

Vorsorgekapital nicht missbrauchen

Das Pariser Klimaübereinkommen erstreckt sich auch auf Finanzflüsse. Manche Schweizer Pensionskassen wollen dem nachleben – zulasten der künftigen Rentner. **MARKUS SAURER**

Vergangene Woche hat Frankreichs Präsident Emmanuel Macron überraschend eine kurze Klimakonferenz einberufen, die von den Medien als «Macron-Klimashow» belächelt wurde. In der Tat schien Macron mit den sattsam bekannten apokalyptischen Warnungen eher seine eigene Bedeutung als diejenige der Klimaproblematik hervorheben zu wollen.

Immerhin wurden aber auch konkrete Bemühungen angesprochen, um die Verteilung privater und öffentlicher Investitionsmittel zugunsten des Klimaschutzes zu beeinflussen. Internationale Entwicklungsbanken und Finanzinstitutionen der G-20-Länder stecken heute immer noch viermal so viele Mittel in fossile Energien wie in «grüne» Alternativen. Die Weltbank hat deklariert, ab 2019 keine Projekte mehr zur Gewinnung von Öl oder Gas fördern zu wollen. Mehr als 200 institutionelle Investoren wollen künftig Druck auf die grössten industriellen Emittenten von Treibhausgasen ausüben.

Diese Bemühungen entsprechen dem Klimaübereinkommen von Paris, das in Art. 2 Abs. 1 Lit. c die Signatarstaaten verpflichtet, ihre Finanzmittelflüsse in Einklang zu bringen «mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgasemissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung». Die Schweiz steht mit der Ratifizierung des Übereinkommens auch in dieser Pflicht, was natürlich die Frage aufwirft, wie in unserer freiheitlichen Wirtschaft und Gesellschaft überhaupt eine klimaverträgliche Lenkung von Finanzmittelflüssen erreicht werden könnte.

Streben nach kompatiblen Portfolios

Wer glaubt, diese Frage sei im eidgenössischen Parlament vor der Unterzeichnung des Klimaübereinkommens eingehend erörtert worden, sieht sich aber getäuscht. Sofern ich bei der Durchsicht der Unterlagen und Protokolle des National- und des Ständerats nichts übersehen habe, wurde diese Frage überhaupt nicht aufgegriffen. Genauso wie keine konkreten Massnahmen zur Reduktion der Treibhausgasemissionen diskutiert wurden (diese Diskussion wurde auf die Totalrevision des CO₂-Gesetzes aufgeschoben), wurden auch keine Massnahmen zur Beeinflussung von Finanzmittelflüssen diskutiert.

Wenige Tage vor der Macron-Konferenz hat die für Umweltfragen zuständige Bundesrätin Doris Leuthard die Botschaft zur Totalrevision des CO₂-Gesetzes vorgestellt und grob erklärt, wie der Bundesrat die Treibhausgasemissionen der Schweiz bis 2030 gemessen am Stand von 1990 zu halbieren gedenkt: Im Verkehr sollen erneuerbare Treibstoffe, strengere Emissionsvorschriften und – vermutlich – höhere Treibstoffpreise wesentlich dazu beitragen. Im Gebäudebereich werden die bereits laufenden technischen Effizienzmassnahmen weiter umgesetzt und sollen durch Lenkungsmassnahmen mit einer weltrekordhohen CO₂-Abgabe auf Brennstoffen

verstärkt werden. Wie das Parlament ging aber auch Leuthard nicht auf die klimaverträgliche Lenkung von Finanzmitteln ein. Schlafende Hunde weckt man nicht.

Legislativpolitiker, Medien und Öffentlichkeit dösen in dieser Sache offenbar weiter. Aktiv wurde hingegen das Bundesamt für Umwelt, das sich anscheinend bereits in der Rolle einer klimafinanzpaternalistischen, wenn nicht sogar klimafinanzpolizeilichen Ergänzung zur Finanzmarktaufsicht sieht. Noch vor der Bekanntmachung der Botschaft zur Totalrevision des CO₂-Gesetzes, schon am vergangenen 23. Oktober, orientierte diese Behörde über einen bereits vollzogenen Schritt in Richtung klimaverträglicher Finanzmittelflüsse. Ab



«Die Anlagevorschriften für Pensionskassen sind ohnehin schon zu eng.»

April dieses Jahres konnten Schweizer Pensionskassen und Versicherungen «freiwillig, anonym und gratis» ihre Portfolios aus Aktien und Unternehmensobligationen auf deren Kompatibilität mit dem Pariser Zwei-Grad-Ziel testen lassen (die globale Erwärmung soll auf weniger als zwei Grad Celsius gegenüber dem Niveau von vor Beginn der Industrialisierung begrenzt werden). Dieser Einladung sind 79 Pensionskassen und Versicherungen gefolgt, die rund zwei Drittel des schweizerischen Pensions- und Versicherungskapitals verwalten.

Der Test war entwickelt worden von der 2° Investing Initiative, einem internationalen Think Tank an der Schnittstelle zwischen Finanzsektor und Zwei-Grad-Klimaziel, der dazu ein globales Netzwerk von Finanzinstitutionen, Forschungsorganisationen, Vermögensverwaltern, Banken, Investoren, Analysten, Nichtregierungsorganisationen sowie Finanzaufsichts- und Umweltbehörden aufgebaut hat. Durchgeführt wurde der Schweizer Test, dem Pilotcharakter zukommt – also eine weitere unreflektierte Vorreiterrolle unseres Landes –, in Koordination und mit Unterstützung eines von der EU finanzierten Projekts des Titels Paris Agreement Capital Transition.

Eine dermassen schwindelerregende Aufzählung ist in einem Kommentar eher unschön, zugegeben, doch soll und kann damit gleich abschliessend die Vermutung untermauert werden, dass mit dem Pariser Abkommen ein höchst erspriesslicher Nährboden für staatliche, parastaatliche und private Verwalter und Berater urbar gemacht worden ist.

Der Test misst, inwieweit in den Sektoren Förderung fossiler Energien, Stromerzeugung, Transport und Industrie die Pläne der Unternehmen, in die investiert wurde, mit einer klimaverträglichen Emissionsentwicklung übereinstimmen. Die Ergebnisse für den schweizerischen Pilottest zeigen, dass die Portfolios der Probanden im Durchschnitt noch weit entfernt vom Zwei-Grad-Pfad liegen und eine Klimaerwärmung von vier bis sechs Grad «unterstützen». Während also die Klimaforscher über den fundamentalen Zusammenhang zwischen den anthropogenen Treibhausgasen und der Erdtemperaturentwicklung immer noch und sogar eher zunehmend streiten, scheinen die Klimafinanzanalysten nicht die geringsten Erkenntnisunsicherheiten zu kennen. Mit Verlaub, wer das glauben will, ist zumindest naiv.

Der Schweizerische Pensionskassenverband Asp begrüsst nicht nur diesen Test und ermuntert alle Mitglieder, daran teilzunehmen, sondern scheint auch keinerlei Probleme darin zu sehen, dass ausgerechnet die den Pensionskassen anvertrauten Vorsorgekapitalien systematisch klimapolitischen Zielen untergeordnet werden sollen. Die hohe Rate der Testteilnehmer scheint dem Verband recht zu geben. Aber halten sich die Pensionskassen und ihr Verband damit an ihre Aufgaben und ihre Charta, die ihnen ausdrücklich verbietet, andere Interessen als diejenigen der optimalen Verwaltung des Vorsorgekapitals ihrer Versicherten zu verfolgen? Nein.

Der Ertrag steht zuoberst

Der Markt für die Anlage von Vorsorgekapital wird etwa als der «dritte Beitragszahler» der Altersvorsorge bezeichnet, neben der Arbeitnehmer- und der Arbeitgeberseite. Die Pensionskassen müssen im Rahmen ihrer ohnehin schon zu engen Anlagevorschriften und im heutigen garstigen Zinsumfeld einzig und allein dafür sorgen, dass aus dem Markt laufend die bestmögliche Rendite herausgeholt werden kann.

Mit gymnasialer Mathematik ergibt sich, dass sie diese Pflicht mit ihrem Verhalten gegenüber der Klimapolitik verletzen: Die Portfoliooptimierung unter der Nebenbedingung der Klimakompatibilität ergibt zwangsläufig einen schlechteren Ertrag als die Optimierung ohne diese Nebenbedingung. Denn auch ohne klimapolitische Selbst- oder Fremdverpflichtung stehen den Pensionskassen Investitionen zugunsten des Klimas jederzeit zur freien Wahl – aber nur, wenn sie zumindest einen marktkonformen Ertrag einbringen.

Die Pensionskassen und alle anderen Zwangsversicherungen müssen unverzüglich sämtlichen freiwilligen und unfreiwilligen klimapolitischen Verpflichtungen entsagen.

Markus Saurer ist selbständiger Ökonom und Vorstandsmitglied im Carnot-Cournot-Netzwerk für Politikberatung in Technik und Wirtschaft.



MANFRED RÖSCHER
Ressortleiter
zum Thema
Schweiz-EU

Äquivalenz

Diplomatie ist ein Fremdwort für Heuchelei. Eine Sottise, doch stets von Substanz und Aktualität. Die EU-Kommission soll am Mittwoch die Börsenregulierung der Schweiz zwar als «äquivalent», als gleichwertig anerkennen, doch nur befristet bis Ende 2018. Andere Dritthandelsplätze wie die USA und Hongkong haben ein dauerhaftes Plazet erhalten.

Doch die verhandeln ja auch nicht mit der EU über ein bilaterales Rahmenabkommen. Bern und Brüssel ringen seit über dreieinhalb Jahren darum. Brüssel will den Deal, Berns Interesse jedoch ist lau, denn «fremde Richter» sind innenpolitische Nonvaleurs. Als Kommissionspräsident Jean-Claude Juncker vor einem Monat die Schweiz besuchte, war die Rede davon, nächstes Jahr solle endlich eine Einigung erreicht werden. Will die EU nun mit Druck, sprich Diskriminierung, nachhelfen?

Staaten haben keine Freunde, nur Interessen. Keine Sottise, sondern die Weisheit von Charles de Gaulle. Als Juncker in Bern säuselte, es gehe um einen «Freundschaftsvertrag», hätte die Schweizer Politik dieses Signal ironisch statt naiv auffassen müssen.

Die Börsenäquivalenz ist eines von mehreren Anliegen der Finanzbranche; die Schweizer Banken wünschen den Zugang zum EU-Markt. Die Bankvereinigung fordert, die Kohäsionszahlungen (zugesagt wurden 1,3 Mrd. Fr.) von Fortschritten hierbei abhängig zu machen. Das ist in der Tat das Gegen-Druckmittel, das Bern einsetzen kann – und notfalls soll.

Die EU gibt sich am Sonntag als «Friedensprojekt», verhält sich am Werktag aber mitunter kaltschnäuzig, ein gewöhnliches Kartell eben. Das dreistes Powerplay die Schweiz – mit ihrer ungefügigen direkten Demokratie – bockbeiniger statt nachgiebiger macht, kümmert die EU nicht. Gemessen an Macht und Grösse besteht schliesslich keine Äquivalenz.

Finanzrisiken erfordern ausgereifere Modelle

Die herkömmlichen Denkansätze im Risikomanagement berücksichtigen das menschliche Verhalten nicht zulänglich. **ERWIN W. HERI**

Risikomanagement gehört nicht erst, aber vor allem seit den Finanzkrisen nach 2007 mit zu den am meisten verwendeten Wendungen in der Wirtschaft, der Politik und den Medien. Entsprechend findet der Terminus auch Niederschlag in allen möglichen Vorlesungsverzeichnissen, in den Geschäftsberichten der Unternehmen, den Traktandenlisten von Verwaltungsratssitzungen oder von Regulierungsgremien.

Das Managen von Risiken hat sich zu den edelsten Aufgaben der Unternehmensführung entwickelt – und wie sich jüngst gezeigt hat, nicht ganz ohne Risiko.

Der Grad an analytischer Durchdringung spezifischer Risiken ist dabei vielerorts sehr ausgeprägt, nicht zuletzt an den Finanzmärkten. Dies ist ein Grund, weswegen an entsprechenden Positionen nicht selten Mathematiker, Statistiker oder Physiker sitzen. Auf der einen Seite sind die an den Finanzbörsen zu beobachtenden Phänomene relativ komplex, und auf der anderen Seite stehen Unmengen von Daten zur Verfügung, für die sich statistische/mathematische Analysen geradezu aufdrängen.

Gauss genügt nicht

Mithilfe quantitativer Analysen und Modelle gelingt es im Normalfall auch, die entsprechenden Prozesse, beispielsweise mit der guten alten Gauss'schen Verteilung, vernünftig zu beschreiben und darauf aufbauend Risikomodelle zu entwickeln. Im Normalfall.

Leider ist nun aber der Normalfall nicht unbedingt das, was uns im Risikomanagement wirklich interessiert – eben gerade nicht.

Eigentlich wissen wir das nicht erst seit den viel besprochenen Unfällen im amerikanischen Hypothekenbereich. Spätestens seit dem Aktiencrash im Herbst 1987 ist bekannt, dass es an den Finanzmärkten Ereignisse gibt, die es nach den Risikomodellen der ersten Stunde eigentlich nicht geben dürfte, beziehungsweise sie dürften vielleicht alle 10000 Jahre einmal eintreten, haben diesen Kredit aber in den vergangenen zwanzig Jahren schon einige Male aufgebraucht. Entsprechend reicht es inzwischen nicht mehr, wenn führende Kreise beschwören, geschehene Unfälle hätten objektivweise gar nicht passieren können.

Märkte sind soziale Systeme

Man sollte sich nun allmählich an die Tatsache gewöhnen haben, dass der Stressfall nicht mehr einfach ein um ein paar Standardabweichungen aufgeblähter Normalfall innerhalb einer Gauss'schen Verteilung ist (sprich der Normalverteilung gemäss dem deutschen Mathematiker Carl Friedrich Gauss, 1777 bis 1855). Risikomanagement ist nämlich deswegen anspruchsvoller geworden, weil wir heute mehr über die risikogenerierenden Prozesse wissen als noch vor zwanzig Jahren. Weder hat diese Einsicht aber bisher überall Einzug gehalten, noch macht sie die Aufgabe des Risikomanagers einfacher.

Heute weiss man (nicht zuletzt auch in den hochbezahlten Risk-Abteilungen der Grossbanken), dass die während Jahren verwendete Gauss'sche Analyse eigentlich nie ein wirklich adäquates Instrument für das Risikomanagement war, auch wenn der Begriff des Value at Risk (VaR), der aus der entsprechenden Analyse abgeleitet ist, auch heute noch das Schlagwort Nummer eins im Risikomanagement ist. Während die Normalverteilung unter normalen Bedingungen vielleicht eine vernünftige Beschreibung des Verhaltens von Finanz-

«Es reicht inzwischen nicht mehr, wenn führende Kreise beschwören, geschehene Unfälle hätten objektivweise gar nicht passieren können.»

marktpreisen abgeben mag, sind wir eben im Risikomanagement daran interessiert, was unter speziellen Bedingungen an den Märkten passiert.

Des Weiteren ist ein Markt kein statistisch-physikalisches Konstrukt, das man mit einfacher Analysis simulieren kann. Ein Markt ist ein soziales System, das sich nicht immer im Gleichgewicht befindet und nicht zuletzt durch Feedbacks charakterisiert ist. Für das Risikomanage-

ment bilden in einem solchen System vor allem die Ungleichgewichte und das Chaos die relevanten Fragestellungen und nicht eine irgendwie definierte «Normalität» (innerhalb deren der Value at Risk sinnvoll wäre).

Schmetterling und Taifun

Mehr und mehr wird heute in diesem Zusammenhang von sogenannten komplexen adaptiven Systemen gesprochen, wie man sie etwa aus der Meteorologie oder aus der physikalischen Stromanalyse kennt. Dies sind Modelle, innerhalb deren beispielsweise der sprichwörtliche Schlag des Schmetterlingsflügels einen Taifun auslösen kann oder Wasser in einem sonst ruhigen Flussbett ganz plötzlich gefährliche Wirbel entwickelt.

Wenn man solche Modelle in einen sozialen Kontext wie einen Markt einbaut, dann können darin «endogene Wirbel» entstehen, die ihren Ursprung in einfachsten Änderungen des Verhaltens von Marktakteuren haben. Solche Veränderungen können ganz abrupt eintreten – oder auch sehr langsam.

Es können dies Mode- oder andere Strömungen sein, «Fads and Fashions», die das System zunächst nur unwesentlich beeinflussen, plötzlich aber zu einer Art Zustandsänderung führen, die unter Umständen, einem Tsunami gleich, eine Überflutung oder auf der anderen Seite eine Austrocknung der Märkte mit den entsprechenden Preisreaktionen hervorrufen kann.

Wenn man diese Elemente nun noch verbindet mit den Erkenntnissen und den Modellen, die sich in den vergangenen Jahren rund um den Begriff der Behavioral Finance (die untersucht, weshalb Menschen mitunter irrationale finanzielle Entscheide fällen) etabliert haben, dann wird das Set möglicher Kurs- und Risiko-prozesse noch einmal reicher. Die Zufallsmuster der Preisentwicklung bleiben dabei ähnlich; im Zweifelsfall werden sie noch etwas hässlicher.

Wirklichkeit ist komplex

Im Kontext des Risikomanagements produziert solche «behavioristische Systemdynamik» Strukturen, die nicht leicht analytisch zu durchdringen sind. Sie liegen aber wesentlich näher an der Realität als die traditionellen Denkansätze. Und Risikomanagement sollte sich doch eigentlich mit dem auseinandersetzen, was passieren kann, und nicht mit dem, was man modelltheoretisch gerade noch in den Griff bekommt.

Es scheint, als hätten wir hier noch einiges an Arbeit vor uns. Auch und nicht zuletzt in den Risk-Management-Abteilungen von Grossbanken oder in den Brainstormings von Regulierungsbehörden.

Erwin W. Heri ist Professor für Finanztheorie an der Universität Basel und Adjunkt Professor am Swiss Finance Institute in Zürich sowie Gründungspartner der Finanzausbildungsplattform Fintool.ch