

Sicherung einer konstanten Ertragsbasis für Vermögensverwalter

– Vorteile eines erprobten und die Assets erhaltenden Risiko-Overlays vor dem Hintergrund der Kapitalanlageergebnisse des Jahres 2008

von Hauke Hess und Dirk Rogowski

Würden die Kapitalmarkttheorie in ihrer Ausprägungsform des Capital Asset Pricing Model (CAPM) und die Value-at-Risk (VaR) Methode tatsächlich mit der erlebten Anlegerrealität vereinbar sein, dann wären die Analyse, Bewertung, Steuerung und die Überwachung von Portfoliostrukturen reaktiv einfach. Dies ist eine zugegeben etwas provokante These. Aufgrund der Erfahrungen des Jahres 2008 lässt sich jedoch eingängig zeigen, wo und warum die bisher angewendeten theoretischen Konstrukte versagen und welche Konsequenzen und Verbesserungsmöglichkeiten sich daraus insbesondere für Vermögensverwalter ergeben, deren Ertragsentwicklung in der Regel direkt von der Höhe der verwalteten Assets abhängt.

1. Was bisher geschah

Üblicherweise wurde eine Vermögensanalyse erstellt, die als Grundlage für die Herleitung eines optimalen Kapitalanlageportfolios diente. Die Ermittlung des optimalen Portfolios erfolgte in der Regel mit Hilfe des CAPM. Korrelationsannahmen, Annahmen zur Normalverteilung der Renditen und die Unterstellung einer linearen Beziehung zwischen erwartetem Ertrag und Risiko auf der Kapitalmarktlinie sind nur einige der Prämissen, die Voraussetzungen für die Anwendbarkeit dieser Theorie sind. Geht man von der Gültigkeit dieser Annahmen aus, dann sind die Aussagen des CAPM auch vollkommen richtig. Im nächsten Schritt wurde dann meist mit Hilfe des VaR eine Verlustabschätzung für das optimale Portfolio ermittelt. Betrachtet man die Höhe der Verlustabschätzung als das Risikokapital, dann bewegen wir uns im Sprachgebrauch institutioneller Anleger.

So oder ähnlich sind die meisten Vermögensverwalter und Family Offices in das Jahr 2008 gestartet. In der Regel waren die Risikokapitalbudgets (oder auch die Verlusttoleranz) aufgrund der Jahre 2004 bis 2007 ausreichend vorhanden und Diskussionen über Wertsicherungskonzepte oder Methoden zur strikten Einhaltung von definierten Verlustobergrenzen fanden nur sehr vereinzelt statt.

Im Jahr 2008 erlebten das CAPM und der VaR dann eine schwere Schlappe in der Praxis. Korrelationen griffen nicht, die Hebelung des optimalen Portfolios führte zu teilweise katastrophalen Ergebnissen und die Volatilität als Gradmesser für das Risiko gab fatale Fehlsignale. Auch die Annahme der Normalverteilung der Renditen wurde erneut ad absurdum geführt. Viele Anleger, insbesondere nahezu alle institutionellen Anleger, wurden daraufhin permanent gezwungen, ihr optimales Portfolio abzubauen. Begonnen wurde in der Regel mit den Assetklassen mit der höchsten Volatilität, da der VaR dies als notwendig und richtig signalisierte. Die damit verbundene Prozyklik soll hier nicht weiter thematisiert werden.

Im Ergebnis hatten sich viele Anleger zum Ende des Jahres 2008 aus zahlreichen Assetklassen vollkommen verabschiedet. Eine Partizipation an Markterholungen war damit unmöglich und die ursprünglichen Überlegungen, die zum einstmals optimalen Portfolio geführt hatten, waren obsolet. Gleichzeitig war die Verlusttoleranz, oder mit anderen Worten das ursprünglich vorgesehene Risikokapitalbudget, oft dramatisch überzogen worden, mindestens aber bis auf eine Restgröße zusammengesmolzen. Damit einher ging logischerweise oft ein signifikanter Einbruch der verwalteten Assets mit den daraus entstehenden negativen Konsequenzen für die Erträge der Vermögensverwalter. Trotz dieser schwierigen Ausgangslage haben aber gerade Vermögensverwalter weiterhin die Aufgabe, mit den Ihnen anvertrauten Assets eine permanente Vermehrung des Kapitals zu erreichen ohne permanent neue Risikobudgets bei ihren Kunden einzufordern.

2. Was kann (sollte) man im Kapitalanlagemanagement anders machen?

Trennung von theoretischem Ballast

Das Jahr 2008 war nicht das erste Kapitalanlagejahr, das erhebliche Zweifel an einigen theoretischen Annahmen der Kapitalmarkttheorie hat aufkommen lassen. Vielleicht ist es aber der sprichwörtliche letzte Tropfen für die eine oder andere Theoriekomponente und ihre praktische Anwendung.

Weiterhin die Risikoreduktion durch Korrelationen in Stressphasen zu unterstellen und daher Korrelationen als Inputparameter für eine optimale Asset Allokation zu nutzen, ist nun durchaus als fragwürdig zu erachten. Ebenso ist die Fiktion der Normalverteilung von Renditen zu bewerten.

Mit Skepsis ist auch der VaR in seiner Standardumsetzung mit einem 99 Prozent Konfidenzniveau zu betrachten. Die Orientierung an dieser Grösse ist wie Fahren und dabei permanent in den Rückspiegel schauen. Nur weil die jüngste oder welche auch immer gewählte Vergangenheit für die Berechnung zufällig erträglich war, ist dies kein Indiz für eine ähnliche Zukunft. Im Gegenteil erhält man an temporären Hochpunkten des Marktes das Signal, dass man noch mehr Risiko eingehen darf, weil die Volatilität gerade niedrig ist.

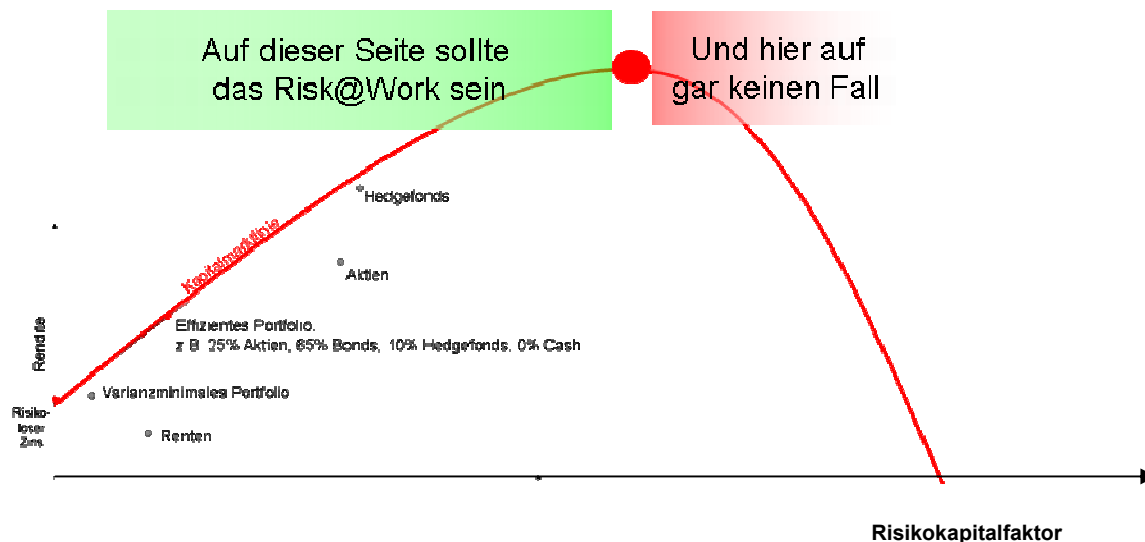
Teile der Kapitalmarkttheorie an das praktische Umfeld der Vermögensverwaltung anpassen

Etwas anders ist es mit der Annahme einer linearen Beziehung zwischen Risiko und erwartetem Ertrag. Diese Beziehung nimmt eine unerwartete Wendung, wenn man sie an das praktische Umfeld der Vermögensverwaltung anpasst. Geht man davon aus, dass die Vermehrung des Kapitals das Ziel jeglicher Anlage ist, dann ist folglich der optimale Schutz des Kapitals eine Muss-Nebenbedingung. Des weiteren kann man davon ausgehen, dass jeder Anleger eine vorab bestimmbare Verlusttoleranz hat. Verlusttoleranz oder anders ausgedrückt Risikokapital ist jedoch die notwendige Voraussetzung für ein sinnvolles Agieren am Kapitalmarkt, da man nur bei Vorhandensein von Risikokapital auch Überrenditen erzielen kann. Will man nicht Gefahr laufen, sein Risikokapital vollkommen aufzuzehren, dann ändert sich folglich die zu beantwortende Fragestellung im Portfoliokontext in:

- 1.) Mit welchem Faktor darf ich mein Risikokapital maximal ins Risiko stellen, um ein optimales Anlageergebnis bezogen auf mein Risikokapital zu erhalten?
- 2.) Mit welchem Faktor darf ich mein Risikokapital maximal ins Risiko stellen, um mein Risikokapital niemals vollständig zu verbrauchen?

Diese Änderung der Risikoperspektive führt zu einer Krümmung der Kapitalmarktlinie. Mehr Risiko bringt nicht zwangsläufig mehr Ertrag (siehe Abbildung 1). Die praktisch erprobte Methode zur Umsetzung dieser Erkenntnis heisst Risk@Work. Die detaillierte Erklärung der theoretischen Grundlagen von Risk@Work wird in einem separaten Fachbeitrag erfolgen.

Abbildung 1 – Zusammenhang zwischen Marktrisikoposition und Rendite unter Verlusttoleranz-(Risikokapital-)restriktionen (schematisch)



3. Risk@Work als mögliche Umsetzungsmethode für Vermögensverwalter

Eine der Kernfähigkeiten eines guten Vermögensverwalters ist die Auswahl der richtigen Assetklassen im individuellen Portfoliokontext und der dazu passenden Asset Manager. Daran wird auch Risk@Work nichts ändern. Nutzt man Risk@Work jedoch als Umsetzungsmethode für den Bereich der Kapitalanlagen, dann legt der Vermögensverwalter im Rahmen der Anlagestrategie zunächst fest, welche Ertragsansprüche des Kunden erfüllt werden müssen und mit welchen Assetklassen man dies erreichen will. Liegt der Ertragsanspruch erheblich über dem aktuellen Zinsumfeld für risikolose Geldanlagen (Eonia), so ist dies

ein erster Hinweis für die Notwendigkeit eines erhöhten Risikokapitalbedarfs gegenüber vergangenen Perioden, in denen der risikolose Zins vielleicht sogar über dem Ertragsanspruch lag.

Im nächsten Schritt ermittelt der Vermögensverwalter in Abstimmung mit dem Kunden das tatsächlich zur Verfügung stehende Risikokapital. Sind diese beiden Vorarbeiten geleistet, dann kommt Risk@Work erstmals zur Plausibilisierung zum Einsatz. Mit Hilfe der Risk@Work Methode wird anhand des definierten Risikokapitals ermittelt:

- Ist das Ertragsziel mit den zur Verfügung stehenden Assetklassen überhaupt erreichbar
- Welche Assetklassenkombinationen sind für die Erreichung des notwendigen Ertragsziels möglich.

Kommt Risk@Work zum Ergebnis, dass man das Ertragsziel mit dem Risikokapital und den zur Verfügung stehenden Assetklassen in den unterschiedlichsten historischen Marktphasen erreichen konnte, dann erfolgt die Optimierung unter Berücksichtigung historischer Renditen aber auch von Marktprognosen des Vermögensverwalters, soweit verfügbar und vom Anleger gewünscht. Hierbei werden keine Portfoliogewichte sondern Faktoren ermittelt, mit denen das Risikokapital pro Assetklasse investiert wird. Im Ergebnis erhält man ein investiertes Portfolio, das exakt zum Risikokapital (der Verlusttoleranz) passt und die optimale Vermehrung des Kapitals sicherstellt. Im Gegensatz zu üblichen Vorgehensweisen wird diese optimale Portfoliostruktur im Zeitverlauf immer wieder hergestellt. Dies geschieht um so öfter, je liquider die Assetklasse ist. Dadurch werden permanent Gewinne in einzelnen Assetklassen auf das Gesamtportfolio verteilt und temporär schlechter performende Assetklassen aufgestockt. Entscheidend ist lediglich das insgesamt zur Verfügung stehende Risikokapital unabhängig davon, welche Assetklasse gerade hinzuverdient oder verloren hat.

Was genau zeichnet nun die Risk@Work Methode aus und warum ist diese ideal geeignet, um böse Überraschungen bei der Wertentwicklung der zu verwaltenden Assets zu vermeiden? Im Kern geht es um eine andere Herangehensweise an den Risikokontrollprozess.

1. Risikoidentifikation

Im Rahmen von Risk@Work werden die Marktpreisrisiken pro Assetklasse anhand von Worst-Case Szenarien ermittelt. Hierbei wird der tatsächlich beobachtete Worst Case zzgl. eines Sicherheitsaufschlags verwendet. Diese Methode vergisst nie und lernt permanent hinzu. Das ist ein gravierender Unterschied zu den meisten herkömmlichen Verfahren.

2. Risikoanalyse und -bewertung

Die Detailanalyse pro Assetklasse erfolgt in Abhängigkeit von der Liquidität der Assetklasse. Für einen Hedge Fonds zum Beispiel kann diese bei neun Monaten liegen. Dann wird der entsprechende Worst Case auch auf diese Mindesthalteperiode angepasst. Zusätzlich erfolgt in Abstimmung mit dem Investor eine qualitative Bewertung des anzusetzenden Worst Case Szenarios. Konkret heisst das, es wird darüber befunden, mit welchem zusätzlichen Sicherheitsaufschlag auf den bisher beobachteten Worst Case gerechnet werden soll.

Für die Bewertung des Worst-Case Risikos auf Portfolioebene geht Risk@Work so vor, dass der Verlust ermittelt wird, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 1: 1.000.000 auftritt. Damit bewegt sich Risk@Work hinsichtlich der Wahrscheinlichkeitsqualität auf einem ganz anderen Niveau als der VaR. Bei der Ermittlung geht Risk@Work nicht davon aus, dass die Performancevergangenheit, so wie sie tatsächlich abgelaufen ist, ein zuverlässiger Inputgeber ist, sondern kombiniert zusätzlich zufällig alle möglichen Vergangenheiten. Es kann also vorkommen, dass der Oktober 1987 bei US-Aktien und der Oktober 2008 bei High Yield gleichzeitig in der Simulation stattfinden und trotzdem muss das Risikokapital des Portfolios dies aushalten. Dadurch kommen Portfolios zustande, die auch in echten Krisenphasen sehr robust sind. Der Herbst 2008 hat die Wirksamkeit der Methode praktisch auf eine Feuerprobe gestellt, die mit Bravour bestanden wurde.

3. Risikosteuerung

Bei Risk@Work hat die Risikosteuerung jederzeit das zur Verfügung gestellte Risikokapital (die Verlusttoleranz) als zentrale Steuerungsgrösse. In regelmässigen und von der Portfoliostruktur abhängigen Intervallen wird die optimale Marktrisikoposition des Portfolios entsprechend dem zur Verfügung stehenden Risikokapital gesteuert.

4. Risikoüberwachung und Kommunikation

Für die Risikoüberwachung sind selbstverständlich sämtliche Kennzahlen wie VaR und Volatilität ermittelbar und für ein Gesamtmandat wenn gewünscht aggregierbar und kommunizierbar. Darüber hinaus bietet Risk@Work jedoch jederzeit in anschaulicher Form Transparenz darüber, wie sich die Auslastung

des Risikokapitals für einzelne Assetklassen oder gesamte Portfolien darstellt und ob die notwendigen Ertragsziele mit dem aktuellen Risikokapital realistisch überhaupt noch erreichbar sind. Dem Kunden ist es dabei jederzeit freigestellt, zusätzliches Risikokapital zur Verfügung zu stellen, wenn sich seine Markteinschätzung oder die seines Beraters ändert. Die Verknüpfung der aus der Anlagestrategie stammenden Ertragsansprüche mit den Restriktionen der Verlusttoleranz findet hier erneut statt und schliesst den von vielen Kunden geforderten Regelkreis.

5. Fazit

Mit Risk@Work existiert eine Methode, die viele Schwächen der herkömmlichen Kapitalmarkttheorie überwindet und praktisch in eine Risiko-Overlay Methode übersetzt. Die Verlusttoleranz (das Risikokapital) wird zur zentralen Optimierungsgrösse und die Risikokapitalauslastung wird permanent überwacht und im Rahmen der Strategie dynamisch gesteuert. Für den Kunden hat dies den Vorteil, dass er von Anfang an genau weiss, wie gross sein maximaler Wertverlust werden kann. Für den Vermögensverwalter liegt der Charme darin, dass er exakt planen kann, mit welcher Assetgrösse er im schlimmsten Fall in das nächste Geschäftsjahr startet. Die Planbarkeit der Erträge erhöht sich dadurch massiv.

Das für Praktiker wohl erstaunlichste Ergebnis von Risk@Work wurde bereits im Sommer 2007 ermittelt. Schon damals konnte mit Hilfe von Risk@Work nachgewiesen werden, dass in einem DAX-REX Portfolio eine Aktienquote grösser 15% Prozent nicht optimal ist. Das Jahr 2008 hat an diesem Ergebnis übrigens nichts geändert. Diese Tatsache stellt die gängige Meinung, dass erst durch das Jahr 2008 alle quantitativen Modelle und Risikosysteme auf den Prüfstand gehören, in ein ganz anderes Licht.

Hauke Hess ist Leiter Quantitatives Asset Management bei Pall Mall Investment Management Ltd.

Dr. Dirk Rogowski ist Niederlassungsleiter in Hamburg und Head of Marketing bei Pall Mall Investment Management Ltd.