

Die individuelle Situation bestimmt das Risikoprofil

Eine integrierte Messung aller Risiken, künftig auch über einen „operational Value-at-Risk“, findet inzwischen stärkere Beachtung, meint Professor Rudi Zagst, HVB-Stiftungsinstitut für Finanzmathematik der TU München.

portfolio: Professor Zagst, Risikomanagement ist ein sehr allgemeiner Begriff. Was sind für Sie entscheidende Fragestellungen?

Zagst: Prinzipiell sollte zunächst geklärt werden, in welcher Situation sich derjenige befindet, der Risiken messen will. Wenn zum Beispiel ein Portfolio Benchmark-orientiert, also passiv gesteuert werden soll, dann besteht das Risiko im Wesentlichen darin, dass eine vorgegebene Benchmark unterschritten wird. Eine Pensionskasse würde hingegen potenziell ihre Liabilities als Vergleichsgröße sehen und deren Unterdeckung oder eventuelle Nachschusspflichten als Risiko definieren. Im Gegensatz dazu würde man bei einer Steuerung eines Portfolios nach absoluten Returns Risiko durch absolute Verluste messen. Risiko lässt sich also nicht eindeutig definieren.

portfolio: Kapitalanlagerisiken stehen seit der Baisse im Vordergrund. Werden andere Risiken nicht genügend beachtet?

Zagst: Typischerweise erzeugen Crashes eine sehr hohe Sensibilisierung für Risiken. Und natürlich drängt auch die Aufsicht sehr stark auf eine konsistente Risikomessung. Immer mehr Wert wird aber auch auf eine integrierte Messung aller Risiken gelegt. So nimmt zum Beispiel die Messung der operativen Risiken in der Forschung inzwischen eine nicht unerhebliche Rolle ein mit dem Ziel, auch diese Risiken in eine Value-at-Risk-Berechnung mit einzubeziehen.

portfolio: Worauf ist bei Garantiezusagen besonders zu achten?

Zagst: Grundsätzlich gibt es Garantien nicht kostenlos. Deshalb muss ein Investor, der eine Garantiezusage benötigt, stets darauf achten, dass diese nicht zu einem überhöhten Preis eingekauft wird. Zweitens sollte darauf geachtet werden, ob eine Garantiezusage generell oder nur zu einem bestimmten Zeitpunkt oder unter bestimmten Bedingungen greift. Andererseits müssen Unternehmen wie zum Beispiel Pensionskassen, die Garantien für Zahlungen in der Zukunft geben, darauf achten, dass sich diese mit bestimmten Faktoren wie zum Beispiel Zinsen, Gehältern oder der Inflation ändern können.

portfolio: Was heißt ein Worstcase-Szenario für das Risikomanagement?

Zagst: Normalerweise liegen den gängigen Verfahren bestimmte Verteilungsannahmen zu Grunde. Geht man dabei zum Beispiel von einer Normalverteilung aus, so wird die Eintrittswahrscheinlichkeit von Extremrisiken stark unterschätzt. Für eine Simulation kann dies bedeuten, dass solche Extremszenarien praktisch nicht erfasst werden. Das heißt, dass man entweder spezifische Simulationsmethoden oder ergänzende Stresstests anwenden muss.

portfolio: Sind Wertsicherungskonzepte und Derivate eine Lösung?

Zagst: Wertsicherungsstrategien wie die CPPI-Strategie oder Absiche-

rungen über Derivate wie die Option-Based Portfolio Insurance dienen dazu, die systematischen Verlustrisiken abzusichern. Ob nun dynamische oder derivatebasierte Wertierungskonzepte vorteilhafter sind, hängt unter anderem vom Spread zwischen impliziter und empirischer Volatilität ab.

portfolio: Wie beurteilen Sie andererseits Stresstests?

Zagst: Stresstests greifen im Rahmen eines Asset-Liability-Managements oft zu kurz, da die gestressten Faktoren meistens nur auf der Aktivseite angewandt werden. Um die gesamte Bilanz richtig zu stressen und sich zum Beispiel die mögliche Entwicklung von Nachschusswahrscheinlichkeiten und Eigenkapitalrenditen zu verdeutlichen, müssen Stresstests auch auf Faktoren basieren, die beide Seiten der Bilanz beeinflussen und deren Auswirkungen adäquat berücksichtigt werden.

portfolio: Also Kritik an den Bafin-Stresstests?

Zagst: Es ist natürlich schwierig zu beurteilen, ob ein Stresstest zu kurz greift oder nicht, weil es letztendlich um die Anwendung des Tests auf die jeweilige Risikosituation geht. Stresstests sind ja immer nur Vorgaben für Risikofaktoren, bei denen man eine extreme Entwicklung unterstellt. Die Frage ist vielmehr, ob man diese Entwicklung in sinnvoller Weise auf die eigene Risikosituation, also zum Beispiel auf die Gesamtbilanz, transferiert.