

Risikobezogene und organisatorische Abwägungen ergänzen sich – Teil 2

Risikokategorisierung als Schlüsselement

Im ersten Teil dieses Artikels, der in der Aprilausgabe erschien, wurde modellhaft die Struktur des Risikoinventars gezeigt.¹

Zur Vervollständigung wird nun als Fortsetzung des Risikoinventars das Kontrollinventar gezeigt.

Wie wir im ersten Teil aufzeigten, wird die Risikomatrix in der Vertikalen durch die Risikokategorisierung geprägt. Diese verleiht Struktur, Kohärenz, Relevanz und Transparenz.

Um die Vielzahl der Risiken in einem Risikomanagement-Programm zu erfassen, ist es sinnvoll, wenn sich institutionelle Investoren auf mindestens fünf Risikogruppen fokussieren. Obwohl einzelne Risiken in mehr als eine Kategorie fallen können, stellen diese einen sinnvollen Rahmen dar, um mit Risiken strukturiert, nutzbringend und effizient umzugehen.

Zwei dieser Kategorien sind oft nicht Teil eines solchen Programms, weil sie kaum quantifizierbar sind. Die anderen drei decken unterschiedliche Investmentrisiken ab und werden hier ausgeführt.

Fiduziarische Risiken

Unter den fiduziarischen Risiken werden Risiken subsumiert, die in Verbindung mit mangelhaften Verfahren und Methoden respektive ungenügender Governance stehen. Sie stehen an erster Stelle, weil die nachfolgenden Risiken Bestandteile von fiduziarischen Risiken enthalten und sich auf solides fiduziarisches Management abstützen.

Expertise in Bezug auf den Investmentprozess und die darin zu treffenden Anlageentscheidungen (z. B. Anlagephilosophie, Portfoliokonstruktion, Managerselektion) sind grundlegend, um fidu-

ziarische Risiken zu kontrollieren. Aufgaben und Kompetenzen der einzelnen Fiduziare (z. B. Stiftungsrat, Anlagekommission) sind vor dem Hintergrund der langfristigen Kassenziele klar abzustimmen.

Operationelle Risiken

Während fiduziarische Risiken von mangelhaften Verfahren, Methoden und Richtlinien handeln, geht es bei den operationellen Risiken um das mangelhafte Wahrnehmen der zugewiesenen Aufgaben und Nichtbefolgen von Regelungen.

Operationelle Risiken entstehen oft wegen zeitlichen, personellen und prozessualen Einschränkungen sowie mangelnden Mitarbeiterbewusstseins. Das gleichzeitige Eintreten von fiduziarischen und operationellen Risiken kann substantielle Kosten zur Folge haben.

Drei Arten von Investmentrisiken

Während die Anlagestätigkeit von einer Vielzahl von Entscheidungen geprägt ist, die sowohl kurz- als auch langfristiger Natur sind und vom steuernden, verwaltenden oder operationellen Fiduziar gefällt werden, können die damit verbundenen Investmentrisiken in drei Kategorien aufgeteilt werden.

Das erste und bedeutendste Risiko unter dieser Kategorie, das Asset & Liability Risiko, steht in Verbindung mit dem Unterdeckungsrisiko und der damit verbundenen Gefährdung der Auszahlung der Leistungen an die Versicherten. Eine inadäquate Strategische Asset Allocation (SAA) kann die Ursache einer solchen Entwicklung sein.



Jürg Althaus
Geschäftsführer, PEKAM AG

¹ Jürg Althaus: «Die vielen Gesichter des Risikomanagements». Schweizer Personalvorsorge 04/22. Seite 86 ff.

Kontrollinventar als Teil der Risikoinventar- und Kontrollmatrix

Kontrollinventar				Massnahmen / Schlussfolgerung			
Nr.	Kontrolle / Steuerung	Wirksamkeit	Nachvollziehbarkeit	Status	Steuerung		
1	z. B.: – Festlegung und Visualisierung der Aufbauorganisation – Klare Entscheidungskompetenzen (Funktionendiagramm)	Hoch	Ja	[Red Column]	[Yellow Column]	[Green Column]	(Anlageklasse, Erläuterung von Kontrollschwächen, Verbesserungsvorschläge)
2							
3							
...							
8	z. B.: – Einsatz eines robusten ALM-Modells – Auswahl eines erstklassigen Partners	Hoch	Ja				
...							
25	z. B.: – Fokus auf passiv gebildete SAA – Core-Satellite-Ansatz	Hoch	Ja				
...							
30	z. B.: – Benchmark-Festlegung – Fondsauswahlprozess	Hoch	Ja				
...							
40	z. B.: – Kollektivfreigabe zu zweien – Schriftliche Zahlungsanweisung	Hoch	Ja				
...							

Das zweite Risiko ist das Asset Allocation- und Kapitalmarktrisiko. Dieses reflektiert das Risiko, die im Rahmen einer Asset & Liability Studie und auf passiver Basis ermittelten SAA umzusetzen.

Das dritte Risiko, das Implementierungsrisiko, ist verbunden mit der aktiven Umsetzung der auf einer passiven Basis festgelegten SAA. Beispielsweise erhöht ein eingesetzter aktiver Manager das Implementierungsrisiko.

Von den drei erwähnten Investmentrisiken sollten institutionelle Anleger den Fokus auf das Asset & Liability Risiko und das Asset Allocation- und Kapitalmarktrisiko legen.

Erkenntnisse aus der Finanzkrise

Der angepeilte disziplinierte und breite Ansatz, mit dem Anlagerisiken durch Anleger wie Pensionskassen bewirtschaftet und Verluste möglichst tief gehalten werden, ist auch eine Antwort auf die teilweise hohen Anlageverluste während der Finanzkrise von 2008/2009.

Oft basierte Risikomanagement in der Vergangenheit auf ein paar wenigen Kennzahlen. Mit diesem raschen und

quantitativ orientierten Vorgehen wurde eine Schweinwelt erzeugt. Über die einzelnen Anlagerisiken bestand ein unvollständiges Bild.

Untersuchungen haben teilweise unvorteilhaftes Anlageverhalten der Anleger zu Tage gefördert. Darunter fallen:

- Verwendung historischer Daten (die Geschichte ist ein ungenauer Wegweiser);
- Fokussierung auf eingeschränkte, herkömmliche Risikomasse;
- Vernachlässigung bekannter Risiken (z. B. Konzentrations- und Illiquiditätsrisiken);
- Vernachlässigung verborgener Risiken (mangelnde Risikotransparenz);
- ungenügende Kommunikation (Risikoreporte sind zu komplex oder erscheinen verzögert);
- zu starker Fokus auf erwartete Renditen, während Risiken ignoriert wurden;
- zeitliche Fehlallokation (Überbetonung des Einfachen im Anlageprozess);
- nur unvollständiges Durchlaufen des Investmentprozesses.

TAKE AWAYS

- In der Vergangenheit basierte Risikomanagement oft auf ein paar wenigen Kennzahlen. So wurde eine Scheinwelt erzeugt, die nur ein unzulängliches Bild der Risiken wiedergibt.
- Es empfiehlt sich, im Risikomanagement mindestens fünf Risikogruppen zu unterscheiden.
- Die Gruppenpsychologie spielt bei Entscheidungen in Anlagegremien eine wichtige Rolle.

Dieses Verhalten kann verschärft werden durch Wechsel bei den Fiduziaren, unzureichende Dokumentation und mangelnde Expertise. Die Wahrscheinlichkeit von Gruppendenken (Groupthink) und den damit verbundenen suboptimalen Entscheidungen durch Anlagegremien steigt.

Behavioural Finance und fiduziarische Risiken

Die vorliegende Diskussion handelt von rationalem, normativem Vorgehen. In Anlagefragen ist es aber nicht selten, dass Anleger irrational handeln. Solchen

möglichen Verhaltens sollten sich Anleger bewusst sein, um unnötige Anlageverluste durch das Eintreten von fiduziarischen Risiken vermeiden zu können.

Das Bewusstsein über potenziell auftretende menschliche (Fehl-)Verhaltensweisen, wie das oben erwähnte Gruppendenken, ist ein zentrales Mittel, um solche fiduziarischen Risiken allgemein unter Kontrolle zu halten.

Gemäss Behavioural Finance entscheiden nicht nur ökonomische Aspekte, sondern auch psychologische und soziologische Einflüsse über das Anlageverhalten. So ist eines der fundamentalsten Charakteristika der menschlichen Natur, dass wir uns überschätzen. Wir sind davon überzeugt, besser zu sein oder über bessere Fähigkeiten zu verfügen, als dies in Wirklichkeit der Fall ist. Typischerweise überschätzen wir unsere Erfolgchancen (Optimistic Bias) und glauben an positive Ergebnisse. Auch machen wir andere bewusst nach und suchen das Heil im Vertrauen, was zu Herding und zum Home Bias führt. Auch überschätzen wir die Macht, die wir über unsere Umstände besitzen, was mit einer Kontrollillusion und Trägheit verbunden ist. Mangelnde Planung ist das Resultat. Wir können einem Hindsight Bias unterliegen, bei dem wir denken, dass wir Eingetretenes vorhersagen. In Wirklichkeit haben wir keine Ahnung, was die Zukunft in sich birgt. So denken wir dann, dass wir verlässliche Vorhersagen über Marktentwicklungen machen können, obwohl uns versichert wurde, dass dies nicht möglich ist.

Gruppendynamik

Eine Anlagekommission ist insbesondere von fiduziarischem Risiko betroffen, denn sie ist den gleichen Emotionen, Verhaltensweisen und Biases unterworfen wie Einzelanleger. Eine Gruppe von Entscheidungsträgern hat einen grösseren Erfahrungsschatz und ihr stehen mehr Informationen zur Verfügung als einem einzelnen Anleger. Die Vorteile und Entscheidungen der Anlagekommission können jedoch durch verschiedene Hürden gestört werden. Diese sind Groupthink, Group Overconfidence, Committee Composition und Group Polarisation.

Groupthink passiert, wenn Mitglieder einer Gruppe stärker daran interessiert sind, Konflikte zu vermeiden, als in realistischer Weise Anlagevorschläge zu beurteilen. Der Confirmation Bias und Shared Information Bias, beides Nebenprodukte der Overconfidence, führen dazu, dass eine Gruppe ihr investigatives Potenzial nicht ausschöpft, was zu ineffektiven Entscheidungen führen kann. Gruppen, die zu gross sind, untergraben ihr Leistungsvermögen durch mangelnde Koordination und Motivation. Group Polarisation führt nicht selten dazu, dass eine Anlagekommission risikoreichere Entscheide trifft, als wenn die Einzelpersonen über Anlagen zu entscheiden hätten.

Grösseres Bewusstsein und Know-how in Behavioural Finance unterstützen die verschiedenen Fiduziare, rationale und umsichtige Anlageentscheide zu fällen und die fiduziarischen Risiken unter Kontrolle zu halten.

Ein breites, systematisches Risikoverständnis ist zentral

Das Risikomanagement einer Pensionskasse verfolgt das Ziel, Verluste möglichst zu vermeiden, damit die jederzeitige und langfristige Solvenz sichergestellt werden kann.

Anlageseitig soll diese Zielerreichung durch die Identifikation, Definition und Steuerung der verschiedensten Anlage Risiken anhand einer systematischen Risikoinventar- und Kontrollmatrix unterstützt werden. Dieser Rahmen, geprägt von verschiedenen Erwägungen, macht das Risikomanagement verständlich, fassbar und insbesondere wirksam.

Es bleibt so weder eine Blackbox noch eine Übung von ein paar rasch generierten Kennzahlen, die die Risikolandschaft eines Anlageportfolios nur unvollständig abbilden. Beispielsweise kommen fiduziarische oder operationelle Risiken in Mean-Variance-basierten Kennzahlen nicht zum Ausdruck. Diese rauben die Chance, sich noch stärker mit dem Anlageportfolio zu familiarisieren und die verschiedensten Anlagerisiken auf Basis des Investmentprozesses zielgerichtet und effizient zu steuern.

Insbesondere in Bezug auf Marktbedingungen, wie wir sie heute erleben, zahlt sich eine solch detaillierte Auseinandersetzung mit der Vielzahl der Anlagerisiken, wie sie in den beiden vorliegenden Artikeln diskutiert wurde, aus. |