

Aspects of Asset Liability Management in the “New Normal”

Markus Wahl

In der „Neuen Normalität“ werden Versicherungsunternehmen durch Entwicklungen herausgefordert, deren Eintreten zuvor für unmöglich gehalten wurde. Dazu gehören Spreads aufgrund des Illiquiditätsrisikos in Anlageklassen, die zuvor als risikolos galten, eine erhöhte Volatilität der Finanzmärkte und der Verlust einer risikolosen Anlagemöglichkeit. Aus diesen Entwicklungen entstehen verschiedene Probleme für Versicherungen. Durch die Illiquiditätsspreads stellt sich die Frage, wie replizierende Portfolios zusammengesetzt sein sollen und wie Verbindlichkeiten marktkonsistent zu bewerten sind. Darüber hinaus können eine erhöhte Volatilität und kurzfristige Übertreibungen an den Finanzmärkten zu starken Schwankungen in den Bilanzen nach Solvency II führen. Daraus ergibt sich als Konsequenz, dass die wirtschaftliche Realität der Unternehmen nicht mehr adäquat abgebildet werden kann. Insbesondere seit der Staatsschuldenkrise in der Euro-Zone stellt sich daher vermehrt die Frage, wie Solvency II als Aufsichtsregime für Versicherungen mit einem langfristig orientierten Geschäftsmodell mit kurzfristiger Irrationalität an den Finanzmärkten umgehen soll.

Exemplarische Beispiele

Das erste Kapitel der Arbeit bildet die Einleitung mit einer kurzen Einführung in das Thema. Im zweiten Kapitel werden anhand exemplarischer Beispiele generelle Mechanismen vorgestellt, um die aus den oben beschriebenen Herausforderungen entstehenden Probleme zu lösen. So können aus Marktverwerfungen zweifelhafte Bewertungen von Aktiva und Passiva resultieren. In unterschiedlichen Ansätzen können diese prinzipiell wiederum direkt auf der Aktivseite der Bilanz, aber auch indirekt über die Bewertung der Verbindlichkeiten auf der Passivseite korrigiert werden. Durch die Solvency II - Rahmenrichtlinie ist eine solche Korrektur nur auf der Passivseite möglich. Verschiedene

Möglichkeiten zur Korrektur werden dargelegt, Vor- und Nachteile der vorgestellten Methoden und daraus resultierende Inkonsistenzen sowie mögliche Fehlanreize werden diskutiert.

Wissenschaftliche Literatur

Die bestehende wissenschaftliche Literatur zu diesem Thema wird im dritten Kapitel kritisch gewürdigt. Insbesondere wird sie im Kontext der Weiterentwicklung der Ansätze von der Illiquidity Premium zum Volatility Adjustment eingeordnet. Das Ergebnis ist, dass die vor dem Hintergrund der Illiquidity Premium entstandene Kritik auf neuere Konzepte nur eingeschränkt anwendbar ist. Ein Grund dafür liegt in den erweiterten Zielsetzungen der neueren Ansätze, die bei der Bewertung der Konzepte ebenso berücksichtigt werden müssen. Darüber hinaus wird in den Kritiken zur Illiquidity Premium angenommen, dass es ein breit diversifiziertes, replizierendes Portfolio gibt, das aus Finanzinstrumenten zusammengesetzt ist, die ausschließlich in tiefen, liquiden und transparenten Märkten gehandelt werden. Die Existenz von Illiquiditätsspreads in vielen Segmenten der Anleihemärkte zeigt jedoch, dass diese zentrale Annahme sich in der „Neuen Normalität“ als problematisch herausgestellt hat.

Konzepte im Rahmen von Solvency II

In Kapitel vier werden die im Rahmen von Solvency II zur beschriebenen Problematik diskutierten Konzepte vorgestellt, analysiert und verglichen. Bei diesen Konzepten handelt es sich um die Illiquidity Premium, die Countercyclical Premium, das Symmetric Adjustment und das Volatility Adjustment. Mit Ausnahme des Symmetric Adjustments ähneln sich diese Konzepte im Aufbau sehr stark. Das primäre Ziel der Konzepte hat sich im Laufe der Zeit jedoch verändert. Während die Illiquidity Premium im Hinblick auf die marktkonsistente Bewertung von Verbindlichkeiten konzipiert wurde, hat sich die Perspektive bei der Countercyclical Premium und dem Volatility Adjustment erweitert. Ziel dieser beiden Mechanismen ist es, durch irrationale Marktverwerfungen entstehende Auswirkungen zu absorbieren und prozyklisches Verhalten sowie einen Anstieg des systemischen Risikos zu verhindern.

Backtesting des Volatility Adjustments

Bei der Illiquidity Premium, der Countercyclical Premium und dem Volatility Adjustment werden Probleme, die auf der Aktivseite der Bilanz durch unzuverlässige Marktbewertungen entstehen, durch eine Anpassung der Werte der Verbindlichkeiten gelöst. Daher ist für den Erfolg dieser Mechanismen die Interaktion von Aktiva und Passiva entscheidend. Diese Interaktion wurde beim Long-Term Guarantees Assessment (LTGA) durch EIOPA, in dem auch die Countercyclical Premium getestet wurde, jedoch nicht untersucht. Um diesen Aspekt näher zu beleuchten, besteht das fünfte Kapitel der Arbeit aus einer Analyse des Einflusses des aktuell geplanten Volatility Adjustments mittels Backtesting. Aktiva und Passiva eines typischen deutschen Lebensversicherungsunternehmens werden simultan in drei verschiedenen historischen Szenarien betrachtet. Zu Beginn eines jeden Szenarios wird ein Bedeckungsgrad von 100% angenommen. Dieser wird am Ende eines jeden Szenarios mit verschiedenen Parametrisierungen des Volatility Adjustments erneut berechnet. Dabei stellt das erste Krisenszenario einen typischen Crash dar. In solch einer Situation, in der es zu einem Anstieg der Spreads für Unternehmensanleihen kommt, mildert das Volatility Adjustment die Auswirkungen auf die Bilanz ab. Die Effekte durch die sinkenden Zinsen überwiegen jedoch und werden durch das Volatility Adjustment nicht aufgefangen. Daher ist das Volatility Adjustment ein Mechanismus, der in Zeiten von Marktverwerfungen dämpfend wirken kann, es ist jedoch kein „Allheilmittel“. Da das Volatility Adjustment lediglich konzipiert wurde, um die Auswirkungen kurzfristig hoher Volatilität abzumildern und nicht um einen Zinsrückgang zu kompensieren, sind diese Ergebnisse im Einklang mit der Idee des Volatility Adjustments. Um den Einfluss von Änderungen der Spreads genauer zu untersuchen, ist im zweiten Szenario ein Anstieg der Spreads für Unternehmensanleihen enthalten, während die risikolose Zinsstruktur annähernd unverändert bleibt. In diesem Szenario werden daher auch nicht die Auswirkungen des Volatility Adjustments in einer typischen Krise beleuchtet. Stattdessen liegt der Schwerpunkt auf den Konsequenzen der Verwendung eines Mechanismus, der ein Problem, das auf der Aktivseite entsteht, auf der Passivseite der Bilanz behebt und der nicht durch das tatsächlich verwendete Portfolio, sondern durch ein repräsentatives Referenzportfolio berechnet wird. Überraschenderweise kann es in

diesem Szenario für Versicherungsunternehmen, die wie in Deutschland üblich, einen hohen Anteil an Pfandbriefen halten, zu einer Überkompensation durch das Volatility Adjustment kommen. Im untersuchten Zeitraum von Juni 2007 bis Oktober 2008 bleibt der Bedeckungsgrad annähernd gleich, obwohl sich die Kreditqualität des Anlageportfolios in diesem Zeitraum verschlechtert hat. Bei einer Anwendung des Volatility Adjustments wäre diese Verschlechterung somit nicht mehr ausreichend berücksichtigt. Der Grund dafür ist, dass der hohe Anteil an Pfandbriefen im Referenzportfolio für die Berechnung des Volatility Adjustments nur unzureichend abgebildet ist. In einem dritten Szenario, in dem eine Krise bei Staatsanleihen nachgestellt wird, ähneln die Resultate dem des ersten Szenarios.

Diese Ergebnisse, vor allem die des zweiten Szenarios verdeutlichen, dass das Volatility Adjustment und insbesondere das Basisrisiko, das aus dem Unterschied zwischen dem repräsentativen Referenzportfolio und dem individuellen Portfolio resultiert, im Rahmen des Own Risk and Solvency Assessments (ORSA) durch die einzelnen Unternehmen weiter untersucht werden muss.