

Risikomanagement

unter der AIFMD als neue Herausforderung

PROF. DR. JÖRG HENZLER // LUXEMBOURG INVESTMENT SOLUTION S.A.

Die Alternative Investment Fund Management Directive (AIFMD), die am 11. November 2010 vom Europäischen Parlament verabschiedet wurde, hat die Investmentfondsbranche in Europa nachhaltig verändert.

Dynamische Entwicklung der Alternativen Investmentfonds

In Luxemburg wurde die Richtlinie mit dem AIFM-Gesetz am 12. Juli 2013 implementiert und ist in Deutschland am 22. Juli 2013 mit dem Kapitalanlagegesetzbuch (KAGB) in deutsches Recht übernommen worden. Alternative Investmentfonds (AIF) haben seither zwangsläufig im Vergleich zu den Fonds mit liquiden Assets (UCITS) deutlich an Bedeutung gewonnen. So ist der Anteil der AIF's am gesamten Nettovermögen europäischer Investmentfonds allein von 29,6% seit dem vierten Quartal 2012 auf 39,3% im zweiten Quartal 2016 gestiegen.¹

Risikomanagement für Sachwerte-Fonds – new kid on the block

Die AIFM-Richtlinie weist dem regulierten Alternative Investment Fund Manager (AIFM) unter anderem die Rollen des Portfoliomanagers und des Risikomanagers eines alternativen Investmentfonds zu. Während Portfoliomanagement im AIF-Sektor natürlich auch bisher bereits durchgeführt wurde und vom AIFM gegebenenfalls delegiert werden kann, stellt das Risikomanagement den AIFM vor völlig neue Herausforderungen, zudem die AIFMD dem Thema Risikomanagement eine zentrale Bedeutung zuweist. „In particular, it (the AIFMD) aims at setting up robust risk and liquidity management systems and enhancing transparency towards investors.“²

Der Aufbau eines entsprechenden Risikomanagements für alternative Assets ist daher aus regulatorischer Sicht zentral, auch wenn bisher in dieser Disziplin wenig konzeptionelle praktische Erfahrung vorliegt.

Neben den Aufsichtsbehörden als Adressaten für ein solides Risikoreporting sind vor allem auch institutionelle Investoren Nachfrager nach Risikomodellen für den AI-Sektor. Während VAG-Investoren unter Solvency II bereits einem klaren Rahmenwerk mit umfangreichen Anforderungen an das Risikomanagement unterliegen, werden sich auch Versorgungseinrichtungen zukünftig mit einer geänderten Fassung der Richtlinie für Pensionsfonds (Institutions for Occupational Retirement Provision Directive – IORP II Directive) auf neue regulatorische Anforderungen an ihr eigenes Risikomanagement auseinandersetzen müssen. Es kann vermutet werden, dass sich diese Anforderungen nicht grundsätzlich von denen unter Solvency II unterscheiden werden. Eine Quantifizierung der Marktrisiken für alternative Anlageklassen kann unter Solvency II unter Verwendung eines internen Modells zu einer Reduktion der Eigenkapitalunterlegung führen (Säule I). Selbst wenn dies wegen des unverhältnismäßig hohen Aufwands keine Option für den institutionellen Investor darstellt, so muss er in jedem Falle im Rahmen der so genannten Säule II ein „Own Risk and Solvency Assessment (ORSA) and Forward Looking Assessment of

Own Risks (FLAOR)“ durchführen. Dies bedeutet, dass er die mit dem Investment in AI-Portfolios eingegangenen Risiken messen und managen muss. Ein solider Ansatz zur Messung dieser Risiken ist daher unabdingbar, selbst wenn er unter der Säule I auf ein internes Modell verzichtet. Da der AIFM zwischen Aufsicht und Investor steht, bietet es sich an, dass er nicht nur die regulatorischen Erfordernisse für den Fonds erfüllt, sondern auch den Kunden mit Expertise im Risikomanagement für alternative Anlageklassen unterstützt. Er kann dabei nicht nur von seinem Status als unabhängiger Risikomanager profitieren, sondern auch Skaleneffekte realisieren.

Aufbau eines effizienten Risikomanagements

Während im UCITS-Sektor bereits effiziente Risikomanagementsysteme existieren und die Modelle zur Berechnung bzw. Quantifizierung von Risiken weitgehend standardisiert sind, gibt es im AIF-Sektor bisher wenn überhaupt nur wenige Ansätze, die in der Regel mit den Modellen im liquiden Bereich nicht direkt vergleichbar sind. Während in der akademischen Literatur nicht erst seit Beginn der AIFMD Risikomodelle für illiquide Portfolios diskutiert werden, sind dennoch bisher wenige dieser Ansätze auf ihre Praxistauglichkeit getestet worden. Neben den modelltheoretischen Herausforderungen gilt es für den AIFM, auch Effizienzgesichtspunkte zu berücksichtigen, da er die Quantifizierung von Risiken über mehrere tausend Vermögenswerte und Fund-of-Funds durchführen muss, und dies in der Regel jedes Quartal. Es ist klar, dass dies kapazitäts- und damit kostenintensiv ist und selbst mit vorhandenem Know-how eine große Herausforderung darstellt. Neben der Quantifizierung von Marktrisiken spielen vor allem das Liquiditätsrisiko und die operationellen Risiken für die alternativen Anlageklassen eine wesentliche Rolle. An dieser Stelle soll lediglich der Aufbau eines effizienten Systems zur Quantifizierung von Marktrisiken thematisiert werden, ohne den Eindruck zu erwecken, dass sich das Thema Risikomanagement im AIF-Sektor nur darauf beschränkt.

Modellierung von Marktrisiken im AIF-Sektor

Die Quantifizierung von Marktrisiken für alternative und in der Regel illiquide Vermögenswerte weist vor allem folgende Probleme auf:

1. Marktpreise sind in der Regel nicht verfügbar.
2. Daten und Informationen sind nur mit erheblicher Zeitverzögerung und niedriger Frequenz verfügbar (pro Quartal).

Die einfache Nutzung der vorhandenen Marktrisikomodelle aus dem liquiden Bereich scheidet damit aus. In der Praxis werden stattdessen häufig diverse Szenarioanalysen auf Basis von Bewertungsmodellen als Möglichkeit zur Quantifizierung von Marktrisiken angeboten. Solche Analysen, die z. B. über Standard-DCF-Verfahren die Veränderung der Vermögenswerte über die Variation von Abzinsungsfaktoren simulieren, gehen allerdings konsequent am Kern eines quantitativen Risikobegriffes vorbei, der nämlich die Wahrscheinlichkeit solcher Wertveränderungen quantifiziert. Risikomessung hat notwendigerweise etwas mit Wahrscheinlichkeiten zu tun, weshalb sich das im Bereich von UCITS-Fonds etablierte Risikomaß Value-at-Risk auch grundsätzlich als Risikomaß im AIF-Sektor anbietet.

Zur Berechnung von Value-at-Risk-Werten muss als AIFM aus Effizienzgründen zwischen Fund-of-Funds und Fonds mit einer überschaubaren Anzahl von direkten Investments unterschieden werden. Zwar sollte im Grundsatz eine Analyse stets auf der Ebene der Sachwerte erfolgen, was aber offensichtlich bei Fund-of-Fund-Strukturen im Wege einer Durchschau wegen der großen Anzahl der Einzelwerte nicht möglich ist. In diesem Fall bietet sich als „Second-Best“-Lösung ein Benchmark-Ansatz an, der möglichst genau das Risikoprofil des jeweiligen Fonds approximiert³.

Value-at-Risk für direkte Investments in Sachwerte

Für Fonds mit Portfolios aus direkten Investments in

Sachwerte bietet sich grundsätzlich ein Standard-DCF-Ansatz an, da der Wert der hier infrage kommenden Vermögenswerte im Prinzip immer Cashflow-getrieben ist. Liefern die Portfoliomanager, die die Investments selektieren, bereits solche Modelle mit den entsprechenden Parametern, die natürlich im Rahmen der Bewertung vorhanden sein sollten, können diese Informationen beispielsweise in ein standardisiertes WACC-Modell übernommen werden. Damit hat der AIFM bereits die Möglichkeit, die Bewertung des Assets zu plausibilisieren, in dem er die gelieferten Parametern mit einer eigenen Datenbank bzw. mit Parameter aus Quellen Dritter vergleicht. Der Schritt zur Risikomodellierung besteht dann darin, die sicheren (ohne erwartete Volatilität) von den unsicheren (erwartet volatil) Parametern zu isolieren und die unsicheren Parameter schließlich mit ökonomisch plausiblen Annahmen hinsichtlich ihrer Eintrittswahrscheinlichkeit zu belegen. Dies erfordert in der Praxis eine umfangreiche Datenbank, die solche unsicheren Parameter mit Verteilungsfunktionen ausstattet. Über Monte-Carlo-Simulationen ist dann die Replikation des Unternehmenswertes möglich (reverse valuation) und darüber hinaus die Generierung einer vollständigen Verteilungsfunktion. In einem letzten Schritt kann aus dieser Verteilungsfunktion schließlich ein Value-at-Risk mit vorgegebener Konfidenz (entsprechend dem Quantil der Verteilungsfunktion) abgelesen werden.

Dies kann für alle Einzelinvestments im Portfolio erfolgen und führt schließlich über die Berücksichtigung der Korrelationen zwischen den Assets auch zu einer Bestimmung des Portfolio-VaR. Dieser Ansatz kann demnach auch zur Plausibilisierung der Bewertung herangezogen werden, für die der AIFM in der Regel ebenfalls verantwortlich ist. Darüber hinaus können mit diesem Ansatz zusätzlich auch geeignete Stress-tests konstruiert werden.

Value-at-Risk für Fund-of-Funds

Handelt es sich beim Fonds um einen Fund-of-Funds,

dann ist die oben beschriebene Methode zu aufwändig und damit ineffizient, weil die Anzahl der im Look-through zu analysierenden Assets in der Regel zu groß ist. Als Alternative kann hier ein Benchmarkansatz dienen⁴. Er kann natürlich immer nur als Approximation interpretiert werden, sollte aber so gestaltet sein, dass er das tatsächliche Risikoprofil des Fonds bestmöglich repräsentiert. Um dies zu gewährleisten, müssen zunächst zwei Informationsquellen angezapft werden. Erstens werden Daten zur Konstruktion von Benchmarks für alternative Assets (Indizes oder Returns) benötigt und zweitens müssen Daten zur Struktur des Fonds (Asset Allocation) zur Verfügung stehen. Benchmarkdaten für alternative Assets bzw. Fonds sind beispielsweise von Thomson Reuters oder Prequin erhältlich, und Informationen über die Asset Allocation des Fonds müssen direkt vom Portfoliomanager geliefert werden. Diese Asset Allocation, die die Aufteilung hinsichtlich der Regionen/Länder, Strategien, Vintage Years etc. abbildet, dient als Ausgangspunkt für die Konstruktion einer fondsspezifischen Benchmark. Die Sicherstellung der regelmäßigen Datenlieferung ist in der Praxis eine nicht zu unterschätzende Herausforderung und zumindest in der Anfangsphase mit einigem Abstimmungsaufwand bei der Dateninterpretation verbunden.

Aber selbst wenn dies gelungen ist, können die Daten ohne eine umfangreiche Weiterverarbeitung nicht genutzt werden. Die Benchmarkdaten weisen nämlich zwei gravierende Probleme auf:

1. Sie sind in der Regel geglättet, da es sich nicht um Marktpreise handelt, sondern um oftmals fortgeschriebene Bewertungen. Dies führt zu einer systematischen Unterschätzung der Volatilität und damit des Risikos.
2. Sie sind lediglich auf Quartalsbasis verfügbar und werden mit erheblicher Zeitverzögerung publiziert. Dies führt dazu, dass auf dieser Grundlage berechnete Risikokennziffern bis zu sechs Monate alt sind.

Prof. Dr. Jörg Henzler
Luxembourg Investment Solution S.A.

Beide Probleme können jedoch mit einschlägigen ökonomischen Methoden behoben werden. Dabei wird zunächst einmal der Glättungseffekt identifiziert, der aus statistisch/ökonomischer Sicht ein Autokorrelationseffekt über mehrere Perioden ist. Ist das Ausmaß der Autokorrelation identifiziert, kann sie korrigiert werden. Im zweiten Schritt werden die Quartalsdaten über ein spezielles Verfahren auf monatliche Daten interpoliert, wobei Informationen aus den liquiden Kapitalmärkten einfließen.

Diese monatlichen Zeitreihen können dann unter Berücksichtigung der Schiefe und Kurtosis der Verteilungsfunktionen zur Berechnung von Risikokennzahlen genutzt und gleichzeitig mit einem Prognoseverfahren verknüpft werden, um Value-at-Risk-Werte bis zum aktuellen Rand zu ermitteln. In diesem Prozess kommen eine ganze Reihe von bewährten ökonomischen Modellen und Methoden zur Anwendung, die alle dazu dienen, die Datenqualität und Datenaktualität zu erhöhen bzw. zu verbessern.

Fazit

Zur Risikoquantifizierung alternativer Portfolios müssen neue Wege eingeschlagen werden, die mit den etablierten Verfahren im liquiden Bereich nicht direkt vergleichbar sind, deren Ergebnisse aber gleichwohl kompatibel sein sollten. Damit sind die AIFM's gefordert, aussagefähige Risikomodelle zu entwickeln und anzuwenden, da nicht nur die Aufsichtsbehörden dies einfordern, sondern auch VAG-Investoren, die diese Asset-Klassen in ihre bestehenden Risikosysteme integrieren müssen. Dafür sind Verfahren notwendig, die Risikokennziffern generieren, die mit den klassischen Verfahren vergleichbar sind, selbst wenn sie mit neuen Methoden ermittelt wurden. Entscheidend ist, dass solche neuen Ansätze theoretisch sauber fundiert, transparent und effizient in der Anwendung sind, damit sie in der Praxis zum Einsatz kommen können.



¹ Vgl. EFAMA, Quarterly Statistical Release No. 52, March 2013, and No. 66, September 2016. In der Statistik der EFAMA werden die AIFs in 2013 noch nicht explizit aufgeführt, sondern nur UCITS und Non-UCITS Fonds unterschieden. Aktuell werden UCITS und AIF ausgewiesen, so dass ein direkter Vergleich der Daten lediglich eine Approximation sein kann.

² Vgl. Alfi, The Alternative Investment Fund Managers Law, June 2016, page 4.

³ Vgl. EVCA, Risk Measurement Guidelines, January 2013, Seite 24.

⁴ Vgl. EVCA Risk Measurement Guidelines 2013, paragraph 4.4 "Use of indices", Seite 24.