

## EIGENANLAGE

# Wer gut teilt, gewinnt

In der Finanzkrise haben traditionelle Methoden zur Optimierung von Risiko und Ertrag versagt. Ein neuer Ansatz, „Risk-at-Work“ wird von der Sparkasse Hildesheim zur Steuerung ihrer Eigenanlagen genutzt. Ein erstes Fazit ziehen Peter Smolinski, Leiter Treasury der Sparkasse Hildesheim, und Dyrk Vieten, Geschäftsführer der LBB-Invest. Die Firma vertreibt und nutzt das Produkt.

## SPARKASSE: Herr Smolinski, was sind typische Fehler bei der Portfolio-Strukturierung institutioneller Anleger?

Peter Smolinski: Üblicherweise wird eine Asset Liability Management Studie, kurz ALM-Studie, erstellt, die als Grundlage für die Herleitung eines optimalen Anlageportfolios in Bezug auf die jeweilige Bilanz dienen soll. Die Ermittlung des optimalen Portfolios erfolgt anhand der Portfoliotheorie. Im nächsten Schritt wird mithilfe des Value at Risk, VaR, der Risikokapitalbedarf für dieses optimale Portfolio ermittelt. So oder ähnlich sind nicht nur wir, sondern die meisten institutionellen Investoren ins Krisenjahr 2008 gestartet.

## Und was passierte dann?

Smolinski: Damals mussten wir erfahren, dass die erhofften Korrelationswirkungen zwischen den Anlageklassen nicht griffen. Die Volatilität, also die Schwankungsbreite als Gradmesser für das Risiko, gab zum Teil fatale Fehlsignale. Im Ergebnis hatte sich die Sparkasse Hildesheim zum Jahresende 2008 aus einigen Anlageklassen vollständig verabschiedet. Eine Beteiligung an Markterholungen war damit unmöglich.

## Das kann die Methode

Die Methode „Risk-at-work“ (Markenbezeichnung: Risk@Work) wurde von der dem Unternehmen Pall Mall Investment Management entwickelt. LBB Invest hat im Sommer 2011 eine exklusive Vertriebspartnerschaft mit PMIM für den Bereich institutionelle Kunden abgeschlossen. Als „kleine Firma mit einem wesentlichen Kundenstandbein im öffentlich-rechtlichen Bankensektor“ sei dies eine ausgezeichnete Partnerschaft, begrüßte PMIM-Geschäftsführer Dirk Rogowski im Juni den Vertragsabschluss. Das Programm:

- leistet Risikoabschätzung für Multi-Asset-Portfolios.
- misst Risiken von Kapitalanlageportfolios nicht nach dem Value-at-Risk-Ansatz.
- sucht den optimalen Risikokapitalfaktor für Restriktionen und bei mehrperiodischem Agieren zur Renditeoptimierung.

Gleichzeitig war das vorgesehene Risikokapitalbudget deutlich geschrumpft.

## Herr Vieten, wie sollte eine Sparkasse mit dem Thema Risikokapital künftig umgehen?

Dyrk Vieten: Wenn die Vermehrung des Risikokapitals das Ziel jeglicher Anlage ist, dann ist der Schutz des Risikokapitals eine unerlässliche Nebenbedingung. Schließlich lassen sich nur bei Vorhandensein von Risikokapital auch Überrenditen erzielen. Wer sein Risikokapital optimal verwalten will, hat zumindest zwei Fragen zu beantworten. Mit welchem Faktor darf ich mein Risikokapital maximal ins Risiko stellen, um ein optimales Anlageergebnis bezogen auf mein Risikokapital zu erhalten? Und mit welchem Faktor darf ich mein Risikokapital maximal ins Risiko stellen, um mein Risikokapital niemals vollständig zu verbrauchen?

## Was meinen Sie mit „Faktor“?

Vieten: Das Risikokapital ist immer nur ein Bruchteil des tatsächlich risikobehafteten Investitionsvolumens. Nehmen wir einen Spezialfonds mit 100 Millionen Euro Investitionsvolumen, dem ein Risikokapital von fünf Millionen Euro zur Verfügung steht. In dem Fall beträgt dieser Faktor – wir nennen ihn Risikokapitalfaktor – 20. Das Risikokapital ist mit dem Faktor 20 übersetzt worden in ein risikotragendes Portfoliovolumen.

## Wie kommen Sie nun auf optimale Werte?

Smolinski: Die Antwort auf diese Fragen haben wir mithilfe der sogenannten „Risk-at-Work“-Methode gefunden. Wir nutzen sie als Risiko-Overlay in unserem Masterfonds. Das Instrument ermittelt anhand des Risikokapitals, ob das Ertragsziel des Masterfonds mit den

zur Verfügung stehenden Anlageklassen erreichbar ist und welche Kombinationen von Anlagesegmenten für die Erreichung des Ertragsziels infrage kommen. Im Ergebnis werden die Risikokapitalfaktoren errechnet, mit denen das Risikokapital pro Anlageklasse investiert wird. Die ermittelte optimale Portfoliostruktur wird darüber hinaus im Zeitverlauf immer wieder hergestellt. Dadurch werden Gewinne in einzelnen Anlageklassen permanent auf das Gesamtportfolio verteilt und temporär schlechter performende Segmente aufgestockt.

## Also ein antizyklisches Vorgehen?

Smolinski: Ja, das ist Antizyklisch in Reinkultur. Entscheidend ist lediglich das insgesamt zur Verfügung stehende Risikokapital – unabhängig davon, welche Anlageklasse gerade Risikokapital hinzuverdient oder verloren hat. Bei unserer Methode hat die Risikosteuerung jederzeit das insgesamt zur Verfügung stehende Risikokapital als zentrale Steuerungsgröße. In regelmäßigen und von der Portfoliostruktur abhängigen Intervallen wird die optimale Marktrisikoposition des Portfolios entsprechend dem zur Verfügung stehenden Risikokapital angepasst. Hierfür haben wir ein spezielles Segment aufgelegt, das die Risikosteuerung unabhängig von den einzelnen Segmentmanagern ermöglicht.

## Ergeben sich weitere Vorteile für Sparkassen?

Vieten: Die Methode kann einerseits für die Ermittlung oder Überprüfung von Asset Allokationen eingesetzt werden. Damit lässt sich etwa herausarbeiten, ob strategisch notwendigen Ertragsziele überhaupt erreichbar sind und welche Risikokapitalbudgets idealerweise für bestehende Portfolios



„Ein nach der Methode strukturierter Publikumsfonds der LBB-Invest wird auf das Depot A der Sparkassen zugeschnitten.“  
Dyrk Vieten,  
Geschäftsführer  
LBB-Invest



„Wir nutzen die neue Methode als Risiko-Overlay in unserem Masterfonds.“  
Peter Smolinski,  
Leiter Treasury,  
Sparkasse  
Hildesheim

eingesetzt werden sollten. Es geht also um die Vereinbarkeit von Geschäfts- und Risikostrategie. Andererseits kann das Werkzeug aber auch für die Bewertung der Konzentrationsrisiken der Kapitalanlagen auf Portfolioebene angewendet werden. Hier geht die Methode so vor, dass der Verlust ermittelt wird, der mit einer Wahrscheinlichkeit von eins zu einer Million auftritt. Bei der Ermittlung kombiniert das Programm zufällig zehn Millionen Mal alle möglichen Performanvergangenheiten abhängig von der Liquidität.

LBB-Invest wird übrigens in Kürze einen Multi-Asset-Publikumsfonds auflegen,

der nach der Risk-at-Work-Methode strukturiert ist. Der Fonds wird auf Depot-A-Anlagen in Sparkassen zugeschnitten sein.

***Man arbeitet also im Rahmen der Simulation ohne Normalverteilungsannahme?***

Vieten: Ja, die Normalverteilungsannahme spielt bei der Methode keine Rolle. Das sehen wir übrigens als großen Vorteil an, da die Normalverteilung praktisch nicht beobachtbar ist. Professor Mittnik von der Universität München hat für den Zeitraum Juni 1896 bis April 2011 die Frage untersucht, wie häufig große Tagesverluste im Dow Jones 30 Index theoretisch auftreten dürften, wenn die Normalver-

teilung tatsächlich existierte. Er kommt zu dem Ergebnis, dass ein Tagesverlust von acht Prozent und mehr nur etwa alle acht Milliarden Jahre vorkommen dürfte. Die tatsächlich beobachtete Frequenz ist jedoch alle 13 Jahre.

***Wie lautet ihr Zwischenfazit?***

Smolinski: Für die Risikoüberwachung sind selbstverständlich sämtliche Kennzahlen wie VaR und Volatilität ermittel- und lieferbar, da wir diese ja benötigen. Die praktische Erfahrung hat hier gezeigt, dass die Einhaltung der VaR-Limite kein Problem darstellte. ■

Das Gespräch führte Michael Stein.