Risikomanagement – Europa zwischen allen Stühlen?

Über Risiken für die Asset Allocation und die Frage, wie institutionelle Investoren diese Risiken managen können, diskutierten **Michael Herzum**, Leiter des Teams Economics & Macro Strategie im Portfoliomanagement bei Union Investment Institutional, **Dr. Christoph Kiehn,** Leiter der Hauptabteilung Finanzen und Risiko bei SOKA-BAU, **Stefan Schuckmann,** Leiter Risikomanagement der HanseMerkur Trust, **Dr. Andreas Billmeyer,** Leiter Risikomanagement bei der Lebensversicherung von 1871 und **Jürgen Huth,** Vorstand von FAROS Fiduciary Management. **Dr. Guido Birkner** und **Ulrike Lüdke** moderierten die Diskussion.

SPONSOREN

Union Investment

„Damit KI tatsächlich einen breiten Produktivitätsschub auslöst, muss sie in Industrieprozesse integriert werden. Davon sind wir derzeit aber noch ein gutes Stück entfernt.“

Wir beginnen den Roundtable mit einer Vorstellungsrunde.

Michael Herzum: Ich leite das Team der Volkswirte im Portfoliomanagement bei Union Investment. Wir arbeiten eng mit den Portfoliomanagern zusammen. Geopolitik ist mittlerweile ein zentraler Bestandteil unserer Analyse.

Christoph Kiehn: SOKA-BAU ist die Dachmarke für zwei Unternehmen: die Urlaubs- und Lohnausgleichskasse der Bauwirtschaft und die Zusatzversorgungskasse des Baugewerbes. Gemeinsam organisieren sie für die Bauwirtschaft zentrale Sozialkassenverfahren, insbesondere die Sicherung von Urlaubsansprüchen, die Finanzierung der Berufsausbildung und eine branchenweite Zusatzrente. Ich habe bei SOKA-BAU das Risikomanagement und das Asset Liability Management aufgebaut. Seit einigen Jahren leite ich den Bereich Finanzen und Risiko.

Stefan Schuckmann: Als Leiter Risikomanagement bei HanseMerkur Trust habe ich gleich zwei Hüte auf: Zum einen verantworte ich mit meinem Team das Risikomanagement der über Fonds- und Mandatsstrukturen organisierten Kapitalanlage der HanseMerkur. Zum anderen liegen das Risikomanagement der Spezialfonds unserer Drittkunden in meinem Bereich sowie deren Beratung, unter anderem bei der Überwachung von Markt- und Kreditrisiken.

Andreas Billmeyer: Ich verantworte das Risikomanagement der LV 1871. Das ist bei uns keine isolierte Kontrollfunktion, sondern eng mit dem Asset Liability Management und der Unternehmenssteuerung verbunden. Wir verstehen uns als Bindeglied zwischen Aktiv- und Passivseite und tragen dazu bei, dass Kapitalanlage, Bilanz und Produktseite zusammenpassen.

Jürgen Huth: Bei Faros kümmern wir uns um das Risikomanagement aus zwei unterschiedlichen Perspektiven. Als Vorstand der Fiduciary Management AG verantworte ich das Risikomanagement für unsere eigene Gesellschaft. Gleichzeitig begleiten wir im Rahmen unserer Beratungstätigkeit auch institutionelle Anleger, insbesondere VAG-regulierte Investoren, bei risikomanagementbezogenen Fragestellungen.

Welche Themen sind für Sie im Jahr 2026 aus der Perspektive des Risikomanagements besonders relevant?

Michael Herzum: Wir schauen uns die Geopolitik sehr genau an und analy-

MICHAEL HERZUM
LEITER DES TEAMS ECONOMICS & MACRO STRATEGIE IM PORTFOLIO-MANAGEMENT, UNION INVESTMENT

Geopolitik ist für Michael Herzum fester Bestandteil der Risikoanalyse. Risikoereignisse sollen so möglichst früh erkannt und systematisch in das Risikomanagement übersetzt werden.

sieren mögliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte. Beim Iran-Konflikt und der Blockade der Straße von Hormus ist deutlich geworden, wie verwundbar die Weltwirtschaft an einigen Stellen ist. Wir beschäftigen uns im Risikomanagement deshalb intensiv mit den Fragen: Wo liegen neuralgische Punkte, im Angelsächsischen auch „Chokepoints" genannt, bei denen ein Land eine hohe Dominanz aufweist? Welche Risiken sind damit verbunden? Und was bedeutet eine Störung oder ein Ausfall für unsere Kapitalanlagen? Neben den geographischen Chokepoints sehen wir Verwundbarkeiten auch bei der Chip-Versorgung, den Unterseekabeln und der Gasversorgung. Außerdem stellt die Kontrolle der Amerikaner über den US-Dollar ein potentielles Risiko dar. Der Iran-Konflikt hat uns vor Augen geführt, dass wir uns noch stärker mit solchen Drohszenarien und ihren Folgen für die Kapitalanlage beschäftigen müssen.

Stefan Schuckmann: Auch wir versuchen, langfristige Entwicklungslinien und die entsprechenden Kipppunkte zu identifizieren. Ein Thema, das wir uns aktuell genauer anschauen, ist das Szenario einer Rückkehr der Staatsschuldenkrise. Zentrale Fragen sind dabei: Wo müssen wir unsere Allokation verändern und gegensteuern, und wann müssen wir uns von bestimmten Assets trennen? Wenn wir ein Schuldenproblem sehen und möglicherweise auf der Zinsseite künftig unter Druck geraten könnten, dann müssen wir darauf heute schon in der Allokation reagieren – etwa durch Investitionen in Immobilien oder in andere Sachwerte, die in schwierigen Marktphasen werthaltiger bleiben. Wir haben beispielsweise in Aktien von Goldminen investiert. Hintergrund ist auch die zunehmende Schwäche des US-Dollars. Wir beobachten, dass die Notenbanken ihre Goldreserven ausbauen, mit dem entsprechenden Effekt auf den Goldmarkt.

Andreas Billmeyer: Interessant ist doch, wie gut der Finanzmarkt die ganzen Einschläge bislang verkraftet.

Christoph Kiehn: Ja, die Aktienmärkte entwickeln sich deutlich besser als in den vergangenen Jahren. Aber gleichzeitig sehen wir all diese Risiken. Offenbar sind sie in den Märkten nicht angemessen abgebildet.

Stefan Schuckmann: Der Markt verkraftet die erheblichen geopolitischen Verwerfungen der letzten Zeit im historischen Vergleich tatsächlich sehr gut. Sogar Emissionen schlechterer Bonität sind zum Teil weiterhin deutlich überzeichnet. Nach

STEFAN SCHUCKMANN
LEITER RISIKOMANAGEMENT, HANSEMERKUR TRUST

Stefan Schuckmann stellt sein Portfolio robust auf, so dass er auch in Stressphasen ruhig bleiben kann. Entscheidend sind für ihn eine hohe Risikotragfähigkeit, Szenarioanalysen und ein sauberes Basisportfolio.

wie vor fließt viel Liquidität in die Märkte. Als Risikomanager fragen wir uns: Wie viel kann der Markt noch aufnehmen, und wann ist der Kipppunkt erreicht, an dem sich die Preisfunktion verändert? Erste Effekte sehen wir bereits am Zinsmarkt. Aber das ist erst der Anfang einer Entwicklung. Ich persönlich gehe davon aus, dass wir die Schuldenkrise wieder sehen werden.

Jürgen Huth: Ja, die Aktienmärkte streben weiter nach oben. Abgesehen von kleineren Dellen hat es dort seit Jahren keine echte Korrektur mehr gegeben. Als Risikomanager bewegen wir uns in einem Spannungsfeld: Wir wollen und dürfen die Entwicklung am Aktienmarkt nicht verpassen. Auf der anderen Seite müssen wir uns so aufstellen, dass wir gegensteuern können und das Portfolio stabil bleibt, wenn die Korrektur einsetzt.

Wie blicken Sie auf die steigende Staatsverschuldung in den USA? Ist das aus Ihrer Sicht ein Risiko, das die Märkte unterschätzen?

Stefan Schuckmann: Ich glaube, wir haben aktuell ein Problem bei der Preisbildung. Der Markt reagiert auf bestimmte Entwicklungen nur kurzfristig oder gar nicht, so dass die Preise das reale Risiko nicht mehr vollständig abbilden. Natürlich kann man sagen, dass die Resilienz des Marktes insgesamt zugenommen hat. Die Frage ist aber, ob diese Art von Resilienz gesund ist. Bei der US-Staatsverschuldung gibt es aus meiner Sicht erste Anzeichen dafür, dass die Märkte sensibler reagieren. Wenn die Amerikaner ihre Schuldenstruktur verändern und stärker auf kürzere Laufzeiten setzen, dann macht mich das zumindest nachdenklich.

Andreas Billmeyer: Die Fundamentaldaten sprechen für sich. Ein US-Staatsdefizit von 7 Prozent pro Jahr und ähnliche Werte in anderen Volkswirtschaften sind auf Dauer nicht tragfähig. Die Frage ist nur, wann der Markt darauf tatsächlich reagiert. Wir haben in den vergangenen Jahren vieles gesehen, was früher kaum vorstellbar schien. Und dann hat die Notenbank am Ende doch wieder eingegriffen. Das Grundproblem ist also klar, der Kipppunkt aber nicht.

Christoph Kiehn: Das sehe ich ebenso. Man kann sich bei vielen Entwicklungen relativ sicher sein, dass sie nicht unbegrenzt so weitergehen. Das gilt auch für die Staatsverschuldung in den USA. Aber wir wissen nicht, wo die Grenze liegt.

„Wir haben aktuell ein Problem bei der Preisbildung. Der Markt reagiert auf bestimmte Entwicklungen nur kurzfristig oder gar nicht, so dass die Preise das reale Risiko nicht mehr vollständig abbilden."

Genau das ist das Problem an den Finanzmärkten. Risiken können lange sichtbar sein, ohne dass der Markt entsprechend reagiert. Bei Unternehmen ist das einfacher: Wenn sie bankrott sind, sind sie bankrott. Staaten haben dagegen deutlich mehr Möglichkeiten, gegenzusteuern.

Jürgen Huth: Das eigentliche Problem entsteht dann, wenn etwas unbeabsichtigt ins Rutschen kommt, weil Risiken nicht realistisch eingeschätzt wurden und eine Entwicklung nicht mehr rechtzeitig aufgefangen werden kann. Bei der Staatsschuldenkrise gehen viele im Zweifel davon aus, dass Notenbanken zunächst Zeit kaufen können, indem sie in großem Umfang Anleihen aufkaufen. Das hat man schon gesehen. Am Ende wird ein Teil dieses Problems vermutlich „weginflationiert" werden müssen, denn über höhere Steuern allein wird sich die Staatsverschuldung der Amerikaner nicht finanzieren lassen.

Michael Herzum: Wir wissen, dass die Amerikaner fiskalisch nicht nachhaltig agieren. Das heißt aber noch nicht, dass daraus in einem halben oder einem Jahr schon ein akutes Marktproblem wird. Genau deshalb wird dieses Thema immer weitergeschoben. Viele Marktakteure werden sehr kurzfristig gemessen und haben daher wenig Anreiz, sich frühzeitig mit solchen langfristigen Risiken auseinanderzusetzen. Irgendwann wird es diesen Moment geben, an dem der Markt signalisiert: So geht es nicht weiter. Wann genau das sein wird, kann heute niemand seriös sagen. Es gibt aber Orientierungsgrößen, wie den laufenden Schuldendienst im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung, bei denen in den 80er und 90er Jahren die sogenannten Bond-Wächter Alarm geschlagen haben. Diese monitoren wir. Danach kommen wir Ende des Jahrzehnts in den kritischen Bereich.

Wie richten Sie Ihr Risikomanagement in dieser Situation aus?

Stefan Schuckmann: Wir stellen unser Portfolio so auf, dass uns eine veränderte Marktsituation nicht zum Handeln zwingt. In der Finanzkrise 2008 hat sich gezeigt, dass viele Investoren unter Druck geraten sind, weil sie zu viel Risiko im Portfolio hatten. Deshalb sind Szenarioanalysen und Risikotragfähigkeitsprozesse für uns zentral. Wir betreiben ein intensives Bonitätsmanagement, damit unser Basisportfolio möglichst sauber ist. Zudem steuern wir unsere Durationsrisiken aktiv mit derivativen Komponenten. Einen steigenden Spread müssen wir im Zweifel aushalten.

„Interessant ist doch, wie gut der Finanzmarkt die ganzen Einschläge bislang verkraftet."

Christoph Kiehn: Wir schauen uns bei SOKA-BAU immer zuerst die Risikotragfähigkeit an. Gerade in der Urlaubskasse sehen wir durch die Entwicklung der vergangenen Jahre ein deutlich ausgeweitetes Eigenkapital. Das stärkt unsere Risikoabsorptionsfähigkeit und gibt uns die Möglichkeit, mehr Risiken zu tragen, ohne kurzfristig unter Druck zu geraten. Wir haben außerdem Strukturen geschaffen, mit denen wir Risiken besser steuern und kurzfristig kontrollieren können. Das hilft uns, Allokationen auch in schwierigeren Marktphasen aufrechtzuerhalten, weil wir wissen, dass wir bestimmte Abwärtsrisiken begrenzen können. Entscheidend ist für mich aber die langfristige Perspektive: Natürlich kann ich im Stressfall gegenüber der Aufsicht oder den Eigentümern unsere Risikotragfähigkeit darstellen. Aber wenn ich ein System wie eine Pensionskasse nachhaltig führen will, dann reicht es nicht, Risiken nur möglichst klein zu halten. Mit einem Rechnungszins von 0,25 oder 0,5 Prozent habe ich zwar formal wenig Risiko. Wenn ich aber langfristig nur solche Renditen erwirtschafte, mache ich das System überflüssig. Eine Pensionskasse muss so aufgestellt sein, dass sie auf Dauer auch noch einen echten Mehrwert in der Altersversorgung schafft, und das geht nicht ohne ein gewisses Maß an Risiko.

Michael Herzum: Wir wollen Risikoereignisse möglichst früh identifizieren und sie systematisch in das Risikomanagement übersetzen. Genau dort müssen wir unsere Hausaufgaben machen. Potentielle Stressereignisse gehen wir gemeinsam mit dem Portfoliomanagement durch und bilden sie in unserem Risikomanagementsystem als konkrete Szenarien ab. Diese Szenarien kann dann jeder Fondsmanager für sein Mandat nutzen, um zu prüfen, wo im jeweiligen Portfolio Risiken liegen und wie damit umzugehen ist. So sind wir gut vorbereitet auf mögliche Ereignisse, die eine hohe Auswirkung auf die Kapitalmärkte hätten, auch wenn ihre Eintrittswahrscheinlichkeit gering ist.

Andreas Billmeyer: Wir sind in der glücklichen Lage, dass uns sowohl aus HGB-Bilanzsicht als auch aus Solvency-Sicht die aktuelle Situation in die Karten spielt. Die gesamte Branche der Lebensversicherer hat eine sehr auskömmliche Zinszusatzreserve, welche in den Folgenjahren zu deutlichen HGB-Erträgen

DR. ANDREAS BILLMEYER
LEITER RISIKOMANAGEMENT, LEBENSVERSICHERUNG VON 1871

Aus Sicht von Andreas Billmeyer spielt die aktuelle Situation Lebensversicherern sowohl aus HGB- wie aus Solvency-Sicht in die Karten. Zusätzliche Resilienz entsteht durch aufgebaute stille Reserven als bilanzielle Puffer.

führen wird. Zudem konnten wir eine gewisse bilanzielle Resilienz schaffen, indem wir bei den Aktien nicht die Dividenden herausgezogen, sondern sie als bilanziellen Puffer an stillen Reserven aufgebaut haben.

Erleichtern die regulatorischen Spielräume heute die Renditeerwirtschaftung – oder bleiben die Vorgaben für viele Investoren zu eng?

Christoph Kiehn: Für uns ist der regulatorische Rahmen nicht zu eng. Die Risikotragfähigkeit ist ausreichend, um die Spielräume, die die Anlageverordnung uns als einem regulierten Investor bietet, gut zu nutzen.

Jürgen Huth: Aus meiner Sicht besteht ein strukturelles Spannungsfeld: Auf der Verpflichtungsseite haben wir sehr lange Laufzeiten von 15, 20 Jahren und länger. Dazu würden auch volatilere Anlageklassen wie Aktien passen. In den Stresstests werden diese jedoch mit hohen Stressfaktoren belegt. Das führt dazu, dass sich viele Investoren schwertun, solche Asset-Klassen in größerem Umfang beizumischen.

Hinzu kommt, dass der Risikobegriff je nach Perspektive unterschiedlich ausfällt: Bei der Zinswende 2022 hat sich gezeigt, dass bei CTAs oder bei Unternehmen, die nach internationalen Rechnungslegungsstandards bilanzieren, steigende Zinsen nicht zwingend negativ wirken müssen. Zwar gab es Verluste auf der Kapitalanlageseite, gleichzeitig ist aber der Barwert der Verpflichtungen noch stärker gesunken. Dadurch hat sich der Ausfinanzierungsgrad zum Teil sogar verbessert. In der HGB-Betrachtung sah das allerdings deutlich schlechter aus. Die unterschiedliche Risikobetrachtung führt dazu, dass Investoren, die nicht an die Anlageverordnung gebunden sind, viel mehr Risiken eingehen können – etwa in Form von Aktien.

Inwiefern ist eine weitere Diversifizierung des Portfolios im Rahmen des Risikomanagements überhaupt noch möglich?

Christoph Kiehn: Wir haben unser Portfolio in den vergangenen zehn Jahren stark diversifiziert. Natürlich sind wir durch die Garantien, die wir geben müssen, eingeschränkt. Ebenso können wir auf der

DR. CHRISTOPH KIEHN
LEITER DER HAUPTABTEILUNG FINANZEN UND RISIKO, SOKA-BAU

Aus der Sicht von Christoph Kiehn hat Europa Investoren trotz aller Belastungen weiterhin viel zu bieten. Regulatorische Stabilität und Verlässlichkeit schaffen Sicherheit, die wieder stärker in den Fokus rücken dürfte. Gleichzeitig werden jedoch hohe Ausgaben für Verteidigung, Infrastruktur und Soziales schmerzhafte Anpassungen erzwingen.

Währungsseite nicht beliebig diversifizieren, da unsere Verpflichtungen in Euro notieren.

Jürgen Huth: Investments in Alternatives sind auch bei gestiegenen Zinsen weiterhin interessant. Allerdings haben sich viele Pensionskassen in der Niedrigzinsphase in diesem Segment die Finger verbrannt, weil sie im Gegensatz zu den Banken nicht über die notwendige Expertise verfügten. Wer sich in eine neue Asset-Klasse begibt, muss sich zunächst das entsprechende Know-how aufbauen, um die Risiken zu verstehen. Sowohl die globale Finanzkrise von 2008 mit den strukturierten Produkten als auch die Niedrigzinsphase mit den Mezzanine-Finanzierungen haben gezeigt, wie fatal es sein kann, wenn in Produkte investiert wird, die zu wenig verstanden werden.

Andreas Billmeyer: Die Diversifikation zwischen den Asset-Klassen – die Vermeidung von Klumpenrisiken sowie die Diversifikation innerhalb einer Asset-Klasse – ist eine der Grundbedingungen unseres Risikomanagements.

Wie bewerten Sie die Entwicklungen im Bereich KI? Welche Chancen ergeben sich daraus aus Anlegersicht, und welche Risiken sehen Sie zugleich – etwa im Hinblick auf mögliche Verwerfungen und strukturelle Umbrüche in ganzen Sektoren?

Michael Herzum: Ich sehe KI als neue Basistechnologie, die langfristig Produktivitätsgewinne bringen und das Wirtschaftswachstum erhöhen wird. Vielleicht hilft sie dadurch sogar, aus der Schuldenthematik der Staaten herauszukommen. Bei der Einführung neuer Technologien ist langfristig nicht einfach etwas ersetzt worden. Vielmehr ist Neues entstanden, das am Ende zusätzliches Wachstum erzeugt hat. Darin sehe ich auch eine Chance für Europa: weniger als Erfinder der Technologie, aber bei deren Integration und Anwendung. Damit KI tatsächlich einen breiten Produktivitätsschub auslöst, muss sie in Industrieprozesse integriert werden. Davon sind wir derzeit aber noch ein gutes Stück entfernt.

Stefan Schuckmann: Für die Kapitalanlage ist entscheidend, was KI mit den Geschäftsmodellen einzelner Unternehmen macht. Wenn ein Dienstleister vor allem davon lebt, manuelle Tätigkeiten für andere Unternehmen zu übernehmen, muss man dieses Modell sehr genau prüfen. KI kann dazu führen, dass es schlicht

„Eine Pensionskasse muss so aufgestellt sein, dass sie auf Dauer auch noch einen echten Mehrwert in der Altersversorgung schafft, und das geht nicht ohne ein gewisses Maß an Risiko.“

nicht mehr trägt. Lange galt beispielsweise Software als defensive Branche und wurde deshalb im Senior-Alternative-Bereich stark gewichtet. Diese Gewissheit ist durch das Aufkommen von KI ins Wanken geraten. Gleichzeitig gilt es auch dort genau hinzusehen, wo Unternehmen derzeit in großem Umfang in KI investieren, ohne dass der Investment Case das am Ende rechtfertigt. Genau diese Differenzierung wird immer wichtiger.

Christoph Kiehn: Die Technologie ist so jung, dass viele noch gar nicht beurteilen können, wie groß der Impact am Ende tatsächlich sein wird. In einzelnen Bereichen wie der Softwareentwicklung sind die Auswirkungen zwar schon sichtbar. Insgesamt ist die Entwicklung aber so dynamisch, dass wir sie derzeit noch nicht abschließend greifen können.

Wo sehen Sie im KI-Sektor aktuell die größten Risiken?

Michael Herzum: Dass es im Bereich der KI-Aktien zu einer Korrektur kommen kann, ist durchaus möglich. Aber wir erwarten nicht, dass das automatisch tiefe Spuren in der Realwirtschaft hinterlässt. Auch die Dotcom-Krise war für die Märkte ein Riesenthema, hatte volkswirtschaftlich aber nur sehr begrenzte Auswirkungen.

Jürgen Huth: Viele der Unternehmen, die aktuell massiv in KI investieren, sind sehr stabile und profitable Unternehmen. Das heißt aber nicht, dass es keine Übertreibungen gibt. Die Herausforderung liegt eher darin, dass enorme Summen in Prozessoren und Infrastruktur fließen, die technologisch womöglich schnell wieder veraltet sind. Das eingesetzte Kapital muss also in kurzer Zeit zurückverdient werden. Wenn dies nicht gelingt, wird es Korrekturen geben. Das Thema KI selbst wird dadurch aber nicht verschwinden.

Stefan Schuckmann: Am Ende wird sich zeigen, welche Unternehmen KI so in ihr Geschäftsmodell integrieren können, dass daraus ein realer Effekt und belastbare Cashflows entstehen. Auf Unternehmensebene wird es dabei sicherlich auch Bereinigungen geben. Für die Marktstruktur insgesamt sehe ich darin aber derzeit kein systemisches Risiko.

Andreas Billmeyer: Für uns steht dabei weniger die Finanzmarktseite im Vordergrund, weil wir in unserer Allokation weit vom MSCI World mit seinem hohen Big-Tech-Klumpenrisiko entfernt sind. Kriti-

GUIDO BIRKNER
CHEFREDAKTEUR DPN

MODERATOREN

ULRIKE LÜDKE
REDAKTEURIN DPN

scher ist für mich die Abhängigkeitsseite. Das gilt zum einen für Cloud-Dienste, die immer stärker außerhalb unserer Kontrolle liegen. Es entsteht eine Abhängigkeit von wenigen Herstellern mit entsprechender Preismacht. Gleichzeitig geht durch KI eventuell langfristig Know-how im eigenen Haus verloren.

Stefan Schuckmann: Das sind klassische Lock-in-Effekte monopolistischer Strukturen. Wenn Unternehmen von wenigen Anbietern abhängig werden, geraten ihre Margen durch Lizenzkosten unter Druck. Gleichzeitig entsteht ein Klumpenrisiko: Wenn viele mit denselben Systemen arbeiten und dort etwas passiert, haben viele zur gleichen Zeit dasselbe Problem.

Jürgen Huth: Man sollte nicht unterschätzen, dass Märkte auf überzogene Monopolgewinne reagieren. Wenn Anbieter zu weit gehen, entstehen Anreize für Wettbewerber. Die entscheidende Frage ist dann, ob Regulierung und Marktstruktur es zulassen, dass sich Wettbewerber etablieren können.

Stefan Schuckmann: Theoretisch stimmt das. Praktisch sind die Investitionskosten für die erforderliche Infrastruktur aber so groß, dass neue Konkurrenz in vielen Fällen nur schwer entstehen kann. Zudem sind auch das Risiko und die Kosten eines Anbieterwechsels auf der Nachfrageseite durch die tiefe Integration und das fehlende Know-how immens hoch.

Was bedeutet die Abhängigkeit von einigen wenigen Hyperscalern und KI-Anbietern für die Zukunft der Wettbewerbsfähigkeit in Europa?

Michael Herzum: Wir sind jetzt in der neuen Weltordnung des Großmachtwettbewerbs zwischen den USA und China. Wir kommen aus der Globalisierung, wo wir bewusst auf die wirtschaftliche Vernetzung gesetzt haben. Dabei sind weltweite Lieferketten mit hohen Abhängigkeiten entstanden. Das ist das Dilemma, in dem wir uns gerade befinden, denn wir müssen diese Abhängigkeiten lösen. Dabei reicht es nicht, nur militärisch aufzurüsten, sondern wir benötigen auch eine resiliente Infrastruktur und ein gesundes Wirtschaftswachstum, das diese Investitionen alimentiert.

Andreas Billmeyer: Europa ist in vielerlei Hinsicht abhängig. Investitionen auch durch Versicherer in Infrastruktur wie Datenspeicher, Stromnetze, Stromspeicherkapazitäten und erneuerbare Energien könnten Abhilfe schaffen. Gleichzeitig müssen solche Investitionen aber auch wirtschaftlich tragfähig sein. Da muss man genau hinschauen, welche Infrastrukturmaßnahmen sich im Sinne unserer Kunden rechnen.

Stefan Schuckmann: Die USA treten als Hegemon ein Stück weit zurück – teilweise selbst gewählt, teilweise aus anderen Zwängen heraus. Europa emanzipiert sich, droht dabei aber möglicherweise in eine stärkere Abhängigkeit von China zu geraten, denn wir sind beispielsweise in Deutschland mit China zumindest ebenso eng verflochten wie mit den USA. Es ist meines Erachtens zentral, dass wir als Gesellschaft die Notwendigkeit dieses Emanzipationsprozesses anerkennen.

Christoph Kiehn: Wir befinden uns in Europa eigentlich nicht in einer schlechten Situation. Wir haben einen sehr guten Markt und eine gute Infrastruktur. Unsere Arbeitnehmer sind gut ausgebildet, und wir haben einen liberalen Markt und eine liberale Gesellschaft, die verlässlich ist.

Jürgen Huth: Europa behindert sich selbst durch seine vielen Regulierungen vom Lieferkettensorgfaltspflichtengesetz über das Verpackungsgesetz bis zum Energieeffizienzgesetz. Das vernichtet Wohlstand.

Christoph Kiehn: Wir bieten in Europa auch durch die Regulierung eine gewisse Sicherheit. Das sind Aspekte, die in den nächsten Jahren wieder stärker bei den Investoren in den Fokus geraten werden. Europa hat also viel zu bieten. Gleichzeitig haben wir hohe Kosten für Verteidigung und Infrastruktur sowie Sozialausgaben,

und wir müssen uns damit abfinden, dass die Zeiten, die vor uns liegen, etwas schwieriger werden. Die notwendigen Einschnitte in unser Sozialsystem, wie beispielsweise die Verlängerung der Lebensarbeitszeit, werden wir aushalten müssen. Das birgt folglich auch Risiken für unser demokratisches System, wenn enttäuschte Wähler Parteien zulaufen, die einfache Lösungen versprechen.

Wie bewerten Sie Klimarisiken? Werden sie zu Recht als finanzielle Risiken verstanden?

Jürgen Huth: Klimarisiken werden aus meiner Sicht überbewertet. Man kann sich technologisch auf die Folgen des Klimawandels einstellen.

Andreas Billmeyer: Nicht bezüglich der realen Folgen, aber aus der Sichtweise des Investors würde ich zustimmen. Unsere Klimastresstests zeigen, dass der Klimawandel nur einen marginalen Effekt auf unser Geschäftsmodell hat. Der Markt antizipiert die negativen Folgen, die der Klimawandel zweifellos für einzelne Branchen und Geschäftsmodelle mit sich bringt, und preist diese heute schon bestmöglich ein. Daher ist der Klimawandel per se für uns kein substantielles finanzielles Risiko. Zudem zeigen die Szenarioanalysen für Klimarisiken sogar einen gegenteiligen Effekt: Der Zins steigt. Und das ist für einen Lebensversicherer langfristig positiv.

Christoph Kiehn: Auch wir beschäftigen uns in unseren Modellen mit den Folgen des Klimawandels für unsere Asset Allocation. Zusätzlich zu den transitorischen Risiken beginnen wir auch physische Risiken zu betrachten. Dazu lokalisieren wir unsere Assets genauer und prüfen beispielsweise, inwieweit Immobilien an Küsten oder Flüssen betroffen sein könnten.

Michael Herzum: Generell ist es schwierig, die Effekte des Klimawandels auf die einzelnen Anlageklassen konkret zu prognostizieren. Daher schauen wir uns konkrete Ereignisse und deren Wirkung an. Beispielsweise diskutieren wir über die Frage, wie sich Dürren und andere extreme Wetterereignisse auf die Bonität von Emerging-Market-Staaten auswirken könnten oder wie sich das Niedrigwasser im Rhein auf Lieferketten auswirkt. Diese Effekte lassen sich konkreter messen. ●

„Wir wollen die Entwicklung am Aktienmarkt nicht verpassen. Auf der anderen Seite müssen wir uns so aufstellen, dass wir gegensteuern können, wenn die Korrektur einsetzt.“

JÜRGEN HUTH, VORSTAND, FAROS FIDUCIARY MANAGEMENT

Summary

KEY FACTS

- Geopolitik, Staatsverschuldung und technologische Abhängigkeiten rücken mehr ins Zentrum des Risikomanagements.
- Viele Risiken werden von den Märkten bislang nicht angemessen eingepreist.
- Risikomanager müssen deutlich strategischer, vernetzter und langfristiger denken.
- Langfristige Investoren sollten Risiken in vertretbarem Maß bewusst eingehen, um Rendite und Versorgungsnutzen zu sichern.
- Europa steht unter Druck durch hohe Kosten, Abhängigkeiten und politische Spannungen.

Michael Herzum sieht Geopolitik als festen Bestandteil moderner Risikoanalyse. Gerade geopolitische Konflikte, strategische Engpässe und die Kontrolle kritischer Infrastrukturen rücken stärker in den Fokus. Potentielle Risikoereignisse sollten Risikomanager möglichst früh identifizieren und systematisch in konkrete Szenarien für die Kapitalanlage übersetzen.

Stefan Schuckmann sieht eine Diskrepanz zwischen den realen Risiken und ihrer Abbildung in den Marktpreisen. Die scheinbare Resilienz der Märkte bewertet er mit Skepsis und hält eine Rückkehr der Staatsschuldenkrise für möglich. Zugleich plädiert er dafür, institutionelle Portfolios so aufzustellen, dass veränderte Marktsituationen nicht zu einem überstürzten Handeln zwingen.

Andreas Billmeyer verweist darauf, dass die Fundamentaldaten bei der US-Staatsverschuldung klar gegen eine dauerhafte Tragfähigkeit sprechen, der Kippunkt einer Marktreaktion aber ungewiss ist. Für Lebensversicherer beschreibt er die Lage bilanziell als vergleichsweise komfortabel, auch weil sie zusätzliche Puffer aufbauen konnten. Bei KI sieht er weniger die Finanzmarktseite als vielmehr neue Abhängigkeiten von wenigen Anbietern als Risiko.

Christoph Kiehn betont, dass Risikomanagement bei der Risikotragfähigkeit beginnen muss, eine Pensionskasse aber nicht nur Risiken minimieren, sondern auch ein gewisses Maß an Rendite erzielen sollte. Zugleich verweist er darauf, dass viele Risiken in den Märkten bislang nicht angemessen abgebildet sind. Europa sieht er trotz notwendiger Anpassungen in einer guten Ausgangslage, auch weil Verlässlichkeit Sicherheit für Investoren schafft.

Jürgen Huth beschreibt das Spannungsfeld, Marktchancen nicht zu verpassen und Portfolios zugleich so aufzustellen, dass sie Marktverwerfungen aushalten. Er kritisiert regulatorische Hürden, warnt vor schlecht verstandenen Produkten und sieht in Staatsverschuldung, Technologieabhängigkeiten und Marktübertreibungen zentrale Belastungsfaktoren. ●