

INNOVATION BEI LDI-STRATEGIEN

ADAPTIVE LIABILITY HEDGING

ERWEITERUNG DES TRADITIONELLEN LDI-TOOLKITS UM EINEN DISZIPLINIERTEN, REGELBASIERTEN LIABILITY-HEDGING-ANSATZ, DER DIE ABSICHERUNGSQUOTE DYNAMISCH AN EIN SICH ÄNDERNDES ZINSUMFELD ANPASST.

HINTERGRUND

Historisch hat die Mehrzahl der Unternehmen mit Direktzusagen einen „Asset-only“-Ansatz bei der Verwaltung von Pensionsvermögen angewandt – sofern ein dediziertes Pensionsplanvermögen überhaupt aufgebaut worden war. In den letzten Jahren hat sich jedoch ein Trend zu einer ganzheitlicheren Betrachtung des Ausfinanzierungsgrades etabliert, mit entsprechenden Implikationen für die Kapitalanlage- und Risikomanagementstrategie. Hauptgrund dafür waren Änderungen in den internationalen Rechnungslegungsvorschriften (IFRS) sowie Aspekte der Unternehmensfinanzierung (für weitere Informationen hierzu siehe Insight Pension Monitor¹).

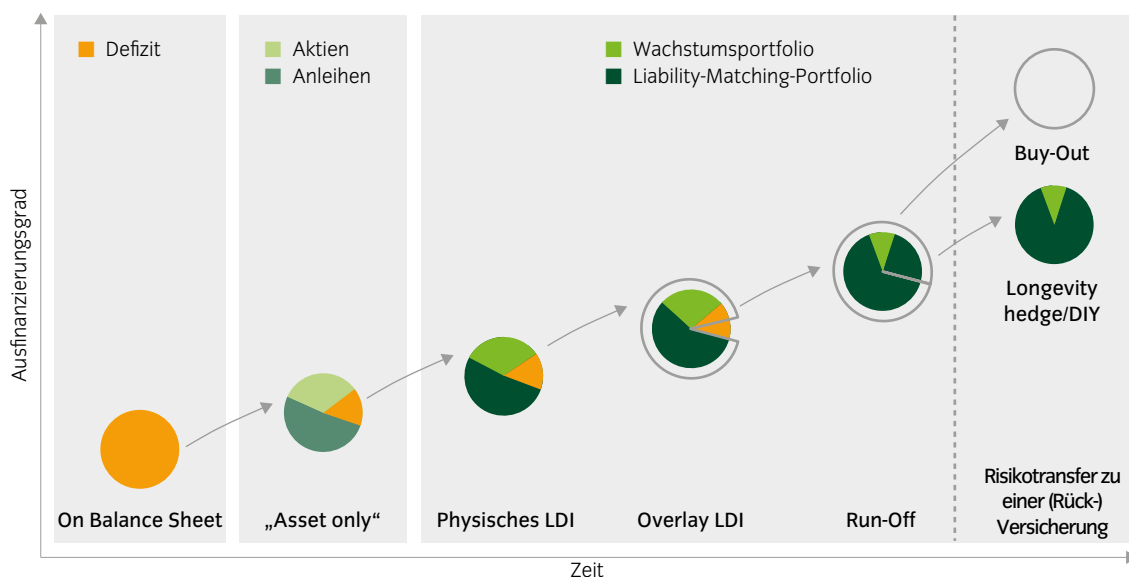
Bei den Pensionseinrichtungen wurde dadurch grundsätzlich das Interesse an LDI-Strategien geweckt. Ziel dieser Strategien ist es, die mit den Pensionszusagen verbundenen Risiken bewusst zu steuern, um den Ausfinanzierungsgrad zu stabilisieren oder auf kontrollierte Weise über die Zeit zu verbessern. Dadurch steigt die Wahrscheinlichkeit, dass die Trägerunternehmen versprochene Rentenzahlungen zum Fälligkeitszeitpunkt aus der Kapitalanlage bedienen können. Eine wachsende Zahl von Pensionseinrichtungen mit Leistungszusagen hat infolgedessen begonnen, LDI-Prinzipien

umzusetzen, z. B. durch eine stärker verpflichtungsorientierte Strukturierung ihrer Anleihebestände (physisches LDI). Abbildung 1 skizziert die De-Risking-Reise, auf die sich einige betriebliche Pensionseinrichtungen begeben haben, und sie zeigt auch, was noch vor ihnen liegt (für weitere Informationen zu dem Thema lesen Sie bitte „Liability Driven Investments: Höheres Maß an Gewissheit für Direktzusagen unter IFRS“).

Verglichen mit Ländern wie Großbritannien, wo LDI Strategien seit vielen Jahren integraler Bestandteil der Asset-Allokation sind, steckt LDI in Deutschland trotz der positiven Ausgangslage noch in den Kinderschuhen. Dies zeigt sich sowohl in der Anzahl der Pensionseinrichtungen, die LDI anwenden, als auch in der Höhe der Absicherungsquoten gegen unvorteilhafte Änderungen im IFRS-Rechnungszins oder in den Inflationserwartungen, die in Deutschland vergleichsweise niedriger sind. Eine der Hürden für die weitere Verbreitung von LDI ist das Niedrigzinsumfeld, das die Absicherung von Zinsänderungsrisiken historisch betrachtet „teuer“ erscheinen lässt.

Wir geben in diesem Beitrag Anregungen, wie Pensionseinrichtungen das Thema De-Risking in einem Niedrigzinsumfeld angehen können.

Abbildung 1: Die De-Risking-Reise²

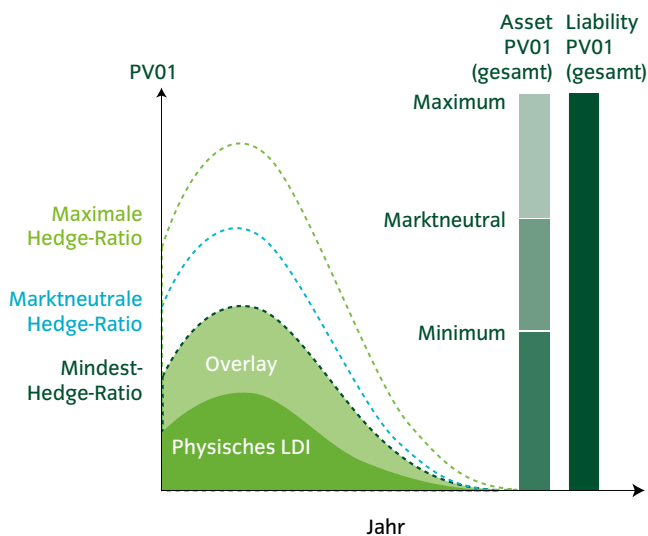


¹ Research der Frankfurt School of Finance & Management in Zusammenarbeit mit Insight. Analyseuniversum: DAX- und MDAX-Unternehmen seit 2011. ² Quelle: Insight Investment. Nur zu Darstellungszwecken.

EIN SCHEMA FÜR DIE ABSICHERUNG VON ZINSRISIKEN

Unabhängig von Markteinschätzungen und anderen möglichen Überlegungen sollte eine Pensionseinrichtung eine (unternehmensspezifische) Mindestabsicherungsquote (siehe Abbildung 2) definiert und implementiert haben. Mit ihr soll sichergestellt werden, dass Pensionsrisiken nicht den Fortbestand des operativen Geschäfts nachhaltig gefährden. Die effizienteste Art der Umsetzung ist die Anwendung klassischer LDI-Techniken (physisches LDI und/oder Overlay-LDI).

Abbildung 2: Ein Schema für die Absicherung³



Jenseits dieser Mindestabsicherungsquote haben Pensionseinrichtungen jedoch die Möglichkeit, den Grad der Absicherung „opportunistischer“ zu steuern. Ein willkürlicher, subjektiver Ansatz kann im Nachhinein allerdings zu Erklärungsnoten führen, wenn sich die eingegangene „Marktwette“ nicht materialisiert hat.

Als Alternative zum „Market Timing“ hat Insight das Adaptive Liability Hedging (ALH) entwickelt – eine systematische, regelbasierte De-/Re-Risking-Strategie.

WAS IST ADAPTIVE LIABILITY HEDGING?

ALH bietet Pensionseinrichtungen die Möglichkeit, ihre Liability-Hedgingstrategie um eine zusätzliche Dimension zu erweitern, indem ihre Zinsänderungsrisiken innerhalb im Vorfeld klar definierter Grenzen dynamisch gesteuert werden. Verwendet wird ein disziplinierter regelbasierter Ansatz, der die Marktbedingungen berücksichtigt. ALH versetzt Pensionseinrichtungen in die Lage, ihre Hedgingstrategien nach robusten und transparenten Regeln effizient und flexibel umzusetzen.

Das primäre Ziel von ALH ist, die Liability-Risiken auf einem höheren Zinsniveau zu reduzieren; eine zweite Zielsetzung besteht darin, während des Wartens auf höhere Levels einen Ertrag zu erzielen:

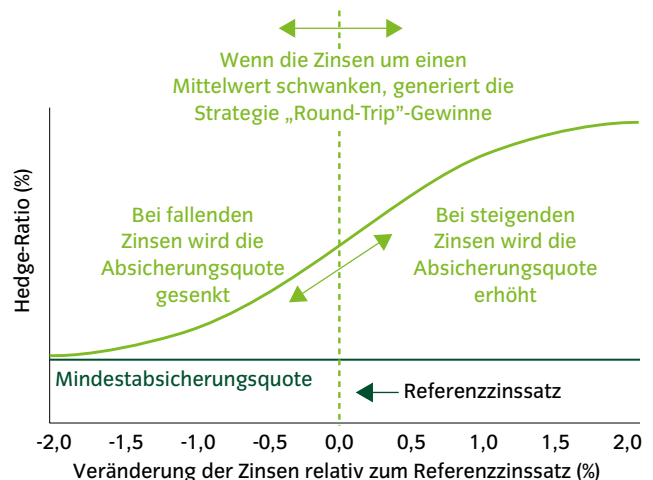
- **Risikomanagement:** Bei steigenden Zinsen (und einem sich damit tendenziell verbessernden Ausfinanzierungsgrad) wird die Absicherungsquote erhöht, also „Risiko vom Tisch genommen“.
- **Ertrag:** Bei fallenden Zinsen wird die Absicherungsquote reduziert, wodurch „Gewinne mitgenommen werden“.

Aufgrund dieser „Buy Low, Sell High“-Mechanik profitiert ALH insbesondere in volatilen, um einen Mittelwert schwankenden Märkten von sogenannten „Round-Trip“-Gewinnen. Diese sind zudem vom absoluten Zinsniveau weitgehend unabhängig und weisen vorteilhafte Korrelationseigenschaften im Vergleich zu anderen herkömmlichen Ertragsquellen auf.

WIE FUNKTIONIERT ADAPTIVE LIABILITY HEDGING?

Die ALH-Strategie funktioniert so, dass die Absicherungsquote einer Pensionseinrichtung bei Änderungen der Marktzinsen variiert. Hierzu wird ein Portfolio aus (klassischen oder inflationsindexierten) Anleihen oder Swaps zusammengestellt und bei einem sich ändernden Zinsniveau werden innerhalb im Vorfeld festgelegter Grenzen Zinsträger bei steigenden Zinsen hinzugekauft bzw. bei sinkenden Zinsen veräußert. Abbildung 3 illustriert, wie ALH im Rahmen der Hedgingstrategie einer Pensionseinrichtung jenseits der Mindestabsicherungsquote angewandt werden kann.

Abbildung 3: Die Absicherungsquote systematisch an Zinsänderungen anpassen⁴



³ Quelle: Insight Investment. Nur zu Darstellungszwecken.

⁴ Quelle: Insight Investment. Basiert auf historischen Volatilitätsraten. Nur zu Darstellungszwecken.

Der Bereich oberhalb der Mindestabsicherungsquote (siehe Abbildung 2) verkörpert den Teil der LDI-Strategie, in dem die Pensionseinrichtung durch Wahl eines „opportunistischeren“ Ansatzes versuchen könnte, von veränderten Marktbedingungen zu profitieren. Beispielsweise könnte die ALH-Strategie so konfiguriert werden, dass die Absicherungsquote zwischen der Mindest- und der maximalen Hedge-Ratio in Abhängigkeit von dem Zinsniveau variiert. Die Sensitivität der Absicherungsquote gegenüber Zinsänderungen wird von einer (einrichtungsspezifischen) „S-Kurve“ definiert, die als Kompass der Strategie fungiert.

Die Strategie basiert auf einer simplen Philosophie des „billig kaufen, teuer verkaufen“:

- **„Billig kaufen“** – Wenn die Zinsen relativ zum Referenzzins steigen, wird die Absicherungsquote auf dem günstigeren Niveau erhöht.
- **„Teuer verkaufen“** – Bei sinkenden Zinsen wird die Absicherungsquote zwecks Gewinnmitnahme reduziert.

Durch laufende Überwachung der Absicherungsquote relativ zur vorab definierten S-Kurve werden Veränderungen der Marktbedingungen von ALH systematisch erkannt, und je nach Richtung der Veränderung nimmt die Strategie entweder Gewinne mit oder reinvestiert auf günstigerem Niveau. In Märkten, die um einen Mittelwert schwanken, werden auf diese Weise „Round-Trip“-Gewinne generiert. Da Volatilität auch als Maß für die „Zahl sich eröffnender Opportunitäten“ interpretiert werden kann, profitiert ALH in der Regel von einem Anstieg der Marktvolatilität.

WELCHE VORTEILE HAT ALH?

ALH kann Pensionseinrichtungen verschiedene Vorteile bieten, insbesondere:

1. **Risikomanagement** – Regelbasierte, systematische De-/Re-Risking-Strategie mit der Zielsetzung, bei steigenden Zinsen die Pensionsrisiken zu reduzieren
2. **Ertrag** – In einem Umfeld, in dem der Markt um einen Mittelwert schwankt, können „Round-Trip“-Gewinne generiert werden
3. **Diversifikation** – Da die Höhe der Erträge weniger vom absoluten Zinsniveau, sondern weitgehend vom Ausmaß der realisierten Volatilität abhängt, bietet ALH verglichen mit herkömmlichen Ertragsquellen vorteilhafte Korrelationseigenschaften
4. **Robuster Governance-Rahmen** – ALH versetzt Pensionseinrichtungen in die Lage, ihre Hedgingstrategie im Rahmen eines robusten, transparenten und leicht zu kommunizierenden Governance-Rahmens zu formulieren: Es wird vorab klar definiert, bei welchem Zinsszenario sich die Einrichtung in welchem Umfang gegen sinkende Rechnungszinsen absichert
5. **Flexibilität** – ALH generiert ein optionsähnliches Auszahlungsprofil (auch in Märkten, in denen keine

⁵ Quelle: Insight Stand März 2020. Modellbasiert auf Grundlage der historischen Volatilität. Die Modellergebnisse sind mit bestimmten inhärenten Einschränkungen behaftet. Anders als bei einer tatsächlichen Performance-Bilanz basieren Modellergebnisse nicht auf tatsächlichen Transaktionen/Ergebnissen und reflektieren möglicherweise auch nicht den Effekt bedeutender ökonomischer/markttechnischer Faktoren. Die von Kunden tatsächlich erzielten Anlageergebnisse können sich von den dargestellten Modellergebnissen wesentlich unterscheiden. ⁶ Swap-basiert; 2%-S-Kurve, 50% anfängliche Absicherungsquote. Die Modellergebnisse sind mit bestimmten inhärenten Einschränkungen behaftet. Anders als bei einer tatsächlichen Performance-Bilanz basieren Modellergebnisse nicht auf tatsächlichen Transaktionen/Ergebnissen und reflektieren möglicherweise auch nicht den Effekt bedeutender ökonomischer/markttechnischer Faktoren. Die von Kunden tatsächlich erzielten Anlageergebnisse können sich von den dargestellten Modellergebnissen wesentlich unterscheiden.

asymmetrischen Instrumente existieren), das auf die spezifischen Erfordernisse einer jeden Pensionseinrichtung zugeschnitten werden kann.

WAS IST ZU BERÜCKSICHTIGEN?

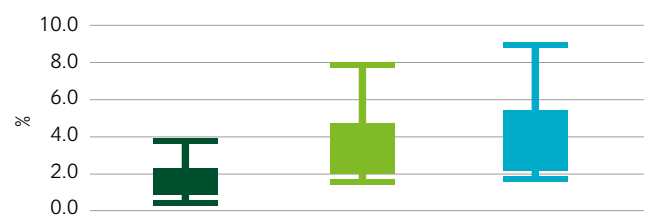
Für sich genommen underperforms die ALH-Strategie, wenn die Zinsen nach oben tendieren. Allerdings kann ein solches Szenario als „Right Way Risk“ betrachtet werden, da eine Pensionseinrichtung dann vom Rückgang ihrer Verbindlichkeiten und somit einer Verbesserung des Ausfinanzierungsgrades insgesamt profitieren sollte.

Tendieren die Zinsen hingegen nach unten, hängt die Beurteilung davon ab, ob ALH einen bestehenden Hedge ersetzt oder ergänzt hat. Wenn ALH-Strategien als Ergänzung zu bestehenden Absicherungen in Erwägung gezogen werden, ergeben sich für die Pensionseinrichtung auch in dem Szenario fallender Zinsen keine Nachteile, da in einer Worst-Case-Betrachtung immer noch die ursprüngliche Absicherung in Kraft wäre.

ADAPTIVE LIABILITY HEDGING IN ZAHLEN – ERWARTETER ERTRAG

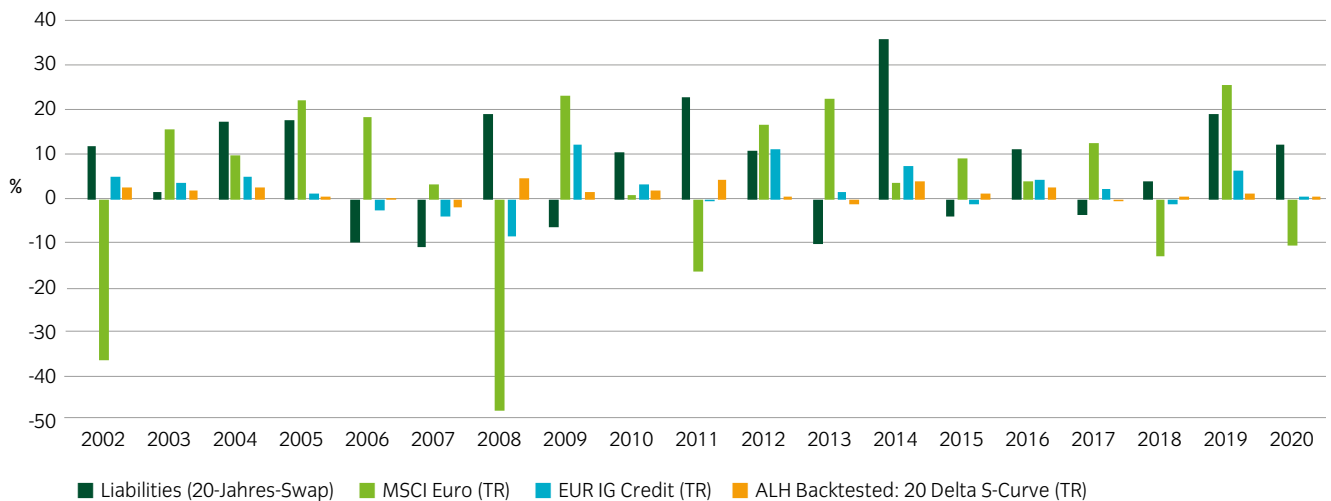
Neben dem allgemeinen Zinstrend sind die realisierte Volatilität und die Kalibrierung der S-Kurve die wesentlichen Treiber des erwarteten Ertrags einer ALH-Strategie. Während viele andere Investmentansätze darauf abzielen, den in volatilen Märkten entstehenden Schaden zu begrenzen, ist ein entscheidendes Merkmal der ALH-Strategie, dass sie von einer Zunahme der realisierten Volatilität profitiert. Abbildung 4 veranschaulicht die Höhe des historischen Ertrags und die jeweilige Streuung für drei verschieden kalibrierte S-Kurven.

Abbildung 4: Historischer Ertrag p. a. durch „Round-Tripping“⁵



Im Juli 2019 legte Insight zwei ALH-Fonds auf, die zur Absicherung der realen und nominalen GBP-Zinsen für britische Kunden bestimmt waren. Diese Fonds haben sich gut entwickelt – und sie haben von der Marktvolatilität des Jahres 2020 profitiert. Die Backtesting-Ergebnisse in Abbildung 5 sollen ein Gefühl für die Euro-Wertentwicklung in unterschiedlichen historischen Kapitalmarktszenarien vermitteln. Die ALH-Strategie hätte demnach, neben einer absichernden Wirkung in Bezug auf die Pensionsverpflichtungen, einen durchschnittlichen Gesamtertrag von ca. 3,5% p. a. generiert.⁶

Abbildung 5: Historische Gesamterträge pro Kalenderjahr⁷



Weiter bietet ALH ein Ertragsprofil, das weniger vom absoluten Zinsniveau abhängig ist, sondern insbesondere in volatilen Marktphasen gesamtportfoliostabilisierende Eigenschaften aufweist. Dieses Merkmal des „Ertragsschutzes“ wurde bei den extremen Marktverwerfungen in den Jahren 2002, 2008, 2011 und 2020 beobachtet (siehe Abbildung 5).

SINNVOLLE ERWEITERUNG DER HEDGINGSTRATEGIEN VON LDI-INVESTOREN

ALH bietet Pensionseinrichtungen die Möglichkeit, ihre Liability-Hedgingstrategie um eine zusätzliche Dimension zu erweitern. Mit Blick auf die Covid-19-Pandemie samt den unabsehbaren realwirtschaftlichen Folgen sowie auf die Ungewissheit über die weitere geld- und fiskalpolitische Antwort hierauf bedarf es wenig

Fantasie für den Schluss, dass potenziell volatile Marktphasen vor uns liegen. In Anbetracht der ungewissen Zukunft bieten sich Pensionseinrichtungen aber durchaus auch Opportunitäten. Und ALH bietet einen Rahmen, diese mit einer systematischen De-/Re-Risking-Strategie zu kapitalisieren.

Breites Spektrum an ALH-Strategien

Neben dem systematischen De-/Re-Risking bietet ALH ein breites Spektrum an weiteren Anwendungsmöglichkeiten, beispielsweise den Schutz vor Extremrisiken.

WICHTIGE INFORMATIONEN

RISIKOHINWEISE

Wertentwicklungen in der Vergangenheit geben keine Auskunft über die zukünftige Performance. Anlagen in jeder Strategie bergen ein Verlustrisiko, das teilweise durch Wechselkursschwankungen bedingt sein kann.

Alle hierin enthaltenen Prognosen basieren auf bestimmten Annahmen, die als angemessen erachtet werden. Prognosen sind von Natur aus spekulativ, und möglicherweise erweisen sich einige oder alle Annahmen, auf denen sie basieren, als unzutreffend oder weichen erheblich von den tatsächlichen Ergebnissen ab. Dementsprechend sind die Prognosen lediglich als Schätzungen anzusehen.

Die dargestellten Wertentwicklungen, ob mit oder ohne Investmentmanagementgebühren, verstehen sich bei Wiederanlage von Dividenden und/oder laufenden oder sonstigen Erträgen. Wird die Wertentwicklung vor Abzug von Gebühren angegeben, sind keine Kosten und Gebühren berücksichtigt, und diese können einen erheblichen negativen Effekt auf die Performance einer Anlage haben.

Eine angestrebte Zielperformance stellt keine Garantie dar. Sie wird möglicherweise nicht erreicht, und Kapitalverlust ist möglich. Fonds mit höherer Zielperformance gehen in der Regel größere Risiken ein, und die Wahrscheinlichkeit ist höher, dass sie die Erwartungen deutlich verfehlen.

Die Portfoliobestände unterliegen Änderungen, dienen lediglich zu Informationszwecken und sind nicht als Anlageempfehlungen zu verstehen.

⁷ Quelle: Insight, Stand März 2020. EUR IG Credit wird durch den Bloomberg Barclays Euro Aggregate Corporate Total Return Index repräsentiert.

RISIKEN EINER ANLAGE

Festverzinsliche Wertpapiere

Entfallen mehr als 35% des Nettoinventarwerts des Portfolios auf Wertpapiere eines einzelnen staatlichen Emittenten, kann ein erheblicher negativer Effekt auf den Wert des Portfolios entstehen, wenn einer oder mehrere solcher Emittenten ihren Verpflichtungen nicht nachkommen oder wenn deren Bonitätsratings gesenkt werden.

Ein Kreditausfall-Swap (CDS) bietet einen gewissen Schutz gegen das Ausfallrisiko von Anleiheemittenten; es gibt jedoch keine Gewähr dafür, dass der Einsatz eines solchen Instruments wirksam ist beziehungsweise das gewünschte Resultat erzielt.

Es kann vorkommen, dass der Emittent einer Anleihe keine Kuponzahlung leistet beziehungsweise das Kapital nicht zum Fälligkeitszeitpunkt an den Anleihegläubiger zurückzahlt.

Derivate können dazu dienen, Renditen zu generieren sowie die Kosten und/oder das Gesamtrisiko eines Portfolios zu verringern. Ihre Verwendung kann mit einem höheren Risiko verbunden sein. Eine nur geringe Preisbewegung beim Basiswert kann eine überproportional starke Preisbewegung bei dem betreffenden derivativen Anlageinstrument zur Folge haben.

Anlagen an den Börsen von Schwellenländern können weniger liquide und riskanter sein als Anlagen an etablierteren Märkten, und es können Schwierigkeiten bei der Rechnungslegung, beim Handel, bei der Abrechnung und der Verwahrung von Wertpapieren auftreten.

Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren unterliegen dem Einfluss von Zins- und Inflationstrends, die sich auf den Wert des Portfolios auswirken können.

Das niedrige Bonitätsrating von hochverzinslichen Wertpapieren signalisiert deren höheres Ausfallrisiko, mit möglichen Auswirkungen auf den Wert des Portfolios.

Der Investmentmanager kann auch in Instrumente investieren, die schwer verkäuflich sind, wenn die Märkte unter Stress stehen.

Werden bei der Verwaltung des Portfolios Hebeleffekte durch den Einsatz von Swaps und anderen derivativen Instrumenten genutzt, kann die Volatilität dadurch insgesamt steigen. Eine Hebelung bietet zwar die Chance auf eine höhere Gesamrendite, sie birgt jedoch zugleich das Risiko höherer Verluste. Jedes Ereignis, das sich negativ auf den Wert einer Anlage auswirkt, wird in seiner Wirkung in dem Maße verstärkt, wie eine Hebelung angewendet wird. Etwaige Verluste wären daher höher als beim Verzicht auf ein solches Mittel.

Potenzielle Ungleichheiten zwischen Anteilsinhabern eines Fonds mit gemeinsamer Verwaltung („Pooled Fund“) werden nach Möglichkeit durch die Art der Berechnung der Performance-Fee vermieden, doch es kann Situationen geben, in denen ein Anteilsinhaber eine Performance-Fee zahlt, für die er keine angemessene Leistung erhalten hat.

LDI-Anlagen

Ein Credit Default Swap (CDS) bietet einen gewissen Schutz gegen Zahlungsausfälle von Schuldern, aber es gibt keine Garantie dafür, dass ihre Verwendung effektiv ist oder das gewünschte Ergebnis erzielt.

Derivate können zur Erzielung von Renditen sowie zur Senkung der Kosten und/oder des Gesamtrisikos des Portfolios eingesetzt werden. Der Einsatz von Derivaten kann mit einem höheren Risiko verbunden sein. Eine kleine Kursänderung des Basiswertes kann zu einer überproportionalen Kursänderung der derivativen Anlage führen.

Anlagen in Anleihen werden von Zinssätzen und Inflationstrends beeinflusst, die sich auf den Wert des Portfolios auswirken können.

Der Vermögensverwalter kann in Instrumente investieren, die schwer zu verkaufen sind, wenn die Märkte in einer angespannten Lage sind.

Wird Leverage im Rahmen der Portfolioverwaltung durch den Einsatz von Swaps und anderen derivativen Instrumenten eingesetzt, kann dies die Gesamtvolatilität erhöhen. Jedes Ereignis, das sich negativ auf den Wert einer Investition auswirkt, würde durch den Einsatz von Leverage im Portfolio vergrößert. Ein möglicher Verlust wäre somit größer als ohne den Einsatz von Leverage.

KONTAKT

European Business Development

europa@insightinvestment.com

+49 69 12014 2650

Consultant Relationship Management

consultantrelations@insightinvestment.com

+44 20 7321 1023



@InsightInvestIM



company/insight-investment



www.insightinvestment.com

Dies ist ein Werbedokument und der Inhalt ist nicht als Anlageempfehlung zu verstehen. Sofern nicht anders angegeben, entsprechen die geäußerten Ansichten und Meinungen denen von Insight Investment zum Zeitpunkt der Veröffentlichung und können sich ändern. Dieses Dokument ist daher nicht als Angebot oder Aufforderung zur Abgabe eines Angebots an eine Person in einem Rechtsgebiet zu verstehen, in dem ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung nicht zulässig ist, oder an eine Person, der es gesetzlich untersagt ist, ein solches Angebot oder eine solche Aufforderung zu machen. Telefongespräche können in Übereinstimmung mit den geltenden Gesetzen aufgezeichnet werden. Herausgegeben von Insight Investment Management (Europe) Limited. Eingetragener Firmensitz Riverside Two, 43-49 Sir John Rogerson's Quay, Dublin, D02 KV60. Eingetragen in Irland unter Registernummer 581405. Insight Investment Management (Europe) Limited unterliegt der Finanzaufsicht der irischen Zentralbank (Central Bank of Ireland). CBI Kennzeichen C154503.

© 2020 Insight Investment. Alle Rechte vorbehalten.