

# *Hintergrund*

April 2006

Risikoadjustierte Rendite –  
No Risk, No Return

©2006. Herausgeber: Lazard Asset Management (Deutschland) GmbH, Alte Mainzer Gasse 37, 60311 Frankfurt am Main, Deutschland (Selbstverlag). Alle Rechte vorbehalten. Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die wir für zuverlässig halten. Eine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit der Angaben können wir nicht übernehmen, und keine Aussage in diesem Bericht ist als solche Garantie zu verstehen. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers/der Verfasser wieder und stellen nicht notwendigerweise die Meinung von Lazard oder deren assoziierter Unternehmen dar. Die in dieser Publikation zum Ausdruck gebrachten Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Weder Lazard noch deren assoziierte Unternehmen übernehmen irgendeine Art von Haftung für die Verwendung dieser Publikation oder deren Inhalt. Weder diese Veröffentlichung noch ihr Inhalt noch eine Kopie dieser Veröffentlichung darf ohne die vorherige ausdrückliche Erlaubnis von Lazard auf irgendeine Weise verändert oder an Dritte verteilt oder übermittelt werden. Mit der Annahme dieser Veröffentlichung wird die Zustimmung zur Einhaltung der o.g. Bestimmungen gegeben.

# Risikoadjustierte Rendite – No Risk, No Return

- ◆ Während das Motto „Rendite um jeden Preis“ den Aktienboom der zweiten Hälfte der Neunziger Jahre des vorigen Jahrhunderts prägte, galt in den Folgejahren für institutionelle Anleger vor allem „Risikovermeidung, koste es, was es wolle“.
- ◆ Aufgrund des aktuellen Kapitalmarktumfelds muss die „Lektion der Vergangenheit“, nämlich dass Risiko und Rendite unbedingt im Zusammenhang betrachtet werden, auf der Agenda institutioneller Anleger ganz oben angesiedelt werden.
- ◆ Die Betrachtung von Risiko im Zusammenhang mit Rendite wird aufgrund dessen komplexer Struktur vom Risiko bestimmt.
- ◆ Neue / zusätzliche Assetklassen, der Zwang zur Diversifikation und die wachsende Bedeutung von nicht oder nur ungenügend quantifizierbaren Risiken führen dazu, dass die gängige Simplifizierung des Risikos einer Kapitalanlage auf dessen Volatilität das Gesamtrisiko nicht adäquat abbilden kann.
- ◆ Qualitative Risikoaspekte müssen in ein modernes Risikomanagement integriert werden, um beurteilen zu können, ob der angestrebten Rendite ein individuell vertretbares Risiko gegenübersteht.

# Risikoadjustierte Rendite – No Risk, No Return

## Einleitung

Seit den grundlegenden Arbeiten von Harry Markowitz in den fünfziger Jahren des vorigen Jahrhunderts sollte allen Kapitalmarktteilnehmern der grundsätzliche Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko hinlänglich bekannt sein. Die Entwicklungen der letzten zehn Jahre lassen daran jedoch zweifeln. Die Goldgräberstimmung der Super-Aktienhausa der zweiten Hälfte der Neunziger Jahre, gefolgt von dem Katzenjammer, als die Börsenparty vorbei war, führte zu extrem schwankenden Betrachtungsweisen hinsichtlich der Risiken bei der Kapitalanlage. Während im Börsenboom erfahrene Anleger wie beispielsweise Warren Buffett, der frühzeitig vor hoffnungslosen Überbewertungen bei Aktien warnte, als Fossilien einer vergangenen Zeit abgekanzelt wurden, konnte jeder mit dem Ende der New Economy-Börseneuphorie sehen, dass die mahnenden Rufe nicht unbegründet waren. Das Ende der Superhausa hinterließ in den Bilanzen vieler Anleger derart tiefe Spuren, dass „Risikovermeidung“ ab 2001 der wichtigste Parameter in der Anlageentscheidung wurde. Erst in den letzten Jahren ist eine gewisse Normalisierung entstanden, in der sowohl Rendite wie auch Risiko ihre gebührende Beachtung finden.

Dieser neue Realismus trifft auf ein Kapitalanlagenumfeld, das, gelinde gesagt, herausfordernd ist. Der 20 Jahre andauernde Abwärtstrend langfristiger Kapitalmarktrenditen ist zu Ende, das Niedrigzinsumfeld aber nach wie vor intakt; Aktien sind nicht wirklich billig, Risikoprämien in vielen Bereichen extrem gering. Für einen institutionellen Anleger ist es aktuell problematisch, eine für seine Verpflichtungsseite auskömmliche Rendite zu erzielen und gleichzeitig dem stark gestiegenen Risikobewusstsein von Aufsichtsbehörden und Gremien nachzukommen. Die Betrachtung der erzielten bzw. erwarteten Renditen vor dem Hintergrund des dafür eingegangenen Risikos gewinnt mehr und mehr an Bedeutung. Das Schlagwort „risikoadjustierte Rendite“ ist vielfältig anzutreffen und wird mindestens genauso vielfältig definiert und interpretiert. Die Wissenschaft versorgt uns mit immer neuen sophistizierten Ansätzen und Kennzahlen, um Rendite und Risiko mit nur einer einzigen Zahl

auszudrücken. Für uns ein willkommener Anlass, das Stichwort „risikoadjustierte Rendite“ in diesem Hintergrund aufzugreifen und in der Folge auf die Erfordernisse der Risikobetrachtung in der Kapitalanlage einzugehen.

## Der Paradigmenwechsel der Risikobetrachtung

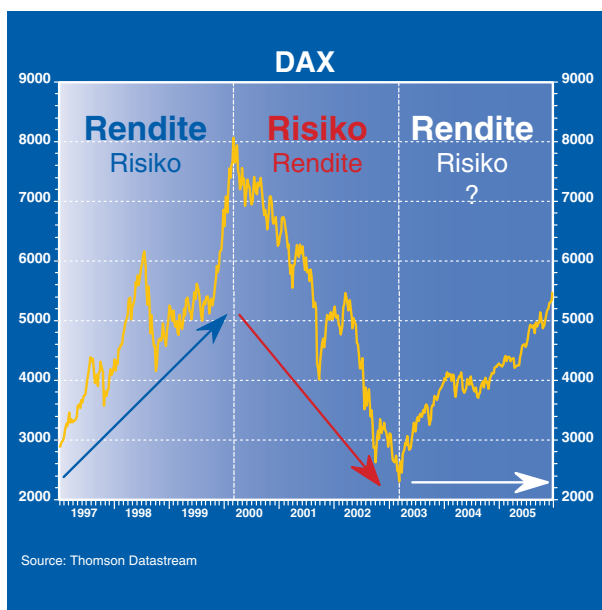
In den letzten zehn Jahren fand ein bemerkenswerter Wechsel in der Priorität der Kapitalanleger statt. Im Zuge des Aktienbooms der zweiten Hälfte der Neunziger Jahre war nur die Frage der Rendite wichtig; Aktienmärkte waren wie Selbstbedienungsläden, wer nicht zugriff und in kurzer Zeit reich wurde, war selber schuld, und dass die Erstnotiz von Infineon bei ihrem IPO im Jahre 2000 „nur“ 100% über ihrem Ausgabekurs lag, wurde schon fast als Skandal betrachtet. „Rendite“ wurde sehr groß geschrieben, Risiko gern in Kauf genommen, da es ja nur aufwärts gehen konnte und mehr Risiko auch mehr Rendite versprach.

Das Platzen der Aktienblase im Jahr 2000 erwischte viele Anleger auf dem falschen Fuß. Viele Skeptiker des Aktienbooms sind spät doch noch auf den fahrenden Zug aufgesprungen und verpassten anschließend den rechtzeitigen Absprung. Symptomatisch dafür die Aktienquote der deutschen Versicherer: Betrug sie im Jahr 1995, also ungefähr zum Beginn der Aktienhausa, gerade einmal 12,5% (also die Hälfte der damalig maximal zulässigen Aktienquote von 25%), gingen die Versicherer mit einer voll ausgeschöpften Aktienquote in das Jahr 2000. Wurde zunächst nur teilweise von dem Boom profitiert, partizipierte man vollständig an den nun folgenden Kursrückgängen.<sup>1</sup> Das Resultat waren drastisch geschrumpfte Risikobudgets, die vielen institutionellen Anlegern in den Folgejahren kaum die Möglichkeit ließen, größere Risiken in der Kapitalanlage einzugehen. Risikovermeidung um jeden Preis war das Gebot der Stunde.

Mit der Erholung der Aktienmärkte seit 2003 sowie der anhaltend guten Rentenjahre erholten sich die Risikobudgets langsam wieder. Es ist allgemein festzustellen, dass die grundsätzliche Risikobereit-

schaft in der Kapitalanlage zugenommen hat. Ob Rendite- oder Risikoaspekte aktuell wirklich favorisiert werden, kann Anfang 2006 jedoch (noch?) nicht festgestellt werden. Die Lektion der Vergangenheit wurde aber offensichtlich gelernt: Keine Rendite um jeden Preis, Rendite ohne Risiko geht nicht, es muss auf beides geachtet werden.

**Abbildung 1: Wechselhafte Aktienjahre**



Die skizzierte „Lektion der Vergangenheit“, nämlich Risiko und Rendite unbedingt im Gesamtzusammenhang zu betrachten, ist im aktuellen Kapitalmarktumfeld und auf Sicht der nächsten fünf bis zehn Jahre nötiger denn je. Die aktuelle Phase wird durch die folgenden Einzelaspekte charakterisiert:

- ◆ Niedrigzinsumfeld: trotz der fortgesetzten Zinserhöhungen der US-Notenbank und den ersten Leitzinserhöhungen der EZB verbleiben die Kapitalmarktrenditen auf einem historisch gesehen sehr niedrigen Niveau und erwirtschaften vielfach nicht die für einen institutionellen Investor auskömmliche Rendite;
- ◆ Enge Spreads: die Suche nach Extra-Rendite wird dadurch erschwert, dass die „klassischen“ Erweiterungen des Anlagespektrums – insbesondere Credit Risk im Investment Grade-Bereich, aber auch High Yield – nur sehr geringe Zusatzperformance einbringen;
- ◆ Aktienmärkte sind seit drei Jahren gut gelaufen und nicht wirklich billig;
- ◆ Immobilienmärkte sind vielfach überteuert;

- ◆ Alternative Assetklassen erfahren eine Liquiditätshausse und weisen nicht-klassische Risikomuster auf.

In einem solchen Umfeld wird jede Risikoeinheit nur unterproportional mit Zusatzrendite entlohnt, sprich: Um als institutioneller Investor eine auskömmliche Rendite erzielen zu können, bin ich gezwungen, überproportional viel Risiko zu nehmen. Die Bedeutung der Sichtweise, mit welchem Risiko meine erzielte bzw. erwartete Performance erwirtschaftet wurde bzw. werden soll, hat bereits zugenommen und wird noch weiter zunehmen. Risikoadjustierte Rendite muss von daher auf der Agenda institutioneller Anleger ganz oben stehen.

### Was ist risikoadjustierte Rendite?

In vielen Publikationen und Quellen begegnet man dem Begriff „risikoadjustierte Rendite“, wenn eine Kennzahl wie die Sharpe Ratio vorgestellt wird. Bereits vor einigen Jahren hatten wir in einer Publikation vor einem Risiko gewarnt, wenn Kennzahlen unkritisch eingesetzt werden.<sup>2</sup> Insofern ist es hilfreich, noch einen Schritt zurückzugehen und zu fragen, was risikoadjustierte Rendite ganz grundsätzlich bedeutet.

$$\text{Risikoadjustierte Rendite} = \text{Rendite/Risiko}$$

Wie bereits beschrieben, bedeutet risikoadjustierte Rendite zunächst einmal, Risiko und Rendite miteinander auf irgendeine Art und Weise ins Verhältnis zu setzen. Durch diese sehr einfache Definition ergeben sich drei trivial klingende Fragen:

1. Was ist meine erzielte/erwartete Rendite?
2. Was ist mein eingegangenes/einzugehendes Risiko?
3. Wie setze ich diese beiden Input-Variablen sinnvoll miteinander ins Verhältnis?

In der Praxis zeigt sich, dass diese Fragen oftmals gar nicht so ohne weiteres zu beantworten sind. Frage 1 scheint hier noch am einfachsten zu sein, doch wenn es um die Betrachtung von Einzelaspekten wie Nach-Steuer-Rendite, Bewertung zu Buch- oder zu Marktpreisen, Verwendungsfähigkeit der Erträge (ausschüttungsfähige Erträge, außerordentliche Erträge, etc.) u. ä. geht, zeigt sich, dass selbst Frage 1 ihre Tücken haben kann. Nochmals um ein Vielfaches komplizierter wird es, wenn es um die

Beantwortung von Frage 2 geht. Was ist denn genau „mein Risiko“? Schon in der finanzmathematischen Berechnung von Rendite und Risiko eines Portfolios zeigt sich, dass die Risikofrage schwieriger zu beantworten ist als die Renditefrage. Die Rendite eines Portfolios wird über die Summe der gewichteten Einzelrenditen vergleichsweise einfach ermittelt. Für die Berechnung des Risikos eines Portfolios ist der Rechenaufwand deutlich höher, da die gegenseitigen Korrelationen der Einzelwerte untereinander berücksichtigt werden müssen.

Endgültig philosophisch wird es beim Versuch, ein geeignetes Maß zu entwickeln, um Rendite und Risiko miteinander ins Verhältnis zu setzen. Nach dem anglo-amerikanischen Sprichwort „garbage in – garbage out“ sollte die Beantwortung der Frage 3 zunächst zurückgestellt werden. Viel wichtiger scheint es zu sein, die ersten beiden Fragen, und hier insbesondere die Frage nach dem Risiko, sauber zu beantworten. Bevor eine sinnvolle Relation zwischen Risiko und Rendite gesucht wird, müssen die Input-Variablen klar sein und nicht nur oberflächlich abgehandelt werden. Da „Rendite“ aus finanzmathematischer Sicht verhältnismäßig eindeutig als gesamte Wertentwicklung umrissen wird, konzentrieren wir uns in der folgenden Betrachtung auf den Risiko-Aspekt.

## Risiko – das (immer noch) unbekannte Wesen

In der Werbung der pharmazeutischen Industrie ist der Hinweis vorgeschrieben: „Zu Risiken und Nebenwirkungen lesen Sie die Packungsbeilage und fragen Sie Ihren Arzt oder Apotheker“. In der Packungsbeilage steht dann vor allem, unter welchen Umständen die beabsichtigte Wirkung nicht eintritt und wann Nebenwirkungen auftreten können. Besondere Beachtung verdient dabei die Wechselwirkung mit anderen Medikamenten.

Eine starke Verallgemeinerung dieses Beispiels führt zu den folgenden drei Komponenten von „Risiko“:

1. Risiko kann bedeuten, dass ein erwünschtes Ereignis nicht eintritt,
2. Risiko kann bedeuten, dass ein unerwünschtes Ereignis eintritt,
3. Risiko entsteht insbesondere aus der Wechselwirkung mit anderen Aspekten und ist von daher in seinem Wesen grundsätzlich komplex.

Auf die Kapitalanlage bezogen heißt dies, dass entweder eine gewünschte Performance nicht eintritt (z. B. lediglich Benchmark-Performance statt erwarteter Outperformance bei relativer Betrachtung) oder eine unerwünschte Performance eintritt (z. B. eine absolut negative Performance), wobei sich beide Erscheinungsformen des Kapitalanlagerisikos überlappen können. Beide sind aber auch der aggregierte Ausdruck einer Vielzahl von Einzelaspekten bzw. Einzelrisiken. Im Folgenden sind einige Risikoarten aufgeführt, wobei die Liste keinerlei Anspruch auf Vollständigkeit erhebt und sicherlich beliebig verlängert werden kann:

- ◆ **Zinsänderungsrisiko:** Wie entwickelt sich meine Kapitalanlage, wenn sich das Marktzinsniveau ändert?
- ◆ **Marktrisiko:** Inwieweit spiegelt mein Portfolio die Bewegungen am Markt wider?
- ◆ **Bewertungsrisiko:** Ist meine Einschätzung bezüglich über-/unterbewerteter Märkte/Länder/Assetklassen/Einzeltitel realistisch?
- ◆ **Ausfallrisiko:** Wie hoch ist das Risiko, dass ein Wertpapier nicht zurückgezahlt wird?
- ◆ **Bonitätsrisiko:** Wie hoch ist das Risiko, dass ein Emittent seinen Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können?
- ◆ **Kontrahentenrisiko:** Wird mein Handelspartner seinen Verpflichtungen fristgerecht nachkommen können?
- ◆ **Operationelles Risiko:** Führen Störungen im betrieblichen Ablauf zu Einschränkungen bei der Wertentwicklung?
- ◆ **Managerauswahlrisiko:** Kann durch die Auswahl eines externen Managers eine Einbuße in der Wertentwicklung entstehen?
- ◆ **Länderrisiko:** Was muss bei der Anlage im Ausland berücksichtigt werden (Steuern, Märkte, gesetzliche Rahmenbedingungen, etc.)?
- ◆ **Währungsrisiko:** Wie ist das Chance-/Risiko-Verhältnis bei einer Anlage in Fremdwährungen?
- ◆ **Rechtliches Risiko:** Welchen Einfluss haben Änderungen der rechtlichen Rahmenbedingungen im Inland auf mein Portfolio (z. B. Regulierung von Hedgefonds, Besteuerung von Aktiengewinnen)?
- ◆ **Wiederanlagerisiko:** Werde ich beispielsweise eine fällig gewordene Anleihe mit einer ähnlich rentierlichen Anlage ersetzen können?
- ◆ **Durationsrisiko:** Welche Veränderungen können sich aus meiner Positionierung auf der Zinskurve ergeben?
- ◆ **Kennzahlenrisiko:** Inwiefern können sich Kennzahlen, auf die ich mich bei der Einschätzung von Rendite und Risiko verlasse, zu fehlerhaften Schlüssen führen?

Alle Einzelrisiken *können* auf die Performance der Kapitalanlage Einfluß nehmen, sie *müssen* diese aber nicht zwangsweise beeinflussen. Vielfach beeinflussen sich die Einzelrisiken noch gegenseitig, was die Komplexität von „Risiko“ unterstreicht. Eine deutliche Verschlechterung der gesetzlichen Rahmenbedingungen in einem Land (z. B. Devisenbewirtschaftungsmaßnahmen) wird im Normalfall die geschäftlichen Perspektiven eines in diesem Land ansässigen Unternehmens negativ beeinflussen, was sich in einer späteren Bonitätsabstufung bemerkbar machen kann.

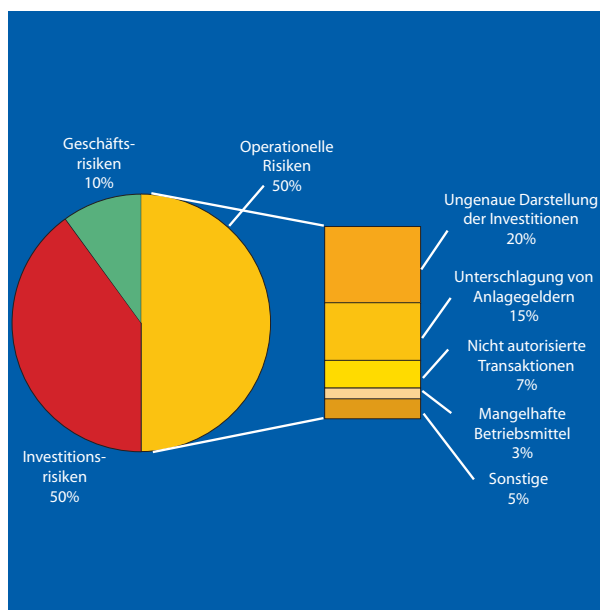
Vor einer solchen Vielzahl mitunter komplexer Risiken zu kapitulieren und Risiken in der Kapitalanlage komplett auszuschalten, kann aber keine Lösung sein. Wer meint, Risiken in der Kapitalanlage eliminieren und trotzdem eine auskömmliche Rendite erzielen zu können, unterliegt einer tiefen Täuschung. Risiko gehört zur Kapitalanlage dazu. Der Grundsatz, dass höhere Renditen mit höheren Risiken eingekauft werden, darf nicht vergessen werden. Ende der 80er Jahre beispielsweise waren DM-Auslandsanleihen gern eingesetzte Instrumente in der Privatkundenberatung von Banken. Die deutlich höhere Rendite als Anzeichen eines höheren Risikoniveaus wurde mit dem Argument verteidigt, dass noch nie eine DM-Auslandsanleihe ausgefallen sei. Unter diesem Aspekt wurden damals auch Unternehmensanleihen der australischen Bond Corporation feil geboten; hohe Rendite, historisch gesehen kein Ausfallrisiko, kein Währungsrisiko ... eine interessante Anlagealternative! Das Sprichwort „irgendwann ist immer das erste Mal“ bewahrheitete sich leider auch in diesem Fall: Die Bond Corporation ging pleite, die „sicheren“ DM-Auslandsanleihen dieses Emittenten gingen in den Default. – Einige Jahre später: Auf der Suche nach Mehrrendite greifen deutsche Anleger auf Staatsanleihen aus Schwellenländern, die auf D-Mark denominiert sind, zurück. Ein gewisses Länderrisiko wird mit einer hohen Rendite belohnt, und schließlich hat es noch nie ein Staat gewagt, seine Schulden nicht zurückzuzahlen. – Auch diese Aussage wurde von Russland, der Ukraine und später Argentinien widerlegt.

Durch die Vielzahl der verschiedenen Einzelrisiken sowie der Veränderung dieser Risiken im Zeitablauf wird deutlich, dass die Risikobetrachtung eine komplexe, damit aber auch entscheidende Komponente für die risikoadjustierte Rendite ist.

## Risiko ist nicht nur Volatilität

Die Psychologie sowie die Erfahrung lehren uns, dass der Mensch mit Komplexität in der Regel nur schlecht umgehen kann. Bei Entscheidungen werden im Normalfall nur einige wenige Parameter einbezogen, Entwicklungen werden auf der Basis heute bekannter Parameter linear in die Zukunft fortgeschrieben (obwohl viele Entwicklungen eher exponentiellen Charakter haben), komplexe Zusammenhänge so weit wie möglich modellhaft simplifiziert. Bei dieser Vereinfachung gehen aber auch Informationen verloren, die für das Gesamtergebnis wesentlich sein können. Eine beliebte Simplifizierung des Risikos bei Kapitalanlagen besteht darin, dass Risiko mit Volatilität gleichgesetzt wird. Einer empirischen Überprüfung kann diese Annahme jedoch nicht standhalten. So mussten im Jahre 2005 Anleger in Immobilienfonds schmerzhaft erfahren, dass das eigentliche Risiko der von ihnen ausgewählten Assetklasse eben nicht in der Schwankung des Fondspreises bestand. Auch in alternativen Assetklassen, wie z. B. Hedgefonds, überwiegen anders geartete Risiken; der Verzicht auf Volatilitätsrisiko (Abkoppelung von Markttrends) wird durch andere Risiken erkaufte. Laut einer Studie von Capco aus dem Jahr 2002 lag der Anteil der operationellen Risiken am Gesamtrisiko von Hedgefonds bei ungefähr 50% (siehe Abbildung 2), wobei es noch gar nicht so lange her ist, dass operationelle Risiken überhaupt erfasst und quantifiziert werden müssen.

Abbildung 2: Risiken bei Hedge Funds



Diese Beispiele verdeutlichen ein grundsätzliches Dilemma der Risikomessung: Das Gesamtrisiko setzt sich nicht nur aus quantitativ erfassbaren Einzelrisiken, sondern zusätzlich auch aus quantitativ schlecht oder unzureichend erfassbaren Einzelrisiken zusammen. Die Volatilität gehört zu der ersten Kategorie, aber Risiko ist nicht nur Volatilität. Je „alternativer“ eine Assetklasse ist, desto schlechter wird in der Regel das Gesamtrisiko mit der Volatilität abgebildet werden können, da diese einen immer geringeren Teil des Gesamtrisikos ausmacht – siehe die oben genannten Beispiele. Insofern ist auch der Versuch, mit immer komplexeren Kennzahlen das Risiko immer besser zu erfassen, eine Art Pyrrhussieg ... zwar wird der quantitative Teil damit tatsächlich immer genauer dargestellt, doch wird dieser Erfolg durch die Zunahme des nicht quantitativ erfassbaren Teils des Gesamtrisikos vielfach kompensiert. Um eins der genannten Beispiele noch einmal zu bemühen: Was nutzt mir als Anleger die immer genauere Analyse des Fondspreises mittels Volatilität etc., wenn der Immobilienfonds, in dem ich investiert bin, einfach für einige Monate für Anteilscheingeschäfte gesperrt wird?

Auch langfristige Asset Allocation-Optimierungen unterliegen einem ähnlich gelagerten Problem. Das skizzierte aktuelle Kapitalmarktumfeld erfordert geradezu eine breite Diversifikation auch in Assetklassen, die noch keine lange Historie vorzuweisen haben. Jede langfristige (z. B. 30 Jahre) Studie wird viele, heute attraktive Assetklassen ausblenden (müssen), weil eine solche Historie noch überhaupt nicht vorliegt. Inflationsindexierte Anleihen, European Emerging Markets, ABS/MBS u. ä. können in einer langfristigen Asset Allocation-Untersuchung mangels geeigneter historischer Daten keine Berücksichtigung finden. Wer sich auf (zu) langfristige Historien verlässt, wird bei den „Standard“-Assetklassen wie Staatsanleihen, Blue Chip-Aktien etc. bleiben müssen und verbaut sich so attraktive Beimischungen für sein individuelles Portfolio. Historie ist nicht immer ein guter Ratgeber.

Ein weiterer Aspekt in der Risikobetrachtung ist das genaue Gegenteil der Historie, nämlich die Projektion in die Zukunft. Wie können wir mit Risiken umgehen, die in der Zukunft erst entstehen und heute in ihrem Ausmaß und ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit noch gar nicht abzusehen sind? In unserem Trend-Monitor I/2006 werden wir das Thema „Klimawandel“ aufgreifen, dessen Auswirkungen vor allem die Versicherungsbranche vor enorme Herausforderungen stellt. Wie wird sich eine mögliche Vogelgrippe-Pandemie, so der Virus

denn überhaupt jemals von Mensch zu Mensch übertragbar sein wird, auf die Kapitalmärkte auswirken? Was ist mit latenten Terrorrisiken, über die wir uns vor 9/11 kaum jemals wirklich Gedanken gemacht haben? Erschreckender Weise muss man feststellen, dass dort, wo mit solchen Risiken gerechnet und Vorkehrungen zu deren Abwehr getroffen werden (sollten), eklatante Fehler in der ex-ante-Einschätzung der Risiken vorkommen. So ist die Reaktion rund um den Hurrikan „Katrina“, der Ende August 2005 bis zu 80% des Stadtgebietes von New Orleans unter Wasser setzte, eine Verkettung von Fehleinschätzungen, Kompetenzgerangel und Ineffizienz, die dafür sorgte, dass für das Katastrophenmanagement der Regierung Bush der Begriff „Katrinagate“ geprägt wurde.<sup>3</sup> Auch hier wurde deutlich, dass Risiken und deren Bewältigung grundsätzlich komplex sind und der Mensch mit der Bewältigung von Komplexität schnell an seine Grenzen stößt.

Vor diesem Hintergrund stoßen auch Aufsichtsbehörden an Grenzen. Die Anforderungen an institutionelle Anleger hinsichtlich der Analyse und Dokumentation wachsen ständig. Mit Basel II erfolgt eine deutlich stärkere Abstimmung der Eigenkapitalerfordernisse von Banken auf die individuelle Risikosituation, wobei erstmals auch Korrelationen zwischen den Einzelrisiken berücksichtigt werden.<sup>4</sup> So erfreulich diese Tendenz in punkto fairerer Eigenkapitalunterlegung auch ist (und so unerfreulich für alle Controller, die den Zahlenwust zusammenstellen müssen) – auch hier kommen ganz überwiegend Verfahren zum Ansatz, die auf historischen Daten bezüglich der Volatilität oder der Bonität fußen. Wesentliche Risikoaspekte bleiben nach wie vor außen vor.

## Warnung vor Zahlengläubigkeit

Wenn die Komplexität von Risiko vernachlässigt und dessen Betrachtung simplifiziert wird, ist der Schritt fast logisch, sich auf die Betrachtung der Bestandteile, die quantitativ erfassbar sind, zurückzuziehen und näherungsweise zu sagen, dass Risiko eben doch zu einem guten Teil Volatilität ist. Eine möglichst genaue und exakte Abbildung dieses Risikoteils wird dann zum Nonplusultra erhoben; das Ergebnis ist eine möglicherweise fatale Zahlengläubigkeit, da man auf Knopfdruck, Excel sei Dank, auch sehr komplexe Berechnungen und Szenarienanalysen durchführen kann und somit der Eindruck entsteht, alle Risiken im Griff zu haben.

Dies ist aber eine tiefe Selbsttäuschung, da nur, wie bereits beschrieben, ein Teil des Gesamtrisikos bis auf die fünfzehnte Nachkommastelle berechnet werden kann, andere Teile des Gesamtrisikos sich einer genauen Berechenbarkeit entziehen.

Das Handelsblatt titelte, allerdings in einem anderen Zusammenhang, im Februar wie folgt: „Von Excel-Tabellen verführt“.<sup>5</sup> Die schnelle Verfügbarkeit von Kennzahlen (ver)führt zu einer schönen Illusion: Dass alle Risiken im Griff sind. Der unkritische Umgang mit Kennzahlen gleich welcher Art birgt ein eigenes Risiko, wie am folgenden Beispiel deutlich wird:

**Abbildung 3: Europäisches Aktienmanagement vs. Benchmark**

	Composite	Benchmark
Rendite	12,73 %	9,30 %
Volatilität	20,30 %	22,30 %
Tracking Error	5,21 %	

Ein Lazard-Composite (europäische Aktien) hat von 1996 bis einschließlich 2005 eine durchschnittliche jährliche Outperformance von 343 Basispunkten (brutto) erzielt. Gleichzeitig war die Volatilität durchschnittlich 200 Basispunkte geringer, was zeigt, dass die gute alte Theorie, bei der Marktportfolios immer die ideale Kombination von Rendite und Risiko darstellen, in der Praxis nicht immer Bestand hat. Der Tracking Error des Composites gegenüber der Benchmark betrug 5,21%.

Geht es bei einem Anleger, der in einem solchen Portfolio investiert ist, um das Thema „Risikobegrenzung“, wird ihm als erstes das Thema „Beschränkung des Tracking Errors“ in den Sinn kommen. Welche Auswirkungen hätte eine solche Maßnahme (zum Beispiel Senkung des Tracking Errors auf max. 3%) voraussichtlich? Der Tracking Error soll anzeigen, wie weit die Wertentwicklung des Portfolios von der Wertentwicklung einer Benchmark abweicht, wobei die Benchmark wieder als optimales Portfolio dargestellt wird.<sup>6</sup> Laut Konzept des Tracking Errors bedeutet ein niedriger Tracking Error eine Wertentwicklung, die nahe der Benchmark liegt. Hohe Tracking Error-Werte indizieren eine höhere Abweichung von der Benchmark; führt diese höhere Abweichung zu einer größeren Performance, sollte laut Kapitalmarkttheo-

rie auch das Risiko des Portfolios höher sein. Zur Messung der Abweichung wird die Standardabweichung der Renditedifferenz zwischen Portfolio und Benchmark herangezogen.

Eine Senkung des Tracking Errors im oben angegebenen Beispiel wird dazu führen, dass sich das Verhalten der Wertentwicklung des Portfolios an die Wertentwicklung der Benchmark annähert. In der Regel wird dies aber für beide Parameter gelten, sowohl für die Rendite wie auch für die Volatilität. Im Beispiel: Die Rendite wird sinken, die Volatilität jedoch steigen! Eine Maßnahme, die zur Risikoeinschränkung gedacht war, hat also den gegenteiligen Effekt ... was kaum vom Anleger beabsichtigt sein kann.

## Die Betrachtung von qualitativen Risiken erfordert Transparenz

Die Darstellung von komplexem Risiko ist mittels rein quantitativer Modelle zumindest unvollständig, teilweise sogar irreführend. Die Notwendigkeit, qualitative Risiken in der Gesamtrisikobetrachtung mit zu berücksichtigen, liegt auf der Hand. Nur: Wie macht man das eigentlich?

Um qualitative Risiken in der Kapitalanlage besser erfassen zu können, steht zunächst die Forderung nach mehr Transparenz im Raum. Zur Abschätzung des Risikos ist eine genaue Darstellung z. B. von Anlagerichtlinien, Managererfahrung, Investmentprozess, usw. erforderlich. Im „klassischen“ deutschen Spezialfonds sollten solche Transparenzanforderungen quasi eingebaut sein, da der Anleger die Anlagerichtlinien vorgibt; im für institutionelle Anleger immer wichtiger werdenden Segment der Publikumsfonds ist aber noch viel Arbeit nötig.

Gerade bei den Anlagerichtlinien ist eine direkte Vergleichbarkeit von Publikumsfonds untereinander nur selten gegeben. Um sich Freiheiten bei der Ausgestaltung der Anlagestrategie zu erhalten, werden Anlagerichtlinien vielfach sehr weitläufig gefasst. Je nachdem, welche der vielfältigen zulässigen Anlagemöglichkeiten gerade tatsächlich ausgenutzt werden, können sich im Zeitablauf sehr unterschiedliche Risiko-Rendite-Konstellationen bei ein- und demselben Fonds ergeben. Berücksichtigt sind die Beispiele von Fonds, die Ende der Neunziger Jahre eine kleine Allokation in Rentenwerten hatten und sonst voll auf den Neue-Markt-Zug setzten; offiziell als „gemischte Fonds“ in den Vergleichslisten klassifiziert, wiesen sie natürlich

gegenüber einem breit gestreuten gemischten Fonds eine völlig andere Risiko-Rendite-Konstellation auf und wurden vom Platzen der Spekulationsblase schwer in Mitleidenschaft gezogen. Gleichfalls nicht hilfreich bei der Analyse der Transparenz von Publikumsfonds war ein Fonds eines großen Anbieters, der zum 30. Juli 2001 den Namen von bisher „XX Growth“ auf „XX Value“ veränderte – ohne Änderung der Anlagepolitik oder des Fondsmanagers.

Den Anbietern von Fondsrankings ist an dieser Stelle gar kein Vorwurf zu machen. Die Erstellung einer „Rennliste“ wird immer an den Konflikt gekoppelt sein, einerseits eine möglichst genaue Abgrenzung der Kategorien untereinander zu gewährleisten, andererseits aber auch eine genügende Anzahl von miteinander vergleichbaren Fonds zu generieren. Der Blick in eine Rankingliste befreit den Anleger nicht von der Pflicht, sich den einzelnen Fonds hinsichtlich seiner „soft factors“ etwas genauer anzuschauen.

Auch heute noch kann man als Anleger beim Durchforsten der Anlagerichtlinien von Publikumsfonds manche Überraschung erleben. Ein Lazard-Anlagekonzept, das geldmarktnahe „Short Term Plus“-Konzept, ist auch als Publikumsfonds erhältlich. Bei der Beobachtung der Peer Group vergleichbarer Publikumsfonds innerhalb der Kategorie „geldmarktnahe Fonds auf Euro-Basis“ ergibt sich in einem konkreten Fall der folgende Vergleich: Jeder Anleger muss sich die Frage stellen, ob er bei

einer geldmarktnahen Anlage auf Euro-Basis, die er erwartet, bereit ist, bis zu 5% Aktienexposure, bis zu 5% Fremdwährungsrisiken sowie ein nicht näher quantifiziertes HighYield-Risiko einzugehen. Wohl gemerkt: Diese Risiken sind latente Risiken, die eingegangen werden können, aber nicht eingegangen werden müssen. Diese latente Risiken werden eventuell niemals eingegangen werden und werden sich vielleicht niemals in Volatilitäten niederschlagen ... sie könnten es aber. Auch hier existiert ein Risiko, mit dem man im Vorfeld nicht rechnen kann, mit dem man aber rechnen muss.

## Ansätze für ein modernes Risikomanagement

Aus dem bisher Geschriebenen wird deutlich, dass die Betrachtung von risikoadjustierter Rendite keine triviale Aufgabe ist. Keinesfalls reicht es aus, für sich eine einzelne Kennzahl auszuwählen und jegliche Risikosteuerung darauf abzustellen. Das aktuelle Kapitalmarktumfeld fordert geradezu dazu auf, breit zu diversifizieren und u. a. auch alternative Assetklassen in das Portfolio mit aufzunehmen; deren Risikoprofil lässt sich rein quantitativ allerdings nicht vollumfänglich erfassen. Auch die Suche nach Alpha, also das Streben nach einer wirklich aktiven Managementleistung, die Performance generiert, impliziert eine stärkere Beachtung qualitativer Risikoaspekte, da Alpha immer auch personen- bzw. prozessabhängig ist. Nicht jeder Anleger, ob privat oder institutionell, wird in der Lage sein, eine „Due Diligence“, also eine umfassende Analyse aller für das Portfolio relevanter quantitativer und qualitativer Aspekte, für jede Anlagekategorie durchführen zu können. Jeder Anleger muss aber für sich selbst entscheiden, welchen Aufwand zur Informationsbeschaffung er betreiben will bzw. betreiben kann, um über die zur Erzielung einer auskömmlichen Rendite einzugehenden Risiken weitestgehend Bescheid zu wissen und diese Risiken dann auch bewusst einzugehen und zu steuern.

Ein solches Informationsmanagement muss irgendwo zwischen einfacher Kennzahl und kompletter Due Diligence angesiedelt sein. Einen „Königsweg“ gibt es sicherlich nicht, da muss jeder Anleger für sich selbst entscheiden. Wichtig ist aber auf jeden Fall, das Thema „Risiko“ in seiner Komplexität nicht zu stark zu simplifizieren und beide Aspekte des Gesamtrisikos, nämlich quantitative wie qualitative Einzelrisiken, zu beachten und sie erst in einer Gesamtbetrachtung zusammenzuführen. Eine getrennte Risiko- und Renditebetrach-

Abbildung 4: Anlagerichtlinien im Vergleich

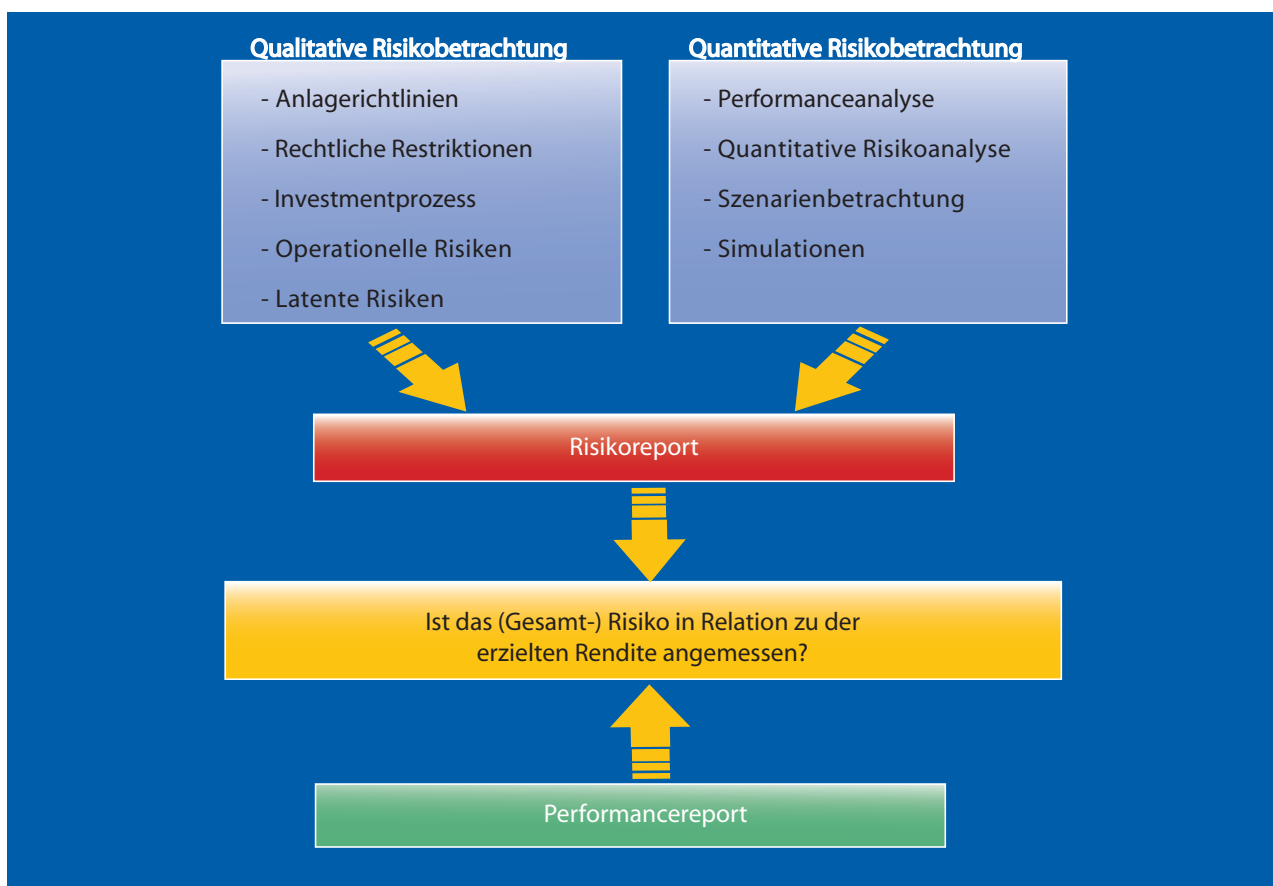
BHW Lazard Short Term Plus	Geldmarktfonds eines Wettbewerbers
<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Mindestrating BB+, Durchschnittsrating mind. AA-</li> <li>◆ Anlage in forderungsgedeckte Anleihen (ABS/MBS) und Unternehmensanleihen mit überwiegend variabler Verzinsung</li> <li>◆ Kein Fremdwährungsrisiko</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◆ Mindestrating BB+ (Langfrist-Rating), B (Kurzfrist-Rating), keine Vorgabe eines Durchschnittsratings</li> <li>◆ Ausübung des Bezugsrechts aus Wandelanleihen: bis zu 5% des Fondsvermögens in Aktien zulässig</li> <li>◆ Der nicht währungsgesicherte Anteil darf bis zu 5% des Fondsvermögens betragen</li> </ul>

tung kann hier ein wichtiger Schritt sein, um einerseits detaillierte Einzelaspekte in den jeweiligen Bereichen untersuchen zu können und sich andererseits in der Gesamtbetrachtung nicht zu sehr in den Details zu verlieren. Abbildung 5 zeigt ein stark vereinfachtes Schema, wie dem aktuellen Thema „risikoadjustierte Rendite“ systematisch begegnet werden kann.

Wie nun die beiden Aspekte „Risiko“ und „Rendite“ miteinander in Einklang gebracht werden, um risikoadjustierte Rendite beurteilen zu können, ist sicherlich subjektiv höchst verschieden. Kennzahlen können da nur ein Anfang sein, sind aber nicht der Weisheit letzter Schluss. Im aktuellen Kapitalanlageumfeld ist es vielfach nötig, gewisse Risiken einzugehen, um eine auskömmliche Rendite erzielen zu können.

Diese auskömmliche Rendite im Kontext mit dem erzielten / erwarteten Risiko zu betrachten, ist eine Herausforderung. Die eigentliche Herausforderung dabei ist, das komplexe Wesen „Risiko“, wenn schon nicht völlig beherrschbar, dann doch wenigstens weitgehend steuerbar zu gestalten. Ein adäquates Steuerungsinstrument muss versuchen, quantitative wie qualitative Kriterien und Risiken zu erfassen und gleichzeitig so flexibel zu sein, dass auftretende oder latente Restrisiken Berücksichtigung finden können.

**Abbildung 5: Vereinfachtes Schema zur Betrachtung von risikoadjustierter Rendite**



## Zusammenfassung

Nachdem zum Ende des vergangenen Jahrhunderts Risikoaspekte der Kapitalanlage angesichts explodierender Aktienmärkte zur absoluten Nebensache wurden, war Risikovermeidung zu Beginn des neuen Jahrtausends das Gebot der Stunde. Nach diesen beiden Extrembetrachtungen reift angesichts erholter Risikobudgets und niedrigen Zinsen die Erkenntnis, dass Rendite und Risiko im Gesamtzusammenhang betrachtet werden müssen. Gleichzeitig werden Anleger mit einer Vielzahl von neuen bzw. alternativen Anlagemöglichkeiten konfrontiert, die andere Risiko-Rendite-Kombinationen als „klassische“ Assetklassen aufweisen.

Risikoadjustierte Rendite betrachtet den Zusammenhang zwischen Rendite und Risiko. Rendite ist vergleichsweise einfach zu erfassen, weswegen der Fokus der Betrachtung beim Risiko liegen sollte. Risiko ist vom Wesen her komplex und nicht in einfachen Parametern zu fassen. Risiko wird nicht dadurch einfacher, indem wir unsere Betrachtungsweise simplifizieren. Risiko gehört zu unserem Leben und auch zur Kapitalanlage dazu. Es schlicht zu ignorieren, ist sicherlich der falsche Weg. Aktuell scheinen wir uns noch in der Lernphase zu befinden, wie mit Risiko bei der Kapitalanlage rational umzugehen ist. Eine Verdichtung auf eine Zahl, womöglich ohne die mathematischen Hintergründe und die Methode der Erfassung zu verstehen, ist ein gefährlicher Weg. Nicht adäquate Tools, eine zu starke Simplifizierung der Betrachtungsweise oder einfach Zahlengläubigkeit können verheerende Folgen nach sich ziehen, die sich heute kein Anleger mehr leisten kann. Sinnvoller ist sicherlich, Performance und Risiko separat zu betrachten und auszuwerten und die Ergebnisse beider Analysen zusammenzuführen und zu beurteilen.

Der Aufbau eines Risikomanagement-Systems ist eine herausfordernde, aber auch wichtige Aufgabe für einen institutionellen Anleger, der in einem Kapitalmarktumfeld voller Chancen und Risiken vor der anspruchsvollen Aufgabe steht, eine für seine Verpflichtungsseite auskömmliche Rendite bei einem für seine Gremien und seine Aufsichtsorgane vertretbarem Risiko zu erzielen.

## Literaturverzeichnis/Quellenangaben

- <sup>1</sup> Den Versicherungen ist hierbei gar kein Vorwurf zu machen. Die regulatorischen Anforderungen führen bei vielen institutionellen Anlegern zur Begünstigung eines prozyklischen Anlageverhaltens. Höhere Risikobudgets ergeben sich in der Regel erst, wenn Assetklassen bereits gut gelaufen sind; die erzielten Gewinne erhöhen den Risikopuffer, in der historischen Betrachtung ergeben sich verbesserte Rendite-Risiko-Konstellationen für die jeweiligen Assetklassen. Folgen die einzelnen Assetklassen ausgeprägten Zyklen, ist die Gefahr durchaus real, teuer einzusteigen, in eine Abwärtsbewegung zu kommen und diese nicht „aussitzen“ zu können, sondern Verluste realisieren zu müssen, weil die Risikobudgets wieder geschrumpft sind.
- <sup>2</sup> C. Kadner, „Portfoliokennzahlen – Anspruch und Wirklichkeit Teil I“ und „Teil II“, Hintergrund, Lazard Asset Management, Oktober / November 2002.
- <sup>3</sup> Siehe dazu auch <http://de.wikipedia.org/wiki/Katrinagate>.
- <sup>4</sup> Zu Basel II siehe auch: B. Bahlmann, „Basel II – Willkommen im Zentralstaat“, Hintergrund, Lazard Asset Management, Februar 2006.
- <sup>5</sup> Handelsblatt, 3.-5. Februar 2006, S. K8.
- <sup>6</sup> Dass der Tracking Error diesem Anspruch in der Praxis nicht immer gerecht werden kann, wurde diskutiert in: C. Kadner, „Portfoliokennzahlen – Anspruch und Wirklichkeit Teil I“, Hintergrund, Lazard Asset Management, Oktober / November 2002.

---

**Verfasser: Christoph Kadner**  
Tel.: 069 / 50 60 6 - 143

## Weitere Lazard Publikationen

### **Investment Perspektive I/2005**

- USA 2005 – Creativity Crisis
- Displays – Größer, flacher, besser

### **Hintergrund Februar 2005**

„Value at Risk und Stresstests in Banken und Versicherungen“

### **Investment Perspektive II/2005**

„Offshoring als Variante des Outsourcings“

### **Standpunkt April 2005**

„Private Equity als Alternative Assetklasse“

### **Standpunkt Mai 2005**

„Der Spezialfonds – no future?“

### **Hintergrund Juni 2005**

„Der Bondholder Value als Bestimmungsfaktor der Unternehmensbewertung“

### **Investment Perspektive III/2005**

- Feiertage – Wem die Stunde schlägt
- Asien – A never ending story

### **Hintergrund August 2005**

„Shareholder Value in der Sackgasse?“

### **Standpunkt September 2005**

„Asset Backed Securities für die öffentliche Hand in Deutschland“

### **Standpunkt November 2005**

„Benchmarks im Kontext der barwertigen Zinsbuchsteuerung“

### **Investmentperspektive IV/2005**

- Alternative Treibstoffe –  
Gib Bio-Gas, ich will Spaß!

### **Hintergrund Februar 2006**

„Basel II – Willkommen im Zentralstaat“

Diese und weitere Publikationen stehen Ihnen als kostenloser Download auf unserer Homepage zur Verfügung:

<http://www.lazardnet.com/wissen>





Lazard Asset Management  
(Deutschland) GmbH

[www.lazardnet.de](http://www.lazardnet.de)

Alte Mainzer Gasse 37  
60311 Frankfurt  
Tel.: 069 - 50 60 6 - 0  
Fax: 069 - 50 60 6 - 100

Neuer Wall 9  
20354 Hamburg  
Tel.: 040 - 35 72 90 - 20  
Fax: 040 - 35 72 90 - 29