ge-

Abbildung 2: Selbsteinschätzung der Risikoneigung



ringste Risikoaversion auf. Cluster 4 ist im Vergleich mit den anderen Gruppen am wenigsten risikoavers und mit Blick auf die Verlustaversion im Mittelfeld anzusiedeln.

Abweichendes Anlageverhalten

Ob sich Selbsteinschätzung und Umsetzung decken, wurde in einem weiteren Schritt anhand der tatsächlichen Anlagepolitik der Investoren überprüft. Folgende Kriterien fanden dabei Berücksichtigung: der Anteil von Rentenpapieren in Eigenverwaltung, der Anteil aktiver Investmentphilosophien sowie die Anzahl unterschiedlicher Anlageklassen.

Genau wie bei der Selbsteinschätzung ergeben sich auch bei der tatsächlichen Anlagepraxis vier unterschiedliche Gruppen, die sich in das Muster der Produktmatrix einordnen lassen (Abbildung 4: Umsetzungscluster in der Produktmatrix). Cluster 1 repräsentiert die am meisten risiko- und verlustaversen Firmen, die zu einem hohen Anteil in Renten investieren, einer

passiven Anlagestrategie folgen und eine hohe Diversifikation aufweisen. Cluster 2 hingegen verfolgt eine aktivere Investmentphilosophie, bei höherer Diversifikation und einer geringeren Rentenquote als Cluster 1. Cluster 3 kann man in der zweiten Zeile der Produktmatrix einordnen, da ein deutlich niedriger Rentenanteil vorliegt und die anderen Investitionen passiv gemanagt werden. Auch die unterdurchschnittliche Diversifikation deutet auf eine niedrigere Risikoaversion hin. Bei Cluster 4 handelt es sich um die Gruppe von Anlegern mit der höchsten Risikoneigung. Sie konzentrieren sich auf wenige Assetklassen und managen ihre Portfolios aktiv.

Ein einfacher Vergleich der Clusterbildung zur Selbsteinschätzung und zum Anlageverhalten, lässt sich über eine Kreuztabelle herstellen. In der Darstellung der Abbildung 5 (Selbsteinschätzung/Umsetzung) sind alle Felder mit einer theoretisch korrekten Entsprechung der Clusterzugehörigkeiten dunkel eingefärbt. Dabei wird schnell erkennbar, dass die tatsächliche

Kapitalanlage vieler Investoren mit deren Einschätzung zum Risiko nicht immer übereinstimmt.

Schwierigkeiten im sachgerechten Umgang mit dem Risiko

Es ist zu beobachten, dass diejenigen Investoren, die real umgesetzt eine relativ niedrige Risikoaversion aufzeigen (Abbildung 5: Cluster 4 in Spalte 4), gemäß ihrer Selbsteinschätzung hauptsächlich zu den stark risiko- und verlustaversen Clustern 1 und 2 (Zeilen 1 und 2) oder aber zu dem am stärksten risikoaversen Cluster 3 (Zeile 3) zählen. Dies ist ein deutlicher Hinweis darauf, dass sich einige Anleger risikoaverser einschätzen, als es in Wirklichkeit ihren umgesetzten Produkt- und Anlagepräferenzen entspräche.

Die Tabelle zeigt allerdings auch, dass der umgekehrte Fall möglich ist. So zeigen Anleger aus dem gemäß der Selbsteinschätzung am wenigsten risikoaversen Cluster 4 (Zeile 4) ein äußerst risikoaverses

Abbildung 3: Selbsteinschätzungscluster in der Produktmatrix

		Verlustaversion		
		Hoch	Mittel	Keine
Risikoaversion	Hoch	1 2		3
	Mittel		4	
	Gering			

In der Abbildung sind die Selbsteinschätzungscluster in die Produktmatrix eingeordnet

Selbsteinschätzung: 1 Cluster 1 2 Cluster 2 3 Cluster 3 4 Cluster 4;
 ■ Risikomanagement von sehr hoher Bedeutung
 ■ ... von hoher Bedeutung ■ ... von untergeordneter Bedeutung

Abbildung 4: Umsetzungscluster in der Produktmatrix

		Verlustaversion		
		Hoch	Mittel	Keine
Risikoaversion	Hoch	← 1 →	← 2 →	
	Mittel		← 3 →	
	Gering		← 4 →	

Da nur die Risikoaversion anhand der Risiko- und Produktpräferenz beobachtet werden kann, werden die vier Cluster der mittleren Verlustaversion zugeordnet.

Selbsteinschätzung: 1 Cluster 1 2 Cluster 2 3 Cluster 3 4 Cluster 4;
 ■ Risikomanagement von sehr hoher Bedeutung
 ■ ... von hoher Bedeutung ■ ... von untergeordneter Bedeutung

Abbildung 5: Selbsteinschätzungskuster/Umsetzungskuster

Selbsteinschätzung \ Umsetzung		Cluster				Summe
		1	2	3	4	
Cluster	1	25	15	13	6	59
	2	11	10	11	7	39
	3	7	6	1	5	19
	4	20	17	5	3	45
Summe		63	48	30	21	162

Selbsteinschätzung: 1 Cluster 1 2 Cluster 2 3 Cluster 3 4 Cluster 4;
 Umsetzung: 1 Cluster 1 2 Cluster 2 3 Cluster 3 4 Cluster 4
 Bei den dunkel hinterlegten Feldern entsprechen sich Selbsteinschätzung und Umsetzung

Anlageverhalten durch ihre Zugehörigkeit zu den Clustern 1 und 2 aus der Umsetzungsanalyse (Spalten 1 und 2). Dies könnte darauf zurückzuführen sein, dass Firmen aus dem Cluster 4 der Selbsteinschätzung überdurchschnittliche Restriktionen ausgesetzt sind und dadurch zu risikoaversen Verhalten „gezwungen“ wird. In diesem Cluster sind vor allem Banken zu finden, die einer Vielzahl externer Restriktionen (zum Beispiel: Basel II oder BaFin) unterliegen und diese dementsprechend als interne Restriktion bei der eigenen Kapitalanlage umsetzen.

Alles in allem kann man aus der Analyse folgern, dass sich keine wirklich ähnliche Clusterbildung aus Selbsteinschätzung und Anlageverhalten ergibt. Es deutet vielmehr einiges darauf hin, dass ein Teil der Anleger sich risiko- und verlustaverser einschätzt, als dies in der Realität der Fall ist – und umgekehrt. Institutionelle Investoren, so die grundsätzliche Erkenntnis, haben nach wie vor Schwierigkeiten im sachgerechten Umgang mit dem Risiko.

Renditeeinbußen durch sicherheitsorientierte Restriktionen

Die Studienergebnisse verdeutlichen darüber hinaus, dass auch institutionelle Investoren den Grundzusammenhang zwischen den Anforderungen aus ihrem Geschäftsmodell, dem vorhandenen Verlustbudget und der Renditen noch nicht ausreichend verinnerlicht haben. Die Auseinandersetzung mit dem individuellen Risikoverständnis ist aber unerlässlich. Aus ihr heraus erfolgt die zentrale Weichenstellung für eine

renditepotenzial-orientiertes Risikomanagement. Vermögensberater, Consultants und Asset Manager sollten Investoren daher bei der Ableitung der Verlust- und Risikopräferenzen aus ihren spezifischen Geschäftszielen heraus unterstützen und über geeignete Mandatsstrukturierungen aufklären. Im Rahmen von Asset-Allocation-Studien sind zudem die Konsequenzen (Renditeeinbußen) von Verlust- und Risikopräferenzen sowie der externen und internen Anlegerrestriktionen aufzuzeigen.

Dass gerade letzterer Punkt nicht zu unterschätzen ist, ergab eine Ergänzungsuntersuchung von Union Investment zur Frage, welchen Einfluss zusätzliche Anlagerestriktionen auf das Ergebnis der Kapitalanlage haben. Um hier Klarheit zu schaffen, wurden aus dem Bestand bestehender Wertesicherungs-Mandate (Immuno) zunächst Fonds mit ähnlichen Verlustbudgets gruppiert und anschließend solche mit der höchsten und der niedrigsten Performance innerhalb der Gruppen miteinander verglichen. Das Ergebnis ist eindeutig: In 14 von 16 Gruppen (87,5 Prozent) weist der Performance-Spitzenreiter im Vergleich zum Schlusslicht deutliche liberalere Anlagerestriktionen auf. Dies äußert sich zum Beispiel durch einen höheren Spielraum bei der maximal zulässigen Aktienquote. Je nach Umfang der Anlagerestriktionen konnte die Ergänzungsuntersuchung so Renditeeinbußen von bis zu 2,3 Prozentpunkten dokumentieren.

* Die komplette Studie samt ausführlichem wissenschaftlichen Anhang ist im Internet unter folgender Adresse hinterlegt: www.union-investment.de/institutional, unter: Informationspool