



GEFAHR IM GRIFF

Richtiges Risikomanagement sichert Renditeziele

Mehr Rendite gleich mehr Risiko. So lautet eine einfache Faustregel am Kapitalmarkt. Asset-Managern bei Stiftungen und Kommunen hilft diese Erkenntnis jedoch nur bedingt weiter. Schließlich sind sie einerseits verpflichtet, die ihnen anvertrauten Gelder zu bewahren, gleichzeitig soll sich das Vermögen jedoch ordentlich vermehren. Vollkommen risikofreie Geldanlagen – wenn es sie denn überhaupt geben sollte – können also nicht der Ausweg aus dieser Zwickmühle sein. Die damit erzielbaren Renditen sind schlichtweg zu niedrig. Die Lösung des Problems liegt vielmehr auf einer anderen Ebene: Professionelles Risikomanage-

ment bringen Wagnisse und Wertzuwachs in das richtige Verhältnis.

Sowohl bei der Einrichtung wie auch bei der Pflege eines Risikomanagementsystems kommt der Identifikation der Risiken besondere Bedeutung zu. Zudem muss bestimmt werden, wie mit den identifizierten Risiken umgegangen werden soll. In der Praxis hat sich hier eine vorteilhafte Vorgehensweise herausgebildet, welche die folgenden Schritte umfasst:

- festlegen von Rendite-/Risiko-Zielen
- definieren von Werttreibern
- festlegen der Risikomanagement-Strategie
- identifizieren der Risiken



Risiko-Kontrolle

- analysieren und bewerten der Risiken
- steuern der Risikoabwehr
- fortlaufende Kontrolle der Risiken
- Dokumentation im Risikobericht

Die besonders relevanten Schritte im Risikomanagement-Prozess werden in den folgenden Absätzen beschrieben.

Identifikation der Risiken. Bei der Identifikation und Beschreibung von Risiken spielt die jedem Vermögensverwaltungsvertrag zu Grunde liegende Anlagerichtlinie, die die Soll-Struktur der Vermögensanlage definiert, eine entscheidende Rolle. Anhand der Anlagerichtlinie können Vergleiche angestellt werden, die dokumentieren, ob das Vermögensverwaltungsmandat vom Vermögensverwalter gelebt wird oder nicht. Ebenso lassen sich Abweichungen bei der Umsetzung des Vermögensverwaltungsmandats sowie der Anlagbetreuung identifizieren. Es wird also überprüft, ob die Strategien des Vermögensverwalters den Vorgaben der Anlagerichtlinie entsprechen. Abweichungen sind als klare Risiken zu definieren, und es sind Maßnahmen durchzuführen, die den vereinbarten Rahmen wieder herstellen. Darüber hinaus spielt die Markt- und Zinsmeinung des Asset-Managers eine entscheidende Rolle. Diese gilt es im regelmäßigen Turnus, etwa quartalsweise, zu bilden und mit der aktuellen Depotstrategie zu verproben. Im Fall von Abweichungen sind entsprechende Maßnahmen im Hinblick auf die Produktwahl, die Wahl der Anlageklassen und die Gewichtung zwischen risikoreichen und risikoarmen Anlagen einzuleiten.

Analyse und Bewertung der Risiken. Die in der Risikoidentifikationsphase erfassten Risiken werden im Rahmen der Risikoanalyse hinsichtlich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit sowie auch hinsichtlich der Höhe des drohenden Kapitalverlusts bewertet. Um etwa die Rendite-/risikotechnische Abweichung zu messen, sind Szenarioanalysen, Expertenbefragungen, Depot- und Produktanalysen, Rendite-/Risikobeurteilungen, Checklisten oder einfach die offene Kommunikation mit dem Vermögensverwalter bewährte Instrumente.

Darüber hinaus sind Risikokennzahlen eine hilfreiche Größe. Hierzu zählt zum Beispiel die Sensitivität, also die Empfindlichkeit einer Anlage gegenüber äußeren Einflüssen. Hilfreich sind zudem der Value at Risk (VaR), welcher dem Wert eines angenommenen Verlustes entspricht, oder die Volatilität, welche die Schwankungsbreite einer Anlage angibt. Aus der Volatilität lässt sich direkt die damit verbundene Renditeschwärzung (Volatilitätssteuer) berechnen. In diesem Zu-

sammenhang werden unter anderem geeignete Benchmarkkriterien definiert und der Managementleistung der externen Vermögensverwalter gegenübergestellt. Ferner werden die periodischen Rechenschaftsberichte der externen Asset-Manager/Investmentgesellschaften auf Plausibilität geprüft. Bei der Risikoanalyse ist zudem festzustellen, ob die bisher getroffenen Maßnahmen ausreichen, um die Risiken zu kontrollieren. Ein Berichtswesen auf eigener Zahlen- und Datenbasis hilft dabei, besser begründete Entscheidungen zu treffen.

Um die größte Analysetransparenz zu gewährleisten, beinhaltet die eigene (!) Vermögensbuchhaltung der Stiftung oder Kommune die vollständige Aufarbeitung aller Geschäftsvorfälle und getätigten Transaktionen im Betrachtungszeitraum. Ermöglicht wird dies durch die exakte Nachbuchung jedes Cashflow aller getätigten Geschäfte und Transaktionen der jeweiligen Vermögensverwalter. Damit entsteht als zentraler Ausgangspunkt für die Dienstleistung des Vermögens-Controllings eine Datenbasis, die die Grundlage für alle weiteren Auswertungen darstellt. Mit der Macht der eigenen Zahlen und der Möglichkeit jede notwendige Aggregation und Selektion vornehmen zu können, ist der Kämmerer oder Stiftungsvorstand nicht nur in der Lage, die Richtigkeit der vorgelegten Zahlen und Ergebnisse sowie die Höhe der vereinbarten Kosten und Gebühren zu überprüfen.

Noch wichtiger sind die Informationen über die Vorgehensweise und den Anlageerfolg der beauftragten Vermögensverwalter. Anhand der Daten aus der Vermögensbuchhaltung ist schließlich jederzeit ersichtlich, ob die Anlagerichtlinien befolgt werden, welche Ergebnisse die verschiedenen Vermögensverwalter erzielen und ob sich ihre Ergebnisse im Jahresverlauf kontinuierlich entwickeln. Auch eine eventuelle Out- oder Underperformance einzelner Anlagen gegenüber ihrem Vergleichsindex (z. B. Euro-Stoxx-50, RexP) lässt sich anhand der Daten vermutlich erklären. Auf dieser Basis kann dann das wahrscheinlichste Renditeszenario entworfen werden, wozu auch eine Prognose gehört, wie sich das Vermögen im schlechtesten Fall entwickeln könnte. Letztendlich lässt sich dadurch frühzeitig abschätzen, ob die Ertragserwartungen erreicht werden oder ob mit Ausfällen zu rechnen ist. Erfolgsentscheidend ist in diesem Zusammenhang auch eine Betrachtung der Risiken, die mit der Portfolio-Struktur verbunden sind. Zu untersuchen ist in diesem Zusammenhang, wie sich diese Risiken langfristig kontrollieren und reduzieren lassen. Unmittelbar an diese detaillierte Analyse schließt sich dann die alles entscheidende Frage an: Wie muss das gesamte Anlageportfolio strukturiert sein, um der Rendite-Risiko-Erwartung mit hoher Wahrscheinlichkeit gerecht zu werden?

Wie viel Risiko ist erlaubt?

Risikovermeidung

Eine vollständige Vermeidung von Risiken im Anlageprozess ist nicht Ziel des Risikomanagements und kann nur erreicht werden, indem man die risikobehaftete Aktivität unterlässt. Sinnvoll ist dies nur bei bestandsgefährdenden Risiken.

Risikoverminderung

Die Verminderung von Risiken setzt darauf, Risikopotenziale nicht – wie bei der Risikovermeidung – auszuschließen, sondern auf ein akzeptables Maß zu reduzieren.

Risikobegrenzung

Zur Risikobegrenzung gehören die Risikostreuung und die Risikolimitierung. Die Risikostreuung fußt auf der Portfolio-Theorie, die besagt, dass die Kombination nicht vollständig miteinander korrelierender Anlagealternativen in einem Portfolio einen Diversifikationseffekt bewirkt, der

in der Summe das Gesamtrisiko verringert oder sogar neutralisiert. Bei der Risikolimitierung definiert das Management Obergrenzen für Risiken. Hierbei ist auf die monatliche bis quartalsweise Überprüfung zu achten. Risiko-diversifizierung und Limits mit einem Horizont von mehr als drei Monaten können zu weiteren beträchtlichen Risiken führen.

Risikoakzeptanz

Die Verminderung und Begrenzung von Risiken kann die Risiken nicht vollständig ausschließen. Das verbleibende Restrisiko muss der Anleger akzeptieren und selbst tragen. Dies bedingt das Vorhandensein eines entsprechenden Risikodeckungspotenzials, da ein eventuell eintretender Verlust aus eigener Kraft gedeckt werden muss. Die Akzeptanz von Risiken sollte dann gewählt werden, wenn die vorstehend beschriebenen Wege in keiner positiven Aufwand-Nutzen-Relation zueinander stehen würden.

Bei der Durchführung des Vermögens-Controlling hat es sich in der Praxis bewährt, alle durchgeführten Leistungen und Maßnahmen nachvollziehbar und schriftlich zu dokumentieren. Dazu zählen unter anderem die quartalsmäßige, konsolidierte Berichterstattung der Vermögensverwalter gegenüber der Stiftung oder Kommune sowie etwaige beschlossene Gegensteuerungsmaßnahmen im Fall der negativen Abweichung. Anhand der eigenen Zahlen- und Datenbasis werden die externen Vermögensverwalter kritisch durchleuchtet, und es werden konkrete Empfehlungen für das nächste Geschäftsjahr ausgesprochen.

Professionelles Vermögens-Controlling deckt ansonsten leicht zu übersehende Schwachpunkte auf wie fehlerhafte und unvollständige Rechenschaftsberichte, versteckte Gebühren für Handel, Management und Verwaltung von Portfolios oder Verzinsung der Liquidität zu nicht vereinbarten schlechteren Konditionen. Schnell erkennbar werden auch ernst zu nehmende Gefahren auf Grund von nicht kommuniziertem Wechsel von Asset-Managern, der willkürlichen und oftmals nicht stetigen Auswahl von Performance-Benchmarks oder auf Grund einer Anlagepolitik, die sich nicht an den Anlagerichtlinien orientiert. Zudem lassen sich Klumpenrisiken identifizieren sowie Absicherungsstrategien, deren Kosten und Risiken in keinem Verhältnis zum Ertrag stehen.

Steuerung und Kontrolle der Risiken. Es ist jedoch natürlich nicht ausreichend, Risiken nur zu analysieren. Es müssen auch geeignete Maßnahmen getroffen werden, die Risikoposition des Anlagedepots zu optimieren – nicht zwingend jedoch zu minimieren, da dies Chancenverzicht bedeuten würde. Neben den Sofortmaßnahmen zur Abwehr akuter Risiken sind vor allem technische, organisatorische und personelle Maßnahmen erforderlich, um den erkannten Risiken erfolgreich entgegenzuwirken. Zu beachten ist an dieser Stelle, dass bei Maßnahmen zur Risikoverhütung oder zur Risikoeindämmung Wechselwirkungen auftreten können oder dass mit eingeleiteten Gegenmaßnahmen zur Risikobegrenzung neue Risiken verbunden sein können.

Fazit: Risikomanagement und Controlling sind bei der Vermögensanlage von Kommunen und Stiftungen unerlässlich. Mit den richtigen Instrumenten werden Risiken frühzeitig erkannt und effizient gesteuert. Auch renditemindernde Faktoren werden aufgedeckt und gekontert. Letztendlich führt dieser systematische Prozess des Risikomanagements deshalb zu einer nachhaltigen Verbesserung der Gesamttrendite.

MARTIN WAMBACH/ ALEXANDER ETTERER _____

RÖDL & PARTNER _____

martin.wambach@roedl.com _____