

Marcel Gaupp / Daniel Villani

## LCR – drei Buchstaben, eine interessante Lösung

Die globale Finanzkrise 2007 hat offenkundig gezeigt, dass Illiquidität bei Banken nicht nur in der Theorie das Risiko einer Insolvenz birgt, sondern Finanzinstitute tatsächlich in den Konkurs führen kann. Lehman Brothers war nicht der erste Fall dieser Art, sicherlich jedoch der prominenteste – und schwerwiegendste. Die darauffolgende globale Finanzkrise und ihre Auswirkungen sind bis heute spürbar.

Instituten Zeit für die Umsetzung einzuräumen. Bereits zu diesem Zeitpunkt stand jedoch fest, dass die LCR-Quote nach einer sukzessiven Erhöhung des Quotienten ab 1. Januar 2018 mindestens 100 Prozent betragen muss.

Seither ist die Quote täglich zu erfüllen – und das bringt einen erheblichen Aufwand mit sich. Zwar ist die Intention der Regulierungsbehörden, die hinter der

Die Abbildung zeigt, dass es für jede einzelne „LCR-Klasse“ einen unterschiedlichen Abschlag gibt. Im Vergleich zum Direktbestand eines Kreditinstitutes liegt dieser in einem Spezialfonds jeweils um 5 Prozent höher. Dieser höhere Abschlag stellt neben der Managementgebühr allerdings den einzigen Nachteil gegenüber dem Direktbestandsmanagement dar. Außerdem ist der maximale Anteil einer jeden „LCR-Klasse“ am Bestand erstklassiger liquider Aktiva begrenzt. Generell gilt es zu beachten, dass beim Aufbau eines HQLA-Portfolios alle Parameter gleichzeitig zu erfüllen sind. Ob ein einzelnes Wertpapier als „LCR-fähig“ eingestuft werden kann, ist jeweils im Einzelfall zu prüfen. Hierbei gibt es Besonderheiten je nach Anleihe-segment. Zum Teil sind Mindestanforderungen an das Rating und das ausstehende Volumen je Emission sowie an die Ursprungslaufzeit zu berücksichtigen.

„Die Quote täglich erfüllen zu müssen, bringt erheblichen Aufwand mit sich.“

Die Regulierungsbehörden haben anschließend Maßnahmen ergriffen, um ein solches Szenario für die Zukunft zu vermeiden. Das war die Geburtsstunde der LCR. Die LCR – kurz für Liquidity Coverage Ratio, zu Deutsch Liquiditätsdeckungsquote – sollte als Instrument zur Steuerung der kurzfristigen Liquidität von Finanzinstituten dienen und deren Zahlungsfähigkeit sicherstellen. Nach zeitintensiven Implementierungsverfahren und zahlreichen Anpassungen trat die LCR im Oktober 2015 in der delegierten Verordnung 2015/61 (LCR-Verordnung) in Kraft. Wichtig ist dabei die Kennziffer der LCR-Quote, die wie folgt berechnet wird:

$$\text{LCR} = \frac{\text{HQLA}}{\text{Nettoabflüsse in 30 Tagen}}$$

Bei ihrer Einführung lag das zu erfüllende Mindestniveau der LCR-Quote zunächst lediglich bei 60 Prozent, um den

Einführung der LCR-Quote steckt, offensichtlich. Gleichzeitig steigen für Finanzinstitute allerdings die Kosten für entsprechende Systeme, Personal und Prozesse erheblich. Für sie ist deshalb die folgende Frage von immenser Bedeutung: Wie können Institute die regulatorischen Anforderungen der LCR erfüllen und gleichzeitig den Aufwand hierfür reduzieren beziehungsweise den Ertrag optimieren? Spezialfonds können hier eine sinnvolle Lösung sein.

### Der Prüfungsprozess der LCR-Fähigkeit

Für Finanzinstitute ist es beim Thema LCR insbesondere wichtig, sich auf den Bestand erstklassiger liquider Aktiva (HQLA) und im Speziellen die festverzinslichen Wertpapiere zu fokussieren. Welche einzelnen Segmente und LCR-Levelinstufungen dabei relevant sind, zeigt die Auflistung in der Abbildung 1.

– Bei Staatsanleihen, Regionen, Förderinstituten oder sonstigen staatsgarantierten Instituten sind jeweils die Ausgestaltung der Garantie und das jeweilige Risikogewicht zu prüfen.

– Im Bereich der gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) sind zusätzliche Merkmale der einzelnen Covered-Bond-Deckungsstöcke zu bewerten (unter anderem regionale Verteilungen, Fremdwährungen, Laufzeitverteilungen, ausfallgefährdete Forderungen der hinterlegten Kredite). Die Emittenten veröffentlichen diese Informationen auf deren Websites.

– Bei Unternehmensanleihen müssen vor allem diejenigen Emissionen detailliert

geprüft werden, die von Emissionsvehikeln an den Markt gebracht werden. Werden Emittenten dem Finanzwesen zugeordnet, sind diese unzulässig. Aus diesem Grund wird der Austausch mit dem Emittenten gesucht – und es findet eine qualifizierte Prüfung statt, ob bestimmte Voraussetzungen erfüllt werden, damit die LCR-Fähigkeit gewährleistet ist.

Bei Spezialfonds gibt es noch eine weitere Besonderheit zu beachten. Alle Wertpapiere müssen die LCR-Fähigkeit erfüllen, und zwar ohne Ausnahme. Wenn eine einzige Anleihe die oben aufgeführten LCR-Vorgaben nicht erfüllt, führt dies zu einer Verschmutzung des gesamten Fonds, der infolgedessen nicht mehr zur Anrechnung kommen kann.

Finanzinstitute sind gut beraten, bei der Wahl ihres Partners darauf zu achten, dass dieser über die notwendige Erfahrung und über qualifizierte Prozesse verfügt. Der Wirtschaftsprüfer, der alle LCR-Fonds der LBBW Asset Management testiert, hat zum Beispiel die einzelnen Prozesse sowie Prozessabläufe geprüft und diese insgesamt freigegeben. Bereits 2015 wurde ein strenger Prüfungsprozess aufgesetzt, um den verschiedenen Anforderungen gerecht zu werden.

Ferner ist wichtig, dass ein gemeinsames Verständnis zwischen dem Anleger und der Fondsgesellschaft bei den verschiedenen Teilbereichen der LCR-Verordnung besteht. Um diesen Sachverhalt sicherzustellen, sollten einzelne Punkte in den Anlagerichtlinien definiert sein.

### Die Interaktion zwischen Fondsmanagement und Anleger

So unterschiedlich die Institute sind, so verschieden sind auch die gewählten Ansätze beim Aufbau des HQLA-Portfolios zur Erfüllung der LCR-Quote. In einigen Fällen wird ein sehr konservativer Ansatz gewählt. Dieser besteht aus dem EZB-Bankguthaben sowie Wertpapieren mit Fokus auf kerneuropäische Länder. Beim EZB-Bankguthaben haben die Banken seit Einführung des Staffelnzinses – Two-Tier-System – eine Erleichterung erfah-

ren. Dies hat zur Folge, dass Kreditinstitute zusätzlich auf das Sechsfache ihres Mindestreserve-Solls eine Verzinsung von 0 Prozent erhalten. Der darüber hinausgehende Teil des EZB-Bankguthabens wird zum Einlagezinssatz von derzeit minus 0,50 Prozent verzinst.

Gleichzeitig verfügt dieses konservativ ausgerichtete HQLA-Portfolio im derzeitigen Marktumfeld ebenfalls über eine negative Verzinsung, welche unter anderem von der durchschnittlichen Duration abhängt. Die Bestandteile mit negativer Verzinsung sind ein erster Ansatzpunkt, um das LCR-Portfolio zu optimieren, denn die Erfüllung der LCR-Quote geht für die Institute unmittelbar zulasten des Ertrags – und das in einem Umfeld, in dem die Gewinnmargen der Banken ohnehin unter Druck stehen.

### Abbildung der individuellen Vorgaben jedes Anlegers

Um die optimale Lösung zu finden, werden bei der LBBW Asset Management in einem iterativen Prozess gemeinsam mit dem Anleger verschiedene Lösungsmöglichkeiten diskutiert. Zielsetzung ist es, nicht ein bestimmtes Produkt zu vertreiben, sondern den spezifischen Bedarf jedes Anlegers gemeinsam zu identifizieren. Das umfangreiche Spektrum der verschiedenen Parameter wie Duration, Rating, Länder, Nachhaltigkeit und ordentlicher Ertrag ermöglicht es, eine individuelle Strategie abzuleiten. Folglich ist es nach Einschätzung der LBBW Asset Management ab einer gewissen Größenordnung sinnvoll, einen LCR-Spezialfonds statt einer Publikumsfondslösung einzusetzen, um die individuellen Vorgaben jedes Anlegers abzubilden.

Bei allen entsprechenden Lösungskonzepten ist es entscheidend, offen mit den jeweiligen Vor- und Nachteilen der verschiedenen Alternativen umzugehen. Selbstverständlich liegt der primäre Fokus auf den Rendite- und Risikogesichtspunkten, um die vorgegebenen Ziele zu erreichen. Gleichwohl kann darüber hinaus eine Aussage zur Nachhaltigkeit, zur Eigenkapitalunterlegung und bei Bedarf auch zur



Marcel Gaupp

Fondsmanager Fixed Income, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH, Stuttgart



Daniel Villani

Fondsmanager Fixed Income, LBBW Asset Management Investmentgesellschaft mbH, Stuttgart

Ohne Liquidität geht es nicht mehr. Sei es, weil die Finanzkrise allein bereits als Beispiel gezeigt hat, wie verhängnisvoll ihr Fehlen sein kann, oder, weil sie infolge der Krise von der Aufsicht verordnet wurde. Nun betrifft die Verwaltung der Liquidität und der damit verbundenen Risiken aber nicht nur große Institute, die hierfür Ressourcen und Personal bereitstellen können. Auch kleine und mittlere Häuser müssen sich an die Liquiditätsdeckungsquote von 100 Prozent halten, selbst, wenn ihnen der Verwaltungsaufwand über den Kopf zu steigen droht. Eine Möglichkeit der Abhilfe stellt externes LCR-Management dar. Die Autoren des vorliegenden Beitrags besprechen die Vor- und Nachteile von LCR-Spezialfonds und diskutieren deren Stabilität auch durch die Covid-19-Krise hindurch. Im Hinblick auf steigende regulatorische Anforderungen und höheren Druck auf die Gewinnmargen, scheint eine externe Lösung für das LCR-Management zunehmend attraktiver. (Red.)

DSGV-Risikoklassendurchschau für die erstellten Portfolios gemacht werden.

### LCR-Spezialfonds wachsen überdurchschnittlich

Nach der jüngsten Investmentstatistik des BVI (Bundesverband Investment und Asset Management) hat das kumulierte Nettovermögen von Publikums- und Spezialfonds zwischen März 2017 und März 2020 um rund 9 Prozent auf 3,1 Billionen

Euro zugelegt. Im gleichen Zeitraum hat das Volumen an regulatorisch motivierten LCR-Spezialfonds sichtbar stärker zugenommen. Die Entwicklung der Bestände von LCR-Spezialfonds der LBBW Asset Management stellt dabei zwar lediglich einen Teil des deutschen Marktes dar, ist gleichzeitig aber ein Indikator für die Branche (Abbildung 2).

### Performancemessung eines LCR-Fonds versus Benchmark

Das LCR-Wachstum basierte dabei nicht nur auf der Generierung neuer Anleger. Eine tragende Säule war die kontinuierliche Fondsvolumenaufstockung bestehender Kunden. In einer von der LBBW Asset Management beauftragten Kundenzufriedenheitsstudie durch einen externen Anbieter wurde den LCR-Fonds vonseiten der LCR-Anleger ein sehr gutes Zeugnis ausgestellt. LCR-Fonds haben sich also bewährt, um die kurzfristige Liquidität von Finanzinstituten zu steuern und deren Zahlungsfähigkeit zu sichern.

Kundengespräche offenbaren zudem, dass der Bedarf an Spezialfondslösungen aufgrund regulatorischer Aspekte steigt.

Neben den regulatorischen Anforderungen spielt beim Thema LCR die Rendite- und Risikooptimierung eine wichtige Rolle. Der klassische Vergleich zwischen der Performance eines Fonds und der jeweiligen Benchmark zur Beurteilung der Leistung des aktiven Fondsmanagements hinkt bei LCR-Spezialfonds allerdings aus verschiedenen Gründen. Zum einen existiert keine marktweit gültige Benchmark, die die LCR-Fähigkeit ausnahmslos erfüllt. Bei Staatsanleihen weisen beispielsweise einige Länder außerhalb des EWR nicht das notwendige Mindestrating von A- auf. Bei Unternehmensanleihen ist die abschließende Kategorisierung als Finanzinstitut nicht immer eindeutig. Daher ist im Zweifel von einer Investition abzusehen, wohingegen diese Titel uneingeschränkt in den Benchmarks enthalten sein können, sofern sie die wenigen Bedingungen für die Indexaufnahme erfüllen.

Zum anderen empfiehlt es sich nach Einschätzung der LBBW Asset Management, die individuellen Vorgaben eines Anlegers in einem LCR-Spezialfonds zu berücksichtigen. Diese lassen sich jedoch nur sehr eingeschränkt auch in einer Benchmark replizieren, wodurch automatisch eine Unschärfe resultiert.

### Der Mehrwert von LCR-Spezialfonds im Überblick

Weil sie meist nur über begrenzte personelle Ressourcen verfügen und nur einen eingeschränkten Kapitalmarktzugang haben, ist die Ausarbeitung eines individuellen LCR-Lösungskonzeptes primär für kleine und mittlere Kreditinstitute eine große Herausforderung. Inzwischen haben allerdings auch mittelgroße Banken festgestellt, dass ein externes LCR-Management einen Mehrwert für das jeweilige Unternehmen darstellt.

Ein sehr wichtiger Aspekt für alle Finanzinstitute ist ein aktives Risikomanage-

Abbildung 1: Für den Bestand der HQLA relevante Segmente und LCR-Leaveinstufungen

	max. %-Anteil im Bestand		Abschlag* in Prozent
<b>Level 1 Aktiva</b>	bis zu 100%	Münzen und Banknoten	0 (5)
		Nicht risikogewichtete Forderungen gegenüber Zentralbanken und nationalen Förderbanken von Mitglieds- beziehungsweise Drittstaaten, Mindestratingstufe AA-, deren regionalen und lokalen Gebietskörperschaften	0 (5)
		Zentralbankguthaben	0 (5)
		Hochliquide Sicherheiten von Mitglieds- oder Drittstaaten, Zentralbanken, PSEs oder nationalen Förderbanken	0 (5)
<b>Level 1B Aktiva</b>	bis zu 70%	Covered Bonds aus dem EWR, mit einer Mindestratingstufe AA-, Mindestvolumen von 500 Millionen Euro	7 (12)
<b>Level 2A Aktiva</b>	bis zu 40%	Aktiva, die von regionalen oder lokalen Gebietskörperschaften oder öffentlichen Stellen eines EWR-Mitgliedsstaates garantiert werden oder Forderungen gegenüber diesen darstellen (Risikogewicht 20 Prozent)	15 (20)
		Covered Bonds aus dem EWR mit einer Mindestratingstufe A-	15 (20)
		Covered Bonds von Drittstaaten mit einer Mindestratingstufe AA-	15 (20)
		Unternehmensanleihen mit einer Mindestratingstufe AA-, Mindestvolumen von 250 Millionen Euro und maximaler Ursprungslaufzeit von 10 Jahren	15 (20)
		Aktiva, die von der Zentralregierung, Notenbank oder einer regionalen oder lokalen Gebietskörperschaft oder öffentlichen Stelle eines Drittlandes garantiert werden oder eine Forderung gegenüber diesen darstellen (Risikogewicht: 20 Prozent), Mindestratingstufe A-	15 (20)
<b>Level 2B Aktiva</b>	bis zu 15%	Erstrangige RMBS, Auto ABS mit Mindestratingstufe AA-	25 (30)
		Hochliquide Aktien aus einem relevanten Aktienindex	50 (55)
		Unternehmensanleihen mit einer Mindestratingstufe zwischen A+ und BBB-, Mindestvolumen von 250 Millionen Euro und maximaler Ursprungslaufzeit von 10 Jahren	50 (55)
		Nicht oder nicht ausreichend geratete Covered Bonds	30 (35)
		Erstrangige SME ABS, Konsumentenkredite ABS mit Mindestratingstufe AA-	25 (30)

\* Prozentsatz in Klammern: Abschlag für in Fonds gehaltene LCR-Aktiva

Quelle: LCR-Verordnung EU 2015/61, LBBW Asset Management

ment mit Betrachtung der idiosynkratischen Einzeltitelrisiken und der Gesamtmarktrisiken. Hierbei sollte ein enger Austausch mit verschiedenen internen sowie externen Research-Abteilungen nationaler wie internationaler Investmentbanken erfolgen. Dies schließt die Nutzung der Expertise des Fondsmanagements und der Analysten für Branchen, Länder und Emittenten ein, um Konzentrationsrisiken durch den Home-Bias zu reduzieren und gleichzeitig Opportunitäten zu nutzen. Wichtig ist außerdem eine Diversifikation der Risiken durch die geografische und sektorenbezogene Aufstellung eines Spezialfonds. Diese zeigt sich in einer relativ hohen Granularität in Form geringer Nominale je Anleihe und/oder Emittent.

Die Partizipation an Neuemissionen ist ein wichtiger Bestandteil des aktiven Managements. Im Depot A werden hierfür weitere Ressourcen für die Prüfung der LCR-Fähigkeit benötigt. Zum einen ist die Analyse der Implikationen auf die HQLA insgesamt zeitaufwendig und zum anderen benötigt das Anpassen von Limiten in der Zeichnungsphase der Anleihen eine kurzfristige Überwachung. Zudem fällt die Zuteilung an sogenannte Real Money Accounts wie Asset Manager sichtlich höher aus als bei Orders von Bank Treasurys. Auch die entsprechenden Gegengeschäfte können durch den breiten Kapitalmarktzugang unmittelbar erfolgen und sorgen damit stets für eine optimale Auslastung der Liquidität sowie Vermeidung der Kassenhaltung.

In einem LCR-Spezialfonds können die stillen Reserven genutzt sowie Gewinne und Verluste saldiert werden. Im Gegensatz dazu können diese im Depot-A-Direktbestand nicht gegeneinander aufgerechnet werden. Negative Kursentwicklungen wie zuletzt im Rahmen der Covid-19-Krise können damit unmittelbar zu Abschreibungen im Depot-A-Direktbestand führen.

Sofern vom Anleger gewünscht, können Fremdwährungsstrategien umgesetzt werden, um von anderen beziehungsweise höheren Zinsniveaus zu profitieren. Außerdem können bei Bedarf Nachhaltigkeits-

## Wer anderen voraus sein will, darf nicht in ihren Spuren gehen.

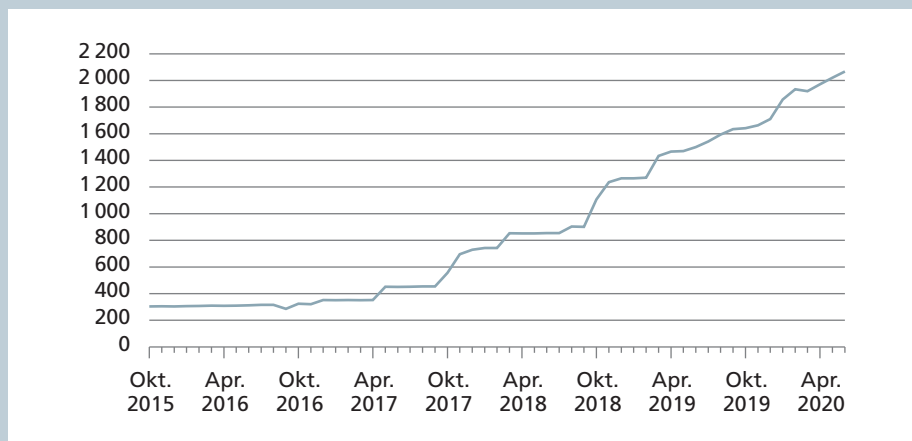


Innovative Strategien erfordern Entschlossenheit: Die eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft Lupus alpha steht seit 20 Jahren für aktive, zukunftsweisende Investmentlösungen. Als einer der Pioniere für europäische Nebenwerte hat sich Lupus alpha heute zu einem führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten sowie spezialisierten Fixed Income-Strategien entwickelt. Mehr als 90 Mitarbeiter, davon über 35 Spezialisten im Portfolio-Management, engagieren sich für einen optimalen Service und eine überdurchschnittliche Performance. Folgen Sie uns auf neuen Wegen im Asset Management: [www.lupusalphade.com](http://www.lupusalphade.com)

THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha

Abbildung 2: Volumentwicklung der LBBW AM LCR Fonds (in Millionen Euro)



Stand: 30. Juni 2020

Quelle: LBBW Asset Management

aspekte bei der Anlage berücksichtigt werden. Dies gilt sowohl für Neuinvestitionen als auch für ein Bestandsportfolio, welches nach und nach auf Nachhaltigkeitsvorgaben umgestellt werden kann.

Kontinuierlich findet zudem ein Vergleich zwischen der Covered-Bond-Kurven und der SSA-Kurve/Sovereign-Kurven in jedem Land statt, um ein günstiges Rendite-Risiko-Verhältnis unter Berücksichtigung der LCR-Anrechnung und der zulässigen Assetklasse zu erhalten.

### Die Corona-Krise und ihre Folgen

Mit Blick auf die Corona-Krise und die Herausforderungen für die verschiedenen Marktteilnehmer gab es in diesem Jahr regulatorische Erleichterungen bei der Erfüllung der LCR-Quote. Auf der einen Seite darf ein Kreditinstitut derzeit die LCR-Quote vorübergehend unterschreiten. Auf der anderen Seite ist eine Verschmutzung bei „Ein-Anleger-Spezialfonds“ erlaubt. Nach Gesprächen mit verschiedenen Kreditinstituten unterschreiten diese nicht die LCR-Quote von 100 Prozent.

Die negative Wertentwicklung an einzelnen Handelstagen wie auch die Geschwindigkeit, mit der die Kurse insgesamt nachgaben, haben in der Covid-19-Krise ein bislang nie da gewesenes Ausmaß angenommen. Hier hat sich die Ausgestal-

tung der delegierten Verordnung zur LCR bezahlt gemacht. Diese gilt, sofern zahlreiche Einschränkungen nur einen Teil des gesamten Anleiheuniversums für Investitionen zulassen. Dieser Teil ist im Vergleich zum Gesamtmarkt tendenziell defensiver und hat entsprechend in der Hochphase der Krise weniger nachgegeben.

Aufgrund der defensiveren Aufstellung der LCR-Fonds hat die LBBW Asset Management im Februar und Anfang März des laufenden Jahres Umschichtungen vorgenommen. Bei den Fonds, die in Unternehmensanleihen investiert sind, wurden BBB-Namen mit einer Restlaufzeit von sechs bis neun Jahren verkauft. Bei den staatsnahen Emittenten wurden spa-

nische Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von circa zehn Jahren sowie osteuropäischen Staatsanleihen veräußert. Dies hatte zur Folge, dass die LCR-Fonds während der Hochphase der Krise einen geringeren Wertverlust als die entsprechende Benchmark realisieren mussten. Infolge der unerwartet schnellen V-förmigen Erholung am Kapitalmarkt haben sich die LCR-Fonds etwas weniger positiv entwickelt als die Benchmark. Zusammenfassend kann festgehalten werden, dass die

Fonds seit Jahresanfang bis Mitte Juli auf Benchmark-Niveau liegen und überwiegend eine insgesamt positive absolute Performance ausweisen.

### LCR-Fonds werden zunehmend attraktiver

Das Thema Liquidity Coverage Ratio dürfte wegen neuer regulatorischer Vorgaben künftig noch weiter an Bedeutung gewinnen. Basel IV steht vor der Einführung und wird vorerst nicht das Ende der Regulierung der Finanzwirtschaft darstellen. Die Kosten für die Erfüllung dieser Vorgaben – insbesondere für kleinere Kreditinstitute – nehmen überproportional zu. Gleichzeitig steigt der Wettbewerbsdruck – gepaart mit einem nie da gewesenen Transformationsdruck, der durch die Digitalisierung bedingt wird. Vor diesem Hintergrund stellt sich den Banken insbesondere bei der Erfüllung der LCR-Quote die ökonomische Frage „Make or Buy“?

Die Auslagerung des Managements von HQLA in Form eines LCR-Spezialfonds setzt interne Kapazitäten frei und liefert gleichzeitig eine Bandbreite von Vorteilen. Veränderungen der regulatorischen Anforderungen, neue Jurisdiktionen und Emittenten sowie veränderte Chancen-Risiken-Verhältnisse erfordern ein aktives Management der HQLA, um die Erfüllung der LCR-Quote nicht als regulatorisch not-

„In einem LCR-Spezialfonds können die stillen Reserven genutzt sowie Gewinne und Verluste saldiert werden.“

wendiges Übel, sondern als Chance für eine gezielte Nutzung von Opportunitäten interpretieren zu können.

Denn die Maßgabe, ein permanent optimiertes LCR-Portfolio sicherzustellen, führt in den meisten Fällen dazu, dass sich eine höhere Rendite nach Kosten bei gleichzeitiger Erhöhung der Diversifikation erreichen lässt. Zudem sind die LCR-Spezialfonds darauf ausgerichtet, die Ertragsströme zu verbessern.