

Aufgabenfelder bei der Anlagetätigkeit

Risikomanagement als Aufgabe des obersten Organs

Das oberste Organ ist für die Implementierung eines umfassenden Risikomanagements auf Strategie- und Umsetzungsebene verantwortlich. Dabei muss der Handlungsspielraum für sämtliche Akteure klar definiert werden. Eine stufengerechte Information vereinfacht die Überwachung und reduziert den Aufwand.

Zwar wird der Begriff «Risikomanagement» in den neuen bundesrechtlichen Bestimmungen über die Aufgaben des obersten Organs nicht explizit verwendet. In Art. 51a BVG sind jedoch sowohl die «Überprüfung der mittel- und langfristigen Übereinstimmung zwischen der Anlage des Vermögens und den Verpflichtungen» als auch die «Überwachung des Anlageprozesses» als unübertragbare Aufgaben verankert. Mit dieser Formulierung wird bereits auf Gesetzesstufe zwischen den Ebenen Strategie und Umsetzung unterschieden. Diese Aufteilung hat sich für das Risikomanagement auch in der Praxis bewährt.

Strategisches Risikomanagement fokussiert auf Leistungserfüllung

Der Zweck der Anlagetätigkeit jeder Vorsorgeeinrichtung ist die Erfüllung der Leistungsversprechen. Die Aufgabe des strategischen Risikomanagements ist folglich, die Erreichung dieser Zielsetzung zu überwachen und gegebenenfalls Korrekturmassnahmen einzuleiten. Dabei greift eine reine Fokussierung auf die Risiken der Vermögensanlage zu kurz. Strategisches Risikomanagement erfordert eine integrale Betrachtung von Vermögen und Verpflichtungen, da sonst wichtige Risikofaktoren nicht erfasst und folglich auch nicht überwacht werden können.

Die Grundlage für das strategische Risikomanagement wird üblicherweise durch eine umfassende Asset- und Liability-Analyse (ALM-Studie) geschaffen. Ungeachtet der angewendeten Analyse-

methode gilt es die Risikofähigkeit der Vorsorgeeinrichtung, die Bereitschaft, Anlagerisiken zu tragen, und den Renditebedarf zu ermitteln.

Falls sich dabei zeigt, dass die Erreichung der Leistungsziele gefährdet ist, erfordert ein zeitgemässes Risikomanagement die Erarbeitung von Gegenmassnahmen. In den seltensten Fällen kann dabei das langfristige finanzielle Gleichgewicht alleine durch anlageseitige Optimierungen wiederhergestellt werden. Der Einbezug der Verpflichtungen und die Analyse der gegenseitigen Abhängigkeiten mit den Vermögensanlagen sind ein wesentlicher Erfolgsfaktor bei der Entwicklung von nachhaltigen Massnahmen.

Ist diese Grundlage geschaffen, muss die strategische Zielerreichung nicht auf einer kurzfristigen Basis überwacht werden. Es hat sich bewährt, eine bis maximal drei Kennzahlen (zum Beispiel Deckungsgrad [technisch/ökonomisch], Deckungsgrad aktive Versicherte) zu definieren, die quartalsweise durch das oberste Organ

überwacht werden. Die Kennzahlen dienen dabei als Frühwarnindikatoren und informieren über grundsätzliche Veränderungen, die eine vertiefte Analyse erfordern würden.

Umsetzungsrisiken erhöhen Gesamtrisiko

Oft geht beim Risikomanagement vergessen, dass sich das Anlagerisiko je nach Art der Umsetzung erhöhen kann. Naturgemäss erfordert ein aktiver Umsetzungsstil einen gewissen Spielraum, um

In Kürze

- > Zweck der Anlagetätigkeit ist das Einhalten der Leistungsversprechen
- > Integriertes Risikomanagement umfasst Vermögen und Verpflichtungen
- > Umsetzungsrisiken nicht vergessen

von der Benchmark abzuweichen und auf dieser Basis eine Mehrrendite erzielen können. Dieses Umsetzungsrisiko fällt jedoch zusätzlich zum Strategierisiko an und kann das Gesamtrisiko erheblich erhöhen. Selbstverständlich gilt dies auch bei einem passiven Anlagestil, allerdings ist

Autoren

Dominique Ammann
Dr. rer. pol.,
Partner,
PPCmetrics



Lukas Riesen
CFA, Senior
Consultant,
PPCmetrics

Übersicht wichtige Risikofaktoren			
	Risiken	Beschreibung/Beispiel	Risikomessung/-steuerung
Risiko quantifizierbar	Strategierisiken – Zinsänderungen, Inflation – Aktien, Immobilien – Kreditrisiken – Währungen – Implizite Aktienrisiken	Bewertungsschwankungen von Vermögen und Verpflichtungen	Messung Anlagerisiko relativ zu Verpflichtungen
	Umsetzungsrisiken – Taktik – Selektivität	Abweichung von der strategisch festgelegten Benchmark	Messung Umsetzungsrisiken relativ zur Strategie
Risiko kaum quantifizierbar	Liquiditätsrisiken	Bewertungsproblematik, Liq*Bedarf	Limiten illiquide Anlagen
	Modellrisiken	Unpräzise Risikomodellierung	Stresstests
	Reputationsrisiken	Öff. Wahrnehmung, Peer Group	Portfoliokonstruktion/Umsetzung
	Operative Risiken	Fehler bei operativen Prozessen	Kontrollsystem

diese zusätzliche Risikokomponente meist wenig relevant. Üblicherweise werden folgende quantifizierbare Umsetzungsrisiken unterschieden:

- Taktik: Aktive Gewichtung der Anlagekategorien (zum Beispiel Aktien vs. Obligationen)
- Selektivität: Aktive Auswahl der Titel innerhalb der Anlagekategorie (zum Beispiel Novartis vs. Nestlé)

Diese Risiken sind nicht per se unerwünscht, denn ohne ein gewisses Mass an Umsetzungsrisiken entfällt auch das Potenzial, mit einer aktiven Verwaltung eine Mehrrendite zu erzielen. Bei gegebenem Gesamtrisiko erfordert eine Erhöhung der Umsetzungsrisiken (zum Beispiel aktives Aktienmandat) jedoch eine Reduktion der Strategierisiken (zum Beispiel Reduktion Aktienquote). Daher sollte der Umfang und

die Aufteilung der Umsetzungsrisiken transparent gemacht und in die Strategiediskussion des obersten Organs einfließen. Durch die Definition der erlaubten Umsetzungsrisiken im Anlagereglement wird sichergestellt, dass die Strategieumsetzung im gewünschten Rahmen erfolgt und es diesbezüglich zu keinen unliebsamen Überraschungen kommt.

Nicht quantifizierbare Risiken nicht vernachlässigen

Neben den quantifizierbaren Strategie- und Umsetzungsrisiken bestehen bei der Vermögensanlage auch Risiken, die de facto nicht gemessen und nur schwer quantifiziert werden können. Dazu gehören typischerweise Reputationsrisiken (sei es durch ethisch heikle Anlagen oder durch ein schlechteres Abschneiden als vergleichbare Pensionskassen (Peer Group)), Liquiditätsrisiken, Modellrisiken oder operative Risiken. Es hat sich bewährt, diese Risiken periodisch auf einer qualitativen Basis zu beurteilen. Der Versuch, diese Risiken zu beziffern und in ei-

nem quantitativen Modell zu integrieren, ist aufgrund der hohen Parameterunsicherheit wenig sinnvoll.

Stufengerechte Überwachung mit Checks and Balances

Bei der Implementation des Risikomanagements besteht die Herausforderung, die Informationen so zu verdichten, dass die zuständigen Gremien auf dieser Basis rasch die Situation beurteilen und Entscheidungen treffen können. In Sinne einer Good Governance sollte das Aufbereiten der Informationen und die Überwachung der Einhaltung der Richtlinien durch eine an der Vermögensverwaltung unbeteiligte Person erfolgen.

Die Überwachung der strategischen Zielerreichung und der Einhaltung des An-

lagereglements, das den Handlungsspielraum der Umsetzungsinstanzen (zum Beispiel Anlageausschuss, Vermögensverwalter) definiert, sollte durch das oberste Organ erfolgen. Es hat sich bewährt, die Überwachung auf den jeweiligen Sitzungsrhythmus abzustimmen. Bei besonderen Vorkommnissen sollte die mit der Aufbereitung der Daten betraute Person das oberste Organ zeitnah informieren.

Auf Stufe Anlageausschuss sollten die mit den Vermögensverwaltern vereinbarten Mandatsrichtlinien überwacht und bei allfälligen Verstößen Massnahmen eingeleitet werden. An das oberste Organ erfolgt diesbezüglich meist nur eine kurze Statusmeldung, da die direkte Überwachung durch den Anlageausschuss erfolgt. Im Gegensatz dazu ist der Anlage-

ausschuss gegenüber dem obersten Organ über die eingegangenen Umsetzungsrisiken und die Einhaltung des vereinbarten Handlungsspielraums Rechenschaft schuldig.

Das Risikomanagementkonzept muss auf Risikofähigkeit, Anlagestrategie und Mandatsstruktur der Vorsorgeeinrichtung abgestimmt sein. Die klare Delegation von Aufgaben und Kompetenzen an die Umsetzungsinstanzen sowie die Überwachung anhand von stufengerechten Informationen sind ein wesentlicher Faktor für ein funktionierendes Risikomanagement. Einfache Strukturen helfen, die Komplexität und den Aufwand tief zu halten. ■

La gestion des risques dans le domaine des placements

Une tâche de l'organe dirigeant

L'organe dirigeant est responsable de l'implémentation d'une gestion intégrée des risques au niveau stratégique et de la mise en œuvre. Dans ce contexte, la marge de manœuvre de tous les acteurs doit être clairement définie. Une information appropriée à tous les niveaux facilite la surveillance et diminue le travail.

Dans les nouvelles dispositions du droit fédéral sur les tâches de l'organe dirigeant, il n'est jamais explicitement question de «gestion des risques». Mais «le contrôle périodique de la concordance à moyen et long terme entre la fortune placée et les engagements» de même que «la surveillance du processus de placement» sont ancrés dans l'art. 51a LPP en tant que tâches intransmissibles et inaliénables. Ce choix des formulations cimente dans la loi la distinction entre le niveau stratégique et celui de la mise en œuvre que confirme l'expérience pratique de la gestion des risques.

La gestion des risques stratégiques se concentre sur la garantie des prestations

Toute activité de placement d'une institution de prévoyance a pour objectif de pouvoir remplir les promesses de presta-

tions. Dans le cadre de la gestion des risques stratégiques, il s'agit donc de surveiller l'atteinte des objectifs et d'initier des mesures correctives si nécessaire. Mais il ne suffit pas de s'arrêter aux risques de placement. Une gestion des risques stratégiques nécessite une vision intégrale de la fortune et des engagements, faute de quoi des facteurs de risque importants ne seront pas pris en compte et ne pourront donc être surveillés.

La gestion des risques stratégiques commence normalement par une étude de congruence (ALM) fouillée. Quelle que soit la méthode d'analyse utilisée, il s'agit toujours de déterminer la capacité d'exposition de l'institution de prévoyance, sa propension au risque et le rendement nécessaire.

S'il s'avère que l'atteinte des objectifs est compromise, une gestion efficiente des risques s'emploiera à élaborer des

contremesures. Il suffira rarement d'optimiser les placements pour rétablir un équilibre financier durable. Les engagements et leurs interdépendances avec le placement de la fortune devront également être inclus dans une réflexion visant une réussite durable. Une fois cette base établie, l'atteinte stratégique des objectifs ne devra plus être surveillée au jour le jour. Une

En bref

- > L'activité de placement a pour but de garantir les prestations promises
- > Une gestion intégrée des risques englobe la fortune et les engagements
- > Ne pas oublier les risques de mise en œuvre

pratique avérée consiste à définir trois paramètres au maximum (par exemple degré de couverture technique/économique, degré de couverture des assurés actifs) que l'organe dirigeant contrôlera une fois par trimestre. Ces paramètres auront le rôle d'indicateurs d'alerte précoce et signaleront d'éventuels change-

Aperçu des facteurs de risque essentiels			
	Risques	Description/exemple	Mesure/commande des risques
Risque difficilement quantifiable	Risques stratégiques – changement de taux, inflation – actions, immobilier – risques de crédit – risques de change – risques implicites des actions	Fluctuations dans l'évaluation de la fortune et des engagements	Mesure du risque de placement en rapport avec les engagements
	Risques de mise en œuvre – tactique – sélectivité	Dérogations au benchmark stratégique défini	Mesure des risques de mise en œuvre en rapport avec la stratégie
Risque quantifiable	Risques de liquidité	Problématique d'évaluation, besoins de liquidités	Limites des placements illiquides
	Risques du modèle	Imprécisions dans la modélisation des risques	Tests de stress
	Risques de réputation	Perception publ., groupe de pairs	Construction du portefeuille/mise en œuvre
	Risques opérationnels	Erreur dans les processus opérationnels	Système de contrôle

ments fondamentaux nécessitant une analyse approfondie.

Les risques de mise en œuvre potentialisent le risque global

On oublie souvent dans la gestion des risques que le risque de placement peut augmenter selon le type de mise en œuvre choisi. Un style actif exige naturellement une certaine latitude: il faut pouvoir s'écarter du benchmark pour espérer générer une surperformance. Mais ce risque de mise en œuvre conjugué au risque stratégique peut donner un risque global sensiblement plus élevé. La même chose est évidemment vraie pour le style de placement passif, sauf que le risque supplémentaire y représente généralement une quantité négligeable. Les risques de mise en œuvre se scindent normalement en deux catégories quantifiables:

- Tactique: pondération active des classes d'actifs (p.ex. actions ou obligations)
- Sélectivité: choix actif des titres au sein d'une classe d'actifs (p.ex. Novartis ou Nestlé).

Ces risques ne sont pas indésirables en soi, car si la mise en œuvre ne comportait pas un certain nombre de risques, la gestion active n'aurait pas non plus le potentiel de générer une surperformance. Mais pour un risque global donné, une augmentation des risques de mise en œuvre (par exemple un mandat de gestion active des actions) devra aller de pair avec une diminution des risques stratégiques (par exemple une baisse de la quote-part d'actions). C'est pourquoi la transparence devrait régner au sujet de l'ampleur des risques de mise en œuvre et leur répartition et l'organe diri-

geant devrait en tenir compte dans ses discussions stratégiques. En spécifiant dans le règlement de placement les risques de mise en œuvre tolérés, on s'assure que la stratégie définie sera appliquée dans le cadre souhaité et on évite les mauvaises surprises dans ce domaine.

Ne pas négliger les risques non quantifiables

À côté des risques quantifiables inhérents à la stratégie et à la mise en œuvre, il existe aussi dans le placement de fortune des risques qu'il n'est pas possible de mesurer et qui de ce fait sont difficilement quantifiables. En font notamment partie les risques d'atteinte à la réputation (parce que les placements engagés posent des problèmes d'éthique ou qu'on performe moins bien que des caisses de pensions comparables, pression du groupe de pairs), les risques de liquidité, les risques de modèle ou les risques opérationnels. L'appréciation périodique de ces risques sur une base qualitative est une bonne chose. En revanche, il n'est pas utile de vouloir chiffrer ces risques pour les intégrer dans un modèle quantitatif vu le caractère aléatoire des paramètres.

Surveillance appropriée à tous les niveaux au moyen de contrôles et de bilans

L'enjeu dans l'implémentation de la gestion des risques consiste à créer un flux d'informations suffisamment dense pour que les organes responsables puissent très vite se faire une idée d'une situation et réagir en conséquence. Sous l'angle d'une bonne gouvernance, le traitement des informations et la surveillance du respect des directives devraient être

confiés à une personne qui ne participe pas à la gestion de la fortune.

La surveillance de l'atteinte des objectifs stratégiques et du respect du règlement de placement qui spécifie la marge de manœuvre des organes chargés de la mise en œuvre (par exemple comité de placement, gérant de fortune) devrait relever de l'organe dirigeant. Une surveillance qui s'exerce au rythme des réunions a fait ses preuves. En cas d'événements extraordinaires, la personne chargée de préparer les données devrait informer l'organe dirigeant sur le vif.

Au niveau du comité de placement, il faudrait surveiller le respect des directives imparties aux gérants de fortune dans le cadre de leur mandat et intervenir en cas de violations éventuelles. L'organe dirigeant en sera juste brièvement informé, la surveillance directe étant la prérogative du comité de placement. Par contre, le comité de placement devra rendre des comptes à l'organe dirigeant sur les risques de mise en œuvre encourus et sur le respect de la marge de manœuvre.

Le système de gestion des risques doit être en adéquation avec la capacité d'exposition, la stratégie de placement et la structuration des mandats de l'institution de prévoyance. Des tâches et des compétences clairement définies pour les organes de mise en œuvre et la surveillance et une information appropriée à tous les niveaux sont les clés de la réussite de la gestion des risques. Des structures simples permettront d'éviter le piège d'une trop grande complexité et une surenchère de travail. ■

**Dominique Ammann
Lukas Riesen**