

## Asset Liability Management

# Professionalisierung im institutionellen Asset Management

**Asset Liability Management soll Anlageentscheide transparenter und den Umgang mit Risiken rationaler machen. Setzen sich damit die dynamischen Portfolioansätze endlich durch?**

Von Marc Otto

**SCHWEIZER VERSICHERUNG:** Welche Vorteile bringt das Asset Liability Management ALM für ein Portfolio?

**Regina Kleeb:** Asset Liability Management und Analyse machen die finanziellen Konsequenzen einzelner Entscheidungen der Anlage-, der Leistungs- und der Beitragspolitik einer Pensionskasse sichtbar. Sie zeigen deren Zusammenspiel im Zeitverlauf.

**Susanne Otruba:** Für Unternehmungen ganz allgemein bildet ALM ein wichtiges Instrument für eine effiziente Risikokapitalallokation unter Einhaltung der vorgegebenen Ziele. Bei einer Pensionskasse kann mit ALM das Risiko einer Unterdeckung kontrolliert werden.

**Roman von Ah:** ALM liefert sehr strukturierte Entscheidungsgrundlagen. Und das auch für schwierige Fragen: Worin besteht z.B. der Zwiespalt zwischen kurzfristiger Orientierung am gesetzlichen Minimum und langfristiger Notwendigkeit, den Versicherten reale Erträge zu erwirtschaften?

**Michael Bernegger:** ALM ist eine zentrale Grundlage, um die Struktur der Aktiven auf jene der Verbindlichkeiten abzustimmen sowie auf die Risikofähigkeit bzw.

Eigenmittel und die Risikobereitschaft des Investors.

**Welches sind die wichtigsten Elemente im Asset Liability Management?**

**von Ah:** Das Ziel von ALM ist, die Kapitalanlagen (Assets) mit den – oft weit in der Zukunft liegenden – Leistungsver-

sprechen (Liabilities) optimal abzustimmen (Management). Dazu braucht es einerseits ein fundamentales Verständnis der Chancen und Risiken von Anlagen in Aktien-, Zins- und Währungsprodukten und andererseits der gesetzlichen Rahmenbedingungen für die Leistungen Institutioneller.

**Kleeb:** Die zu berechnenden Szenarien mitsamt den grundlegenden Annahmen, Bewertungsgrundsätze und Risikotoleranz werden zusammen mit den Entscheidungsträgern der Kasse festgelegt. Um Optimierungspotenzial aufzuzeigen, werden auch alternative Anlage-

strategien untersucht. Die Robustheit der aktuellen und der optimierten Strategien wird schliesslich anhand von Szenarien getestet.

**Bernegger:** Für einen institutionellen Investor, sei es eine autonome Pensionskasse oder ein Lebensversicherer, ist die Laufzeit der Verbindlichkeiten oft sehr lange. Das wird auf der Aktivseite kaum je adäquat berücksichtigt. Autonome Pensionskassen managen ihre Risiken viel weniger konsequent als Lebensversicherer. Um die Kapitalmarktentwicklungen jederzeit (er)tragen zu können, ist eine integrierte marktnahe Betrachtung notwendig.

**Otruba:** Die Bestandesaufnahme von Assets und Liabilities umfasst deren Bewertung zu Markt- und Buchwerten sowie deren Risikoeinschätzung, basierend auf Analysen von Cashflow Gaps, Duration Gaps sowie VaR-Berechnungen der Marktrisiken. Sind Rahmenbedingungen wie Zielrendite und Risikofähigkeit definiert, kann die Anlagestrategie festgelegt und auf ihre Plau-



ALM analysiert die relevanten Zusammenhänge, um die Trefferquote zu verbessern.

## Diskussionsteilnehmer

**Dr. Roman von Ah** leitet die Sparte Asset Management bei der Julius Bär und ist Mitglied der Konzernleitung.

**Michael Bernegger** verfügt über langjährige Erfahrung in der Finanzbranche und ist Head Asset Management bei Swiss Life Asset Management.

**Regina Kleeb**, Mitglied der Direktion, leitet das Team Pensionskassenberatung der Zürcher Kantonalbank.

**Susanne Otruba**, Mitglied der «Quantitative Analysis Group» der RMF Investment Management, ist verantwortlich für Research und Asset Allocation.

**«Methodische Erkenntnisse, mit technologischer Hilfe umgesetzt, haben das Schweizer Pensionskassenwesen stark professionalisiert.»**



Roman von Ah

Dank methodischen Erkenntnissen und hervorragenden technologischen Möglichkeiten, sie umzusetzen, hat sich das Pensionskassenwesen der Schweiz stark professionalisiert. In diesem Bereich nimmt die Schweiz heute mit wenigen anderen Ländern weltweit eine Führungsrolle ein.

Leider wird in jüngster Zeit der BVG-Minimalanlageziel mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit erreicht. So können keine realistischen Sollzinsen gutgeschrieben oder vernünftigen Realzinsen erwirtschaftet werden; eine einprozentige jährliche Ertragsdifferenz führt beim Beitragsprimat zu Rendendifferenzen von 15 bis 20%! Wir setzen deshalb sämtliche Finanzinstrumente ein und modellieren die Verteilungseigenschaften nichtsymmetrischer Finanzanlagen von Optionen oder Hedge Funds korrekt, um böse Überraschungen zu minimieren.

sibilität hin überprüft werden. Zur Anwendung gelangen dabei Konzepte wie Surplus-Optimierungen, Szenarioanalysen und Deckungsgradprojektionen. Überwachung und Einhaltung von Risikolimiten, die aus dem ALM hervorgehen, sind Aufgabe des Risikocontrollings und des Risikomanagements.

**Welche Faktoren prägen das ALM zurzeit am meisten?**

**Bernegger:** Bei vielen institutionellen Investoren klafft eine grosse, teilweise dramatische Lücke zwischen der Laufzeit der Passiven und Aktiven. Die Verringerung dieses so genannten Duration Gap in einem Tiefzinsumfeld wie heute, fällt vielen schwer. Während Versicherer und Pensionskassen in gewissen europäischen Ländern von der Aufsicht mit strengeren Anforderungen zum Verkleinern ihrer Duration Gaps gezwungen sind, wenden autonome Kassen oft ein, dass ein Duration Gap aus taktischen Gründen sinnvoll sein kann. Bei einem grossen Duration Gap im Umfeld

einer sehr steilen Zinskurve, wie dies heute der Fall ist, können über die Zeit aber erhebliche Unterdeckungen entstehen.

**von Ah:** Die Aktienbaisse um die Jahrtausendwende hat auf den PK-Vermögen Kapitalverluste produziert. Aus den Vermögenserträgen konnten die Sollzinsen nicht gutgeschrieben und mussten den Schwankungsreserven entnommen werden. Die sich auf historischen Tiefständen bewegenden Zinsen führen jetzt zu einem grossen Zwiespalt: Einerseits können mit risikolosen Anlagen die Soll-Ertragsziele einer Pensionskasse nicht erwirtschaftet werden. Andererseits bestehen zu wenig Schwankungsreserven für höhere Aktienanteile mit entsprechend grösserem Ertragspotenzial.

**Otruba:** Viele institutionelle Investoren stehen vor diesem Zielkonflikt. Auf der Passivseite hat diese Ungleichgewichtssituation einige Versicherungen dazu veranlasst, ihren technischen Zinssatz herabzusetzen. Auf der Aktivseite führt die Suche nach Rendite zu einer erhöhten Attraktivität von alternativen Anlagen, beispielsweise Hedge Funds.

**Welchen Einfluss hat das ALM auf die institutionelle Anlagestrategie?**

**Otruba:** Die Zielrendite hängt von den eingegangenen Verpflichtungen ab. Die Risikofähigkeit stellt eine Restriktion für die Aktienquote dar. Liquiditätsanforderungen haben Einfluss auf den Anteil von illiquiden Anlagen wie Immobilien oder Private Equity. Die Cashflow-Struktur der Passivseite beeinflusst die Vorgaben für die Duration des Bondportfolios.

**Kleeb:** Die Risiken werden weniger auf Grund einzelner Titel und Anlageklassen beurteilt, sondern mehr im Kontext des Gesamtportfolios und der bestehenden Verpflichtungen. Durch ALM und durch die Optimierung einer Anlagestrategie kann die Asset Allocation individueller ausgestaltet, also Risikofähigkeit und Risikopräferenz massgeschneidert berücksichtigt.

**von Ah:** Dank den methodischen Er-

Fortsetzung auf Seite 23

kenntnissen der letzten Dekaden und der Schaffung hervorragender technologischer Voraussetzungen zu deren Umsetzung haben sich die Diskussionen der Entscheidungsorgane massiv verschärft, das Pensionskassenwesen der Schweiz sich stark professionalisiert. Grössere Schwankungen an den Märkten sowie periodische ALM-Studien führen dazu, dass sich die Entscheidungsgrundlagen dynamisiert haben. Heute nimmt die Schweiz im Pensionskassenbereich zusammen mit wenigen anderen Ländern weltweit eine Führungsrolle ein.

**Welchen Einfluss hat das Asset Liability Management auf die institutionelle Asset Allocation?**

**von Ah:** Leider wird in der jüngsten Zeit der BVG-Minimalzins überbetont. Viele PKs versuchen, das Minimalanlageziel mit sehr hoher Wahrscheinlichkeit zu erreichen. So können weder realistische Sollzinsen gutgeschrieben, noch vernünftig hohe Realzinsen erwirtschaftet werden. Im Beitragsprimat führt eine einprozentige jährliche Ertragsdifferenz zu späteren Rentendifferenzen von 15 bis 20%!

**Otruba:** Kurzfristig kann das Risikoprofil eines Portfolios durch den Einsatz von Derivat-Overlay-Strategien auf Aktien, Zinsen und Währungen korrigiert werden. Solche Massnahmen des Risikomanagements beinhalten beispielsweise den Einsatz von Put-Optionen oder Zero-Cost-Strategien, um das Aktienrisiko zu limitieren.

**Ab welcher Grössenordnung lohnt sich bei einer autonomen Pensionskasse ein ALM? Oder anders gefragt: Unter welcher Grösse sollte sich die Vorsorgeeinrichtung besser einer Sammelstiftung anschliessen? Was sind dynamische Portfolio-Insurance-Ansätze?**

**Kleeb:** Sobald eine Kasse autonom bzw. halbautonom ist, übernehmen die Organe die Verantwortung für eine gesetzeskonforme Führung. Deshalb sollte auch ein ALM erfolgen, da auch kleinere Kassen nicht risikoärmer anlegen können.

**«Um die Kapitalmarktentwicklungen jederzeit (er-)tragen zu können, ist eine integrierte, marktnahe Betrachtung notwendig.»**



nen. Für den Anschluss an eine Sammelstiftung ist nicht nur die Grösse ausschlaggebend, es müssen auch Aufwand, Ertrag und Präferenz der involvierten Organe berücksichtigt werden.

**von Ah:** Die verantwortlichen Organe



**Michael Bernegger**

Asset and Liability Management dient der Bestimmung des strategischen Anlagemixes. Im Vordergrund stehen dabei Laufzeiten von Aktiven und Passiven, Risikofähigkeit und Risikoappetit des Investors. Für einen institutionellen Investor ist die Laufzeit der Verbindlichkeiten oft sehr lange, was auf der Aktivseite kaum je adäquat berücksichtigt wird. Versicherer sowie Pensionskassen in gewissen europäischen Ländern unterliegen heute auch seitens der Aufsicht strengeren Anforderungen als beispielsweise autonome Kassen.

Ein professionelles und zeitgemässes ALM ist unerlässlich. Nur so lässt sich die strategische Asset Allocation korrekt bestimmen. In der Vergangenheit wurde das oft vernachlässigt. Viele leiden noch heute unter den Folgen dieser Fehlallokation, die im Crash 2001–2003 deutlich geworden ist.

kommen so oder so nicht umhin, seriöse Entscheidungsgrundlagen zu erarbeiten, egal ob die Anlagerisiken sowie die aktuarischen Risiken selber getragen oder delegiert werden.

Bei dynamischen Portfolio-Insurance-Ansätzen werden Portfolios so konstruiert, dass ihr erwarteter Ertragsstrom einem Portfolio mit Optionen entspricht.

**Otruba:** Mit der dynamischen Portfolio-Insurance können beispielsweise auch Kapitalschutzprodukte mit Hedge Funds aufgesetzt werden, welche auch als Constant-Proportion-Portfolio-Insurance-Strukturen bekannt sind. Das investierte Kapital wird dynamisch zwischen zwei Anlagen verteilt. Bei einer guten Rendite wird der Anteil des Fonds von Hedge Funds zu Lasten der Geldmarktanlage erhöht. Bei einer schlechten Rendite ist es umgekehrt. Falls der Inventarwert der Struktur unter die so genannte Referenzkurve fällt, wird das verbleibende Kapital in einen Zero-Bond investiert. Dadurch ist der Erhalt des Kapitals garantiert.

**Bernegger:** Nur mit professionellem und zeitgemässen ALM lässt sich die strategische Asset Allocation korrekt bestimmen. Ansonsten können erhebliche Fehlallokationen oft unbemerkt über Jahre hinweg zu ungenügenden Erträgen auf dem Portfolio führen oder umgekehrt zu grosse Risiken enthalten. Viele sind bis heute nicht wirklich einem nachhaltigen ALM-Prozess gefolgt und leiden unter den Folgen dieser Fehlallokation, die im Crash 2001–2003 deutlich geworden ist.

**Wie kann z.B. die optimale Duration für ein Obligationenportfolio festgelegt werden? Welches sind die wichtigsten Einflussgrössen?**

Fortsetzung auf Seite 25



Regina Kleeb

Das Asset Liability Management versetzt die Entscheidungsträger in die Lage, ihre Führungsaufgabe aktiv und nachvollziehbar wahrzunehmen. Risiken werden weniger auf Grund einzelner Investments beurteilt, sondern im Kontext des Gesamtportfolios und der bestehenden Verpflichtungen. Die Anlageinstrumente sollen der Risikofähigkeit und vor allem auch der Präferenz der verantwortlichen Organe entsprechen. In der Regel sind strukturierte Produkte teurer als die Umsetzung einer dynamischen Asset Allocation, vor allem bei einem langfristigen Anlagehorizont. Kürzere Anlagehorizonte, aber auch taktische Markteinschätzungen rechtfertigen in einigen Fällen den Einsatz von strukturierten Produkten und die Kosten einer Risikoprämie. Den «Fünfer und das Weggli» kann es in einem effizienten Markt aber nicht geben.

**Bernegger:** Die optimale strategische Duration eines Obligationen-Portfolios wird primär durch die Laufzeit und Konvexität der Verbindlichkeiten bestimmt. In einem ersten Schritt wird die Duration der Verbindlichkeiten repliziert. Konvexität ist die Veränderung der Duration nicht nur lokal, sondern bei grossen Zinsverschiebungen. Diesem Konvexitäts-Zinsrisiko kann auf der Aktivseite durch Zinsderivate (Caps, Futures-Verkäufe, Swaptions) Rechnung getragen werden.

**Otruba:** Die Steuerung der Duration darf nicht nur vom Marktumfeld abhängen. Unter Berücksichtigung des Cashflow-Musters der Passivseite empfiehlt es sich, die Key Rate Durations des Bondportfolios so festzulegen, dass auf Surplus-Ebene ein Teil der Cashflow und Duration Gaps geschlossen werden.

**Kleeb:** Die Duration beeinflusst Risiko

**«ALM beurteilt Risiken weniger auf Grund einzelner Anlagen, sondern im Kontext von Portfolio und Verpflichtungen.»**

und Ertrag und muss vom strategischen Gesichtspunkt immer im Kontext des Gesamtportfolios angesehen werden. Auf taktischer Ebene hängt sie von der Markteinschätzung der Zinsrisiken ab. Momentan haben die Portfolios auf Grund eines allgemein erwarteten Zinsanstieges eine eher kürzere Duration.

**Mit welchen Anlageinstrumenten wird in einem typischen institutionellen Portfolio gearbeitet.**

**von Ah:** Wir setzen sämtliche Finanzinstrumente zur optimalen Erfüllung der Wünsche unserer Kunden ein. Sehr wichtig ist uns, dass wir die Verteilungseigenschaften nichtsymmetrischer Finanzanlagen wie Optionen oder Hedge Funds mit modernsten quantitativen Methoden korrekt modellieren, um böse Überraschungen möglichst zu minimieren.

**Kleeb:** Für uns gibt es kein typisches Portfolio. Auch die Anlageinstrumente sollen der Risikofähigkeit und vor allem auch der Präferenz der verantwortlichen Organe entsprechen. Je nach Fachwissen im Anlagebereich und nach Anlage-

volumen können Direktanlagen mit Kollektivanlagen, Derivaten und komplexeren Anlageinstrumenten vorgezogen oder kombiniert werden.

**Otruba:** Um Verpflichtungen, insbesondere absolute Verpflichtungen, zu decken, ist es sinnvoll, ein Portfolio durch ein gut diversifiziertes Hedge-Fund-Produkt zu ergänzen. Es hat sich in der Vergangenheit gezeigt, dass sich mit Hedge Funds stabilere Renditen als mit Aktien erzielen lassen. Zudem haben Hedge Funds Diversifikationspotenzial, insbesondere in einem schwierigen Marktumfeld.

**Bernegger:** Wir unterscheiden zwischen einem ALM-Portfolio und Absolute-Return-Portfolio. Das ALM-Portfolio dient zur Abdeckung von Cashflows für garantierte Verpflichtungen und setzt sich hauptsächlich aus festverzinslichen Instrumenten zusammen. Dem Absolute-Return-Portfolio stehen auf der Passivseite die nichtgarantierten Verpflichtungen sowie das Eigenkapital der Aktionäre bzw. die freien Mittel gegenüber. Im Absolute-Return-Portfolio sind Aktien, Hedge Funds und das Overlay Management zusammengefasst. Im Overlay Management werden die Marktrisiken der Aktienanlagen, der Obligationen und der Devisen taktisch bewirtschaftet, auch in Bezug auf diejenigen des ALM-Portfolios.

**Hat man mit Kapitalschutzprodukten oder auch Hedge Funds gleichzeitig die**

Fortsetzung auf Seite 27



«Bei einer Pensionskasse kann mit ALM das Risiko einer Unterdeckung besser kontrolliert werden.»

Chance auf hohe Rendite und Sicherheit?

**Otruba:** Grundsätzlich zielen Hedge Funds darauf ab, neben der Kapitalerhaltung stabile Renditen zu generieren, was den Sinn von auf Hedge Funds basierenden Kapitalschutzprodukten etwas in Frage stellt. Attraktiv sind sie aber für jene Investoren, die sich zwar in Hedge Funds engagieren möchten, aber infolge rechtlicher Restriktionen oder fehlender Risikofähigkeit nicht das volle Risiko einer Direktinvestition tragen können.

**Bernegger:** Den «Fünfer und das Weggli»



Susanne Otruba

ALM ist ein wichtiges Instrument zur effizienten Risikokapitalallokation unter Einhaltung der vorgegebenen Ziele. Es bewertet Assets und Liabilities und schätzt deren Risiko auf Grund von Cashflow Gaps, Duration Gaps sowie Value at Risk ein.

Viele Institutionelle stehen vor einem Zielkonflikt: Die Zielrenditen lassen sich heute weder mit einem Bondportfolio noch mit diversifizierten traditionellen Anlageportfolios erreichen. Die geschrumpften Reserven beschränken aber die Aktienquote. Um insbesondere absolute Verpflichtungen zu decken, kann man ein Portfolio durch gut diversifizierte Hedge-Fund-Produkte ergänzen. Hedge Funds sollten unter Kapitalerhalt stabile Renditen erzielen. Kapitalschutzprodukte basierend auf Hedge Funds sind daher für jene Investoren attraktiv, die sich zwar in Hedge Funds engagieren möchten, die aber infolge rechtlicher Restriktionen oder fehlender Risikofähigkeit nicht das volle Risiko einer Direktinvestition tragen können.

kann man auch in der Vorsorge nicht haben. Historisch gesehen haben diversifizierte Hedge-Fund-Portfolios als Fund-of-Fund-Produkte hohe Renditen und eine geringe Volatilität. Ihre Geschichte ist aber zu kurz, um zu beurteilen, ob dies langfristig so bleiben wird.

**von Ah:** Hohe Renditen und Sicherheit schliessen sich aus. Hedge Funds sind aktuell ein beliebtes Anlagethema und eine interessante Beimischung zu Portfolios. Wie die schwierigen letzten Monate aber einmal mehr gezeigt haben, sind auch Hedge Funds keine Einbahnstrasse zu hohen risikolosen Erträgen.

**Kleeb:** In der Regel sind strukturierte Produkte teurer als die Umsetzung einer dynamischen Asset Allocation, vor allem bei einem langfristigen Anlagehorizont, wie ihn typischerweise eine

Pensionskasse hat. Kürzere Anlagehorizonte, aber auch taktische Markteinschätzungen rechtfertigen in einigen Fällen den Einsatz von strukturierten Produkten und die Kosten einer Risikoprämie. Den «Fünfer und das Weggli» kann es in einem effizienten Markt nicht geben.

Was bieten Sie Ihren Kunden hinsichtlich ALM?

**Bernegger:** Bei Swiss Life ist ALM ein zentraler Teil des Geschäftsmodells. Darum verfügen wir hier über ein erhebliches Know-how. Dazu gehören eine ausgewiesene aktuarielle Expertise, State-of-the-Art-Modelle im Risikomanagement und in der Entwicklung der strategischen Asset Allocation. Von diesem Know-how profitieren die Versicherungskunden von Swiss Life ebenso wie eine wachsende Zahl von Pensionskassen, die Swiss Life Asset Management die Verwaltung ihrer Vermögen anvertrauen.

**Kleeb:** Das Team der ZKB-Pensionskassen-Beratung unterstützt Pensionskassen ganzheitlich, in allen Belangen der beruflichen Vorsorge. Mit der Asset-Liability-Analyse für Pensionskassen bietet die ZKB den Führungsorganen von Pensionskassen ein fundiertes, verständliches und massgeschneidertes Führungsinstrument an. Wichtige Unterstützung erhalten die Organe zusätzlich auch durch weiter gehende Analysen der Kasse, die die Stärken und Schwächen mit Risiken und Chancen auch in den Bereichen Immobilien, Aktivhypotheken und Risikomanagement aufzeigen kann.

**Otruba:** Basierend auf den Angaben, die ein Kunde zu seinen Assets und Liabilities macht, bietet RMF eine ALM-Analyse. Die Studie zeigt, welchen Nutzen die Beimischung von alternativen Anlagen zum Kundenportfolio im ALM-Kontext bringt und beinhaltet eine Surplus-Optimierung sowie eine Deckungsgradprojektion. Darauf aufbauend bieten wir kundenspezifische Investitionsvorschläge an.

**von Ah:** In der Schweiz werden ALM-Studien mehrheitlich von spezialisierten Consultants durchgeführt. Ist eine im Hinblick auf die Leistungsverpflichtungen optimierte Anlagestrategie erst einmal erarbeitet und verabschiedet, dann werden in einem breiten Wettbewerb Spezialistenmandate an Vermögensverwalter vergeben. Bei Julius Bär legen wir grosse Sorgfalt auf das Design unserer Anlageprozesse und das konsequente und risikoorientierte Management der Portfolios. Wir geben unser Bestes, um die Vorgaben unserer Kunden optimal zu erfüllen. ■