

Wege zur Integration der strategischen Asset Allocation in die Gesamtbanksteuerung

Viele Banken und Sparkassen haben in den vergangenen Jahren wertorientierte Steuerungskonzepte im Bereich der Zinsbuchsteuerung aufgebaut. Die übrigen Assetklassen blieben – sofern sie nicht zinsbuchrelevant waren – meist außen vor. Für eine integrierte Steuerung sämtlicher Eigenanlagen ist es jedoch notwendig, die Systematik und Erkenntnisse in der Zinsbuchsteuerung auf die übrigen Assetklassen auszuweiten.

Vier Schritte einer Investmentstrategie

Ziel der strategischen Asset Allocation ist langfristig ein überlegenes Risk-/Return-optimiertes Portfolio von Anlageklassen. Hierzu werden alle Vermögenswerte der Bank einbezogen, die strategischen Charakter haben.

Eine klare Investmentstrategie erfordert die Bearbeitung folgender vier Schritte:

- Auswahl des Anlageuniversums,
- Risikomessung,
- Optimierung der Asset Allocation unter Berücksichtigung des Risikodeckungspotenzials und
- Auswahl der Investitionsstrategie je Assetklasse.

Damit wird die strategische Grundlage gelegt, um mit verschiedenen Assetmanagern eine Neustrukturierung des Sondervermögens zu diskutieren, das regelmäßige Reporting abzustimmen und die notwendigen Prozesse in der Bank zu installieren.

Auswahl des Anlageuniversums: Zunächst ist eine überschaubare Anzahl von Assetklassen zu definieren, aus denen eine effi-

ziente Kombination ausgewählt werden soll. Dieses Anlageuniversum ist unabhängig davon zu bestimmen, ob die Bank selbst oder Dritte beauftragt, in diese zu investieren. In einer Assetklasse werden Anlagemöglichkeiten oder Märkte zusammengefasst, deren Risiko maßgeblich denselben systematischen Risikotreiber haben und die nach Möglichkeit zu den anderen Assetklassen keine hohe Korrelation aufweisen.

Die Hannoversche Volksbank ging bei ihrem Projekt zunächst von einer möglichen Investition in folgende fünf Assetklassen aus: Aktien (Nordamerika, Europa, Asien/

Pazifik), Renten (REXP, Corporate Bonds, Government Bonds, ABS), Geldmarkt, Immobilien und Beteiligungen.

Zuordnung der Anlagen zu den Asset Klassen

Nach der Festlegung des Anlageuniversums wurde die Vermögenssituation der Bank unter diesem neuen Blickwinkel betrachtet, das heißt, die vorhandenen Anlagen wurden den definierten Assetklassen zugeordnet. Hierbei wurde das strategische Zinsbuch auf zwei Assetklassen aufgeteilt.

Erstens: Der typische passive Refinanzierungs-Cashflow mit kurzer Laufzeit wurde mit negativem Vorzeichen der Assetklasse Geldmarkt zugeordnet.

Zweitens: Die Struktur der Aktivüberhänge wurde einer Assetklasse Renten zugeordnet. Letztere war durch einen geeigneten Index – etwa den REXP – beschrieben.

Abbildung 1 zeigt eine solche Sicht auf das Vermögen am Beispiel einer fiktiven, aber typischen Bank, die neben Renten und Aktien auch ABS-Strukturen als mögliche Assetklassen identifiziert hat. Dabei wird angenommen, dass sich das Portfolio aus dem strategischen Zinsbuch und einem Spezialfonds zusammensetzt. Das strategische Zinsbuch habe einen einfachen Barwert von 100 Millionen Euro zweifach gehandelt, also werden 200 Millionen Euro in die Assetklasse Renten und 100 Millionen Euro für die Refinanzierung in die Assetklasse Geldmarkt eingeordnet; der Spezialfonds verfüge über 100 Millionen Euro in Renten, zehn Millionen Euro Aktien und zehn Millionen Euro geldmarktnahe Anlagen. Die Gesamtposition besteht also aus einem Gesamtvermögen von 220 Millionen Euro, das auf die Assetklassen Geldmarkt, Renten und Aktien aufgeteilt werden kann.

Dr. Walter Herzog, Partner, ifb group, und Mitglied des Vorstands, ifb AG, Köln, und Hermann Mehrens, Sprecher des Vorstands, Hannoversche Volksbank eG

Wie kann ein Kreditinstitut sein strategisches Eigenanlagenmanagement – die strategische Asset Allocation – in die Gesamtbanksteuerung integrieren? Diese Frage erläutern die Autoren anhand eines Projektes bei der Hannoverschen Volksbank. Dem Institut eine integrierte und simultane Sicht auf alle Vermögenswerte zu verschaffen und auf dieser Basis die Möglichkeit zu eröffnen, eine nachvollziehbare und plausible Anlagestrategie zu entwickeln, lautet die Zielsetzung des Projekts. Besondere Berücksichtigung findet dabei die Einbindung des strategischen Zinsbuchs als zentrale Steuerungseinheit der Asset Allocation. Ausgehend vom barwertigen Risikodeckungspotenzial der Bank erarbeiten die Autoren in vier Schritten die strategischen Grundlagen für eine Risk-/Return-orientierte Verteilung des Vermögens, skizzieren die Umsetzung mithilfe eines Excel-basierten Rechners und illustrieren sie an einem Fallbeispiel mit fiktiven Zahlen. (Red.)

Risikomessung: Das Risiko wurde im Fall der Hannoverschen Volksbank mit der Varianz-Kovarianz-Methode gemessen. Dieses Messverfahren unterstellt vereinfachte Annahmen über die Risikoverteilung. Es ist sehr gut geeignet, um mit wenig Parametrisierungs- und Rechenaufwand das Zusammenwirken der verschiedenen Assetklassen grundsätzlich zu verstehen. Für eine verfeinerte Analyse, die neben wertorientierten Aspekten auch GuV-Effekte berücksichtigt, sind auch aufwendigere Simulationsverfahren möglich.

Ein fiktives Fallbeispiel

Die notwendigen Parameter bei der Varianz-Kovarianz-Methode sind erstens die Performance und Standardabweichung der einzelnen Assetklassen sowie zweitens die Korrelationen der Assetklassen untereinander. Dabei ist es zweckmäßig, die Assetklassen zu indizieren. Das heißt, man sucht sich einen handelbaren und am Markt beobachtbaren Index, der die Assetklasse möglichst adäquat beschreibt. Die Analyse dieses Indexes liefert die zu verwendenden Parameter.

Für die Assetklasse Aktien Euro kann zum Beispiel der Index MSCI Europe gewählt werden. Zunächst wird ein historischer Zeitraum bestimmt, dann erfolgt die Berechnung der mittleren Performance, der Standardabweichung und der Korrelationen der Indexzeitreihe zu den anderen Indizes. Dieses Vorgehen beruht auf der Annahme, dass die Beobachtung der Vergangenheit aussagekräftige Erkenntnisse für die Zukunft liefern kann – eine Annahme, die vor allem in Bezug auf die Renditeerwartungen gut überlegt sein will. Großen Einfluss auf die Parameterwerte hat auch die Wahl des historischen Zeitraums. Daher empfiehlt es sich, eigene Einschätzungen über die zu erwartenden Performances zu formulieren und in die Strategiefindung einfließen zu lassen. Dies kann zum Beispiel im Rahmen vernetzter Parametervariationen unter Nutzung des Black-Litterman-Modells¹⁾ erfolgen.

Risikodeckungspotenzial

Im fiktiven Fallbeispiel werden Renditen, Risiken und Korrelationen der gewählten Assetklassen wie in Abbildung 2 unterstellt. Hierbei ist die Nettoperformance die Differenz zwischen Bruttoleistung und risikoloser Rendite.

Addiert man die Einzelrisiken ohne Berücksichtigung der Korrelationen, ergibt sich im Fallbeispiel ein Gesamtrisiko von 36 Millionen Euro. Unter Berücksichtigung der Korrelationen reduziert sich das Gesamtrisiko auf 31 Millionen Euro; das entspricht einer Reduktion des Risikos auf 86 Prozent. Die Nettoperformance beträgt elf Millionen Euro, das heißt der RoRac (Nettoperformance geteilt durch Value at Risk) beläuft sich auf 36 Prozent.

Optimierung der Asset Allocation unter Berücksichtigung des Risikodeckungspotenzials: Für die Wahl einer effizienten Asset Allocation gibt es eine entscheidende strategische Nebenbedingung: Das eingegangene Risiko muss durch das barwertige Risikodeckungspotenzial beziehungsweise die bereitgestellte Risikodeckungsmasse abgedeckt werden können.

Das barwertige Risikodeckungspotenzial einer Bank ergibt sich aus den Vermögenswerten abzüglich der Kostenkomponenten. Addiert werden kann zudem die erwartete Performance in den verschiedenen Steuer-

ungsbereichen der Bank. Abgezogen werden davon das strategische Eigenkapital³⁾ und die Vorsorgereserven. Das Ergebnis ist die Risikodeckungsmasse. Sie kann zur Abdeckung der verschiedenen Risiken eingeplant werden. Häufig ist jener Teil der Risikodeckungsmasse, der zur Abdeckung von Marktpreisrisiken dient, die Residualgröße nach Abzug der Budgets für Adressrisiken und operationale Risiken. Dieses Kapital dient der Absicherung von Marktpreisrisiken aus strategischem Zinsbuch, Aktienpositionen, Spezialfonds, Handelsbuch und weiteren Büchern.

Optimierung der Portfoliostruktur

Für das Fallbeispiel betrage die ausgewiesene barwertige Risikodeckungsmasse 90 Millionen Euro. Davon werden zehn Millionen Euro zur Abdeckung operationaler Risiken und weitere 20 Millionen Euro zur Abdeckung von Adressenausfallrisiken aus dem Kundenkreditportfolio (Credit Value at Risk) eingeplant. Der Rest von 60 Millionen Euro steht zur Deckung von

Abbildung 1: Vermögenssituation der Bank in der Ausgangssituation

Portfolio	Volumen (in Mill. Euro)	Volumen-anteile	Nettoperformance (in Mill. Euro)	Einzelrisiko (VaR, in Mill. Euro)	Risiko korreliert (in Mill. Euro)
Geldmarkt	-90			0	
Renten	300	96,77%	10,5	31	
ABS	0	0,00%	0,0	0	
Aktien	10	3,23%	0,8	4	
Summe	220	100,00%	11,3	36	31

Abbildung 2: Performance- und Risikowerte, Korrelationsmatrix²⁾

Risk/Return	Bruttoleistung (%)	Nettoperformance (%)	Risiko (Std-abw., %)	Korrelationen			
				Geldmarkt	Renten	ABS	Aktien
Geldmarkt	2,2	0,0	0,0	1,0	0,3	1,0	-0,2
Renten	5,7	3,5	4,5	0,3	1,0	0,3	-0,2
ABS	3,0	0,8	0,5	1,0	0,3	1,0	-0,2
Aktien	10,5	8,3	18,0	-0,2	-0,2	-0,2	1,0

Abbildung 3: Optimierte Portfoliostruktur

Portfolio	Volumen (in Mill. Euro)	Volumen-anteile	Nettoperformance (in Mill. Euro)	Einzelrisiko (VaR, in Mill. Euro)	Risiko korreliert (in Mill. Euro)
Geldmarkt	-118			0	
Renten	263	77,76%	9,2	27	
ABS	30	8,88%	0,2	0	
Aktien	45	13,36%	3,7	19	
Summe	220	100,00%	13,2	47	31

Marktpreisrisiken⁴⁾ zur Verfügung. Das strategische Zinsbuch der Bank schlägt mit einem Value at Risk von 21 Millionen Euro zu Buche, der Spezialfonds weist Risiken in Höhe von 15 Millionen Euro aus, in der Summe also 36 Millionen Euro. Die Risiko- deckungsmasse im Marktpreisrisiko ist da- her zu 60 Prozent ausgelastet.

In bestimmten Assetklassen können indi- viduelle Volumenlimite gesetzt werden, wenn etwa eine bestimmte Aktienquote nicht überschritten werden soll. Im Fall- beispiel soll die Investition in ABS-Struk- turen zunächst auf 30 Millionen Euro be- schränkt werden, da es sich um eine für die Bank neue Assetklasse handelt. Weiter- hin soll der Auslastungsgrad von 60 Pro- zent der Risikodeckungsmasse nicht ver- ändert werden.

Unter Verwendung des Varianz-Kovarianz- Modells wird die Verteilung des vorhan- denen Vermögens auf die Assetklassen so- lange variiert, bis – unter Beachtung der Nebenbedingungen – die Performance ma- ximal wird. Jede Investition in eine Asset- klasse wird dabei im Geldmarkt refinanziert, sodass das Vermögen in der Gesamtsumme immer gleich bleibt. Das unter diesen Be- dingungen optimierte Beispielportfolio ist in Abbildung 3 dargestellt.

Die Zusammensetzung des Portfolios än- dert sich also deutlich.

– Der Aktienanteil wird von zehn auf 45 Millionen Euro erhöht.

– Das Limit für ABS-Strukturen wird mit 30 Millionen Euro vollständig ausge- schöpft.

– Die Investition in Renten (REXP) geht auf insgesamt 263 Millionen Euro zurück.

– Da sich das Vermögen bei der Umschich- tung nicht verändern darf, erhöht sich der Geldmarkt-Hebel von minus 90 auf minus 118 Millionen Euro.

Die verbesserte Nutzung der Korrelations- effekte zeigt sich darin, dass sich im opti- mierten Portfolio die (unkorrelierten) Ri- siken zu 47 Millionen Euro summieren, das korrelierte Risiko jedoch unverändert bei 31 Millionen Euro verbleibt. Dies entspricht einer Reduktion des Risikos auf 66 Prozent. Die Nettoperformance erhöht sich von 11,3 auf 13,2 Millionen Euro, was einem RoRac

(Nettoperformance geteilt durch Value at Risk) von 42 Prozent entspricht.

Aktives oder passives Management

Auswahl der Investitionsstrategie je Assetklasse: Nachdem sich die Hannoversche Volksbank für eine effiziente Kombination von Märkten entschied, stellten sich für jede gewählte Assetklasse die Fragen: Aktives oder passives Management? Eigen- oder Fremdsteuerung? Dabei sind alle Kombinationen denkbar. Eine Entscheidung für passives Management einer Assetklasse bedeutet zum Beispiel nicht zwangsläufig, dass diese Assetklasse intern, also durch die Bank selbst gesteuert werden muss.

Der aktiven Steuerung liegt die Idee zugrunde, dass der Steuernde Informationsvorteile ausnutzen kann und eine Chance auf Zusatzperformance unter Berücksichtigung der (im Vergleich zur passiven Strategie vermutlich höheren) Kosten erhält. Auf effizienten Märkten (Blue Chips) ist insofern kaum eine Überrendite erzielbar. Die passive Investition in eine Benchmark hat dagegen den Vorteil geringerer Kosten und einer Risikodiversifikation gemäß der Benchmark.

Für das strategische Zinsbuch war bei der Hannoverschen Volksbank – wie bei vielen anderen Banken – bereits eine Steuerungsstrategie formuliert. In der Regel ist dies eine semi-aktive Steuerung mit einem gleitenden Durchschnitt als Benchmark, etwa dem so genannten Gleitenden Zehner (Zehn-Jahresdurchschnitt).

Eigen- oder Fremdmanagement?

Bei der Entscheidung für Eigen- oder Fremdmanagement sollte man folgende

Abbildung 5: Teilportfolio „Spezialfonds“

Portfolio	Volumen (in Mill. Euro)	Volumen-anteile	Nettoperformance (in Mill. Euro)	Einzelrisiko (VaR, in Mill. Euro)	Risiko korreliert (in Mill. Euro)
Geldmarkt	0			0	
Renten	63	58,27%	2,2	7	
ABS	0	0,00%	0,0	0	
Aktien	45	41,73%	3,7	19	
Summe	108	100,00%	6,0	25	19

Faktoren berücksichtigen: Vorhandenes Markt-Know-how, der mögliche Zugriff auf professionelles Primärresearch, Vorteile in der Personalrekrutierung, die Reduktion von Transaktionskosten durch Skaleneffekte oder handelsrechtliche Vorteile.

Im fiktiven Fallbeispiel entscheidet die Bank zum Beispiel, das strategische Zinsbuch weiterhin selbst mit dem REXP als Benchmark zu steuern. Für die Investition in die ABS-Strukturen kauft sie Anteile an einem entsprechenden Fonds. Außerdem entscheidet die Bank, den Spezialfonds neu zu strukturieren. Der Spezialfonds soll eine Position im REXP in Höhe von 63 Millionen Euro und eine Aktienposition in Höhe von 45 Millionen Euro verwalten (Abbildung 4). Die Bank verwendet das Verfahren auch für das Teilportfolio Spezialfonds (Abbildung 5).

Die (unkorrelierten) Risiken summieren sich zu 25 Millionen Euro, das korrelierte Risiko beträgt 19 Millionen Euro. Die Nettoperformance beträgt 6,0 Millionen Euro. Die Bank strebt die folgende Vereinbarung mit dem Fondsmanagement an: Das Risikobudget für den Fonds beträgt 19 Millionen Euro, und die Entlohnung orientiert sich an der Ex-post-Performance der entsprechenden Indizes, REXP und MSCI World.

Wenn der Fonds das Vermögen von 108 Millionen Euro ohne weiteres aktives Management in die entsprechenden Indizes investiert, erzielt er eine erwartete Nettoperformance von 5,6 Prozent (6 durch 108 Millionen Euro). Die Entlohnung beschränkt sich in diesem Fall auf eine zu verhandelnde Pauschale.

Indizes schlagen

Darüber hinaus hat der Manager die Möglichkeit, durch aktive Portfoliosteuerung unter Ausnutzung der vollen Korrelations-effekte die Indizes zu schlagen; der Mehrertrag – allerdings auch ein möglicher Minderertrag – geht in eine variable Komponente der Vergütung ein, je nach Erfolg des Managements als Bonifizierung oder Abschlag der Pauschale.

Mit diesem Verfahren wird eine strategische Asset Allocation mit optimaler Rendite bei gegebenem Risiko hergeleitet. Das eingegangene Risiko wird durch die bereitgestellte Risikodeckungsmasse abgedeckt. Das strategische Zinsbuch ist dabei integraler Bestandteil der Asset Allocation, die dadurch eng mit der Steuerung des strategischen Zinsbuchs verzahnt wird. Dies ist entscheidend für eine erfolgreiche Gesamtstrategie. Eine Steuerung der Zinsänderungsrisiken in verschiedenen und unabhängig voneinander agierenden Steuerungseinheiten wird dagegen den Erfolg der Gesamtstrategie beeinträchtigen.

Fußnoten

- ¹⁾ Vergleiche Black, Fischer und Robert Litterman, Global Portfolio Optimization, Financial Analysts Journal, S. 28 bis 43, September bis Oktober 1992.
- ²⁾ Parameterschätzung erfolgte auf Basis von Zeitreihenanalysen zu verschiedenen Indizes (REXP, MSCI Europe).
- ³⁾ In der Regel wird das strategische Eigenkapital aus Überlegungen bezüglich des Zielratings (Mindest-Solvabilität beziehungsweise Mindest-Kernkapitalquote) abgeleitet, wobei auch potenzielle Forderungsverkäufe beziehungsweise Verbriefungen von Kreditportfolios berücksichtigt werden können.
- ⁴⁾ Inklusive Spreadrisiken aus Corporate Bonds und ABS.

Abbildung 4: Optimierungs- und Investmentprozess

