

# Bondrisiken richtig messen

**ANLEIHEN** Auch bei Bonds ist die Risikoanalyse ein integrierter Bestandteil des Anlageprozesses.

VOLKER BUSCHMANN

Vor der Finanzkrise hielten viele Anleger Anleihen, verglichen mit Aktien, Zertifikaten oder Rohstoffen, für eine relativ sichere Anlage. Seither hat sich die Einstellung drastisch gewandelt: Heute sind sich Investoren des damit verbundenen Risikos bewusster und haben folglich höhere Ansprüche an das Risikomanagement und die Transparenz des Investmentprozesses.

Jeder, der in den Firmen-Anleihenmarkt investiert, sollte das damit verbundene Sektorengagement verstehen. Ein Beispiel: Bei den meisten Indizes für Investment-Grade-Unternehmensanleihen entfallen bis zu 50% auf den Finanzsektor. In den letzten Jahren hiess das, dass stark an der Benchmark orientierte Anleger ihr Engagement ausgerechnet in jenem Sektor erhöht haben, von dem die Finanzkrise ausgegangen ist.

## Die Sektorrisiken verstehen

Investoren sollten genau wissen, wo ihre Anlage in der Kapitalstruktur angesiedelt ist, da es hier grosse Risikounterschiede geben kann. Im Bankensektor beispielsweise haben sich insbesondere vorrangig gesicherte und ungesicherte Schuldtitel überwiegend im Gleichschritt mit anderen Firmensektoren entwickelt. Dagegen waren weiter unten in der Kapitalstruktur angesiedelte Anleihen aussergewöhnlich volatil. So fielen auf dem Höhepunkt der Kreditkrise Tier-1-Anleihen gemessen



Die Risikoanalyse sollte als integrierter Bestandteil des Investmentprozesses eingesetzt werden.

an ihrem Nennwert um bis zu 50%.

Die Risikoanalyse sollte als integrierter Bestandteil des Investmentprozesses eingesetzt werden und nicht einfach nur als Prüfung zu Bestätigungszwecken gelten. Denn Marktvolatilität und Asset Korrelation können die subjektive und objektive Risiko-Ertragsdynamik verändern. Die Analyse sollte gezielt so ausgelegt sein, dass sie die individuellen Risiken sowie die Gesamtrisiken des jeweiligen Portfolios umfasst. Zudem sollte sie einzelne Entscheidungen des Portfoliomanagers berücksichtigen, die dieser zu Renditezwecken treffen

kan. Neben VaR (Value at Risk) oder Tracking Error sind auch Szenarioanalysen gefragt: So können Anleger anhand des VaR zwar den Maximalverlust des Portfolios innerhalb eines definierten Wahrscheinlichkeitsparameters berechnen, nicht aber die potenziellen absoluten Verluste.

Die Szenarioanalysen werden der Tatsache gerecht, dass nicht nur die aktuelle Volatilität berücksichtigt werden muss – die auch anhand des Tracking Error und des VaR verfolgt werden kann –, sondern auch aussergewöhnliche Ereignisse wie im Zuge des Zusammenbruchs von Lehman Brothers,

die aus herkömmlichen Analysen häufig völlig herausfallen, aber öfter auftreten, als von statistischen Analysen her zu erwarten wäre. Kurzum: Jeder Asset Manager sollte bestrebt sein, Anlegern klare und regelmässige Informationen zu liefern, die Einblick in die Asset-Allokationen und somit in das Risiko-Rendite-Profil eines Anleihenfonds geben. Zudem sollten Anleger ein stärkeres Bewusstsein für den «Risikofaktor» ihrer Anleihenfonds entwickeln – und zwar nicht nur jetzt nach der Finanzkrise.

Volker Buschmann, Managing Director Nordeuropa, M&G Investments, Zürich.

# Risikotransparenz für den Verwaltungsrat

**RISIKOSYSTEME** Die Finanzkrise hat es gezeigt: Mehr denn je sind aktuelle und übersichtliche Risikoinformationen gefragt.

HANS-PETER GÜLLICH

Verwaltungsräte, die in der Regel nicht in das tägliche operative Geschäft eingebunden sind, müssen sich in kurzer Zeit einen Überblick über die wichtigen Kernrisiken ihrer Firma verschaffen. Zum einen sind sie dazu von Gesetzes wegen verpflichtet, unter anderem durch das neue Revisionsgesetz, das die Erstellung einer Risikolandkarte vorschreibt. Zum anderen gehört es zu ihren Aufgaben, die aktuelle Situation zu beurteilen und Massnahmen zur Risikominimierung zu beschliessen.

Folgende Fragen muss der Verwaltungsrat beantworten können: Bestehen potenziell existenzbedrohende Risiken, die sofortige Massnahmen erfordern? Sind Risiken auszumachen, die sich mit verhältnismässig geringem Aufwand reduzieren lassen, um negative Konsequenzen auf finanzielle Kennzahlen wie Cashflow oder Börsenwert zu vermeiden? Gibt es gar Risiken, deren Beachtung zu einem Vorteil gegenüber der Konkurrenz genutzt werden kann? Wie haben die bisher ergriffenen Massnahmen die aktuelle Risikosituation verändert und verbessert?

Im Idealfall stehen dem Verwaltungsrat diese Informationen sitzungstauglich und adäquat auf-

bereitet zur Verfügung. Mit den verfügbaren Lösungen ist das auch für grosse, international tätige Firmen kein Wunschdenken. Kleine Unternehmen, die oft nur ein paar wenige Risiken erfassen, sind bei ihrer Risikoanalyse mit Excel-Tabellen oder Powerpoint-Folien gut bedient, besonders bei einem operativ tätigen Verwaltungsrat.

## Risiken gleich identifizieren

Sobald bei der Risikoidentifikation jedoch mehrere Stellen involviert sind, müssen Massstäbe festgelegt werden, damit die Risiken nach dem gleichen Schema identifiziert und bewertet werden. Die Verwendung unterschiedlicher Risikotypen, Kategorisierungen oder Bewertungsschlüssel würde den Nutzen der Analyse empfindlich schmälern. Letztlich beruhen Erfassung und Quantifizierung von Risiken auf Erfahrungswerten und mathematischen Modellen. Soll ein bestimmtes Risiko überhaupt ermittelt werden? Wie hoch ist die Eintretenswahrscheinlichkeit anzunehmen? Welche Schäden sind im Falle eines Eintretens zu erwarten? Und ist das Risiko so bedeutend, dass es in die aktuelle Risikokarte für den Verwaltungsrat aufgenommen werden soll?

Auch wenn sich diese Fragen nie gänzlich objektiv beantworten lassen, bewirkt ein Risikosystem, dass der Prozess transparent und systematisch erfolgt. Dem Verwaltungsrat bietet es die bestmögliche Sicherheit, die richtigen Entscheidungen zu treffen.

Hans-Peter Güllich, CEO, Avanon AG, Zürich.

# Nachhaltige Risk Governance verringert die Systemrisiken

**FINANZMARKT** Die Neuverteilung der Chancen und Risiken senkt die Systemrisiken in der globalen Finanzindustrie.

AXEL MAY

Der internationale Regulierungsweg zur Stabilisierung der Finanzmärkte ging mit dem jüngsten G20-Treffen in eine weitere Runde. Ideen zur Zügelung des Finanzsystems wie eine internationale Finanzmarkttransaktionssteuer oder eine Bankenabgabe wurden erneut diskutiert. Langfristig wirken die Vorschläge kaum systemstabilisierend. Ein Weg zur Reduktion von Systemrisiken wäre die strikte Umsetzung einer Risk Governance mit einer Neuverteilung von Chancen und Risiken.

Die Finanzkrise hat uns das systemische Risiko einer global vernetzten Finanzindustrie vor Augen geführt. Der volkswirtschaftliche Schaden einer unkontrollierten Entladung dieser Risiken ist enorm. Eine Stabilisierung des heute krisenanfälligen Finanzsystems ist dringend notwendig und sollte auf vier Schwerpunkte setzen: International abgestimmte Verschärfung der Eigenkapitalvorschriften, Transparenz im OTC-Derivate-Markt durch die Einführung zentraler Gegenparteien, neues Insolvenzrecht für Banken und eine effektive und wirksame Risk Governance.

## Asymmetrische Risikoverteilung

Heute verteilt die globale Finanzindustrie die Chancen und Risiken asymmetrisch. Während die Renditen zwischen Manage-

ment, Eigentümer und Gläubiger aufgeteilt werden, sind die Risiken zu einem wesentlichen Teil der Allgemeinheit aufgebürdet. Diese unausgewogene Chancenverteilung gehört korrigiert ebenso wie die Risikostrukturen. Die Politik und die regulierenden Behörden irren, wenn sie meinen, dass die «Too big to fail»-Problematik allein auf der Übergrösse der Banken beruhe. Banken werden zum Systemrisiko, wenn ihre Risikostruktur aus dem Gleichgewicht fällt. Risikokompetenz und Risk Governance müssen deshalb in der Firmenführung zu zentralen Pfeilern werden. Zu lange hat man diese



Eine Neuverteilung von Chancen und Risiken senkt Systemrisiken.

Elemente als leere Begriffe herumgereicht. Systemrisiken können nur effizient bekämpft werden, wenn Wahrnehmung und Umgang mit Risiken in der Firmenführung fundamental verändert werden.

Was können Unternehmen konkret tun? Eine nachhaltige Risk Governance nimmt Eigentümer, Gläubiger und Management in die Pflicht. Bisher konnten Banken aufgrund der faktischen Staatsgarantie zu attraktiven Konditionen ihre Bilanzen hebeln. Risk Govern-

nance integriert auch die Gläubiger von Banken: Droht mit ihrer Insolvenz ein Systemkollaps, könnten Teile der Forderungen in Eigenkapital umgewandelt werden – wenn nötig unter Zwang. Auch die Eigentümer würden Verantwortung mittragen: Ihre Eigenkapitalanteile werden verwässert.

## Weitere Stakeholder einbeziehen

Die rein Shareholder-geprägte Firmenführung ist nicht mehr zeitgemäss. Der Verwaltungsrat ist dafür verantwortlich, dass die Interessen anderer Stakeholder in Form eines Werte- und Risikoprofils berücksichtigt und Entscheidungen wie Verantwortung breiter verteilt werden. So verändert sich die Risikokultur von einer Modellgläubigkeit und Scheingenaugigkeit von Risikomessungen hin zu einem bewussten Umgang mit unterschiedlichsten Risiken.

Eine nachhaltige Risk Governance führt zu einer Stärkung des Aktionärs, indem er in die Entscheidungsfindung einbezogen wird und Verantwortung übernimmt. Die gestärkte Aktionärsdemokratie fördert den Interessenausgleich mit den Stakeholdern und ist von einer klaren Risikokommunikation zu begleiten. Das Aufsetzen von Aktionärsausschüssen sollte daher ernsthafter geprüft werden. Eine Neuverteilung von Verantwortung und Risiko, ein bindendes Werte- und Risikoprofil sowie eine transparente Risikokommunikation sind die Pfeiler einer nachhaltigen und wirksamen Risk Governance. Sie verändern die eingegangenen systemischen Risiken grundlegend – und entfalten ihre Wirkung rascher als politische Vorstösse.

Axel May, Partner, Hostettler & Partner AG, Zürich.



**« Als Steuerexperte sind in meiner Karriere Aufwand und Ertrag im Lot. »**

Daniel Stutzmann Hausmann, geb. 1980, dipl. Steuerexperte

Zur Finanzierung meines Studiums und meiner Lieblingsbeschäftigung – Kitesurfen – arbeitete ich in einem grossen Fitnesscenter als Teilzeitinstructor. Das hatte damals noch nichts mit «Work-Life-Balance» zu tun, sondern mit meinem Bedürfnis, möglichst viel unter einen Hut zu bringen. Heute, sechs Jahre nach meiner Diplomprüfung zum Lic. oec. HSG und zwei Jahre nach meinem Abschluss als dipl. Steuerexperte und als frischgebackener Vater unserer Tochter Lilja, bin ich wieder in der Situation, ein gerüttelt Mass an Aufgaben gleichzeitig optimal zu erfüllen. Als Manager Corporate Tax bei einem führenden Wirtschaftsprüfungs-Unternehmen, als Bewegungs- und Genussmensch und mit der bereits angesprochenen noch jungen Vaterschaft muss ich das können.

Steuerberatung. Wo Karrieren ihren Anfang nehmen. [www.treuhand-kammer.ch](http://www.treuhand-kammer.ch)