

# Entspricht das Risikoverhalten institutioneller Anleger den Kundenbedürfnissen?

Von Dr. Giuseppe Benelli, Vontobel-Gruppe, Chief Investment Officer

Investitionen auf den Finanzmärkten werden zunehmend von institutionellen Anlegern wie Pensionskassen und Versicherern getätigt. Die sehr hohen Geldbeträge, die diese Institutionen verwalten, stammen aus Beiträgen, die Privatpersonen für ihre Renten und Versicherungspolice einzahlen. Das gemeinsame Ziel von institutionellen Anlegern, Vermögensverwaltern und diesen Privatpersonen ist es, maximale risikoadjustierte Erträge über einen langen Zeitraum zu erzielen. Folglich würde man erwarten, dass sie Investitionen mit einer attraktiven Rendite bevorzugen und den Schwerpunkt auf eine langfristige Performance legen.

Gerade diese langfristige Perspektive wird aber oft in Frage gestellt. Die mehrfache Delegation der Entscheidungsfindung in diesem institutionellen Investitionsprozess verursacht so genannte Principal-Agent-Probleme, welche die Interessen der Kunden verwässern. Dementsprechend wird institutionellen Anlegern häufig vorgeworfen, sie würden kurzfristig denken und wenig Bereitschaft zeigen, Risikokapital zur Verfügung zu stellen. Institutionelle Anleger scheinen das Kapital ihrer Kunden vorzugsweise in weniger innovative und dementsprechend weniger risikoreiche Projekte zu investieren.

## Innovation und Risikobereitschaft

Risikokapital und Innovation sind notwendige Bedingungen für wirtschaftliches Wachstum. In diesem Zusammenhang ist das Verhalten institutioneller Anleger von grosser Bedeutung. Doch sind sie tatsächlich risikoscheu und wenig innovativ? Bereits in den 90er Jahren haben grosse schweizerische Pensionskassen damit begonnen, in privates Beteiligungskapital zu investieren. In den USA sind grosse Institutionelle wie Calpers und der Yale Endowment Fund federführend, wenn es um Investitionen in Private Equity und in Hedgefonds geht. Einen unkonventionellen Ansatz bei der Vermögensverwaltung verwendet die Yale-Stiftung, welche durch eine starke Diversifizierung in alternative Investments („Multi Asset Class Strategy“) das Risiko-Ertrags-Profil verbessert und sich so einer Absolute-Return-Strategie nähert. Dies sind nur einige Beispiele von Institutionellen, die im Bereich Innovation und Risikomanagement führend sind.

Es ist wahr, dass institutionelle Anleger nach der jüngsten Markt-korrektur der Jahre 2000 bis 2003 ihre Risikopositionen bei Aktien und im aktiven Anleihemanagement reduziert haben. Um die Struktur ihrer Vermögenswerte und Verbindlichkeiten miteinander in Einklang zu bringen, haben sie Aktien verkauft und auf eine aktive Verwaltung staatlicher Anleihen verzichtet, um Bestände an attraktiven High-Yield-Anleihen aufzubauen, die teilweise bis zur Fälligkeit gehalten werden. Damit haben sie zweifellos das Marktrisiko (Aktien- und Zinsrisiko) reduziert, gleichzeitig aber auch die Gefahr von Kredit- und Liquiditätsrisiken (Unternehmensanleihen) erhöht. Folglich ist das Gesamtrisiko kaum gesunken.



Autor: Dr. Giuseppe Benelli

Wie können die Kunden sicherstellen, dass ihre Vermögensverwalter in ihrem Interesse handeln? Die Antwort des Gesetzgebers geht prinzipiell in zwei Richtungen. Einerseits sollten minimale Vorsorgeleistungen (zum Beispiel jährliche Mindestrendite und ständige Deckungsforderungen) garantiert werden, andererseits wird versucht, durch klare Anlagerichtlinien die Anlagerisiken der Pensionskassen unter Kontrolle zu halten (BVV 2). Obwohl die Politik die Zweckmässigkeit dieser übergeordneten Zielsetzung erkennt, dürfen die Auswirkungen auf die Anlageinvestitionen nicht unterschätzt werden.

Eine niedrige minimale Verzinsung dürfte – in einem vernünftigen Rahmen – keine grossen Auswirkungen haben. Diese wäre mit niedrigen Garantiekosten und höheren potenziellen Erträgen für die Kunden verbunden. Mit höheren garantierten Mindestrenditen wird es schwieriger, die gesetzlichen Deckungserfordernisse zu erfüllen. Diese Vorgabe impliziert, dass die Risikofähigkeit bei fallendem Deckungsgrad sinkt, also die Aktienquote bei fallenden Kursen abgebaut wird. Es stellt sich die Frage, ob eine solche zyklische Anlagestrategie im Interesse langfristiger orientierter Kunden ist. Nicht zu unterschätzen ist ausserdem die mit dem Festlegungsprozess der minimalen Renditen verbundene politische Unsicherheit: Sie erschwert ein effizientes Portfoliomanagement.

Auch die geltenden Anlagerichtlinien für Schweizer Pensionskassen müssen aus ökonomischer Sicht beurteilt werden. Dem Vorsorgezweck wird Rechnung getragen, indem das Prinzip der Diversifikation auf allen Anlageebenen eingehalten wird, sowie die Sicherheit und die Liquidität für laufende Rentenzahlungen gewährleistet werden. Die Einhaltung gesetzlicher Obergrenzen garantiert jedoch keine Abstimmung der Anlagen auf die spezifischen Passivstrukturen der Pensionskassen. Mittels einer Asset-Liability-Analyse kann die Struktur der Pensionskassenverpflichtungen untersucht und daraus die spezifische Risikofähigkeit jeder Kasse individuell abgeleitet werden. Diesbezüglich helfen Anlagestrategien, welche mit einem absoluten Renditeziel optimiert werden (Target Return Asset Investments). Damit sollte vermieden werden, dass mit der strikten Einhaltung der Anlagelimiten an einer aus der Sicht des Kunden suboptimalen Anlagestruktur festgehalten wird.

So bleibt die Herausforderung für Berater und Portfoliomanager, die Erwartungen der Kunden unter Berücksichtigung der gesetzlichen Rahmenbedingungen mit der Realität der Finanzmärkte in Einklang zu bringen.