

Die Absicherung von Aktienrisiken bei Lebensversicherern

Was Pensionskassen von Versicherern lernen können

Starke Kursverluste an den Aktienmärkten sorgen häufig für Unterdeckungen bei Pensionskassen. Bei Lebensversicherern sind Unterdeckungen nicht zulässig, daher setzen sie vielfach Aktienabsicherungen ein. Pensionskassen können sich diese Absicherungserfahrungen zunutze machen.

Lebensversicherer unterscheiden sich in einem wesentlichen Punkt von Pensionskassen: Unterdeckungen sind grundsätzlich unzulässig. Die Vermeidung grosser Anlageverluste steht deshalb bei Ersteren seit jeher im Zentrum. Hier haben sich

In Kürze

- > Mit Absicherungsstrategien lassen sich die Verluste auf dem Aktienportfolio begrenzen
- > Wird dafür eine Begrenzung der Gewinne nach oben in Kauf genommen, lassen sich die Strategien kostenneutral umsetzen

Aktienabsicherungsstrategien bewährt. Pensionskassen können den Deckungsgrad flexibler handhaben, trotzdem empfehlen sich Absicherungen.

Perspektive eines Lebensversicherers

Heutzutage lassen sich die Erträge zur Sicherstellung langfristiger Verpflichtungen nicht risikolos über die Kapitalmärkte erwirtschaften. Daher kommen risikobehaftete Anlagen zum Einsatz, um das Renditedefizit auszugleichen. Ihr Umfang wird im Rahmen eines Asset-and-Liability-Management-Prozesses ermittelt, wobei das Eigenkapital des Versicherers zu berücksichtigen ist. Ein permanentes Risiko-Management stellt die Einhaltung vorgegebener Limiten und damit die Solvenz sicher.

In früheren Jahren reduzierte die Swiss Life Aktienrisiken vor allem über den Kauf von Put-Optionen. Im Laufe der Zeit etablierten sich aber «Put Spread Collar»-Strategien: Neben der Anlage in einem Basiswert (in der Regel eine passive Abbildung eines gängigen Marktindex) kommen Optionen¹ zum Zuge. So lassen sich einerseits Kursverluste in einem bestimmten Bereich neutralisieren und andererseits dieser Schutz durch eine Begrenzung des Aufwärtspotenzials «finanzieren». Im Verlauf des Geschäftsjahrs sind temporäre

¹ Kauf eines Puts mit einem Ausübungspreis (X1) leicht unter dem aktuellen Wert der Basisanlage (Schutz vor Kursverlusten unterhalb von X1); Finanzierung dieser Absicherung durch den Verkauf eines Puts mit einem Ausübungspreis (X2) deutlich unter dem aktuellen Wert der Basisanlage (zwecks Aufhebung des erworbenen Schutzes im Bereich unterhalb X2) sowie Verkauf eines Calls mit einem Ausübungspreis über dem aktuellen Wert der Basisanlage (Begrenzung der Aufwärtspartizipation).

Rückkäufe von Optionen² oder volatilitätsbezogene Transaktionen aus anlagetaktischen Überlegungen üblich. Das Kosten-Nutzen-Verhältnis dieser Absicherungsstrategie ist dem Erwerb von Put-Optionen überlegen. Die Idee der asymmetrischen Gewinn-Verlust-Entwicklung bleibt jedoch erhalten.

«Put Spread Collar»-Strategien für Pensionskassen

Diese Absicherungsstrategie eignet sich auch für Pensionskassen. Der Schutz kann jedoch tiefer angesetzt werden, da Unterdeckungen zulässig sind. Die Implementierung einer Zero-Cost-Strategie empfiehlt sich, um die Kosten der gekauften Put-Option durch den Erlös der verkauften Call- und Put-Option zu neutralisieren.

Die Absicherungsperiode (Optionslaufzeit) beträgt ein volles Kalenderjahr und deckt sich somit mit dem Rechnungsjahr der Pensionskassen. Am Jahresende ergibt sich folgendes Auszahlungsmuster (siehe Grafik Seite 54):

- Indexrückgang bis 5 Prozent: Das Portfolio entwickelt sich linear zum Index.
- Indexrückgang > 5 Prozent und < 25 Prozent: Der Verlust des Portfolios

² Entweder a) Rückkauf des verkauften Calls bei Markteinbrüchen und erneuter Verkauf des Calls nach Erholung des Markts oder b) Rückkauf des verkauften Puts bei ausgeprägten Haussen und erneuter Verkauf des Puts im Verlauf der nächsten Baisse.

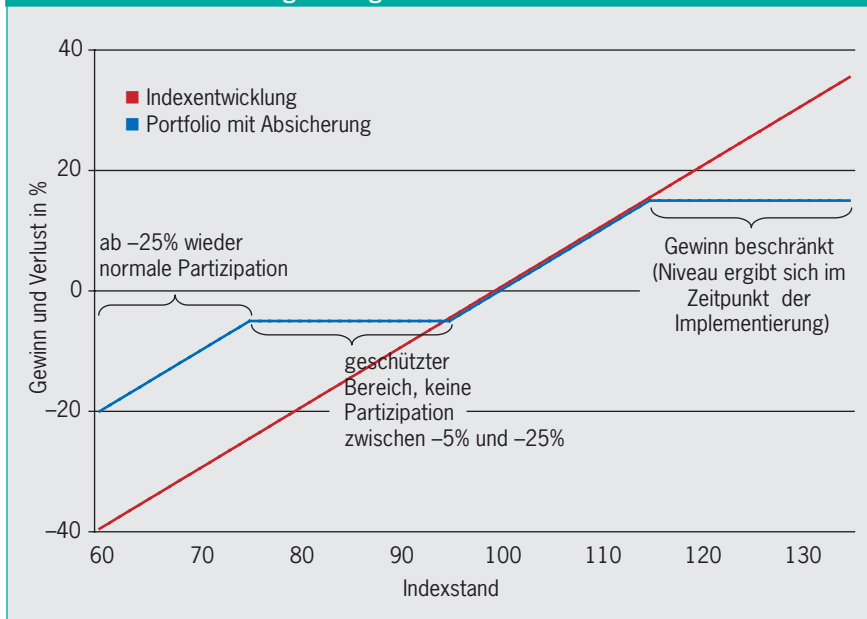
Autoren

Daniel Giubellini
CIA, Head
Products &
Business
Services,
Swiss Life Asset
Management AG



Stephan Ph. Thaler
Dr. rer. pol.,
Geschäftsführer,
Anlagestiftung
Swiss Life

Grafik: Aktienabsicherungsstrategie nach Mass für eine Pensionskasse



- ist auf 5 Prozent begrenzt (geschützter Bereich).
- Indexrückgang > 25 Prozent: Das Portfolio entwickelt sich erneut linear zum Index (der Schutz sorgt aber für eine Outperformance von 20 Prozent gegenüber dem Index).
- Indexanstieg: Das Portfolio entwickelt sich bis zu einem bestimmten Niveau linear zum Index. Die Partizipation ist durch den Ausübungspreis der zwecks Finanzierung der Put-Option verkauften Call-Option begrenzt.

Die Absicherung funktioniert

Die vorliegenden langen Reihen von Indexständen und Optionspreisen (inklusive impliziter Volatilitäten) prädestinieren den amerikanischen Aktienindex S&P 500 für eine historische Analyse:

Renditevergleich in US-Dollar

Jahr	S&P 500	Absicherungsstrategie
2001	-11.9%	-5.0%
2002	-22.1%	-5.1%
2003	28.7%	12.0%
2004	10.9%	8.4%
2005	4.9%	4.9%
2006	15.8%	13.0%
2007	5.5%	5.5%
2008	-37.0%	-17.0%
2009	26.5%	21.1%
2010	15.1%	8.8%
Total	15.1%	49.6%
Total p. a.	1.4%	4.1%
Volatilität	16.4%	8.0%

Liegt die Indexperformance im geschützten Bereich, liegt die Portfolioperformance wie erwartet bei rund -5 Prozent (siehe 2001 und 2002). Bei extremen Ausreis-

sern nach unten fallen ab -25 Prozent weitere Verluste an, wie sich im Jahr 2008 zeigt. In unauffälligeren Jahren, wenn die Indexperformance zwischen dem geschützten Bereich und der Obergrenze liegt, entspricht die Portfolioperformance der Indexperformance. Liegt die Indexperformance über der Obergrenze, liegt die Portfolioperformance unter dem Index (beispielsweise 2003 und 2009).

Die Grenze der Partizipation hängt von der Volatilitäts-Schiefe (Skewness) bei der Implementierung der Absicherung ab. Bei starker Marktunsicherheit liegt sie höher, die Strategie enthält somit ein antizyklisches Element. Im amerikanischen Aktienmarkt lag die Begrenzung in den letzten zehn Jahren durchschnittlich bei rund 13 Prozent.

Wichtige operative Aspekte

Gegenparteiisiken lassen sich weitgehend eliminieren, wenn an einem geregelten Markt gehandelte Instrumente eingesetzt werden. Derivate mit hohem Transaktionsvolumen sind zu bevorzugen. Wichtig ist zudem, den Wettbewerb bei der Preisstellung spielen zu lassen (Best Execution). Je höher das Transaktionsvolumen ist, desto wettbewerbsfähiger werden die Angebote. Grosse Pensionskassen/Kollektivanlagen realisieren so vorteilhaftere Konditionen.

Wenn eine Pensionskasse die Auseinandersetzung mit Absicherungstechniken als zu aufwendig einstuft oder nicht über die für eine kosteneffiziente Umsetzung der Strategien erforderliche Grösse verfügt, bildet der Einsatz von Kollektivanlagen mit integrierten Absicherungsstrategien eine Alternative. ■