

Was sich hinter Liability-driven investments (LDI) verbirgt – Verschiedene LDI-Konzepte für Pensionskassen

Anlagepolitik an Verbindlichkeiten ausrichten

Von Reinhold Hafner und Gerhard Scheuenstuhl

Im Rahmen einer sorgfältigen Kapitalanlage wird der Investor es als selbstverständlich ansehen, seine Anlagepolitik auf die spezifischen Eigenarten der zu Grunde liegenden Verbindlichkeiten auszurichten. Insbesondere im Bereich der Altersvorsorge mit sehr langfristigen Pensionsverbindlichkeiten und bei Versicherern mit komplexen Garantiezusagen hat diese Abstimmung in Form des Asset liability management bereits eine lange Tradition.

In den letzten Jahren jedoch hat dieser Aspekt mit Bezug auf die enorm gestiegenen Defizite betrieblicher Pensionspläne nochmals an Brisanz und Aufmerksamkeit gewonnen und wird häufig mit dem Ruf nach LDI in Verbindung gebracht. LDI steht als Abkürzung für Liability-driven investments und stellt in seiner generellen Bedeutung noch kein eindeutiges Rezept für die Behebung dieser Probleme dar, sondern unterstreicht nur die Wichtigkeit einer an den Verbindlichkeiten orientierten Anlagepolitik. Die spezifischen Ausprägungen einzelner LDI-Konzepte unterscheiden sich dabei insbesondere in der Art der Berücksichtigung der Verpflichtungen sowie den bilanziellen und regulatorischen Rahmenbedingungen des Investors.

Veränderte Risikosituation

Die Veränderungen in der internationalen Rechnungslegung hin zu einer vermehrten Beurteilung der Unternehmen nach dem Marktwert sowohl für die Ermittlung der Verpflichtungen als auch für die Anlagenseite lassen die Finanzsituation der betrieblichen Pensionen gewissermaßen in einem neuen Licht erscheinen. In vielen Fällen wurde die Schiefelage hierdurch erst sichtbar. Zu dieser neuen Transparenz mit veränderter Risikosituation kam erschwerend hinzu, dass die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten in den vergangenen Jahren mit fallenden Zinsen und gleichzeitig zum Teil drastischem Kurseinbruch an den Aktienmärkten für viele Pensionseinrichtungen sehr ungünstig verlaufen ist.

Pensionsverbindlichkeiten weisen in erster Linie Zins-, Inflations- und biometrische Risiken auf. Bei sinkenden Zinsen steigt beispielsweise der Marktwert der Verpflichtungen zum Teil massiv, weil sich bei einer langen Laufzeit von Pensionsverbindlichkeiten Veränderungen der Diskontierungsraten überproportional niederschlagen. Inflation wirkt sich insbesondere über die Indexierung der Renten sowie über ein ausgeprägteres Gehaltswachstum auf die Höhe der Verbindlichkeiten aus. Werden diese Wirkungszusammenhänge auf der Anlagenseite nicht berücksichtigt, kann der Pensionsfonds in Schiefelage geraten.

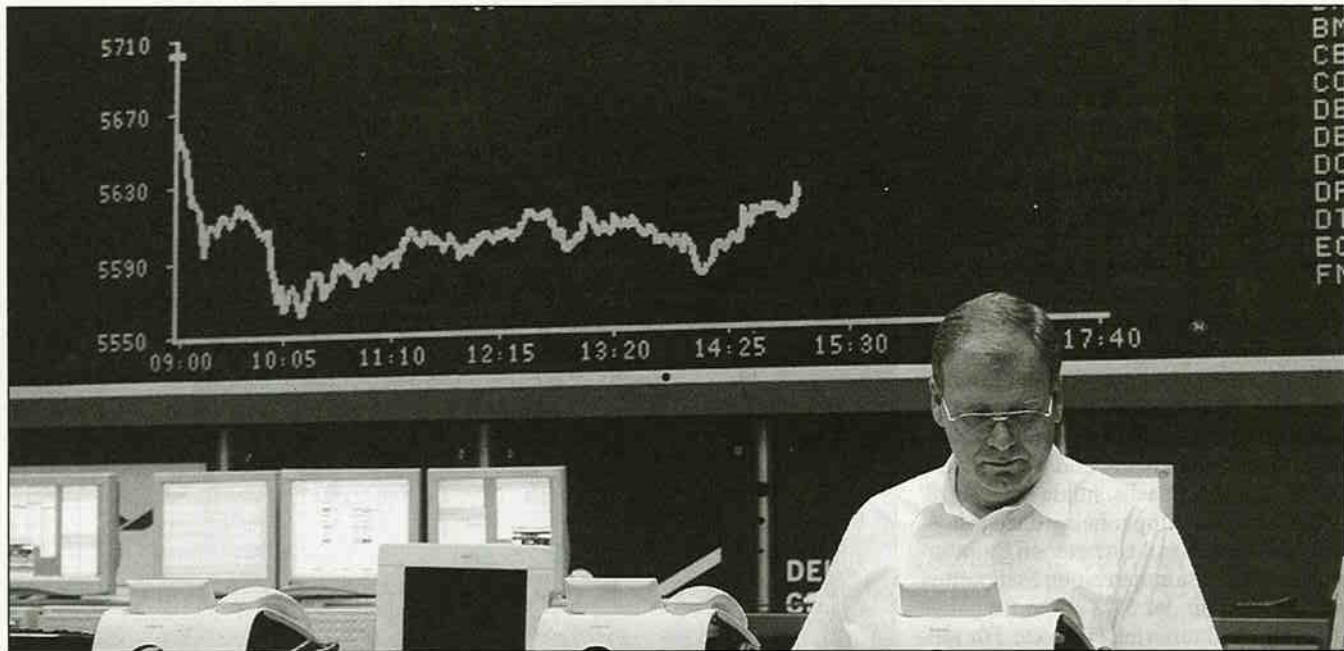
Als Konsequenz der zum Teil massiven Unterdeckungen haben sich in fast allen westlichen Ländern die regulatorischen Anforderungen an Vorsorgeeinrichtungen und Versicherungen verschärft. Die gegenwärtige Diskussion über Solvency II weist klar in die Richtung einer verstärkten Marktrisikoorientierung der Aufsichtsbehörden.

Anlage- und Risikosteuerung

Angesichts der neuen Rahmenbedingungen, wie sie auch in der Schweiz für international kотиerte Konzerne gelten, hat Allianz Global Investors eine Nachfrage nach effektiven Konzepten für die Anlage- und Risikosteuerung von Pensionsgeldern festgestellt. Entsprechend trifft man auf LDI-Fragestellungen vornehmlich bei Institutionen, die zum Beispiel auf Grund bilanzieller Rahmenbedingungen wie IFRS eine marktwertorientierte Sichtweise verfolgen.

Mit Blick auf die mit einer LDI-Strategie zu erreichenden Ziele bieten sich so je nach bilanziellen und regulatorischen Rahmenbedingungen verschiedene Modellierungsansätze zur Abbildung der Entscheidungssituation an.

Als Erstes ist der Absolute-return-Ansatz zu nennen. Für Institutionen, die nach wie vor nach Fer bzw. Schweizer OR bilanzieren, das das Vorsichtsprinzip in den Vordergrund rückt und die Bildung



Aufsichtsbehörden verlangen verstärkte Marktrisikoorientierung in der Anlage von Vorsorgegeldern. Im Bild: Börse Frankfurt. BILD: BLOOMBERG

stiller Reserven sowie Glättungsmöglichkeiten erlaubt, ist es ein praktikabler Ansatz, die Charakteristika der risikobehafteten Verbindlichkeiten auf eine feste Zielrendite zu reduzieren, die das Anlageportfolio im Mittel erreichen soll. In diesem Kontext konzentriert sich das LDI-Problem auf eine Absolute-return-Fragestellung.

Im Rahmen der Surplus-Optimierung geht es um eine relativ zu den Verpflichtungen optimierte Anlagestrategie. Hierbei werden die Verpflichtungen üblicherweise als deterministische Zahlungsströme abgebildet. Die Optimierung des Anlageportfolios orientiert sich dann am Überschussertrag der Kapitalanlagen über den Verpflichtungen bzw. an dem damit einhergehenden zusätzlichen Risiko. Wechselwirkungen zwischen Anlagen und Verpflichtungen oder bedingte Zahlungsströme im Zeitablauf werden hierbei meist nicht berücksichtigt.

Wird die tatsächliche Entwicklung des Marktwerts der Verpflichtungen betrachtet, so erweist sich eine integrierte Asset-liability-Modellierung als besser geeignet, um die Entscheidungssituation realitätsnah abzubilden. Am Beginn eines systematischen LDI-Prozesses zur Ausrichtung der Anlagepolitik auf die Verpflichtungsseite steht die Erfassung der Verpflichtungen mit ihren spezifischen Eigenschaften und Abhängigkeiten von Risikofaktoren. Die Ableitung geht dabei über die aktuarielle Darstellung deterministischer Zahlungsströme hinaus.

Realistisches Bild anstreben

Für die Bewertung der Verpflichtungen spielen zudem gegebenenfalls auch Solvabilitätsanforderungen oder Indexierungsvereinbarungen der Verpflichtungen eine wichtige Rolle. Diese Einflüsse müssen individuell betrachtet und in konkreten Szenarien erfasst werden. Dazu werden zunächst makroökonomische Faktoren wie Inflation, Bruttosozialprodukt und Zinsen in einer Vielzahl von Szenarien simuliert.

Diese Faktoren werden dann für eine konsistente Bewertung von Kapitalanlagen und Verpflichtungen herangezogen. Darüber hinaus müssen für die Projektion über einen längeren Betrachtungszeitraum auch Bilanzierungsregeln beachtet

sowie die regulatorischen Anforderungen modelliert werden.

Letztlich gilt es, ein möglichst realistisches Bild der Entwicklung aller relevanten Entscheidungsgrößen zu erhalten. Hierzu zählen typischerweise die Gesamtfinanzierungskosten der Pensionsverpflichtungen sowie Risikogrößen, die zum Beispiel die Gefahr von extrem hohen Nachschüssen quantifizieren. Einfache Risikokennzahlen, wie sie traditionell etwa durch die Volatilität des Anlageportfolios ermittelt werden, greifen hier zu kurz.

Lösungsvorschläge

Mit Hilfe des zuvor beschriebenen integrierten Modellierungsansatzes lassen sich entsprechend den jeweiligen unternehmerischen Zielgrößen und ihren individuellen Risikobeschränkungen verschiedene Liability-orientierte Anlageportfolios identifizieren, wie die Abbildung zeigt.

Ein in hohem Masse risikoaverser Investor wird eine Immunisierung seiner Verpflichtungen durch ein geeignetes Portfolio anstreben. Diese extreme Verhaltensweise, bei der möglichst überhaupt keine finanzwirtschaftlichen Risiken im Pensionsbereich gehalten werden, führt zur Wahl eines Liability-matching-Portfolios. Diese Sichtweise findet Unterstützung durch Argumente, nach denen eine Gesellschaft zur Maximierung des Unternehmenswerts lediglich Risiken in ihrem operativen Kernbereich eingehen soll, da das für mögliche Finanzrisiken zu haltende Risikokapital auf der operativen Seite gewinnbringender eingesetzt werden könnte.

Vollständiges Liability matching ist in der Praxis allerdings nicht möglich, da beispielsweise für das Langlebkeitsrisiko keine effiziente Absicherung vorhanden ist. Zur teilweisen Immunisierung finden sich verschiedene Produkte am Markt. Hierzu zählen insbesondere Pooled-LDI-Funds, mit deren Hilfe die Immunisierung gegen Zinsrisiken (Duration matching) umgesetzt werden soll, bis hin zur Konstruktion eines direkten Cash-flow-matching-Portfolios.

Als risikominimierende Vermögen für das Anlageportfolio sieht Allianz Global Investors insbesondere lang laufende Obliga-

tionen und Obligationen, deren Zinszahlungen an die Entwicklung der Inflation gekoppelt sind, an. In diesem Zusammenhang wird LDI auch als Long-duration-Investmentstrategie bezeichnet.

Defensive, ausgewogene oder chancenorientierte Liability-Portfolios eignen sich für Investoren, die mit dem Anlageportfolio einen Ertrag erzielen wollen, der über den von den Verpflichtungen geforderten Betrag hinausgeht, um so etwa die Finanzierungskosten der Verpflichtungen zu reduzieren oder um sich im Wettbewerb bessere Chancen zu verschaffen. Für diese Anlageentscheidung müssen die Vorteile eines höheren Kapitalertrags und die Nachteile grösserer Risiken gegeneinander abgewogen werden. Die individuelle Einstellung gegenüber Risiken bzw. die Fähigkeit, sie zu tragen, gibt den Ausschlag in der Frage, ob ein ausgewogenes Portfolio mit moderaten Risiken oder ein aggressiveres Portfolio mit grösseren Risiken, aber auch einer höheren erwarteten Rendite gehalten werden soll.

Nicht zuletzt sorgen die Anforderungen von Seiten der Rechnungslegung und der Aufsichtsbehörden dafür, dass eine ausreichende Überdeckung der Verpflichtungen auch kurzfristig gegeben sein muss. Der Investor verliert damit die für Pensionsverpflichtungen typische langfristige Ausrichtung und ist gefordert, auch die kurzfristigen Abweichungen zwischen Anlage- und Verpflichtungsseite gering zu halten. Soll eine statische strategische Anlageausrichtung für alle Marktbewegungen risikogerecht sein, muss sie in der Regel sehr defensiv ausgerichtet sein. Das ist entsprechend mit dem Verzicht auf Ertragschancen verbunden.

Dynamische LDI-Strategien

Dynamische LDI-Strategien bieten hier eine Lösung: Je nach verfügbarem Risikobudget wird zwischen den verschiedenen Portfolios auf der in der Abbildung skizzierten Effizienzlinie umgeschichtet. Mit der von Risklab Germany entwickelten DSP-LDI-Strategie wird beispielsweise in Phasen geringer Risikobudgets eine Absicherung durch das Halten eines defensiveren Portfolios erreicht. Umgekehrt werden in Phasen hoher Risikobudgets entsprechende Ertragschancen durch das Halten eines Portfolios mit Liability-chance-Charakter genutzt. Durch eine intelligente Dynamik der DSP-LDI-Steuerung lassen sich die Ertragsvorteile einer langfristig aggressiveren statischen Anlageausrichtung mit den Risikovorteilen einer defensiveren Strategie verbinden.

Aus dem Blickwinkel eines verstärkt an der Marktbewertung ausgerichteten Anlage- und Risikomanagements zeigt sich somit, dass eine integrierte Asset-liability-Modellierung, die explizit die Wechselwirkungen zwischen Aktiv- und Passivseite sowie ihren Wertveränderungen einbezieht, eine notwendige Erweiterung darstellt. Zur Steuerung des Marktwert-risikos im Zeitablauf bieten dynamische LDI-Strategien ein sehr wirkungsvolles und flexibles Instrument.

Dr. Reinhold Hafner und Dr. Gerhard Scheuenstuhl sind Geschäftsführer der Allianz Global Investors/Risklab Germany, München.

