Risikobudgetierung

Welche Risiken eingehen?

Was für die Führung jedes Haushalts gilt, gilt auch bei der Festlegung der Anlagestrategie: Ein knappes Budget muss möglichst effizient eingesetzt werden. Sämtliche Risiken, für die der Anleger keine Entschädigung erwarten kann, sollten dabei konsequent vermieden werden.

Mit dem Festlegen der Anlagestrategie wird definiert, welche Risikoprämien der Anleger erschliessen möchte. Der Begriff Risikoprämie bezeichnet dabei sehr treffend den Zielkonflikt zwischen dem Anlagerisiko und einer möglichen Prämie in Form einer Zusatzrendite gegenüber einer sogenannten risikolosen Anlage.

Risikolose Anlagen?

In jüngster Zeit wurde das Konzept der risikolosen Anlage immer wieder kritisiert, da es theoretisch betrachtet keine risikolose Anlage gibt. In der Praxis gibt es jedoch Anlagemöglichkeiten, die dem Ideal einer risikolosen Anlage nahe kommen. Typischerweise werden Schweizerische Bundesobligationen als risikolose Anlagen bezeichnet, da deren Rendite über einen bestimmten Zeithorizont zum vornherein bekannt ist. Umgangssprachlich wird diese Rendite auch als Zinsniveau bezeichnet.

Die Rendite der risikolosen Anlage ist für Vorsorgeeinrichtungen zu wenig attraktiv. Mit der Beimischung anderer Anlagekategorien wird daher versucht, gezielt zusätzliche Risikoprämien zu erwirtschaften. Die Erwartung, dass mit risikobehafteten Anlagen eine Zusatzrendite verdient werden kann, ist bei vielen Anlagekategorien sinnvoll und auch wissenschaftlich fundiert. Allerdings darf dabei nicht vergessen gehen, dass zum Vornherein immer unklar ist, ob die zukünftige Risikoprämie positiv oder negativ ausfallen wird.

Nicht jedes Risiko verspricht eine Prämie

Nicht für jedes Risiko darf auch eine Prämie erwartet werden. Exemplarisch zeigt sich dies bei Glücksspielen. Die erwartete Rendite eines Abends im Spielcasino ist offensichtlich null oder je nach Spiel sogar negativ, wenn man nichtmonetäre Erträge wie Unterhaltung ausschliesst. Sehr ähnliche Situationen finden sich auch an den Kapitalmärkten. Investoren sollten daher versuchen, diese Risiken soweit wie möglich zu vermeiden.

Zu den wichtigsten nicht entschädigten Anlagerisiken an den Kapitalmärkten gehört das Konzentrationsrisiko. Das Risiko einer einzelnen Aktie ist wesentlich höher als das Risiko eines Portfolios mit vielen Aktien. Ein Anleger, der sich nur auf eine Aktie konzentriert, darf aber keine zusätzliche Risikoprämie als Entschädigung für das eingegangene Konzentrationsrisiko erwarten. Dieses Risiko kann durch eine ausreichende Diversifikation der Anlagen weitgehend eliminiert werden. Dennoch stellen Konzentrationsrisiken für kleinere Vorsorgeeinrichtungen mit Direktanlagen in Aktien, Immobilien oder Obligationen eine bedeutende Herausforderung dar.

Zu den nicht entschädigten Risiken werden meist auch Fremdwährungsrisiken gezählt, da sich global betrachtet die Gewinne und Verluste zu null aufaddieren. Sollte eine Risikoprämie auf das Halten von Währungen existieren, dann müsste folglich ein anderer Investor bereit sein, diese Prämie zu bezahlen. Wissenschaft und Praxis gehen davon aus, dass dies nicht der Fall ist.

Prämie für systematische Risiken

Unbestritten ist indessen die Annahme einer positiven Risikoprämie für Aktien- und Immobilienanlagen sowie für kreditrisikobehaftete Obligationen. Daher gehören diese Anlagekategorien auch zu den wesentlichsten Renditetreibern in den Anlagestrategien der Vorsorgeeinrichtungen. Gerade dieser Relevanz von Aktien, Immobilien und Obligationen ist es zuzuschreiben, dass die Höhe der erwarteten Risikoprämien von Fachleuten intensiv diskutiert wird.

In Kürze

> Nicht jedes Risiko wird entschädigt
> Komplexität und Umsetzungsaufwand müssen beachtet werden
> Die Risiken einer Anlagekategorie sind oft nicht auf den ersten Blick erkennbar

Selbstverständlich gibt es weitere alternative Risikofaktoren, die eine Risikoprämie versprechen (siehe Kasten Seite 45). Dazu zählen üblicherweise Illiquiditäts-, Versicherungs- oder Rohstoffpreisrisiken. Zusätzlich kann innerhalb einer Anlagekategorie auf bestimmte Risiken fokussiert werden, um damit die erwartete Rendite zu steigern. Am beliebtesten ist ein solcher Stilfokus bei Aktienanlagen.

Autoren

Dominique Ammann
Dr. oec., Partner, PPCmetrics

Lukas Riesen
CFA, Partner, PPCmetrics

Zu den sogenannten Stilprämien zählen Value (Aktien mit hohem Substanzwert), Size (Aktien mit tiefer Marktkapitalisierung) oder Momentum (Trendfolge). Die Erschliessung der alternativen Risiko-/Stilprämien ist in der Praxis oft komplex und aufwendig (siehe Artikel Mark, Seite 72). Inwiefern die Ergänzung dieser Risikoprämien im Portfolio zweckmässig ist, muss unter Berücksichtigung der Anlageorganisation, der Ressourcen und der Grösse der Vorsorgeeinrichtung diskutiert werden. Auch wenn stets noch weitere potenzielle Risikoprämien existieren, ist es nicht immer sinnvoll, diese auch zu erschliessen. Die Abschöpfung der Risikoprämie muss so effizient möglich sein, dass am Ende für die Vorsorgeeinrichtung eine Steigerung der erwarteten Nettorendite resultiert.

Investoren beeinflussen Risikoprämie

Insbesondere bei Anlagekategorien mit einem begrenzten Marktvolumen kommt erschwerend hinzu, dass die Nachfrage der Anleger die Höhe der Risikoprämie beeinflusst. Es besteht die Gefahr, dass auf der Suche nach neuen Anlagemöglichkeiten viele andere Investoren den Risikofaktor ebenfalls in ihrem Portfolio berücksichtigt haben (siehe Artikel Bagutti, Seite 82). Je mehr Marktteilnehmer bereit sind, ein bestimmtes Risiko zu tragen, desto tiefer wird die Risikoprämie ausfallen.

Exemplarisch zeigt sich dies bei der Laufzeitenprämie von Obligationen (Zinsrisiken). Historisch betrachtet war die Rendite von langlaufenden Obligationen höher als diejenige von Kurzläufern. Sind auf einmal mehr Investoren bereit, langlaufende Obligationen zu kaufen, dann reduziert sich, bei gleichbleibendem Angebot an Langläufern, die Laufzeitenprämie.

Überschneidungen vermeiden

Im Strategieprozess sollte vor der Ergänzung mit einer neuen Anlagekategorie stets geprüft werden, welcher zusätzliche Risikofaktor damit erschlossen wird, und ob netto eine positive Risikoprämie erwartet werden darf. Damit wird vermieden, dass einzelne Risikofaktoren doppelt und dreifach im Portfolio berücksichtigt werden. Das Erkennen der Risikofaktoren hinter einer Anlagekategorie und von Überschneidungen, ist dabei nicht immer auf den ersten Blick möglich.

Es stellt sich beispielsweise die Frage, inwiefern das Eingehen zusätzlicher Kreditrisiken mittels Unternehmensanleihen sinnvoll ist, wenn sich die gleichen Unternehmen bereits im Aktienportfolio der Vorsorgeeinrichtung befinden. Eine Analyse der (teilweise versteckten) Risikofaktoren pro Anlageklasse hilft zu verhindern, dass ungewollte Überschneidungen auftreten und dadurch ein schlecht diversifiziertes Portfolio entsteht.

Effizienter Umgang mit knappem Risikobudget

Die Aufgaben bei der Festlegung der Anlagestrategie sind gut mit dem Führen eines Haushalts vergleichbar. Es gilt primär folgende zwei Fragen zu klären:

- Was können wir uns leisten?
  > Festlegung des Risikobudgets (siehe dazu die folgenden Artikel Zaugg/Pitsch und Niedermann/Rothmund).
- Wie wollen wir das Budget verwenden?
  > Aufteilung des Risikobudgets auf Risikofaktoren (siehe Artikel Mark sowie Interview Grandchamps/Markwalder).

Eine besondere Herausforderung ist es, einen sinnvollen Kompromiss zwischen erschlossenen Risikofaktoren und Komplexität zu finden. Die Anlagestrategie sollte so ausgestaltet werden, dass auch in Krisenperioden noch transparent ist, welche Risikoexposition im Portfolio vorherrscht. Der zunehmende Umsetzungsaufwand kann dazu führen, dass ein Erschliessen jeder denkbaren Risikoprämie nicht effizient ist – ebenso wie es sich beispielsweise nicht lohnt, einen grossen Umweg in Kauf zu nehmen, um etwas billigeren Treibstoff zu tanken.

Daher gilt es, die individuelle Situation der Vorsorgeeinrichtung bei der Festlegung der Anlagestrategie zu berücksichtigen. Dies beginnt bereits beim Quantifizieren der Risiken. Da Zinsrisiken beide Seiten der Bilanz einer Pensionskasse beeinflussen, kann ein Risikofaktor je nach Verpflichtungsstruktur komplett andere Auswirkungen haben. Schliesslich müssen neben der individuellen Risikofähigkeit auch die verfügbaren Ressourcen und die Grösse der Vorsorgeeinrichtung berücksichtigt werden. Mit einem klar strukturierten Strategieprozess wird sichergestellt, dass letztlich das Risikobudget nicht überschritten und so effizient wie möglich eingesetzt wird. ■

Wichtige Risikoprämien und nicht entschädigte Risiken

Klassische Risikoprämien
- Aktienrisiken
- Immobilienrisiken
- Kreditrisiken
- Zinsrisiken (Laufzeitenprämie)

Alternative Risikoprämien
- Illiquiditätsrisiken
- Versicherungsrisiken
- Rohstoffpreisrisiken
- …

Stilfokus Risikoprämien
- Value (Aktien mit hohem Substanzwert)
- Size (Aktien mit tiefer Marktkapitalisierung)
- Momentum (Trendfolge)
- …

Üblicherweise nicht entschädigte Risiken
- Konzentrationsrisiken
- Fremdwährungsrisiken
- Umsetzungsrisiken
- Komplexitätsrisiken
- Regulatorische Risiken
- …