

Kapitalanlagepolitik von Altersversorgungseinrichtungen im Spannungsfeld zwischen historischen Niedrigzinsen und Solvency II

Das aktuelle Kapitalmarktumfeld und die grundlegende Reformierung des Aufsichtsrechts durch Solvency II stellen die Kapitalanlagepolitik von Altersversorgungseinrichtungen, vor allem die von Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen, vor zwei zentrale Herausforderungen. Zum einen unterschreitet die Rendite der von diesen Unternehmen traditionell favorisierten „risikoarmen“ Anlagen, wie erstklassige Euro-Staatsanleihen und Euro-Pfandbriefe sowie einlagengesicherte Schuldscheindarlehen, den Rechnungszins der Unternehmen inzwischen deutlich, was auch mit dem Begriff Anlagenotstand bezeichnet wird. Zum anderen sehen sich die Unternehmen im Sinne eines integrierten Asset Liability Management und einer stärkeren Marktwertorientierung gefordert, ihre Vermögensanlagen enger an den Verpflichtungen und an den zur Verfügung stehenden Eigenmitteln auszurichten¹, als dies in der Vergangenheit meist der Fall war.

Vor diesem Hintergrund geht der vorliegende Beitrag der Frage nach, welche Anlagestrategien dazu beitragen können, diese beiden Herausforderungen zu meistern.

¹ In diese Richtung zielt bereits das BaFin-Rundschreiben 4/2011 (VA) für Versicherungsunternehmen. Danach muss der Asset-Liability-Prozess geeignet sein, „... die Asset- und Liability-Positionen zu steuern, um sicherzustellen, dass die Vermögensanlagen den Verbindlichkeiten und dem Risikoprofil des Unternehmens angemessen sind.“

Wertsicherungsstrategien als möglicher Ausweg aus dem Anlagenotstand

Ganz allgemein legt eine Anlagestrategie fest,

- auf welche Anlageklassen das Vermögen strategisch, also langfristig aufgeteilt wird (Auswahl von Anlageklassen),
- wie diese Anlageklassen im Zeitablauf gewichtet werden und
- welche Anlagevehikel (Direktanlage, Fonds etc.) dabei zum Einsatz kommen.

Angesichts der unzureichenden Rendite risikoarmer Anlagen im Vergleich zum Rechnungszins der Unternehmen, sehen sich viele Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen gezwungen, den Anteil „risikoreicher“ Anlageklassen an ihrem Gesamtvermögen zu erhöhen, vornehmlich durch Anlagen in höher verzinsliche Unternehmensanleihen, Aktien, Immobilien etc.

Um die mit der höheren erwarteten Rendite dieser risikoreichen Anlageklassen untrennbar verbundenen höheren Verlustgefahren zu begrenzen, setzen die Unternehmen respektive deren Asset Manager dabei häufig regelgebundene Verfahren zur dynamischen Gewichtung der Anlageklassen im Zeitablauf ein, die sicherstellen sollen, dass ein durch mögliche Kursverluste der risikoreichen Anlagen verursachter Wertverfall des Gesamtvermögens ein vorgegebenes Maß nicht überschreitet.

Diese Verfahren werden häufig vereinfachend mit dem Begriff Wertsicherungsstrategien bezeichnet.²

Unabhängig von ihrer spezifischen Ausgestaltung³ und ihrer Bezeichnung funktionieren Wertsicherungsstrategien typischerweise nach folgendem Grundmuster: Der Anleger bestimmt für das Anlagevermögen zunächst eine Wertuntergrenze (Floor), die fortlaufend oder zu einem bestimmten zukünftigen Zeitpunkt nicht unterschritten werden soll. Anschließend wird das Anlagevermögen in der Weise auf ein risikoarmes und ein risikoreiches Teilportfolio aufgeteilt, das auch ein angenommener extremer Kurseinbruch der risikoreichen Anlagen nicht dazu führt, dass der Gesamtwert des Anlagevermögens unter die vorgegebene Wertuntergrenze fällt.

² Andere typische Bezeichnungen hierfür sind Dynamische Asset Allocation- oder Portfolio Insurance-Strategien und auch Abkürzungen wie CPPI- oder VaR-Strategien. Zur Einordnung und zum Vergleich von Wertsicherungsstrategien mit anderen Anlagestrategien, insbesondere Rebalancing-Strategien vgl. Perold/Sharpe: Dynamic Strategies for Asset Allocation, in: Financial Analysts Journal, January/February 1988 sowie Trippi, R.F./Harriff, R.B. (Trippi/Harriff, 1991): Dynamic Asset Allocation Rules: Survey and Synthesis, in: Journal of Portfolio Management, Summer 1991

³ Zur Ausgestaltung, Klassifizierung und Funktionsweise von Wertsicherungsstrategien vgl. beispielsweise Ebertz/Gießelbach/Schmidt-von-Rhein: Aktieneinstieg und Aktienaufbau mit Spezialfonds, in: Jochen Kleeborg, Christian Schlenger (Hrsg.), Handbuch Spezialfonds, Uhlenbruch Verlag, Bad Soden 2000, S. 487ff.

Solvency II kompakt

Das aktuelle Kompetenzportal zu Solvency II



Der Differenzbetrag zwischen dem Gesamtwert des Anlagevermögens A und der vorgegebenen Wertuntergrenze F definiert zu jedem Zeitpunkt das maximal zulässige Verlustpotenzial des Vermögens und wird entsprechend als Risikobudget RB bezeichnet. In einem günstigen Kapitalmarktumfeld mit anziehenden Kursen der risikoreichen Anlagen und damit (*ceteris paribus*) einem zunehmenden Gesamtvermögenswert nimmt das Risikobudget zu, in einem ungünstigen Umfeld mit nachgebenden Kursen dagegen ab. Mit zunehmendem Risikobudget und damit einem höheren zulässigen Verlustpotenzial des Gesamtvermögens kann der risikoreiche Teilbetrag des Vermögens ARR zu Lasten des risikoarmen Teilbetrags ARA bis zur maximal zulässigen Risikoquote RQ erhöht werden und umgekehrt. Entsprechend folgen Wertsicherungsstrategien zwangsläufig einer prozyklischen Handelsregel.⁴ In welchem Ausmaß prozyklische Anpassungen vorgenommen werden, hängt dabei neben der Veränderung des Risikobudgets von einem weiteren Parameter ab, der als Multiplikator m bezeichnet wird.

Mathematisch und in vereinfachter Form lässt sich die Handelsregel einer Wertsicherungsstrategie wie folgt beschreiben:⁵

⁴ Die durch die Handelsregel bedingte Prozyklizität von Wertsicherungsstrategien lässt sich durch antizyklische Komponenten allenfalls abmildern. Im Gegensatz dazu basieren Rebalancing-Strategien auf einer antizyklischen Handelsregel.

⁵ Die nachfolgend erläuterte Handelsregel ist die einer typischen optionsfreien Wertsicherungsstrategie. Das mit dieser Handelsstrategie verbundene asymmetrische Rendite/Risiko-Profil ist mit dem Rendite/Risiko-Profil einer optionsbasierten Wertsicherungsstrategie allerdings weitgehend identisch.

$$RB = \max(0; A - F)$$

$$A_{RR} = \min(m \cdot RB; RQ \cdot A)$$

$$A_{RA} = A - A_{RR}$$

Die erwartete (*ex ante*) Rendite einer Wertsicherungsstrategie hängt vor allem von der erwarteten Mehrrendite (Risikoprämie) der risikoreichen Anlagen im Verhältnis zu der erwarteten Rendite der risikoarmen Anlagen ab. Die mögliche Mehrrendite kann allerdings nicht vollständig vereinnahmt werden, da im Rahmen einer Wertsicherungsstrategie, unabhängig davon, ob diese mit oder ohne den Einsatz von Optionen arbeitet, explizite oder implizite Wertsicherungskosten entstehen.

Die erwarteten Wertsicherungskosten einer Wertsicherungsstrategie hängen vor allem von der Volatilität des risikoreichen Teilportfolios ab sowie von der Diversifikationswirkung zwischen den risikoreichen und den risikoarmen Anlagen. Je höher die Diversifikationswirkung, umso mehr Risiken werden auf „natürliche“ Weise wegdiversifiziert und müssen nicht „kostspielig“ abgesichert werden. Daneben spielt auch der gewählte Multiplikator der Wertsicherungsstrategie eine wichtige Rolle, der idealerweise auf das risikoreiche Teilportfolio abgestimmt sein sollte.⁶ Schließlich sind auch die Transaktionskosten bei der Umschichtung zwischen risikoreichen und risikoarmen Anlagen nicht zu vernachlässigen, wobei diese wiederum entscheidend von der festgelegten Transaktionsschwelle abhängen.

⁶ Soll beispielsweise die langfristige (geometrische) Rendite des Anlagevermögens maximiert werden, so bestimmt sich der optimale Multiplikator aus dem Verhältnis zwischen der erwarteten Mehrrendite und der Volatilität des risikoreichen Teilportfolios.

Solvency II kompakt

Das aktuelle Kompetenzportal zu Solvency II



Je nach Ausgestaltung und Umsetzung der Wertsicherungsstrategie durch den Anleger oder seinen Asset Manager (Zusammensetzung des risikoarmen und risikoreichen Teilportfolios, Höhe des Multiplikators und der Transaktionsschwelle etc.) können die Wertsicherungskosten (ceteris paribus) nahezu die gesamte Mehrrendite der risikoreichen Anlagen „auffressen“ oder einen deutlich geringeren Anteil ausmachen. Leider wird dieser Umstand in der Anlagepraxis häufig vernachlässigt mit entsprechend nachteiligen Folgen für die realisierte Rendite einer Wertsicherungsstrategie.

Last but not least spielt auch das Anlagevehikel bei der Umsetzung einer Wertsicherungsstrategie eine wichtige Rolle.

Insbesondere unter Abschreibungsgesichtspunkten macht es bei einer HGB-Bilanzierung einen erheblichen Unterschied, ob eine Wertsicherungsstrategie als Overlay über die Direktanlagen oder im Rahmen eines Fonds umgesetzt wird. Da bei einem Fonds nur der Anteilwert des Gesamtportfolios in der Bilanz anzusetzen ist, können Kursverluste des risikoreichen Teilportfolios durch ordentliche und außerordentliche Erträge des risikoarmen Teilportfolios kompensiert werden, so dass kein Abschreibungsbedarf entsteht. Überdies können die Vorteile der Nennwertbilanzierung von risikoarmen Namenspapieren und Schuldscheindarlehen in der Direktanlage im Bedarfsfall über das Durchschauprinzip (beizulegender Zeitwert) auch im Fonds genutzt werden.

Wertsicherungsstrategien im Sinne eines integrierten Asset Liability Management

Die Grundidee einer Wertsicherungsstrategie besteht darin, den Anteil der risikoreichen Anlagen am Gesamtvermögen eines Anlegers zu jedem Zeitpunkt genau so zu wählen, dass nicht mehr als ein bestimmtes, vom Anleger vorgegebenes Risikobudget verloren werden kann und gleichzeitig die erwartete Mehrrendite der risikoreichen Anlagen für den Anleger maximiert wird.⁷ Das Risikobudget bemisst sich dabei nach der objektiven Risikotragfähigkeit und subjektiven Risikoneigung des Anlegers. Salopp formuliert definiert das Risikobudget damit den Verlustbetrag, den der Anleger sich maximal leisten kann oder will.

⁷ Eine treffende Bezeichnung für eine Wertsicherungsstrategie ist deshalb auch der Begriff „Risikobudget-basierte Strategie“.

Eine geeignete Messlatte für die objektive Risikotragfähigkeit eines Lebensversicherungsunternehmens oder einer Pensionskasse im Sinne eines integrierten Asset Liability Management (ALM) ist der Überschuss der Vermögensanlagen (Assets) über die Verpflichtungen (Liabilities). Eine Wertsicherungsstrategie im ALM-Sinne muss deshalb sicherstellen, dass selbst in einem Worst-case-Szenario am Kapitalmarkt möglichst nicht mehr als dieser Überschuss oder ein bestimmter festgelegter Teil⁸ davon verloren werden kann.

⁸ Da der Überschuss der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen neben Kapitalanlagerisiken auch versicherungstechnische und operationelle Risiken „abdecken“ muss, wird für die Vermögensanlagen regelmäßig nur ein Teil des Überschusses als Risikobudget zur Verfügung gestellt.

Solvency II kompakt

Das aktuelle Kompetenzportal zu Solvency II



Vor diesem Hintergrund sind für die sachgerechte Ausgestaltung einer Wertsicherungsstrategie im ALM-Sinne zwei Merkmale entscheidend:

- 1. Definition des Risikobudgets als ein bestimmter Prozentsatz p des Überschusses der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen, sofern ein solcher Überschuss vorhanden ist:

$$RB = \max(0; p \cdot (A - L))$$

- 2. Verpflichtungskonforme Zusammensetzung und Duration des risikoarmen Teilportfolios (Liability Matching Portfolio).

Das zweite Ausgestaltungsmerkmal gewährleistet, dass für den Fall, dass kein Überschuss und damit auch kein Risikobudget vorhanden ist, auch kein Kapitalanlagerisiko in Form eines aktiven Durationsrisikos mehr besteht, d. h. einer Durationsabweichung zwischen den Vermögensanlagen und den Verpflichtungen.⁹

In der Anlagepraxis sind viele Wertsicherungsstrategien von Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen (noch) nicht im ALM-Sinne, sondern aus einem „Asset-only-Blickwinkel“ heraus konzipiert.¹⁰

⁹ Zwar kann dadurch die Entstehung einer Deckungslücke nicht verhindert werden, sofern die Rendite des verpflichtungskonformen, risikoarmen Teilportfolios den Rechnungszins des Unternehmens (wie derzeit) unterschreitet. Allerdings kann in Anbetracht des fehlenden Risikobudgets das Risiko einer noch größeren Deckungslücke aufgrund einer Durationsabweichung zwischen den Vermögensanlagen und den Verpflichtungen in Verbindung mit einer „ungünstigen“ Zinsentwicklung vermieden werden.

¹⁰ Dies hängt vor allem mit der bislang häufig noch dominierenden, bilanziell bedingten Buchwertorientierung zusammen.

Dies äußert sich darin, dass diese Strategien nicht auf die Absicherung des Überschusses der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen abstellen, sondern auf die Absicherung eines bestimmten Mindestwerts der Vermögensanlagen A^{\min} :

$$RB = \max(0; A - A^{\min})$$

Darüber hinaus orientiert sich häufig weder die Zusammensetzung noch die Duration des risikoarmen Teilportfolios dieser Strategien an den Verpflichtungen.

Da Wertsicherungsstrategien aus dem Asset-only-Blickwinkel definitionsgemäß insensitiv sind gegenüber dem Wert der Verpflichtungen, sind sie auch insensitiv gegenüber dem Wert des Überschusses, der durch den Wert der Verpflichtungen wesentlich mitbestimmt wird. Da dieser Überschuss aber, wie oben erläutert, die objektive Risikotragfähigkeit des Unternehmens widerspiegelt, hat dies wiederum zur Konsequenz, dass diese Strategien den Risikogehalt der Kapitalanlagen nicht sachgerecht in Abhängigkeit der objektiven Risikotragfähigkeit steuern können.

Da der Wert der Verpflichtungen bei der Asset only-Sicht außen vor bleibt, liegt es auf der Hand, dass das Ausmaß der Fehlsteuerung umso größer ist, je stärker der Wert der Verpflichtungen sich verändert. Da der Wert der Verpflichtungen wiederum vor allem vom Zinsniveau bestimmt wird, sind letztlich die Schwankungen der Marktzinsen entscheidend.

Solvency II kompakt

Das aktuelle Kompetenzportal zu Solvency II



Das folgende stilisierte Fallbeispiel soll das mögliche Ausmaß einer Fehlsteuerung verdeutlichen. Dazu betrachten wir zwei anfänglich identische Lebensversicherungsunternehmen, von denen das erste (LVU 1) eine Wertsicherungsstrategie im Sinne eines integrierten Asset Liability Management und das zweite (LVU 2) eine Wertsicherungsstrategie aus einem Asset-only-Blickwinkel implementiert. Zur Vereinfachung,

aber ohne Beschränkung der Aussagekraft der Ergebnisse, wird dabei angenommen, dass versicherungstechnische und operationelle Risiken für die betrachteten Unternehmen eine vernachlässigbare Rolle spielen und das jeweilige Risikobudget vollständig für die Vermögensanlagen zur Verfügung steht. Zudem wird unterstellt, dass die Nettobeiträge und Nettoleistungen identisch sind und sich genau ausgleichen.

Ausgangssituation:

LVU 1 und 2 verfügen jeweils über Vermögensanlagen A in Höhe von 100 und Verpflichtungen L in Höhe von 95. Der Überschuss der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen beträgt entsprechend 5. Die Verpflichtungen weisen eine modifizierte Duration von 10 auf.

LVU 1 und 2 möchten einen Teil ihrer Vermögensanlagen in risikoreiche Anlagen investieren, um deren erwartete Mehrrendite zu vereinnahmen. Gleichzeitig möchten sie sicherstellen, dass durch mögliche Verluste der risikoreichen Anlagen nicht mehr als ein von ihnen vorgegebenes Risikobudget verloren werden kann. Entsprechend implementieren LVU 1 und 2 jeweils über einen Fonds eine Wertsicherungsstrategie und zwar mit einem Multiplikator von 3 und einer maximalen Risikoquote von 35 %. Als risikoreiches Teilportfolio wählen LVU 1 und 2 jeweils ein breit gestreutes Aktienportfolio.

Für den Fall, dass das jeweils vorgegebene Risikobudget vollständig aufgebraucht ist, möchten LVU 1 und 2 sicherstellen, dass kein Kapitalanlagerisiko in Form einer Durationsabweichung zwischen den Vermögensanlagen und den Verpflichtungen mehr besteht. Aus diesem Grund investieren LVU 1 und 2 das risikoarme Teilportfolio verpflichtungskonform in Anleihen mit einer modifizierten Duration von ebenfalls 10 Jahren (Liability Matching).

Im Sinne eines integrierten Asset Liability Management definiert LVU 1 das Risikobudget zu jedem Zeitpunkt als den Überschuss der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen (anfänglich 5). Demgegenüber definiert LVU 2 das Risikobudget als den Überschuss der Vermögensanlagen über einen Mindestwert der Vermögensanlagen in Höhe von 95 (anfänglich ebenfalls 5).

Gemäß der oben beschriebenen Handelsregel und den Parametern der implementierten Wertsicherungsstrategien ergeben sich sowohl für LVU 1 als auch für LVU 2 eine anfängliche Soll-Aufteilung der Vermögensanlagen auf 15 Aktien (dreifaches Risikobudget) und 85 Anleihen.

Kapitalmarktszenario: 10-Jahresrendite steigt um 0,5%, Aktienmarkt unverändert

Der Renditeanstieg um 0,5 % hat zur Folge, dass bei LVU 1 und 2 sowohl der Wert des risikoarmen Teilportfolios als auch der Wert der Verpflichtungen bei der unterstellten modifizierten Duration von 10 um 5 % nachgeben. Der Gesamtwert der Vermögensanlagen nimmt entsprechend von 100 auf 95,75 ab, der Gesamtwert der Verpflichtungen von 95 auf 90,25. Die objektive Risikotragfähigkeit von LVU 1 und 2 als Überschuss der Vermögensanlagen über die Verpflichtungen erhöht sich von 5 auf 5,5.

Ungeachtet der gleichen (wirtschaftlichen) Auswirkungen des Renditeanstiegs auf das Vermögen und die Verpflichtungen und damit die objektive Risikotragfähigkeit von LVU 1 und 2 ergeben sich allerdings unterschiedliche Auswirkungen auf die neue Soll-Allokation der Vermögensanlagen im Rahmen der beiden Wertsicherungsstrategien und zwar aufgrund der unterschiedlichen Definitionen der Risikobudgets:

Die neue Soll-Allokation für LVU 1 beträgt: 16,5 Aktien und 79,25 Anleihen.

$$\begin{aligned}RB &= \max(0; A - L) = \max(0; 95,75 - 90,25) = 5,5 \\A_{RR} &= \min(m \cdot RB; RQ \cdot A) = \min(3 \cdot 5,5; 0,35 \cdot 100) = 16,5 \\A_{RA} &= A - A_{RR} = 95,75 - 16,5 = 79,25\end{aligned}$$

Die neue Soll-Allokation für LVU 2 dagegen: 2,25 Aktien und 93,5 Anleihen.

$$\begin{aligned}RB &= \max(0; A - A^{\min}) = \max(0; 95,75 - 95) = 0,75 \\A_{RR} &= \min(m \cdot RB; RQ \cdot A) = \min(3 \cdot 0,75; 0,35 \cdot 100) = 2,25 \\A_{RA} &= A - A_{RR} = 95,75 - 2,25 = 93,5\end{aligned}$$

Trotz der leicht zunehmenden objektiven Risikotragfähigkeit von LVU 1 und 2 wird bei der Wertsicherungsstrategie aus dem Asset-only-Blickwinkel von LVU 2 der Anteil der risikoreichen Anlagen erheblich reduziert. Dagegen erhöht sich der risikoreiche Anteil bei LVU 1 aufgrund der entsprechenden Ausgestaltung der Wertsicherungsstrategie im ALM-Sinne proportional zur zunehmenden Risikotragfähigkeit.

Es ist leicht nachvollziehbar, dass eine Fehlsteuerung unter sonst gleichen Umständen auch bei einem um 0,5 % nachgebenden Zinsniveau auftritt. In diesem Fall würde allerdings der gegenteilige Effekt eintreten, nämlich eine kräftige Erhöhung des risikoreichen Teilportfolios bei der Wertsicherungsstrategie mit Asset-only-Blickwinkel, obwohl sich die objektive Risikotragfähigkeit von LVU 2 nur unwesentlich verändert.

Solvency II kompakt

Das aktuelle Kompetenzportal zu Solvency II



Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass Wertsicherungsstrategien gerade für Anleger mit begrenztem Risikobudget und damit auch für Lebensversicherungsunternehmen und Pensionskassen einen Ausweg aus dem Anlagenotstand eröffnen können. Für den Erfolg der Wertsicherungsstrategie ist dabei allerdings deren sachgerechte Ausgestaltung sehr wesentlich.

Unglücklicherweise wird eine sachgerechte Ausgestaltung durch bilanzielle oder aufsichtsrechtliche Vorgaben teilweise erschwert. Dies gilt auch im Hinblick auf Solvency II, bei der (dynamische) Wertsicherungsstrategien nicht als risikomindernd bei der SCR-Berechnung anerkannt werden.¹¹

¹¹ Vgl. European Commission: QIS5 Technical Specifications, Brussels 2010, SCR 12.19, p. 271