

Investieren mit striktem Blick auf die Passivseite

Die neuen **Solvenzanforderungen** verlangen von den Versicherungen auch neue Ansätze in der Anlagestrategie. **RUGGERO P. HUESLER**

Seit dem 1. Januar 2006 ist das neue Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) in der Schweiz in Kraft. Bestandteil dieses neuen Gesetzes sind neue Solvenzvorschriften, die im Swiss Solvency Test (SST) eingebettet sind. Der SST verlangt u.a. die marktnahe Bewertung der Anlagen und Verbindlichkeiten als ersten Schritt zur Bestimmung des Zielkapitals einer Versicherung. Anlagen und Verbindlichkeiten werden also fristenkongruent gestaltet. Welche Folgen hat diese Neugestaltung auf die Anlagestrategie?

In Grossbritannien, wo Pensionskassen schon seit einigen Jahren der Rechnungslegungsnorm FRS-17 unterstellt sind, welche eine marktnahe Bewertung der Anlagen und Verbindlichkeiten ebenso verlangt, wurden «neue» Arten von Anlagestrategien ein heisses Thema, besonders die so genannte Strategie «Liability Driven Investment» (LDI)^{1,2}. Mit einer solchen Anlagestrategie sollten Versicherungen bzw. Pensionskassen besser in der Lage sein, allfällige Defizite unter Kontrolle zu halten.

Vier Schritte zu einer LDI-Anlagestrategie

Eine LDI-Anlagestrategie besteht darin, die Anlagen nach den Verbindlichkeiten zu gestalten. Der Schlüssel liegt also in Modellierung und Verständnis der Verbindlichkeiten. Die Implementierung einer LDI-Anlagestrategie erfolgt in vier Schritten:

Ruggero P. Huesler, CFA ist Managing Principal bei Aldebaran Consulting & Advisory SA in Genf.

1. Festlegung des Liability Matching Portfolio (LMP): Dieser Schritt besteht darin, die Cashflows der Verbindlichkeiten zu schätzen und ein einfaches Anlageportfolio zu bestimmen, das diese Cashflows

In Grossbritannien wurden «neue» Arten von Anlagestrategien zu einem heissen Thema.

zum richtigen Zeitpunkt generiert. Hier stehen Zins-, Inflations- und Durationsrisiken im Vordergrund. Das daraus entstehende Portfolio wird mit Staats-/Firmenanleihen und Swaps aufgebaut.

2. Festlegung von Benchmark, Asset Allocation und Risiko-Budget: Dieser Schritt wird wie in der traditionellen Anlageverwaltung durchgeführt. Das Verbindlichkeitsmodell gilt aber als Benchmark, und das LMP wird als eine Anlagekategorie behandelt. Als Anlagekategorie wird



Masstab für die Anlagen müssen die passivseitigen Verbindlichkeiten sein.

ein spezifisches Gewicht (bis zu 100 Prozent) dem LMP bei Asset Allocation zugeordnet. Bei Zuordnung von einem 100-Prozent-Gewicht haben wir eine «LDI narrow»-Anlagestrategie, die mit einer traditionellen «passiven» Anlagestrategie zu vergleichen ist. In allen anderen Fällen wird von «LDI broad» gesprochen. Dann muss das Risiko-Budget verteilt werden und die entsprechende «aktive» Portfoliokomponente zusätzlich festgelegt werden.

3. Selektion der Manager: In diesem Schritt werden die verschiedenen Fonds bzw. Instrumente gewählt, die zur erwünschten Performance beitragen. Im Fall vom «LDI broad» werden hier Hedge Funds oder Total-Return-Fonds gewählt.

4. Implementierung: Dieser Schritt ist die Übergangsphase zur Einführung des LDI-Anlageportfolios. Dieses sieht wesentlich anders aus als das bestehende Portfolio. Portfolio-positionen werden aus Liquiditäts- und Kostengründen nur stufenweise geändert.

Obwohl die Grundlagen einer solchen Strategie ziemlich intuitiv sind, lassen sich Fragen über die Implementierbarkeit stellen: zur Existenz der Anlageinstrumente in den Kapitalmärkten, zur Anwendbarkeit bei z.B. Nichtlebensversicherungen, zur Kompatibilität mit heute geltenden Anlagevorschriften und zur Bereitschaft der internen Risikomanager, solche Strategien anzuwenden.

Positive Entwicklung der Kapitalmärkte

LMP-Portfolios bestehen v.a. aus Obligationenanlagen. Nun mangelt es zwar offensichtlich an Long Bonds im Kapitalmarkt, weil das Angebot von langfristigen Staatsanleihen viel kleiner als die Nachfrage ist. Die Nachhaltigkeit dieses Zustands sollte mindestens 10 bis 15 Jahre³ dauern. Ein Team von Analysten bei Morgan Stanley in London² hat unter Annahmen, wie der Alterung der Bevölkerung und der fortschreitenden Änderung der Statuten der meisten Pensionskassen von Leistungsprimat zu Beitragsprimat, Simulationen der Staatsanlehennachfrage von britischen Pensionskassen durchgeführt. Das Hauptergebnis: Die Nachfrage von Staatsobligationen wird in den

Der Nachfrageüberhang nach Long Bonds dürfte noch mindestens 10 bis 15 Jahre dauern.

kommenden Jahren, bis 2010–2015, noch stärker zunehmen, wird aber danach, also in etwa 10 Jahren, auch sehr stark zurückgehen.

Das Angebot anderer langfristiger Anlageinstrumente mit hoher Kreditqualität, nämlich Hypotheken, langfristige Firmenanleihen und v.a. die wachsende Verbriefung von Risiken in Form von Asset Backed Securities (ABS) kann aber mindestens einen Teil der erhöhten Nachfrage in den nächsten Jahren erfüllen.

Wenn LDI-Anlagestrategien eine offensichtliche Lösung für Pensionskassen und Lebensversicherer sind, da die Duration der Verbindlichkeiten lang ist und das entsprechende Risiko am höchsten ist, sind LDI-Anlagestrategien auch bei Nichtlebensversicherern durchaus anwendbar. Krankenversicherer z.B. haben in der Regel mehrjährige Schadenrückstellungen.

Wachsende Kompatibilität

Eine Konsequenz aus der Einführung von LDI-Anlagestrategien besteht im erhöhten Einsatz von Derivatinstrumenten (Swaps, ABS usw.) in Anlageportfolios der Versicherer bzw. Pensionskassen. Dies kann teilweise zu einem Kompatibilitätsproblem mit heute geltenden Anlagevorschriften führen. Allzu detaillierte Anlagevorschriften, wie diejenigen, welche die Beschränkungen auf Anlagekategorieebene auf Grund des Einzelanlagerisikos

enthalten, sind ein klares Hindernis. Solche Vorschriften gelten heute noch in einigen Ländern, sei es für Versicherungen, sei es für Pensionskassen.

Eigentlich sollten Regeln über Einzelanlagen durch Prinzipien ersetzt werden, welche Portfoliorisiko, Anlagediversifizierung und andere Kriterien abdecken. Solche Prinzipien sind unter der «prudent investor rule» zu finden. Manche Aufsichtsbehörden gestalten ihre neuen Anlagevorschriften nach diesem Modell, was mehr Spielraum für institutionelle Anleger schaffen würde. Im Zusammenhang mit dem VAG wird das Bundesamt für Privatversicherungen (BPV) neue Anlagerichtlinien per Ende April 2006 veröffentlichen. Je näher die künftige Richtlinie an die «prudent investor rule» angelehnt ist, desto grösser ist die Möglichkeit, eine LDI einzuführen.

Ein relativer Mangel an Know-how könnte ein weiteres Hindernis zur schnellen Adaption einer LDI-Anlagestrategie sein. Tatsächlich hat die Einführung des SSTs zu zunehmender Nachfrage nach entsprechender Ausbildung geführt. Hinzu kommt, dass Risikomanagement-Abteilungen bei manchen Versicherern relativ neu sind. Die meisten wurden nach den Terroranschlägen vom 11. September 2001 aufgebaut und benötigen Zeit, um Know-how über relevante Risiken aufzubauen.

Fazit: Neue Anlagevorschriften

Die Einführung des SSTs verlangt neue, auf Prinzipien basierte Anlagevorschriften. Tatsächlich bietet die lange SST-Übergangsfrist genügend Spielraum: Kapitalmarktteilnehmer können das Angebot an Anlageinstrumenten erweitern und Risikomanagement-Abteilungen das nötige Know-how aufbauen. ■

¹Andere solche Strategien sind die Targeted-Return-Strategie (TRI, hier wird einfach ein langfristiges «Absolute Return»-Renditeziel für die Anlagen festgelegt) und die Portable-Alpha-Investment-Strategie (PAI, hier liegt der Fokus auf zwei Arten Renditengeneration: Rendite aus eingegangenem Marktrisiko bzw. Beta und Rendite aus Selektionsfähigkeit bzw. Alpha).

²Siehe beispielsweise: Joe Moody, «Let Liabilities do the Driving», Professional Investor, UK Society of Investment Professionals, September 2005, S. 26–28

³Siehe: David Miles, Melanie Baker «Real Yields, Pensions and Shifts in Demand for Bonds», Morgan Stanley Equity Research Europe, July 4, 2005.