

Roundtable

Risikomanagement

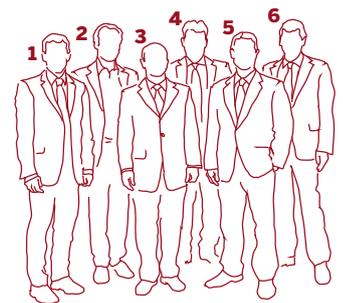


SPONSOR



TEILNEHMER

- 1 Dr. Ueli Mettler**
Partner, c-alm
- 2 Herbert Brändli** Stiftungsratspräsident,
Profond Vorsorgeeinrichtung
- 3 Marco Bagutti** Leiter Kapitalanlagen,
Stiftung Auffangeinrichtung BVG
- 4 Volker Buschmann** Managing Director
& Head of Northern Europe Sales, M&G
- 5 Dr. Stephan Skaanes**
Partner, PPCmetrics
- 6 Michael Lennert** Financial Times Ltd,
Moderator, Chefredaktor spn





spn: Herr Skaanes, wie definieren Sie Risikomanagement für ein Vorsorgeunternehmen?

Dr. Stephan Skaanes: Für uns sind Risiken Events, die die finanzielle Lage einer Vorsorgeeinrichtung negativ beeinflussen. Das ist eine bewusst sehr breit gewählte Definition, denn Pensionskassen sehen sich einer breiten Palette von Risiken gegenüber. Diese Events können anlageseitig auftreten, doch viele betreffen die Leistungsseite wie Langlebigkeit oder gesetzliche Parameter der beruflichen Vorsorge.

spn: Herr Bagutti, wie betreiben Sie Risikomanagement in Ihrer Pensionskasse?

Marco Bagutti: Wir möchten vorausschauend handeln. Risikomanagement ist für uns ein langfristiger Begriff. Als Leiter Anlagen spreche ich oft über Risiken auf der Anlagenseite. Doch eigentlich beginnt die Prüfung der Risiken immer auf der Verpflichtungsseite: Dabei stellen wir nicht nur den Ist-Zustand fest, sondern fragen uns auch, wie sich die Verpflichtungen entwickeln werden respektive könnten. Uns ist wichtig, dass wir für unerwartete Situationen gut vorbereitet sind und so in einer Krise keine Panikmassnahmen treffen, die den Wert der Aktiven schädigen könnten.

spn: Herr Buschmann, Sie sind Anbieter von Vermögensanlagen. Welche Fragen stellen Pensionskassen?

Volker Buschmann: Risikomanagement ist eine junge Disziplin. Es ist noch nicht sehr lange her, da wurde Risikomanagement nicht als eine eigenständige Aufgabe begriffen. Entsprechend gab es früher keine spezifi-

schen Fragen dazu. Heute werden meist Fragen zu einzelnen Tools gestellt, die je nach Asset-Klasse unterschiedlich sind. In unserer Tätigkeit als Asset Manager wird überwiegend der Anlageprozess durchleuchtet. Daraus resultieren strategische wie Detailfragen der Prozessgestaltung.

spn: Herr Mettler, Sie sind als Mitverfasser der c-alm-Studie des Bundes wohl froh, dass Sie nicht immer über Verwaltungskosten sprechen müssen (die Runde lacht). Was heisst Risiko?

Dr. Ueli Mettler: Risiko ist kein absoluter Begriff. Risiko manifestiert sich erst dann, wenn sich die Anlagen einer Pensionskasse relativ zu deren Verpflichtungen unterschiedlich entwickeln. Deshalb sind im Rahmen eines integrierten Risikomanagements Anlagen und Verpflichtungen gemeinsam zu betrachten.

Die grössten Risikotreiber einer Pensionskasse sind Anlagerisiken, verschiedene Leistungsrisiken (Tod, Invalidität sowie Langlebigkeit), Regulierungs- und Bestandesrisiken.

spn: Herr Brändli, als Mann der Praxis, was ist für Sie Risikomanagement?

Herbert Brändli: Für Pensionskassen besteht keine Definition, wie Risikomanagement zu betreiben ist. Eher wird angestregtes Risiko-Hopsen auf Nebenschauplätzen praktiziert. Meist werden Ereignisse und Entwicklungen vergangenheitsbezogen verarbeitet. In Tat und Wahrheit handelt es sich dabei um Ass Covering und Window Dressing und nicht um Risikomanagement. In einer Pensionskasse habe ich verschiedene Anspruchsgruppen, deren Interessen ich bei der Risikoabwägung gebührend berücksichtigen muss. In unserer Stiftung identifizieren wir Haupt- und Unterrisiken, die wir systematisch erfassen, gewichten und bearbeiten. Das Hauptrisiko ist, dass wir langfristig die notwendigen Erträge nicht bringen.

spn: Herr Skaanes, sind Schweizer Vorsorgeeinrichtungen im Risikomanagement gut aufgestellt?

Skaanes: Es gibt immer Verbesserungspotenzial, doch insgesamt sind die Pensionskassen gut aufgestellt. Dies zeigte etwa die Finanzkrise 2008/2009, als Pensionskassen im Quervergleich besser abschnitten als die übrigen Investoren. Ich denke dabei etwa an Banken, die mit Staatsgeldern gerettet wurden. Auch Lebens- und Sachversicherer waren zum Teil hart von der Krise betroffen. Die Gründe für das bessere Abschneiden der Pensionskasse sind einerseits im langen Anlagehorizont, andererseits in der grossen Erfahrung mit Krisen zu suchen. Risikomanagement findet nämlich zum überwiegenden Teil vor der Krise statt. Rund 80 Prozent dieser Tätigkeit beinhalten die passende Auswahl der Anlagestrategie, mit der Krisen durchgestanden werden können.

„DAS HAUPTTRISIKO IST, DASS WIR LANGFRISTIG DIE NOTWENDIGEN ERTRÄGE NICHT BRINGEN.“ **Herbert Brändli**

spn: Herr Brändli sagte, die Pensionskassen hinkten in der Risikoanalyse den Krisen immer hinterher. Herr Skaaes sagte, die Kassen seien gut aufgestellt. Was stimmt jetzt?

Bagutti: Ich kann nur für unsere Vorsorgeeinrichtung sprechen und habe zudem eine engere Optik als ein Consultant, der täglich in mehrere Pensionskassen hineinsieht. Herr Brändli definierte das Hauptrisiko in der Erfüllung des Anlageziels. Ich würde es anders tun: Das Hauptrisiko ist, dass Leistungsverpflichtungen nicht erfüllt werden. Die Einkünfte beziehungsweise der Ertrag ist nur ein Faktor in dieser Betrachtung. Es besteht auch eine Erwartung an diesen Ertrag, die möglicherweise unrealistisch hoch ist. Sie zu ändern, ist nicht einfach. Und hier setzt meine Frage an: Sind Pensionskassen gut aufgestellt? Ich glaube nicht, dass Pensionskassen mit dermassen lang anhaltenden, tiefen Zinssätzen gerechnet haben. So bin ich mir nicht sicher, ob sie gut aufgestellt sind. Wenn die Zinssätze so weiterverharren, werden wir uns mit einem düsteren Szenario befassen müssen.

Brändli: Da widerspreche ich zutiefst. Ich bin nicht der Meinung, dass Pensionskassen irgendwelche Verpflichtungen erfüllen müssen. Sie müssen Realerträge erwirtschaften, welche die Kaufkraft der Beiträge erhalten, sonst haben sie gar keine Daseins-

„WENN DIE ZINSSÄTZE SO WEITERVERHARREN, MÜSSEN WIR UNS MIT EINEM DÜSTEREN SZENARIO BEFASSEN.“ **Marco Bagutti**

berechtigung. In einem solchen Szenario wäre es gescheiter, das Umlageverfahren der AHV anzuwenden. Das Ziel der zweiten Säule muss sein, ertragsmässig mindestens die langfristige wirtschaftliche Entwicklung nachzuvollziehen. Die Ertragsaussichten der Pensionskassen sind weit davon entfernt. Deshalb bin ich nicht einverstanden mit der Haltung, wir in der Schweiz seien gut aufgestellt. Der Deckungsgrad ist nicht relevant für die Leistungskraft. Man kann diese Masszahl auf niedrigstem oder höchstem Niveau, d.h. mit niedrigen oder hohen Verpflichtungen erreichen, was für die Arbeitnehmer ein riesiger Unterschied ist. Die Gefahr besteht allerdings, dass beim Unter- oder Überschreiten solcher Limiten der Regulator interveniert. Seine Eingriffe sind mittlerweile zum grössten Risiko der Schweizer Pensionskassen verkommen. Der Regulator verunmöglicht uns, der zentralen Aufgabe nachzugehen, die lautet, anständige Erträge zu erwirtschaften.

Bagutti: Die Aufgabe einer Pensionskasse ist es, der Risikofähigkeit angepasste Erträge zu erwirtschaften. Da sind wir uns einig. Der Unterschied unserer Stand-



Herbert Brändli ist Stiftungsratspräsident der Profond Vorsorgeeinrichtung. Risikomanagement heisst für ihn nicht, Krisen und Schwankungen zu verhindern. Das könne eine Vorsorgeeinrichtung nicht. Da nützen auch Analysen der Ursachen vergangener Krisen nichts. Aber eine Pensionskasse könne Risiken vermeiden, indem sie den langfristigen Horizont in ihrer Tätigkeit lebt – und nicht nur davon spricht: eine langfristige Ausrichtung der Anlageseite und eine gesunde Struktur des Versichertenbestands.

punkte beginnt bei der Frage der Risikofähigkeit. Eine Pensionskasse kann – salopp formuliert – Roulette spielen und hoffen, dass irgendeinmal die Kugel so fällt, dass hinreichend viel Geld hineingespült wird. Was aber, wenn sich dieses Glück nicht einstellt? Wenn eine Vorsorgeeinrichtung von sich aus nicht mehr sanierungsfähig ist, muss sie von aussen gerettet werden. Doch so können wir als öffentlich-rechtliche Vorsorgeeinrichtung nicht vorgehen. Zwei Extrembeispiele: Der Besitzer einer Firma bestimmt wesentlich die Anlagestrategie seiner Firmen-Pensionskasse mit. Er ist bereit, im Falle einer Unterdeckung die nötigen Mittel nachzuschliessen. In dem Fall kann die Aktienquote 50 Prozent der Anlagen betragen. Im Fall der Auffangeinrichtung BVG wäre das nicht möglich. Wir legen Freizügigkeitsgelder an, deren Kapital wir garantieren. Wir haben keine explizite Bundesgarantie, so dass wir ein gewisses Mass an Deckungsgrad nicht unterschreiten dürfen, um sanierungsfähig zu bleiben. Risikomanagement ist deshalb die Antwort auf die Frage, wie man als Pensionskasse vorgehen muss, damit das erwünschte Ertragsziel mit grosser Wahrscheinlichkeit erfüllt wird – also Antworten auf Fragen, was zu tun ist, wenn die Anlagemärkte nicht die erwartete Rendite liefern, und wer die Zeche bezahlt. Die Antworten darauf sind pensionskassenspezifisch: Patronale Kassen werden anders handeln als reine Rentnerkassen, wo kein Risikoträger vorhanden ist. Bei ihr wäre es fahrlässig, eine Aktienquote von 50 Prozent zu fahren in der Hoffnung, dass sich Erträge einstellen.

Mettler: Unbestritten ist, dass ein Leistungskatalog finanziert werden sollte, der ausgebauter ist als im Umlageverfahren und der über einer risikolosen Rendite liegen soll. Diese Aufgabe führt zum Risikozwang. Deshalb muss man Risikomanagement betreiben. Die Frage ist, wie die Risikomessung und -kontrolle in der zweiten Säule erfolgen sollen. In diesem Punkt bestehen grosse Meinungsunterschiede. Der Regulator zwingt Pensionskassen, einmal pro Jahr ihren Deckungsgrad ins Schaufenster zu stellen. Diese Pflicht steht im Gegensatz zum Auftrag, langfristig anzulegen und die Anlage-Performance langfristig zu beurteilen. In diesem Punkt verstehe ich Herrn Brändlis Kritik am Regulator. Die Frage bleibt: Wie definiere ich ein Ampelsystem für Pensionskassen, das zeigt, ob sie im grünen Bereich fahren und dass langfristig sichergestellt ist, dass sie das Leistungsversprechen einhalten?

Buschmann: Als Asset Manager habe ich nicht dieselbe Zwangsjacke des Regulators wie eine Pensionskasse. Meine Optik ist also eine andere. Im Rahmen von Risikobudgets und -Tools können wir ohne grössere Restriktionen agieren. Bei uns zählt nur die von der Pensionskasse vorgegebene, risikoadjustierte Performance. Wenn wir sie nicht erfüllen, verlieren wir rasch das Mandat. Dies ist insofern erstaunlich, als Pensionskas-

sen doch eigentlich langfristige Ziele pflegen (sollten). So ist für uns als Auftragnehmer nicht immer klar, ob wir die von der Pensionskasse anfangs gesetzten Anforderungen überhaupt erfüllen können. Manchmal habe ich das Gefühl, dass wir aneinander vorbeireden. Oft sind wir leider nicht im direkten Kontakt, sondern kommunizieren im Selektionsprozess über einen Consultant, was das Verständnis erschwert. Würden wir die Ziele der Pensionskassen besser verstehen, könnten wir vielleicht unsere Angebote anpassen. In diesem Punkt sehe ich einen Mangel: Pensionskassen und Asset Manager sollten mehr aufeinander eingehen.

Brändli: Bei uns hätten Sie kein Problem, denn bei uns passiert Risikomanagement auf der Stufe der Stiftung, nicht auf Stufe Asset Manager. Risikomanagement ist nicht delegierbar. Kürzlich las ich in der letzten Ausgabe der spn den Titel „Trend zur Risikominimierung hält an“. Sie hätten das auch klarer formulieren können: „Trend zur Ertragsminimierung hält an.“ Was die zitierte Studie unter Risikomanagement versteht, ist schwer verständlich, denn risikolosen Ertrag gibt es nirgends. Polemisch gesagt, würde man heute besser von ertragslosen Risiken sprechen. Der Trend hält trotzdem an und man setzt verstärkt auf Anlagevehikel, die keine Erträge bringen. Geht das so weiter, wäre es das Ende der Pensionskassen. Wenn es das Kapitaldeckungsverfahren nicht schafft, die Kaufkraft gegenüber dem Umlageverfahren zu steigern, hat die zweite Säule keine Daseinsberechtigung.

Bagutti: Risikominimierung heisst nicht immer Ertragsminimierung. Umgekehrt: Wer Risiko eingeht, sollte dafür eine Prämie kriegen. Das ist nicht immer der Fall. Ein Paradebeispiel dafür sind Währungen. Wenn ich als Schweizer Investor Anlagen in US-Dollar halte, entschädigt mich niemand dafür, dass ich dieses Risiko trage. Vor zwei Jahren studierten wir dies intensiv und entschieden uns zur vollen Währungsabsicherung, nicht nur von Fremdwährungsanleihen, sondern auch von Aktien. Ökonomisch ist dies zwar umstritten, weil möglicherweise doppelte Absicherungsprozesse vorhanden sind. So müsste ich als Anleger etwa beurteilen, wie weit eine kotierte US-Firma selber Fremdwährungshedging ihrer Realerträge betreibt. Es ist jedoch ein Fakt: Ein währungsgesichertes Aktienportfolio weist ein wesentlich geringeres Risiko als ein nicht gesichertes auf. Auch weil der Schweizer Franken in Krisenzeiten als Fluchtwährung dient, ist der Schweizer Investor gut beraten, seine Währungsrisiken abzusichern.



Dr. Ueli Mettler ist Partner von c-alm. Er sagt, in der zweiten Säule sei das Risikobewusstsein sehr hoch, die Bereitschaft, dieses Risiko zu messen, vorhanden. Er konstatiert eine Verzettelung der Risikokontrolle. Eine solche Risikosegmentierung erschwere die Übersicht. Das Ziel müsse sein, die verschiedenen Risiken integriert darzustellen und zu verstehen.

Buschmann: Währungen sind ein ganz entscheidender Faktor, denn negative Währungsschwankungen können die Performance auffressen. Wir überlassen die Entscheidung dem Anleger. Wenn er es möchte, bieten wir eine Hedging-Lösung an.

Skaanes: Eine schwankungsarme Strategie ist nicht gleichzusetzen mit einer risikoarmen Strategie. Würde man beispielsweise nur auf Obligationen setzen, wäre eine solche Anlage zwar schwankungsarm, nicht aber risikoarm, weil man als Pensionskasse nicht die nötigen Erträge erwirtschaftet, die zur Deckung der Leistungen erforderlich wären. Ein anderes Beispiel ist die sogenannte Duration, die Zinssatz-Sensitivität. Als Investor hätte man in diesen Zeiten vielleicht das Bedürfnis, sein Kapital möglichst am Geldmarkt anzulegen, damit man es schnell abrufen kann. Eine Pensionskasse aber geht ihre Verpflichtungen langfristig ein, die Duration ist lange. Daraus folgt, dass eine risikoarme Strategie einer Pensionskasse dann vorhanden ist, wenn die Duration ihrer Anlagen

ebenso lange ausfällt wie die der Verpflichtungsseite. Das sogenannte Duration Matching ist die Herausforderung einer Pensionskasse. Deshalb sind kurzfristige Obligationen nicht risikoarm.

Mettler: Jetzt kann man noch weitergehen und fordern, dass Pensionskassen den Kaufkraftersatz finanzieren sollten. Dies wäre eigentlich ein gesetzlicher Auftrag. Eine Immobilie mit einem regelmässigen Cashflow besichert diesen Auftrag möglicherweise besser als eine Obligation, die Inflationsrisiken ausgesetzt ist.

Brändli: Ich bin froh um diese Voten. Schwankung ist aus der Sicht einer Pensionskasse normalerweise kein Risiko, sondern nur aus der kurzfristigen Sicht der Rechnungslegung.

spn: Was wäre die Alternative? Nur alle drei oder fünf Jahre zu bilanzieren?

Brändli: Wir müssten die Aufsicht mit Fachleuten besetzen, die mehr vom Pensionskassengeschäft und von wirtschaftlichen Prozessen verstehen – nicht einfach Juristen und Buchhalter, die Ende Jahr schauen, was im Schaufenster steht. Das ist leider nicht der Fall. So wird das Schwankungsrisiko zum Hauptrisiko und gefährdet meinen Auftrag.

Mettler: Die Frage nach dem relevanten Risikomass bleibt jedoch bestehen. Man kann, um einen Extremfall zu nennen, nicht 80 Jahre lang hoffen, dass das Ergebnis einer Pensionskasse „richtig“ herauskommt. Im Moment diskutiert man in der Schweiz einen Solvency-Test für Pensionskassen. Würde man ihn umsetzen, sähe aktuell das Resultat für Pensionskassen schlechter aus als mit der technischen Bilanz.

„EINE SCHWANKUNGSARME STRATEGIE IST NICHT GLEICHZUSETZEN MIT EINER RISIKOARMEN STRATEGIE.“ **Dr. Stephan Skaanes**

Brändli: Der Solvency-Test passt nicht zu Pensionskassen. Was macht er? Er bringt Eigenkapital in Relation zu Verpflichtungen. Bei einer Pensionskasse gibt es aber kein Aktien- oder Eigenkapital. Eine Vorsorgeeinrichtung verwaltet nur Fremdkapital oder – je nach Sicht – nur Eigenkapital.

Bagutti: Die Sicht von Herrn Brändli könnte man teilen, wenn beim Arbeitgeberwechsel nicht auch das individuelle Sparkapital zur nächsten Pensionskasse wandern würde. Dann wären wir bei einem System wie in den USA, wo der Arbeitnehmer Geld in einer Pensionskasse anspart, die er selber gewählt hat. Als junger Arbeitnehmer würde ich risikoreich anlegen, denn bei einer Ansparzeit von 40 Jahren sind mir Schwankungen egal. Je näher das Pensionsalter rückt, desto mehr nehme ich das Finanzrisiko zurück. Ein solches System ist für unsere kollektive, zweite Säule nicht umsetzbar.

Skaanes: Bisher nicht erwähnt haben wir die Pfadabhängigkeit. Unternehmen können bankrottgehen, wenn sie beispielsweise kurzfristige Schulden nicht bedienen. Dabei nützt ihnen die Behauptung nichts, dass sie in 50 Jahren einen satten Ertrag erwirtschaften würden. Tatsache ist: Die Wirtschaft wird immer dynamischer, Firmen fusionieren oder spalten sich auf. Ganze Versicherungsbestände werden verschmolzen oder auseinandergerissen – Stichwort Teilliquidation. Um ein hypothetisches Extrembeispiel zu nennen: Bei einer Teilliquidation und einem Deckungsgrad von 50 Prozent würden die Angestellten, die die Firma wechseln müssen, bloss die Hälfte ihres technisch errechneten Sparkapitals mitnehmen. Solche Fälle versucht der Regulator zu Recht zu vermeiden. Diese Pfadabhängigkeit gilt es, beim Risikomanagement mit zu beachten. Der Regulator verlangt, eine Sanierung müsse innert fünf bis sieben Jahren möglich sein. Unter dieser Prämisse muss eine Pensionskasse ihre Leistungsversprechen sicherstellen.

Brändli: Die Liquidität muss sichergestellt sein. Das stimmt. Dabei ist wichtig zu wissen, dass der Beitragszufluss in der Schweiz momentan 1,5-mal so gross ist wie der Leistungsabfluss. Mit anderen Worten: Leistungen können bis auf weiteres aus Beiträgen finanziert werden. Weder Substanz noch Erträge müssen angegriffen werden. Die Risikofähigkeit in Bezug auf Schwankungsrisiken ist also makroökonomisch gegeben. Diese Betrachtung wird gestört – oder zerstört, je nach Blickwinkel – durch die Freizügigkeitsgesetzgebung. Wir senden in der Schweiz laufend aufwändig Vorsorgevermögen umher. Den Sinn dahinter sehe ich nicht, aber wir sind dazu gezwungen. In Deutschland beispielsweise kann der Versicherte wünschen, dass sein Kapital in der Pensionskasse des bisherigen Arbeitgebers verbleibt. Teilliquidationen wären theoretisch kein Problem, weil man die Anteile einer Versicherten-Gruppe entsprechend dem Deckungsgrad überträgt. Das Problem entsteht, wenn stur Anteile berechnet werden, wie es das Freizügigkeitsgesetz verlangt. Man wird gezwungen, nominelle Beträge zu überweisen, die mit dem Vermögen und seiner Performance – und damit der wirtschaftlichen Realität – nichts zu tun haben.

Mettler: Es gibt Forderungen, dass bei einer Teilliqui-

„MAN KANN NICHT 80 JAHRE LANG HOFFEN, DASS DAS ERGEBNIS EINER KASSE ‚RICHTIG‘ HERAUSKOMMT.“ **Dr. Ueli Mettler**

ation das herausgegebene Sparkapital mindestens zu 100 Prozent des Deckungsgrades betragen muss. Eine solche Forderung ist gefährlich, weil man der zweiten Säule den langfristigen Anlage- und Planungshorizont nehmen würde. Jederzeit das volle Kapital zu garantieren ist die Aufgabe der Lebensversicherer. Um dies zu ermöglichen, legen sie ihr Geld hauptsächlich in tief verzinsten, dafür risikoarmen Nominalwerten an, die im Schnitt mit 1,5 Prozent verzinst werden. Da eine autonome Pensionskasse nicht jederzeit liquidierbar sein muss, kann sie in risikoreichere Anlagen mit einer höheren erwarteten Rendite investieren. Diese Differenz kann als Preis für die Aufgabe des kurzfristigen Planungshorizonts gesehen werden.

spn: Gab es in der Vergangenheit Irrtümer in der Auffassung des Risikomanagements?

Skaanes: Es zeigte sich, dass zwei Irrtümer in der jüngsten Vergangenheit auftreten konnten. Der erste bestand darin zu glauben, Risikomanagement finde während der Krise statt. Gutes Risikomanagement findet vor der Krise statt (beispielsweise durch die Wahl einer der Risikofähigkeit angepassten Anlagestrategie und durch die Vermeidung von Klumpenrisiken). Der zweite Irrtum bestand darin, an die „Unkorreliertheit“ diverser Anlagekategorien zu glauben. In der Krise zeigte es sich, dass nur wenige Anlageklassen wirklich unkorreliert waren. Viele vermeintliche Anlageklassen wiesen eine hohe Korrelation mit den Aktienmärkten auf. Ein Beispiel dafür sind Wandelanleihen. Sie beinhalten eine Mischung aus Aktien-, Kredit- und Zinsrisiken. Wer sie einsetzt, muss ihr Verhalten modellieren können, denn sonst entstehen im Portfolio unkontrollierte Risiken.

spn: Heisst gutes Risikomanagement, dass man eine Finanzkrise aus-sitzen soll?

Skaanes: Es gibt prozyklisches Anlageverhalten, wo man versucht, im Aufwärtstrend zu kaufen und im Abwärtstrend zu verkaufen. Es gibt aber auch antizyklische Strategien, wobei, vereinfacht gesagt, bei fallenden Börsenkursen ein Rebalancing (Zukäufe) erfolgt. Die Veränderungen eines Portfolios unter Anwendung solcher Strategien kann man über lange Zeiträume simulieren.



Für Volker Buschmann, Managing Director & Head of Northern Europe Sales bei M&G Investments hat Risikomanagement verschiedene Gesichter, je nachdem, wo es angewandt wird. Im Asset Management habe er nicht dieselbe, enge regulatorische Zwangsjacke an wie Pensionskassen. Eine bessere Kommunikation könnte das gegenseitige Verständnis fördern und zu besseren Anlageprodukten führen, denn der Selektionsprozess durch Consultants erschwere diese Kommunikation. Risikomanagement heisst für ihn nicht nur, Risiken auszuschliessen, sondern auch Chancen zu entdecken. Noch fehle der Branche das Verständnis dafür, wie Risikoparameter von Portfolios sich in Zukunft verändern. Daran müsse die Finanzbranche arbeiten.



Berechnungen zeigen, dass antizyklische Strategien eine kleine Mehrrendite gegenüber prozyklischen versprechen. Welche Strategie nun die bessere ist, muss jeder Investor selber entscheiden. Dabei gilt es, die Risikofähigkeit zu beachten. Eine Rentnerkasse kann sich solche antizyklischen Strategien vielleicht nicht leisten. Eine Kasse mit hoher Risikofähigkeit kann hingegen versuchen, die Risikoprämie des antizyklischen Investierens abzuschöpfen.

spn: Gibt es im Risikomanagement Irrtümer, Herr Bagutti?

Bagutti: Jüngst haben wir einen sogenannten Stresstest durchgeführt. Dabei hat man als Investor zuerst nur bekannte Events vor Augen, beispielsweise die Krise der 30er Jahre, die Dotcom-Blase oder die jüngste US-Finanzkrise. Eine solche Haltung ist falsch, denn die nächste Krise zeigt sich bestimmt anders. Wir simulierten willkürlich im Stresstest mittels „boot strapping“ und Montecarlo-Simulationen mögliche Auswirkungen von Krisen inkl. „fat tail events“, mit welcher Wahrscheinlichkeit sie eintreffen und welche Vorkehrungen zu treffen wären.

Buschmann: Ein weiterer Irrtum ist, dass viele solcher Tools rückwärtsgewandt sind. Wir versuchen vor jeder Transaktion sogenannte Pre-Trade-Analysen durchzuführen, eher als die Frage zu stellen, wie sich unser Portfolio nach einem Kauf oder Verkauf im Risikoablauf ändert. Wie ändert sich die Duration? Wichtig für uns ist das Verständnis der Veränderungen. Im Rahmen des Risk Managements muss sich noch einiges bewegen, damit man zu einem verbesserten Verständnis gelangt, wie sich Risikoparameter von Portfolios in Zukunft verändern. Die Finanzbranche setzt gerne quantitative Modelle ein. Dabei vergisst sie oft zu gerne, dass hinter dem Finanzsystem Menschen stehen, die sich nicht demwendigerweise so verhalten, wie es Modelle vorhersagen.

spn: Nach der Krise ist vor der Krise ...

„EIN WEITERER IRRTUM IST, DASS VIELE SOLCHER TOOLS RÜCKWÄRTSGEWANDT SIND.“ **Volker Buschmann**

Mettler: Die basierend auf Rendite und Volatilität funktionierende Markowitz-Welt hat nach der jüngsten Finanzkrise an Reputation eingebüsst. Die Volatilität als Risikomass von Asset-Klassen sollte nicht überschätzt werden. Mit der Auswertung von historischen Volatilitäten hat man neue, unkorrelierte Anlagekategorien „entdeckt“, die sich dann in der Krise als stark gleichläufig mit den traditionellen Risikokategorien herausstellten, so etwa Hedgefonds. Sie galten lange als zu null korreliert mit Aktien oder Obligationen. Doch in Verkaufswellen, wie sie 2008 stattfanden, verhielten sich Hedge Funds und Aktien sehr wohl korreliert. Offenbar haben bisherige Risikomodelle also nicht die nötigen, verlässlichen Angaben geliefert, um ein Pensionskassenportfolio zu steuern. Wir müssen das Spektrum der Risiken öffnen und das Verhalten der Werte fundamental neu beurteilen.

spn: Herr Brändli, Sie nicken ...

Brändli: Absolut. Wir können die Kausalitäten der verschiedenen, vergangenen Krisen nicht abschliessend beurteilen und auf einen Nenner bringen – das müssen wir auch nicht. Als Pensionskasse darf ich mich auf das Machbare beschränken, also zur Kenntnis nehmen, dass die Wirtschaft auf und ab geht. Die Vehikel, die mir als Anlage dienen, haben verschiedene Eigenschaften und Volatilitäten. Als Investor muss ich lernen, damit umzugehen, denn Schwankungen und Wirtschaftskrisen können einzelne Akteure nicht vermeiden. Vermeiden kann ich hingegen ungünstige Anspruchsstrukturen und Liquiditätsbedürfnisse, beispielsweise Rentnerkassen, wo die Risikofähigkeit nicht mehr gegeben wäre.

spn: Sie schauen also nicht zurück, sondern nur nach vorne. Was sehen Sie dort?

Brändli: Für die Zukunft bin ich gespalten. Da wird noch einiges auf uns zukommen. Die Deckungsgrade werden nochmals tauchen. Dagegen können wir nichts Vernünftiges tun. Verhindern können wir aber, dass mit Bonds und Versicherungen Schwankungsrisiken minimiert werden, wie es Lebensversicherer tun. Dann schaut auf lange Sicht nominal noch ein halbes bis ganzes Prozent Ertrag heraus, real also ein Verlust. Wir sollten die Chancen packen, denn momentan ist beste Ware zu guten Preisen auf dem Markt.

Bagutti: Herr Brändli sagt, überspitzt formuliert, man dürfe nur auf den Ertrag achten. Diese Aussage ist zu hinterfragen. Beispiel: Zehnjährige Bundesobligationen haben im Tiefst bei 0,8 Prozent rentiert. Momentan liegt dieser Wert bei etwa einem Prozent. Wenn Zinsen so tief sind, fragt sich, welche Erträge langfristig noch erzielt werden können? Es gibt viele Indikatoren, die zeigen, dass Zinsen lange so tief bleiben könnten. Was machen wir dann? Es gibt keine Wunder in der Wirtschaft. Die Verpflichtungen laufen weiter mit einer Sollrendite, die deutlich höher ist. Jede Pensionskasse sollte sich ehrlich fragen: Wie haben wir dieses Jahr Geld verdient? Wie haben wir in den vergangenen zehn Jahren die Erträge verdient? Es waren nicht Aktien, also reale Anlagen, wie Herr Brändli sie propagiert, sondern Schweizer Obligationen, die uns Erträge si-

cherten. Natürlich kann das nicht ewig so weitergehen, aber wohin geht die Reise wirklich? Japan zeigt, dass eine Tiefzinsphase mehrere Jahrzehnte lang anhalten kann. Mit anderen Worten: Es gibt ein Risiko der zu hohen Erwartung an die Verzinsung der Sparguthaben. Dieses Risiko haben wir bisher nicht gemeistert.

Brändli: Wir werden dieses Versprechen halten. Herr Bagutti, Sie bringen das Beispiel der Staatsobligationen: Das Maximum, das man mit Obligationen verdienen kann, sind die Coupons über die gesamte Laufzeit. Mehr kann man mit Obligationen nicht verdienen. Dieser Ertrag wird geschmälert durch Ausfälle und Verwaltungskosten. Das Rauf und Runter der Werte ist auf kurze Perioden bezogen, also Schweingewinne oder Scheinverluste am Ende des Jahres. Darauf darf eine Pensionskasse nicht abstützen. Wirklich langfristige Auswertungen zeigen, dass Obligationen einen beschränkten Ertrag bringen. Weltweit betrachtet beträgt er bei Aktien 8 Prozent, bei Immobilien 6 und bei Obligationen 4 Prozent. Wenn man alles in Realwerte umrechnet und die Kosten in Abzug bringt, bleibt nur ein Fazit: Ich muss in produktive Realwerte investieren.

Mettler: Mit Eidgenossen-Bundesobligationen kann man mittelfristig nur 1 Prozent Rendite erreichen. Das ist zu wenig, um Rentenversprechen einlösen zu können. Die Sollrendite, um nur schon die heutigen Deckungsgradniveaus zu halten, beträgt gegen 4 Prozent. Investiert man entsprechend risikoarm in die Bundesobligationen, fehlen nach 10 Jahren 30 Prozent Deckungsgrad. Alternativ kann man auf Teufel komm raus das Risiko suchen. In der Schweiz leben wir in einer Demokratie, wo der Entscheid über den Trade-off zwischen Finanzierungsziel und dem dafür einzugehenden Finanzierungsrisiko vom Volk getroffen werden kann.

Brändli: Sprechen Sie von Schwankungsrisiken?

Mettler: Sollte das Japan-Szenario eintreffen, sprechen wir nicht mehr von Schwankungs-, sondern von Finanzierungsrisiken. Der Eintritt eines Tiefzinsszenarios wie in Japan ist für uns nicht ausgeschlossen. Die Politik sollte den Zielkonflikt zwischen Finanzierungsziel und Finanzierungsrisiko thematisieren. In der Realität aber foutieren sich die Parteien um die Wahrheit, nämlich, dass die bisherige Verzinsung von Altersguthaben und Rentnerkapitalien nur mit substanziellen Anlagerisiken anvisiert werden kann.

Brändli: Wir hatten kürzlich eine Abstimmung und das Volk brachte klar zum Ausdruck: Nein, wir sind nicht bereit, weitere Senkungen der Renten hinzunehmen. Damit hat – meiner Meinung nach – das Volk auch klar zum Ausdruck gebracht, dass es Strategien zur Minimierung von Anlagerisiken und Minimierung der Renditen ablehnt. Der Bundesrat interpre-

„RISIKOMANAGEMENT HANDELT VOR UND NICHT IN DER KRISE.“ Dr. Stephan Skaanes

tiert das anders. Er sieht darin ein Misstrauensvotum. Nur betraf es wahrscheinlich ihn und nicht die Pensionskassen.

Mettler: Hat das Volk auch Ja gesagt zum erhöhten Finanzierungsrisiko? Da bin ich mir nicht sicher ...

Brändli: Warum erhöhtes Finanzierungsrisiko?

Skaanes: Die Diskussion zeigt, dass es nicht falsch ist, als Pensionskasse eine ausgewogene Anlagestrategie zu verfolgen. Letztendlich braucht es alle Anlagekategorien, denn sie helfen uns in unterschiedlichen Wirtschaftslagen. Obligationen erzielen im Umfeld sinkender oder stabiler Zinsen ansprechende Renditen, Aktien helfen uns, wenn Märkte wieder einmal steigen, Immobilien erzeugen regelmässigen Cashflow. Der Entscheid, dass Pensionskassen eine ausgewogene Anlagestrategie fahren, war sicher richtig.

spn: **Kommen wir zur Praxis. Welche Faktoren sind zentral?**

Skaanes: Drei Risikogrundsätze sind zentral: Erstens, das Risiko bemisst sich gegenüber den Verpflichtungen. Zweitens, Risikomanagement handelt vor und nicht in der Krise. Dazu braucht es Überlegungen darüber, welchen Risiken man ausgesetzt sein will und dafür eine Prämie einfordert. Man definiert

etwa Aktienrisiken, Zinsrisiken, Immobilienrisiken und Rohstoffrisiken als erwünscht. Andere, beispielsweise Währungsrisiken, lehnt man ab und trifft entsprechende Vorkehrungen. Und drittens vermeidet man Risikokumulationen. Ein Beispiel dafür ist der Finanzbereich: Eine mögliche Risikokumulation kann bei der Depotbank auftreten (Cash auf Konten, Obligationen und Aktien der Bank innerhalb von Mandaten, Derivatgeschäfte mit der Depotbank et cetera).

spn: **Was verstehen Sie unter einem guten oder schlechten Risikomanagement, Herr Mettler?**

Mettler: Für Anlagerisiken haben wir den Investment Controller, für die leistungsseitigen Risiken den versicherungstechnischen Experten, für die operativen Risiken neu das interne Kontrollsystem. Mit anderen Worten: Das Risikomanagement ist sehr segmentiert, was Probleme schafft. Wir versuchen, eine integrierte Sicht zu fahren. Auf Umsetzungsstufe sollten die vom Regulator vorgegebenen Governance-Regeln gelebt werden, darunter die Vorschrift, dass Ausführung und Kontrolle getrennt erfolgen.



Marco Bagutti ist Leiter Kapitalanlagen der Stiftung Auffangeinrichtung BVG. Risikomanagement bedeutet für ihn, Antworten vorzubereiten auf die Situation, wenn Ertragsziele nicht erfüllt werden. Der Grundsatz muss sein, die Augen offen zu halten, Risiken bewusst einzugehen und dafür eine risikogerechte Prämie einzufordern. Risiken ohne Risikoprämie sind zu vermeiden, so beispielsweise das Währungsrisiko. Nicht passieren sollte es, dass eine Pensionskasse von einem Risiko überrascht wird.

spn: Herr Buschmann, verändert sich die Nachfrage aufgrund von Anforderungen des Risikomanagements?

Buschmann: Ja. Wenn wir selektiert werden, haben das Portfolio- und das Risikomanagement fast den gleichen Stellenwert. Doch wir wollen es mit der Risikokontrolle auch nicht übertreiben, sonst nimmt man dem Asset Manager den nötigen Spielraum, um seine aktive Strategie umsetzen zu können. Ein aktiver Fondsmanager geht Risiken ein, wenn er entsprechende Chancen sieht. In der Praxis entstehen so nicht selten Diskussionen zwischen dem Auftraggeber und dem Asset Manager, wie man Risikomanagement umsetzt. Während der Selektion werden wir auf Herz und Nieren durchleuchtet, ob die entsprechenden Kontrollprozesse vorhanden sind. Sind wir einmal operativ tätig, sollte der Investor uns zutrauen, dass wir seine Strategie korrekt umsetzen. Risikomanagement sollte in dieser Phase nicht bremsend Einfluss auf das Fondsmanagement nehmen.

spn: Gibt es Risiken, die man nicht managen kann, und wie steuern Sie das Risiko Mensch?

Skaanes: Bei uns im Büro hängt bei einem Mitarbeiter ein Spruch an der Wand, der lautet: „Jemand, der glaubt, dass ein Risikomanager Risiken managt, der glaubt auch, dass ein Zitronenfalter Zitronen faltet“ (Gelächter). Risiken kann man selten „managen“ im Sinne von beeinflussen. Man muss sie aber kennen, darauf vorbereitet sein und die richtigen Massnahmen beim Eintreten des Risikos festgelegt haben. Es gilt auch zu beachten, dass es die Aufgabe einer Pensionskasse ist, Risiken einzugehen und dafür eine Risikoprämie abzuschöpfen.

Brändli: Wir müssen uns auf das Machbare beschränken. Nicht angesprochen haben wir das sogenannte Langlebigkeitsrisiko, ein Begriff, der mich stört. Seit ich denken kann, leben Menschen Jahr für Jahr länger und die einzig echte Aufgabe von Pensionskassen ist es, lebenslang anständige Renten auszuzahlen. So finde ich es absurd, wenn man diese Aufgabe zum Risiko erklärt. Das wäre, wie wenn man die Feuerwehr zum Risiko erklärt, weil sie Feuer löscht.

spn: Gibt es unterschätzte Risiken?

Skaanes: Schleichende Risiken sind solche wie zum Beispiel ein Jahrzehnte dauerndes Tiefzinsniveau. Auch werden Tools manchmal falsch eingesetzt. Das beste Beispiel ist der Value at Risk. Die Kennzahl wurde für Händler zur Beurteilung von Portfolios entwickelt. Händler haben eine Haltedauer von vielleicht zehn Tagen und schliessen dann ihr Handelsbuch. Ich kenne den Fall einer Pensionskasse, die dasselbe Tool einsetzte und dabei das Mass des 20-tägigen Value at Risk einsetzte. Das ist aber wenig hilfreich gegeben, dass Pensionskassen einen viel längeren Anlagehorizont aufwei-



Dr. Stephan Skaanes ist Partner bei PPCmetrics. Er weist darauf hin, dass Risiko nicht gleich Schwankungen bedeutet. Risiken können auch Finanzierungsrisiken, verpflichtungsseitige oder regulatorische Risiken sein. Er nennt drei Grundsätze: Risikomanagement ist die integrierte Betrachtung von Anlagen und Verpflichtungen. Risikomanagement findet vor der Krise statt, und Risikoakkumulationen müssen vermieden werden.

sen. Tools müssen an die jeweilige Situation angepasst werden.

Buschmann: Man könnte den Begriff auch in Risiko-Chancen-Management umbenennen. Wir nutzen das Tool, um beispielsweise neue Chancen in der Anlage zu identifizieren. Der Investor sollte vom negativen Image dieses Begriffs abrücken.

spn: Sind wir zu zahlengläubig?

Mettler: Ein Tool produziert nur intelligente Antworten, wenn wir es aufgaben- und zieladäquat einsetzen.

spn: Die Finanzindustrie zeigt nach wie vor oft noch ein Lemminge-Verhalten ...

Brändli: Es gibt Pensionskassen, die machen monatlich eine Berechnung ihrer Deckungsgrade. Das ist barer Unsinn.

spn: Wie viel Delegation ist im Risikomanagement nötig und möglich?

Mettler: Alternative Anlagen und Fund of Funds sind sehr intransparent. Der Grundsatz, dass man einen Asset Manager nach dem Vertrauensprinzip anstellt, hat aber stark Schaden genommen. Risikomanagement heisst eigenverantwortlich denken und handeln. Zusammenarbeit basiert heute also nicht mehr auf Delegation und Vertrauen, sondern auf Transparenz und Überwachung.

Bagutti: Risikomanagement kann nicht delegiert werden. Deshalb sind die Anlagevorgaben, welche externen Asset Managern gegeben werden, und deren Kontrolle wichtig.

spn: Braucht es Consultants fürs Risikomanagement?

Skaanes: Risikomanagement ist die Antwort auf die Frage, wie man als Pensionskasse vorgehen muss, damit das erwünschte Ertragsziel erfüllt werden kann. Dafür braucht es grundsätzlich keine Consultants. Jede Pensionskasse könnte Risikomanagement in-house aufbauen. Consultants sind jedoch attraktiv, weil man ihr Wissen einkaufen kann und dies oft günstiger kommt, als wenn das Know-how intern aufgebaut werden muss.

Brändli: Risikomanagement kann nicht delegiert werden. Für die Beschaffung von Informationen können Consultants hilfreich sein, wenn sie das Fachwissen haben. Vermögensverwalter hingegen arbeiten nach einem definierten Auftrag. Risikomanagement heisst in diesem Fall, die geeignete Wahl der Manager zu treffen.

spn: Sehr geehrte Herren, vielen Dank für das aufschlussreiche Gespräch. ■