



**Investment & Actuarial Consulting,
Controlling and Research.**



www.ppcmetrics.ch

Umsetzung einer Absicherungsstrategie

Wichtige Weichenstellungen und Erfolgsfaktoren

Bei der Umsetzung einer Absicherungsstrategie gilt es diverse Faktoren zu beachten. Dazu gehören der rechtliche und regulatorische Rahmen wie auch die Wahl des Absicherungsansatzes, aber auch Überlegungen zur Liquidität von Absicherungsinstrumenten, den Kosten oder zum Zeithorizont.

IN KÜRZE

Eine zentrale Wahl ist diejenige zwischen einem symmetrischen und einem asymmetrischen Absicherungsansatz. In beiden Fällen spielen die Liquidität und die Kosten der Absicherungsinstrumente eine wichtige Rolle.

Das Risiko eines Portfolios kann über die Asset Allokation gesteuert werden. Für die meisten Pensionskassen stellen eine der Risikofähigkeit angepasste Anlagestrategie (ALM-Sicht) sowie die damit verbundene Wertschwankungsreserve die wichtigsten Instrumente des Risikomanagements dar.

Darüber hinaus ist es sinnvoll zu prüfen, ob Absicherungen im Anlagebereich zweckmässig sind. Hierbei ist es wichtig, sich frühzeitig Gedanken zu möglichen Absicherungsstrategien und deren konkreten Umsetzung zu machen, damit diese bei Bedarf zeitnah umgesetzt werden können. Dazu gehören Überlegungen zu folgenden Aspekten:

- Voraussetzungen für Absicherungen
- Liquidität
- Zeithorizont
- Wahl des Absicherungsansatzes
- Kosten

Rechtliche Aspekte und regulatorischer Rahmen

Jede Absicherungsstrategie einer Pensionskasse muss sich im Rahmen des rechtlichen und regulatorischen Rahmens bewegen. Hier gilt es insbesondere Art. 56a Derivative Finanzinstrumente der BVV2 zu nennen. So dürfen Vorsorgeeinrichtungen beispielsweise nur derivative Finanzinstrumente einsetzen, die von Anlagen nach Artikel 53 (BVV2) abgeleitet sind (siehe Art. 56a Abs. 1 BVV2) oder der Einsatz derivativer Finanzinstrumente darf auf das Gesamtvermögen keine Hebelwirkung ausüben (siehe Art. 56a Abs. 4 BVV2).

Dies bedeutet, dass die im Rahmen

möglicher Absicherungsstrategien eingesetzten Instrumente in Übereinstimmung mit Art. 56a des BVV2 ausgewählt werden müssen und dass die Deckungspflichten von Derivaten jederzeit eingehalten werden.

Wichtig ist auch, dass die kasseninternen Vorgaben, etwa im Anlagereglement, mit den gesetzlichen und regulatorischen Vorgaben konform sind.

Liquidität der Absicherungsinstrumente

Ein Kriterium für eine erfolgreiche Absicherungsstrategie ist, dass die eingesetzten Absicherungsinstrumente genügend Liquidität aufweisen. So verlangt auch Art. 56a Abs. 2 des BVV2: «Der Bonität der Gegenpartei und der Handelbarkeit ist entsprechend der Besonderheit des eingesetzten Derivats Rechnung zu tragen».

Dies ist insbesondere wichtig, da in Krisenzeiten die Liquidität an den Finanzmärkten stark sinken kann, das heisst ausgerechnet in jenen Zeitpunkten, wenn Absicherungen besonders wichtig sind. Die Europäische Finanzmarktverordnung¹ definiert einen liquiden Markt in Artikel 2 unter anderem als «...einen Markt für ein Finanzinstrument oder eine Kategorie von Finanzinstrumenten, auf dem kontinuierlich kauf- oder verkaufsbereite vertragswillige Käufer oder Verkäufer verfügbar sind ...».

Ein guter messbarer Indikator für die Marktliquidität ist der Bid-Ask-Spread,



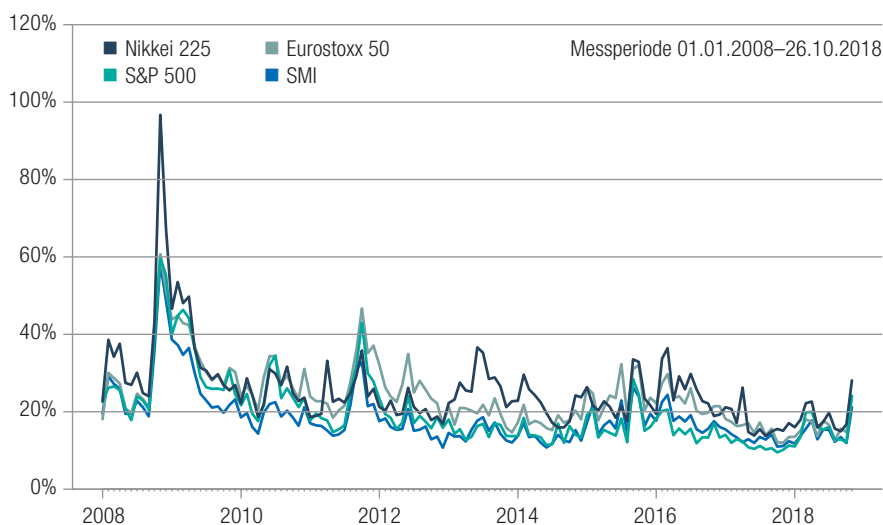
Andreas Reichlin
Dr. oec. publ.,
Partner, PPCmetrics



Stephan Skaanes
Dr. oec. publ., CFA
Partner, PPCmetrics

¹ Verordnung (EU) Nr. 600/2014 des europäischen Parlaments und des Rates vom 15. Mai 2014.

Implizite jährliche Volatilitäten von Aktienmärkten



Quelle: PPCmetrics AG / Bloomberg

das heisst die Differenz zwischen dem angebotenen Käufer- und dem angebotenen Verkäuferpreis. So haben beispielsweise sehr liquide Währungspaare wie Euro/US-Dollar sehr kleine Bid-Ask-Spreads, während dem Währungspaare mit weniger Handelsvolumen grössere Bid-Ask-Spreads aufweisen.

Zeithorizont von Absicherungen

Beim Entscheid, über welchen Zeithorizont Absicherungen abgeschlossen werden sollen, gilt es verschiedene Aspekte zu berücksichtigen.

So sollte der Horizont auf das Grundgeschäft, das heisst die Verpflichtungsseite, abgestimmt sein. Des Weiteren wird der Absicherungshorizont auch durch die Frage beeinflusst, gegen welches Risiko die Absicherung getätigt wird und mit welchem Absicherungsinstrument. Denn je nach Risikoart und Absicherungsinstrument unterscheiden sich die Zeithorizonte, über die Absicherungen zu vertretbaren Kosten umsetzbar sind. Tendenziell gilt, dass die Absicherungskosten mit dem Zeithorizont steigen.

In der Praxis erweist sich die Marktliquidität meist als der limitierende Faktor. Kurzfristige Absicherungsinstrumente (Laufzeit von 1 bis 3 Monaten) verfügen meist über eine deutlich höhere Marktliquidität als länger laufende Instrumente.

Symmetrische versus asymmetrische Absicherungsansätze

Eine wichtige Unterscheidung bei den Absicherungsansätzen ist, zwischen symmetrischen und asymmetrischen Ansätzen zu unterscheiden.

Bei symmetrischen Absicherungen werden Verluste auf der Vermögensanlage mit Wertsteigerungen auf dem Absicherungsinstrument kompensiert und umgekehrt. Zu den symmetrischen Absicherungsinstrumenten gehören unter anderem Termingeschäfte oder Futures-Kontrakte.

Asymmetrische Absicherungsansätze weisen im Gegensatz zu den symmetrischen Ansätzen ein asymmetrisches Auszahlungsprofil auf. Dies bedeutet, dass sich Gewinne und Verluste aus dem Grundgeschäft und dem Absicherungsinstrument nicht gegenseitig kompensieren. Das wohl bekannteste Absicherungsinstrument im Rahmen einer asymmetrischen Absicherungsstrategie sind Optionen. So kann durch den Kauf von Put-Optionen auf ein Aktienportfolio dieses Portfolio zu einem definierten Mindestpreis verkauft werden. Somit besteht eine Absicherung gegen Verluste. Gleichzeitig kann an einer positiven Wertentwicklung des Portfolios partizipiert werden. Dieses asymmetrische Auszahlungsprofil gibt es jedoch nicht kostenlos. Für den Kauf der Optionen muss eine Prämie bezahlt werden.

Ob symmetrische oder asymmetrische Absicherungsansätze gewählt werden, hängt unter anderem davon ab, ob die Bereitschaft vorhanden ist, die Prämien zu tragen.

Kosten

Ein wichtiger Faktor, ob überhaupt Absicherungsinstrumente eingesetzt werden sollen, sind die Kosten. Je nach Instrument können sich die Kosten aus mehreren Komponenten zusammensetzen. Dazu zählen direkte Kosten, indi-

rekte Kosten und Transaktionskosten (Bid-Ask Spread).

Bei asymmetrischen Instrumenten wie Optionen stellt die implizite Volatilität eine sehr wichtige Preiskomponente dar. Die Grafik zeigt die implizite Volatilität wichtiger Anlagemärkte im Zeitablauf. Die Entwicklung zeigt eindrücklich, dass in Krisenzeiten (wie während der Finanzkrise) die impliziten Volatilitäten und somit die Kosten von Absicherungsinstrumenten enorm ansteigen können.

Ein klarer Fokus

Wenn Absicherungsinstrumente eingesetzt werden, sollte dies insgesamt strukturiert und nach einem klaren Konzept erfolgen. Zudem ist es hilfreich, die Absicherungsstrategie zu planen und verschiedene Umsetzungsaspekte wie den rechtlichen Rahmen, die Liquidität der Absicherungsinstrumente, Absicherungshorizonte, die Wahl des Absicherungsansatzes und insbesondere auch die Kosten zu berücksichtigen.

Zentral bei jeder Absicherungsstrategie ist zudem, einen klaren Fokus zu haben: Das Risikomanagement der Anlage Risiken. **I**

Jährlich publizieren wir mehr als 40 Fachartikel zu unterschiedlichen Fragestellungen.



Unsere Fachleute teilen ihr Wissen und ihre Meinungen mit der Öffentlichkeit.



Erleben Sie uns live an den diversen Tagungen, die wir mehrmals jährlich organisieren.



PPCmetrics AG Investment & Actuarial Consulting, Controlling and Research. **Mehr**

