

## LCR-konforme Anlagelösungen: Mehrertrag durch aktives Management der High Quality Liquid Assets

Die Mindestliquiditätsquote für Banken (LCR) schreibt vor, wieviel erstklassige, hochliquide Aktiva (High Quality Liquid Assets, HQLA) die Institute vorhalten müssen. Kontrolliert wird die Einhaltung der Vorschriften durch die bankenrechtliche Aufsicht im Rahmen der EU-Bankenunion. Damit soll die kurzfristige Widerstandskraft des Liquiditätsrisikoprofils von Banken verbessert werden. Die Institute müssen jederzeit einen angemessenen Bestand an lastenfreien erstklassigen hochliquiden Aktiva vorhalten, die an privaten Märkten sofort flüssig gemacht werden können, damit die Institute ihren Liquiditätsbedarf in einer Liquiditätskrise von 30 Kalendertagen decken können.

### Fortschritte erkennbar

Zwar machen die europäischen Banken Fortschritte bei der Erfüllung der LCR. Sie muss ab 2019 zu 100 Prozent erreicht werden, bis dahin gelten im Übergang stufenweise Quoten von 60 (im Jahr 2015) bis 90 Prozent (im Jahr 2018). Doch bereits in ihrem jüngsten Bericht, der die Liquiditätsquote zum 30. Juni 2016 darlegt, bescheinigt die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) den 100 großen und international tätigen Banken, die von ihr als „Gruppe 1“ beobachtet werden, im Schnitt eine Quote von 126 Prozent.

Bei den Banken, die noch unterhalb ihrer Ziels für 2019 liegen, summiert sich die Lücke auf 26,5 Milliarden Euro. Im Vergleich zum Halbjahr 2015 hat sich der zusätzliche Kapitalbedarf damit mehr als halbiert (2015: 55,5 Milliarden Euro).

Auch die sieben zur Gruppe 1 gehörenden großen Häuser in Deutschland erfüllen im Mittel bereits heute ihre LCR zu 115,8 Prozent; die Bundesbank weist in ihrem „Basel III Monitoring“ vom Februar 2017 einen

zusätzlichen Kapitalbedarf von lediglich 1,3 Milliarden Euro aus.

### Das Dilemma der Treasurer

So weit die gute Nachricht. Schon während der Übergangsfrist haben die meisten Banken es geschafft, genug hochliquide Aktiva (HQLA-Assets) vorzuhalten, um die in einem 30-tägigen Stress-Szenario zu erwartenden Nettozahlungsmittelabflüsse abzudecken. Allerdings entsteht für die Treasurer von Banken damit ein neues Dilemma: Was tun mit den kurzfristig liquidierbaren Mitteln, wenn gleichzeitig die EZB Einlagen mit Negativzins belegt und erstklassige Staatsanleihen wie die Schuldtitel der Bundesrepublik Deutschland erst ab einer Laufzeit von sieben Jahren positive Renditen abwerfen? Zwar deutet sich aktuell eine Zinswende an. Doch damit werden längere Laufzeiten nur noch unattraktiver, weil das Abwertungsrisiko die Gewinn- und Verlustrechnung belastet.

Hinzu kommt, dass die Definition, was überhaupt ein LCR-fähiges Asset ist, hoch-

komplex ist. Eine eigene Verordnung legt fest, nach welchen Regeln für Bonität und Liquidität die Papiere der Quote zugerechnet werden dürfen – und das sind nicht unbedingt die Vorgaben der Ratingagenturen. So erfahren griechische und portugiesische Staatsanleihen beispielsweise keinen Abschlag auf die Anrechnung als HQLA, obwohl sie von den Ratingagenturen schlechter als manche Unternehmensanleihen bewertet sind.

### Alle Risikoprämien ausschöpfen

Die Herausforderung für den Treasurer besteht also darin, Portfolios zusammenzustellen, die trotz höchster Bonitäts- und Liquiditätsansprüche die Bank nicht belasten, sondern im Gegenteil auch noch Ertrag erwirtschaften. Die Lösung liegt in der optimalen Ausschöpfung aller den Anleihen innewohnenden Risikoprämien; dabei helfen quantitative Methoden, das Risiko zu begrenzen.

Die Prämie für die Übernahme des Kreditrisikos muss definitionsgemäß bei „sicheren“ Schuldnern gering ausfallen. Gleichwohl erlaubt eine Allokation nach dem Risikobeitrag des jeweiligen Schuldners anstatt – wie es herkömmliche Indizes tun – nach dem ausstehenden Schuldenvolumen eine Verbesserung des Risiko-Ertragsprofils eines HQLA-Portfolios.

Risiko-basiertes Investieren, eine Methode ähnlich dem „Risk Parity“-Ansatz, bietet hier eine Lösung. Vorher festgelegte Risikobudgets setzen den Rahmen für eine Verteilung, die in Schuldner mit hoher Volatilität und hoher Korrelation weniger investiert als in Schuldner mit geringer Volatilität und Korrelation zum Markt. Diese Allokation wird dynamisch je nach Veränderung der Marktbedingungen angepasst und erlaubt so eine Erweiterung des

*Guillaume Lasserre, Chief Investment Officer, Lyxor Asset Management*

*Auch aus regulatorischen Anforderungen können Chancen für eine Optimierung des Portfolios gelingen. Der Autor lenkt den Blick dabei auf die ab dem Jahr 2019 einzuhaltende Mindestliquiditätsquote der Banken. Sein Ansatz: Durch LCR-konforme Fondslösungen, die mit quantitativen Methoden Risikoprämien ausschöpfen, die Risiken begrenzen – beispielsweise durch Eliminierung des Zinsänderungsrisikos durch Swaps – und die aufsichtsrechtlichen Berichtspflichten erfüllen, kann ein positiver Ergebnisbeitrag erwirtschaftet werden. (Red.)*

Investmentspektrums auf ertragreichere Schuldner, weil deren Volatilität und Sensibilität auf allgemeine Marktveränderungen streng gemanagt werden.

Auch beim Ausschöpfen der Prämie für das Liquiditätsrisiko gibt es im Rahmen eines Portfolios, das eben gerade Liquidität sicherstellen soll, naturgemäß wenig Spielraum. Umso wichtiger sind hier ausgefeilte Methoden, um die Transparenz über die Liquidität von Anleihen zu verbessern. Schließlich werden Bonds hauptsächlich „Over the counter“ (OTC) gehandelt, und mangels eines zentralen Clearings gibt es keine veröffentlichten Zahlen. Wer das Risiko eingeht, dass es in Stresssituationen möglicherweise keinen Markt gibt, kann etwa die Prämie von 25 Basispunkten nutzen, die 10-jährige Anleihen der KfW gegenüber der Bundesanleihe in den letzten drei Jahren gebracht haben.

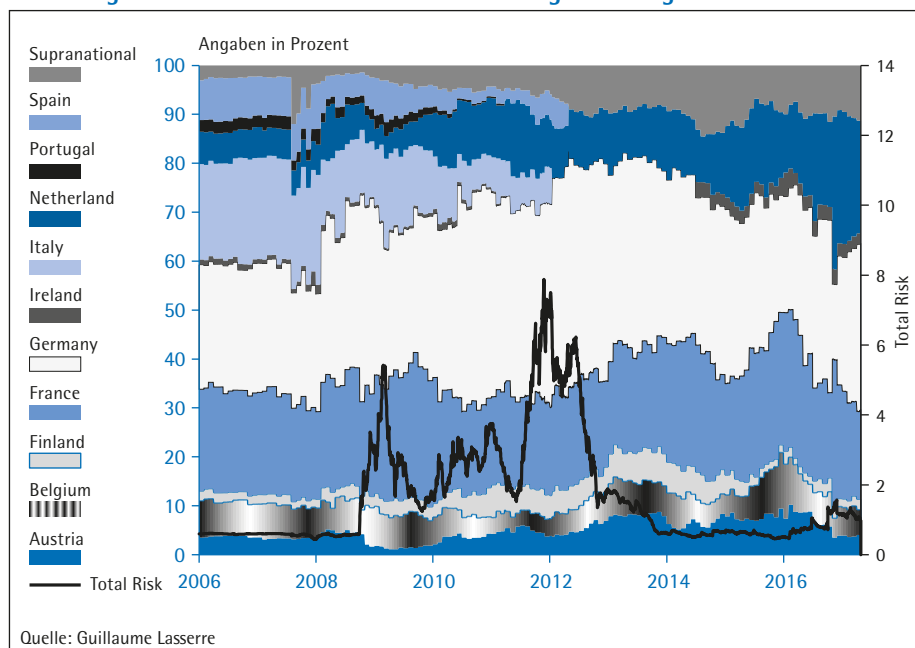
Um dieses Risiko besser einschätzen zu können, hat Lyxor zusammen mit Euroclear, mit einem Gesamtwert der abgewickelten Wertpapiergeschäfte in Höhe von 675 Billionen Euro pro Jahr der führende Anbieter von Post-Trading-Services, ein eigenes Tool entwickelt: „E-Data-Liquidity“ nutzt echte Nachhandelsdaten aus Transaktionen, die über Euroclear abgewickelt werden. Indikatoren wie das durchschnittliche Transaktionsvolumen je Zeitabschnitt, die durchschnittliche Größe je Ticket können jeder Wertpapierkennnummer zugeordnet werden und unterstützen die Investitionsentscheidung.

### Eine dritte Risikoprämie

Das aktive Management der Wertpapierleihe stellt eine dritte Risikoprämie dar. Hat die Bank A überschüssige HQLA-Assets, kann sie durch das zeitweise Verleihen an eine andere Bank B, die gerade ein Defizit an HQLA aufweist, eine Prämie vereinnahmen. Um eine solche Transaktion zu besichern, wird Bank B Wertpapiere (zum Beispiel Aktien) als Pfand abtreten wobei der Ausfall der Bank B sowie der Wertverlust des Pfands ein Risiko darstellen.

Die Bewertung des Ausfallrisikos und die Qualität der Besicherung sind dabei entscheidend. Hierzu hat Lyxor ein Modell entwickelt, das zum Beispiel die Korrelation zwischen Ausfallrisiko und der Besicherung analysiert. Darüber hinaus helfen elektronische Plattformen wie „Elixium“

**Abbildung 1: Traditionelle Allokation nach Marktgewichtung**

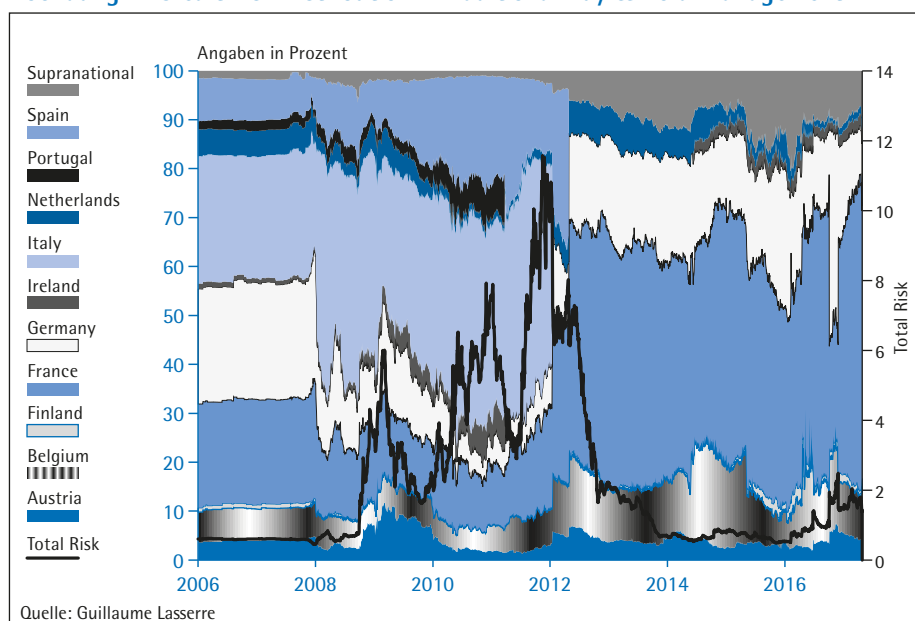


beim Finden einer geeigneten Gegenpartei und bei der Festlegung der Bedingungen für die Transaktion.

Die wichtigste Renditequelle von Anleihenportfolios ist üblicherweise das Durationsrisiko. Doch gerade hier drohen angesichts der aktuell rekordniedrigen Zinsen allfällige Abwertungen, sollten die Zinsen wieder anziehen. So trauen sich viele Treasurer nicht, in längere Laufzeiten zu

investieren und damit höhere Kupons zu erzielen. Eine Lösung ist die Absicherung des Zinsänderungsrisikos durch Swaps. Damit können Treasurer ihr Portfolio über das gesamte Laufzeitspektrum diversifizieren und höher verzinsliche Anleihen ins Portfolio nehmen, ohne das Zinsänderungsrisiko signifikant zu erhöhen. Zusätzlich verstärkt dieser Ansatz die Flexibilität des Treasurers bei der Umsetzung seiner Anlagestrategie (zum Beispiel Momentumstra-

**Abbildung 2: Credit Risk Distribution – Traditional Buy & Hold Management**



Zeitschrift  
für das gesamte  
**Kreditwesen**



Ihr Anspruch ist Expertenwissen.  
Unserer auch!

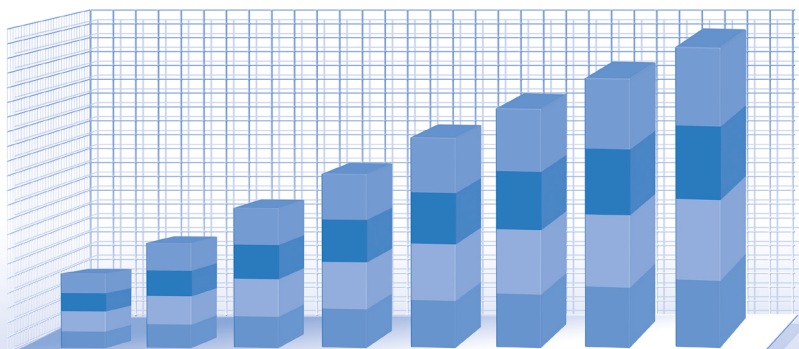
Mit der „Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen“  
sind Sie noch näher am Markt.

Unser **RESEARCH SERVICE** für Sie:

**AKTUELLE STUDIEN RUND UM  
DAS KREDITWESEN**

zum kostenlosen Download

[www.kreditwesen.de/kreditwesen/  
marktberichte/research](http://www.kreditwesen.de/kreditwesen/marktberichte/research)



tegien oder Mean-Reverting-Strategien), da durch Ausschluss des Zinsänderungsrisikos ein deutlich größeres Anleiheuniversum zur Verfügung steht.

Mit dem aktiven Management der genannten Risikoprämien (Kreditrisiko, Liquiditätsrisiko, Reporisiko, Zinsänderungsrisiko) ist es möglich, einen Ertrag bis zu 50 Basispunkten über der passiven Benchmark Eonia zu erwirtschaften. Allerdings können kleinere Institute mit der Komplexität dieses Ansatzes überfordert sein; Asset Management gehört nicht immer zu ihren Kernkompetenzen. Und größere Häuser nehmen die Herausforderung zwar selber an, suchen aber auch nach einem Vergleichsmaßstab für die Leistung ihrer eigenen Treasuryabteilung.

Aus diesen beiden Quellen speist sich die starke Nachfrage nach der Strategie. Innerhalb von nur drei Jahren konnte die Asset-Management-Tochter der Société Générale damit 10 Milliarden Euro einsammeln, sei es in Form von ausgelagerten Fondslösungen oder von Beratungsmandaten für bei den Kunden verbleibende Portfolios.

**Bewirtschaftung des Portfolios mit  
ausgefeilten quantitativen Methoden**

Die bessere Ausstattung von Banken mit Eigenkapital und Liquidität ist ein wichtiger Schritt zu einem stabileren Finanzsystem. Als mögliche Nebenwirkung droht jedoch deren Ertragskraft geschwächt zu werden: Einlagen bei der Zentralbank werden mit Negativzins bestraft, hochwertige ältere Anleihen im Bestand mit positiver Rendite laufen aus, und so laufen die nach Basel III vorzuhaltenden „High Quality Liquid Assets“ in die Gefahr, hohe zusätzliche Kosten zu verursachen.

Eine intelligente Bewirtschaftung dieser Portfolios mit ausgefeilten quantitativen Methoden kann dies verhindern. Hoch spezialisierte Asset Manager mit langem Track Record stellen Lösungen bereit, die Banken bei der Erfüllung der neuen regulatorischen Vorgaben unterstützen. Sie bieten Fondslösungen, die mit quantitativen Methoden alle Risikoprämien ausschöpfen, die Risiken begrenzen und die aufsichtsrechtlichen Berichtspflichten erfüllen. So kann auch mit LCR-konformen Anlagelösungen ein positiver Ergebnisbeitrag erwirtschaftet werden.