

Institutionelles Asset Management für Versicherer – **Spezial-Know-how** im Konzern oder auch für Dritte?

An diese Schlagzeilen hat man sich schon fast gewöhnt: „Angst und Gier zerfressen das Finanzsystem“ titelt „Die Welt“ am 22. März 2008. „Focus Money“ schreibt am 31. Januar 2010: „Bankenkrise: Das dicke Ende kommt noch“ und die „Financial Times Deutschland“ sieht am 3. Juni 2010 erneut dunkle Wolken aufziehen: „Markt fürchtet neue Bankenkrise“. Die Krisenszenarien der vergangenen drei Jahre haben das Image des weltweiten Bankensystems deutlich beschädigt. Und während beinahe die gesamte Finanzbranche über einen Kamm geschert wird, bleibt die Versicherungsbranche fast vollständig von der öffentlichen Kritik verschont. Zufall oder doch das Ergebnis einer Anlagepolitik, die auch auf derartige Krisenszenarien ausgerichtet ist?

Schwieriges Umfeld auch für Versicherungen

Dieses Stimmungsbild darf allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass die anhaltende Niedrigzinspolitik und die begrenzten Ertragsperspektiven an den Aktienmärkten auch oder gerade im Versicherungs-Asset-Management für ein schwieriges Umfeld sorgen. Hinzu kommen die regulatorischen Verschärfungen im Zuge von Solvency II und MaRisk, die einen erhöhten Kapitalbedarf hervorrufen.

Das schwierige Kapitalmarktumfeld und gestiegene Risikoanforderungen bewirken, dass der Druck auf kleinere Versicherer genauso zunehmen wird wie die Nachfrage nach adäquater Kapitalanlage. Große Versicherungs-Asset-Manager bringen das notwendige Spezial-Know-how mit, um auch in der Zukunft den gestiegenen Ansprüchen an das Asset Management zu genügen. Das erklärt den zunehmenden Trend, dass immer mehr institutionelle Investoren, allen voran Altersvorsorge-

einrichtungen und kleinere Versicherer, auf große Versicherungs-Asset-Manager zurückgreifen, um ihnen die Kapitalanlage ihrer Assets anzuvertrauen.

Krisenerprobter Prozess

Aufbauend auf dem für die Versicherungswirtschaft charakteristischen strukturierten und konsequenten Anlageprozess haben sich Versicherungs-Asset-Manager ein krisenerprobtes Spezial-Know-how aufgebaut, das ihnen eine Sonderstellung in der Finanzbranche einräumt.

Während Banken meist nach einer benchmarkorientierten, risikoadjustierten Renditemaximierung streben, verfolgt die Vermögensverwaltung bei Versicherungen eine absolute, risikoadjustierte Renditemaximierung und stellt dabei sicher, dass die

Passivseite jederzeit bedient werden kann. Asset Management für Versicherer bedeutet demnach letztlich nichts anderes als sicherzustellen, dass der Versicherer im Versicherungsfall zahlungsfähig ist. Der Asset Manager schafft Mehrwert für die Versicherungskunden und gegebenenfalls die Aktionäre, ohne dabei ein zu großes Risiko einzugehen.

Hinter diesem Gedanken steht das Asset/Liability-Management (ALM), also die Koordination des Kapitalanlageportfolios (Assets) mit den Verpflichtungen (Liabilities), die das Versicherungsunternehmen gegenüber seinen Kunden hat. Der Versicherungs-Asset-Manager strebt folglich die perfekte Allokation an, um Aktiv- und Passivseite der Bilanz auszugleichen. Haupteinflussgrößen sind dabei der Kapitalmarktzins, die Volatilität der Aktienmärkte und die Höhe der Überschussbeteiligung.

Das ALM resultiert in einem wertkonservativen Anlagemodell mit einer Fülle von Restriktionen – allen voran Solvenzanforderungen und Bilanzierungsstandards. Schon heute muss der Versicherer jederzeit Vermögenswerte vorhalten, die sämtliche finanziellen Verpflichtungen gegenüber seinen Kunden ausgleichen können und darüber hinaus auch größere Schadensfälle abdecken. Hinzu kommen strikte Bilanzierungsstandards, die vorsehen, wie die Aktiva und Passiva in der Bilanz zu bewerten sind.

Spezial-Know-how – noch spezieller

Neben den Versicherungsrichtlinien der EU, dem Versicherungsaufsichtsgesetz und der Anlageverordnung für Versicherungen sorgen insbesondere die quantitativen und qualitativen Kriterien (Säulen 1 und 2) von Solvency II dafür, dass Versicherungs-

Heinz Gawlak, Vorsitzender der Geschäftsführung, Generali Investments Deutschland Kapitalanlagegesellschaft mbH, Köln

Für kleine Versicherer, darin stimmt der Autor mit dem Tenor anderer Beiträge dieses Heftes überein, könnten die anstehenden regulatorischen Verschärfungen einen Druck zur Auslagerung ihrer Kapitalanlage bedeuten. Gleichwohl verweist er mit Blick auf sein Haus und die Versicherungsbranche als Ganzes auf ein gleichermaßen bewährtes wie krisenerprobtes Spezial-Know-how in der risikoadjustierten Renditemaximierung. Angefangen von dem Mehrwert der taktischen Asset Allokation über den flankierenden Blick auf weiche Einflussfaktoren bis hin zur dynamischen Asset Allokation erörtert er das Leistungsspektrum seines Hauses mitsamt der Serviceleistungen im Risikomanagement und Reporting. Dass all diese Dienstleistungen auch für Dritte infrage kommen könnten, betont er dabei klar, aber dezent. (Red.)

Asset-Management noch spezieller werden muss und wird. Die neuen Eigenkapitalanforderungen sehen vor, dass Versicherer Eigenkapitalquoten vorhalten, um eventuelle Abschreibungen egalieren zu können. Diese könnten bei Aktienanlagen bis zu 40 Prozent und selbst bei Rentenanlagen bis zu vier Prozent betragen.

Solvency II bewirkt also, dass fortan nicht eine risikoadjustierte Rendite das Anlageziel ist, sondern eine risikoadjustierte Rendite nach Kapitalkosten. Eine saubere Modellrechnung ist mehr denn je als Grundlage gefragt, und Versicherer benötigen neben einem funktionierenden ALM-Modell auch genügend Kapital, um die vom Modell vorgegebenen Assetklassen bedienen zu können.

Mehrwert durch Taktische Allokation

Die Modellrechnung umfasst aufbauend auf den ALM-Prozessen einen strukturierten Investmentprozess mit der Strategischen Asset Allokation (SAA) des Versicherungsunternehmens und der Taktischen Asset Allokation (TAA) des Versicherungs-Asset-Managers. Während die SAA in der Regel für einen Zeitraum von einem Jahr oder länger festgelegt wird, beschreibt die Taktische Allokation die Optimierung von Investmententscheidungen auf Dreimonatssicht. Drei Monate sind lang genug, um bei häufig veröffentlichten Marktdaten nicht auf falsche Signale zu reagieren, aber auch kurz genug, um neue Trends oder wechselnde Markterwartungen berücksichtigen zu können.

Zentrales Ziel der Taktischen Allokation ist, für die einzelnen Assetklassen Ertragserwartungen nach einheitlichen Grundsätzen zu formulieren. Dies geschieht nach einem „Value-Trigger“-Ansatz, einem zweistufigen Prozess, der letztlich in der Prognose auf Dreimonatssicht endet. Dabei wird zunächst mit Hilfe unterschiedlicher volkswirtschaftlicher und statistischer Modelle der „Fair Value“ für die jeweilige Assetklasse ermittelt. Er dient als Indikator für die Werthaltigkeit der entsprechenden Assetklasse, unabhängig von einem konkreten Prognosehorizont.

Dies ist deshalb wichtig, weil mit täglicher Beobachtung eines Marktpreises das Gefühl für den „wahren“ Wert verloren gehen kann. Prominentes Beispiel sind hier die Aktienmärkte. Sie sind im Jahr 2000 auf

Werte gestiegen, die mit keinem fundamentalen Modell nachzuvollziehen waren.

Aktuelle Einflussgrößen im Blick

In einem zweiten Schritt fließen als „Trigger“ aktuelle Einflussgrößen, insbesondere „weiche“ Faktoren, in die Taktische Allokation ein. Dies können für die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen zum Beispiel ein Wechsel bei den geldpolitischen Erwartungen oder eine Änderung des US-Zinsniveaus sein. Kursbewegungen können aber auch von psychologischen Faktoren wie der momentanen Angst vor einer deflationären Entwicklung ausgelöst werden. Aus „Fair Value“, Fundamentalfaktoren und „Trigger“ ergibt sich schließlich ein Scoring, das für jede Assetklasse in einen konkrete Prognose umgerechnet wird.

Taktische Allokation kann schon bei einer Trefferquote von 60 Prozent einen signifikanten Mehrwert erzielen gegenüber einem Portfolio, in dem die Quoten für jede Assetklasse stets konstant gehalten werden. Die Erfolgsquoten bei Generali Investments lagen in den vergangenen sechs Jahren konstant im positiven Bereich – im Durchschnitt lag die Trefferquote bei 64 Prozent.

Die Erkenntnisse der Taktischen Allokation fließen in die Anlageentscheidungen für die verwalteten Versicherungsportfolios ein und stehen externen Kunden zur Verfügung – entweder direkt über Mandate oder Spezialfonds oder aber indirekt durch eine gezielte Einbindung der Taktischen Allokation in den eigenen Investmentprozess.

Produkte: Spezialfonds und Direktanlage

Für die Umsetzung des strukturierten Investmentprozesses stehen dem Kunden vorrangig drei Anlagevehikel zur Verfügung: Publikumsfonds, Spezialfonds und die Direktanlage. Spezialfonds bündeln nach wie vor eine Reihe von Vorteilen, selbst wenn durch die Anwendung internationaler Rechnungslegungsvorschriften mit entsprechendem Transparenzprinzip die Attraktivität etwas eingeschränkt wurde. Allen voran ist die flexible und marktorientierte Bewirtschaftung zu nennen. Reserven können aufgebaut, Ausschüttungen den Planungen und Wünschen des Anlegers angepasst werden. Durch eine

geschickte Asset Allokation können im Spezialfonds auch risikoreichere Anlageklassen beigemischt werden, ohne dass der Anleger gleich Abschreibungen befürchten muss. Portfolioadäquate Absicherungen und auch der generelle Einsatz derivativer Werkzeuge sind im Spezialfonds einfacher möglich als beim Management eines Direktbestands.

Diese Vorteilhaftigkeit hat den Spezialfonds als eines der attraktiven Investmentvehikel bestehen lassen. Die deutsche Versicherungswirtschaft ist mit einem Volumen von mehr als 290 Milliarden Euro und damit rund 40 Prozent des gesamten deutschen Spezialfondsvermögens die größte Anlegergruppe in Spezialfonds.

Direktmandate überwiegen

Dass dennoch weiterhin der überwiegende Teil der Vermögenswerte in Direktmandaten angelegt wird, liegt auch daran, dass Versicherer aufgrund besonderer Anforderungen der BaFin dazu verpflichtet sind, ihre Anlagen zu streuen und zu mischen. Keine Assetklasse, kein Anlagevehikel darf überwiegen. Folglich hat sich im Markt eine gute Mischung aus Spezialfonds und Direktanlagen durchgesetzt.

Auch bei der Direktanlage haben Versicherungs-Asset-Manager deutliche Vorteile. Sie kennen den notwendigen rechtlichen und regulatorischen Hintergrund und sprechen die Sprache eines Liability Driven Investors (LDI). Zudem verfügen sie über langjährige Erfahrung im Management von Bilanzpositionen und den entsprechenden Auswirkungen auf die GuV. Durch langjährige und intensive Kontakte zu den großen Emissionshäusern kommen zudem „Einkaufsvorteile“ zum Tragen, da Versicherungen als verlässliche und langfristige Investoren ein hohes Vertrauen genießen.

Derzeit im Trend: Dynamic Asset Allocation

Neben dem Portfoliomanagement spielt natürlich auch das Risikomanagement und ein entsprechendes Reporting eine große Rolle. Auch hierbei können Versicherungs-Asset-Manager punkten, da sie – meist als Konzerndienstleister organisiert – entlang der Asset-Management-Wertschöpfungskette bereits ein breites Spektrum und unterschiedlichste Facetten für alle im Konzern vorhandenen Gruppengesellschaften

abdecken und in allen Bereichen langjährige Erfahrung aufweisen. Besonders gefragt sind derzeit Mischmandate und gemischte Spezialfonds. Bei Generali Investments läuft diese Anlageform unter dem Begriff „Dynamic Asset Allocation“ (DAA).

DAA basiert auf der inhouse durchgeführten Taktischen Asset Allokation (TAA) und ist innerhalb eines fundierten Investmentprozesses auf das Risikoprofil des Anlegers zugeschnitten. Zum Beispiel könnte dessen Vorgabe eine Verlusttoleranz von zehn Prozent auf Jahressicht sein. Auf diesem Risikoprofil aufbauend wird ein Modell aus zwei oder mehr Assetklassen aufgestellt. Die einfachste Variante sieht Rentenanlagen (Staatsanleihen, Covered Bonds und Cash) und Aktien (Euro-Stoxx 50, Steuerung über Futures) vor. Komplexere Modelle berücksichtigen zusätzlich Unternehmensanleihen, unterschiedliche Währungsräume und internationale Aktienmärkte.

Die DAA lässt sich sowohl als Spezialfonds (bereits ab etwa 20 Millionen Euro) als auch als Direktmandat unter Berücksichtigung kundenspezifischer Nebenbedingungen oder Zielfunktionen umsetzen. In beiden Fällen erhält der Kunde regelmäßige Beratung zur Allokation sowie ein spezielles Reporting. Auch die institutionellen Anlageklassen von Publikumsfonds werden immer beliebter – insbesondere für kleinere Volumina und als Erstkontakt mit einem Asset Manager. Generali Investments bietet hier ein semi-standardisiertes Reporting zum Kunden auf Spezialfonds-Basis.

Auch für Dritte attraktiv

Sämtliche Anlagevehikel bieten institutionellen Anlegern Zugang zu einem Spezial-Know-how, das sich nicht erst in den vergangenen krisengeprägten Jahren bewährt hat. Die Aktienmärkte bleiben volatil, das Zinsumfeld schwierig. Mehr denn je sind strukturierte und disziplinierte Prozesse im Asset Management gefragt, wie sie bei den Kapitalanlagegesellschaften von Versicherern schon allein aufgrund des Geschäftsmodells seit jeher Tradition haben. Versicherungs-Asset-Manager verfügen über die kritische Masse an Kapital und Ressourcen und sind aufgrund ihrer Größe und ihres Erfahrungshintergrundes prädestiniert dafür, den zukünftigen Herausforderungen im institutionellen Asset Management gewachsen zu sein und ihr Spezial-Know-how auch Dritten anzubieten.