

Asset Allocation

Erst das Zielbild, dann die Wahrheit

Das Asset-Allocation-Zielbild für die Eigenanlagen ist beschlossen, doch die eigentliche Arbeit beginnt erst jetzt. Regulatorische Hürden, die Wahl des richtigen Umsetzungsvehikels und die optimale Umsetzungsgeschwindigkeit entscheiden über den Anlageerfolg weitaus stärker als eine Verschiebung von Gewichtungen der Assetklassen. Wer diese Dimensionen vernachlässigt, verschenkt Potenzial.



Dr. Johannes Merkl

Senior Consultant Asset Allocation

E-Mail: Johannes.Merkel@kcrisk.de

Man stelle sich den Zeitpunkt vor, an dem gerade vom Bankvorstand das Asset-Allocation-Zielbild für die Eigenanlagen beschlossen wurde. Dieser Zeitpunkt markiert das Ende eines umfangreichen Projekts, das mit wertvollen Analysen und tiefgehenden Diskussionen über das Eigengeschäftsportfolio, die Entwicklungen am Kapitalmarkt und die Rahmenbedingungen der Bank einherging. Das zentrale Ergebnis stellt die Zielallokation dar, die die vom Institut gewünschten Assetklassen und deren strategische Gewichtungen enthält.

Aus Vereinfachungsgründen sei hier angenommen, dass die Bank aktuell nur die Assetklassen Staatsanleihen, Liquidität, Unternehmensanleihen und Immobilienfonds bewirtschaftet und sich im Asset-Allocation-Projekt mehr Diversifikation und Performance als strategische Ziele setzt.

Ungeachtet dieser einfachen Darstellungsweise ist ein übermäßig starker Fokus auf Zins- und Immobilienanlagen tatsächlich ein häufig in der Praxis anzutreffendes Phänomen. Im Projekt wird daher beschlossen, zusätzlich die Assetklassen Emerging-

Markets-Anleihen, Aktien und Gold aufzubauen, um das Eigengeschäftsportfolio auf eine breitere Basis zu stellen. Somit stellen sich die Ist-Allokation und die Zielallokation sowie deren wesentliche Kennzahlen wie folgt dar (siehe Abbildung 1).

Zunächst ist auf der Kapitalmarktseite auffällig, dass die erwartete Rendite des Zielbilds um 25 BP höher liegt als im Ist-Zustand, ohne das am Value-at-Risk auf dem 99 Prozent-Niveau gemessene Risiko zu erhöhen. Dies liegt daran, dass der gemessene Diversifikationseffekt von 1,7 Prozent auf 3,79 Prozent und damit auf über das Doppelte steigt. Man könnte nun denken, die Umsetzung des neuen Zielbilds sei eine reine Formsache.

Richtet man jedoch den Blick auf die zunehmende Belastung in der Risikotragfähigkeit (RTF), kommt es zu einer ersten Eintrübung des Gesamtbilds. Die Bank rechnet in der RTF die Risiken additiv zusammen und verzichtet auf die Anrechnung von risikomindernden Diversifikationseffekten, sodass es zu Abweichungen von der realen, kapitalmarktorientierten Rendite-/Risikorechnung kommt.

Gemäß MaRisk AT 4.1 Tz. 7 ist die Berücksichtigung von Diversifikationseffekten in der RTF zwar grundsätzlich möglich, jedoch ist deren Stabilität im Risikofall sicherzustellen. In der Tat zeigt die empirische Kapitalmarktforschung, dass gerade in ungünstigen Marktphasen die Korrelationen zwischen den Assetklassen in der Regel ansteigen.

Dies mag ein Grund dafür sein, dass gerade die Anrechnung der Diversifikation zwischen den Risikoarten in der RTF über verschiedene Banken- und Prüfungsverbände hinweg sehr heterogen beurteilt wird. Die Entscheidung über die Berücksichtigung von Diversifikationseffekten ist somit die erste Stellschraube im Rahmen der Umsetzungsstrategie.

Ein weiteres Problemfeld eröffnet sich durch die drastische Zunahme der RWA-Belastung, die hier bei vollständiger Umsetzung der CRR III im Jahr 2030 gemessen wird. Hierfür sind insbesondere die global orientierten Aktienfonds, die bei näherungsweiser Berechnung durch die Kombination von KSA-Belastung von 240 Prozent und fremdwährungsbedingter Marktpreisrisikobelastung von 80 Prozent zu einem Gesamtrisikobetrag von 320 Prozent führen, verantwortlich.

Eine ähnliche Kombination führt auch bei Goldzertifikaten zu einem Gesamtrisikobetrag in Höhe von 200 Prozent.

Diese Veränderung ist im Kontext des gesamten Kapitalplanungsprozesses einzuordnen. Kann sich die Bank die RWA-Erhöhung ohne Schwierigkeiten leisten? Hat die normative Risikolage einen Einfluss auf die mögliche Umsetzungsgeschwindigkeit der Asset Allocation? Sind vielleicht sogar übergeordnete strategische Maßnahmen erforderlich, wie die Reduzierung des Zinsbuchrisikos unter Einsatz von Derivaten mit dem Ziel der Verminderung des SREP-Zuschlags, um den nötigen Freiraum für die Zielallokation zu schaffen?

Erst nach der Festlegung der Zielallokation beginnt die eigentliche Arbeit. Diesbezüglich fokussiert sich der Artikel auf die zwei wesentlichen Dimensionen der zugehörigen Umsetzung: Die räumliche und die zeitliche Dimension.

Räumliche Dimension

Die räumliche Dimension befasst sich mit der für die GuV-Steuerung wesentlichen Frage, in welches Vehikel die verschiedenen Assetklassen integriert werden sollen. Die übergeordnete Entscheidung betrifft die Frage, ob der Direktbestand oder der Spezialfonds den richtigen Ort für die jeweilige Assetklasse darstellt. Aus Kostengründen möchte man vielleicht zunächst argumentieren, dass der Direktbestand möglichst groß sein sollte. Allerdings sprechen vor allem die drei nachfolgenden Punkte gegen diese Überlegung:

- Die Erträge der Asset Allocation leben insbesondere von den Risikoprämien der Kapitalmärkte. Die zugrundeliegenden Risiken können aber vor allem in Krisenphasen der Märkte eine solche Wucht entfalten, dass einer Bank aufgrund von GuV-Zielen die entsprechende Durchhaltefähigkeit im Direktbestand fehlt.
- Den im Rahmen einer barwertigen Optimierung der Asset Allocation berechneten Diversifikationseffekten liegt stets die Annahme zugrunde, dass sich die entsprechenden Assetklassen in einem Vehikel befinden, das keinen handelsrechtlichen Beschränkungen wie dem Imparitätsprinzip unterliegt. Dies führt dazu, dass der in der periodischen GuV-Sicht tatsächlich ausgewiesene Effekt gegenüber der Optimierungsrechnung niedriger ausfällt.
- Zudem ist der Spezialfonds ein mächtiges Instrument zur periodischen Ergebnissteuerung, indem in guten Jahren stille Reserven geschaffen werden, die in schlechten Jahren ergebniswirksam realisiert werden können. Dies trägt zu einer deutlichen Verminderung der GuV-Volatilität in einem Institut bei.

Allein der erstgenannte Punkt stellt ein gewichtiges Argument für den Spezialfonds dar, da die im Spezialfonds zusätzlich möglichen Risikoprämien einer adäquaten Asset Allocation die korrespondierenden Kosten meist deutlich übersteigen. Aber auch das Argument der besseren GuV-bezogenen Diversifikation im Spezialfonds ist eine weitere Analyse wert.

Im Folgenden wird die Veränderung des GuV-bezogenen Diversifikationseffekts analysiert, wenn der Spezialfonds ausgehend vom idealtypischen Zielfolio Schritt für Schritt reduziert wird, indem immer mehr Assetklassen dem Direktbestand zugeordnet werden (siehe Abbildung 2).

Assetklassen in %	Ist-Portfolio	Zielportfolio	Portfolio-Kennzahlen	Ist-Portfolio	Zielfolio
STAATSANLEIHEN	50,0%	45,0%	Portfoliovolumen	100.000.000	100.000.000
LIQUIDITÄT	20,0%	20,0%	Erwartete Rendite	2,77%	3,02%
CREDITS IG	20,0%	15,0%	VaR 99 %	3,93%	3,83%
RENTEN EMERGING MARKETS STAATEN EUR	0,0%	2,5%	Sharpe-Ratio	0,27	0,35
IMMOBILIENFONDS BÜRO / GEWERBE	10,0%	10,0%	Undiversifiziertes Risiko	5,63%	7,62%
AKTIEN GLOBAL	0,0%	5,0%	Diversifikationseffekt	1,70%	3,79%
GOLD	0,0%	2,5%	RTF in %	13,01%	16,61%
GESAMT	100,0%	100,0%	RWA CRR III in %	27,50%	47,88%

Abbildung 1: Übersicht der Portfolios

Portfolio	Volumen Spezialfonds	VaR 99 % Spezialfonds	VaR 99 % Direktbestand	VaR 99 % gesamt	Diversifika- tionseffekt
Zielportfolio	100.000.000	3,83%	0,00%	3,83%	3,79%
Staatsanleihen / Liquidität im Direktbestand	35.000.000	6,48%	4,31%	4,68%	2,95%
Alle Anleihen / Liquidität im Direktbestand	17.500.000	8,10%	5,02%	5,05%	2,57%
Alle Anleihen / Liquidität / Immobilien im Direktbestand	7.500.000	20,76%	4,71%	5,43%	2,19%

Abbildung 2: Vergleich der Diversifikationseffekte

Technisch wurde die Korrelationsmatrix konform zum Handelsrecht linear transformiert, sodass innerhalb des Direktbestands sowie zwischen dem Direktbestand und dem Spezialfonds keine Diversifikationseffekte oberhalb der Anschaffungskosten gemessen werden. Das resultierende Risikomaß ist damit ein GuV-bezogener Value-at-Risk, welcher die handelsrechtlichen Einschränkungen bei der Diversifikationsanrechnung widerspiegelt. Bereits die Umgliederung der Staatsanleihen und der Liquidität in den Direktbestand reduziert den GuV-bezogenen Diversifikationseffekt merklich um 0,84 Prozentpunkte.

Werden alle Anleihen, die Liquidität und die Immobilienfonds in den Direktbestand integriert, sinkt der GuV-bezogene Diversifikationseffekt auf 2,19 Prozent und beträgt damit nur noch etwas mehr als die Hälfte des barwertigen Diversifikationseffekts aus der Portfoliooptimierung. Damit korrespondierend steigt der GuV-bezogene Value-at-Risk um 1,6 Prozentpunkte auf 5,43 Prozent. Soll die Zielallokation auch in der GuV-Perspektive gute Diversifikationseigenschaften aufweisen, ist eine gewisse Größe des Spezialfonds folglich unumgänglich.

Zudem ist es in vielen Fällen sinnvoll, den Spezialfonds in mehrere Segmente aufzuteilen, um die Expertise von spezialisierten Asset-Managern zu nutzen sowie die Erfolgsbeiträge der verschiedenen Bewirtschaftungskonzepte sachgerecht aufzuteilen und zu steuern.

Eine solche Segmentstruktur wird über eine Master-KVG gebündelt, die ein segmentübergreifendes Reporting und eine konsolidierte Risikomessung bereitstellt. Ein konkretes Beispiel stellt die Abgrenzung von strategischen und aktiv gesteuerten Segmenten dar. Während ersteres bei Beibehaltung der strategischen Gewichtungen langfristige ordentliche Erträge erwirtschaftet, wird letzteres performanceorientiert mit aktivem Risikomanagement gesteuert.

Weiterhin kann das strategische Segment in die Zinsbuchsteuerung der Bank integriert werden, wodurch in diesem Fall vor allem Einzelanleihen zur Steuerung der Cashflows zum Einsatz kommen. Hingegen ist es bei den Anleihen und Aktien des aktiv gesteuerten Segments tendenziell sinnvoll, in Fondslösungen zu investieren, um der Asset Allocation neben ihrer Breite auch eine Tiefe mit vielen Einzeltiteln zu verleihen und gleichzeitig bei veränderten Marktbedingungen zügige Umschichtungen zu ermöglichen. Zusammenfassend könnte eine angemessene Aufteilung des Asset-Allocation-Vermögens der Bank folgendermaßen aussehen (siehe Abbildung 3).

Wie lässt sich der aktive Risikomanagementprozess grundsätzlich gestalten? Das zentrale Element ist ein regelbasiertes Vorgehen, das unabhängig von den Emotionen der Entscheider in Krisenphasen greift. Technische und fundamentale Faktoren je Assetklasse werden dabei zu einem übergeordneten Signal verdichtet, das bei Überschreitung definierter Schwellenwerte einen Risikoreduktionsprozess auslöst. Dieser kann beispielsweise darin bestehen, dass die vom Signal betroffenen Assetklassen temporär untergewichtet werden. Dies schon das Risikodeckungspotenzial des Instituts und erleichtert den langfristigen Wiedereinstieg in die betroffenen Assetklassen.

Zeitliche Dimension der Umsetzung

Hier geht es vornehmlich um die Frage, mit welcher Geschwindigkeit die Zielallokation implementiert werden sollte. Sie hängt stark von der strategischen Planung und der Ist-Allokation der Bank ab.

Sind die ökonomischen und normativen Risikobudgets ausreichend für eine zügige Umsetzung des Zielbilds? Ist die Bank betriebswirtschaftlich in der Lage, in den nächsten Jahren auf Ausschüttungen des Spezialfonds zu verzichten, um stille Reserven zur Risikoab-

deckung aufzubauen? Ist der Abbau bei verzinslichen Assetklassen überwiegend durch Fälligkeiten gedeckt oder müssen für die Umschichtung in die Zielallokation stille Lasten realisiert werden?

Angenommen, das Institut entscheidet sich nach der Beantwortung dieser und weiterer Fragen für einen zweijährigen Umsetzungszeitraum mit linearem Aufbau der neuen Assetklassen, ergibt sich die Planung des Aufbaus wie in Abbildung 4 dargestellt.

Bei der Betrachtung von Staatsanleihen im Jahr 2026 und von Unternehmensanleihen (Credits IG) im Jahr 2027 zeigt sich, dass aufgrund von Fälligkeiten sogar ein aktiver Aufbau dieser Assetklassen erforderlich ist. Die vorausschauende zeitliche Planung trägt somit dazu bei, eine Realisierung von möglichen stillen Lasten aus dem großen Zinsanstieg des Jahres 2022 zu vermeiden.

Zudem ist in dieser zeitlichen Dimension vorher abzuklären, ob der Vorstand bereit ist, jährlich 2,5 Millionen Euro in Aktien oder 1,25 Millionen Euro in Gold zu investieren. Aufgrund der erheblichen Einzelrisiken dieser Assetklassen schwingt hier auch eine beträchtliche emotionale Komponente mit. So wird ein Vorstand, der die Finanzmarktkrise erleben musste, vielleicht zu einem langsameren Aufbau von Aktien tendieren. Aber die Multi-As-

set-Krise des Jahres 2022 hat gezeigt, dass auch das Zinsbuch keinen sicheren Hafen darstellt und dessen Risiken ebenso zu diversifizieren sind.

Natürlich lässt sich auch die Frage der optimalen Umsetzungsdauer zu einem gewissen Grad objektivieren, wenn man die Renditen von Ist-Allokation und Zielallokation über verschiedene historische Umsetzungszeiträume betrachtet (siehe Abbildung 5).

Dabei wurden verschiedene Umsetzungszeiträume, die von der sofortigen Umsetzung bis zu einer Umsetzung innerhalb von vier Jahren reichen, bezüglich ihrer historischen Fünf-Jahres-Renditen miteinander verglichen. Beispielsweise wird in der Spalte mit Zwei Jahren zuerst eine lineare Umschichtung innerhalb der ersten beiden Jahre simuliert, während die restlichen Jahre des gesamten Fünf-Jahres-Zeitraums vollständig mit dem dann erreichten Zielbild kalkuliert werden können.

Dementsprechend wird bei der sofortigen Umsetzung über den gesamten Fünf-Jahres-Zeitraum mit der Zielallokation gerechnet. Im vorliegenden Fall zeigt sich, dass die Lagemaße der Ertragskennziffern mit der Länge der Umsetzungsdauer monoton fallen. Dies bedeutet, dass die zügige Positionierung im Markt und die zugehörige Erwirtschaftung der Risikoprämien den Cost-Average-Effekt

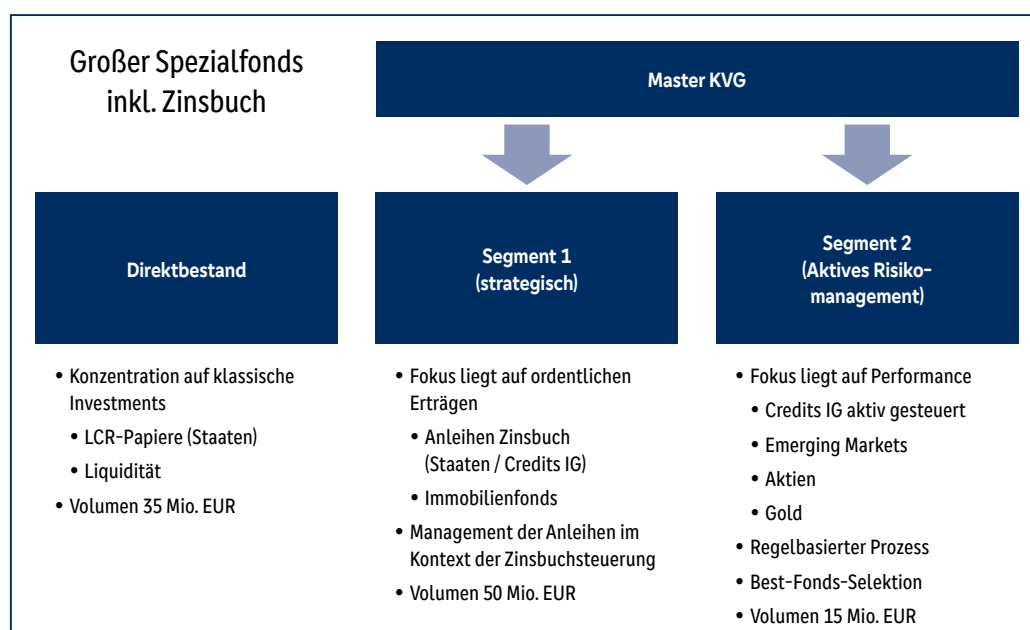


Abbildung 3: Asset Allocation Projekt

JAHR	GESAMTALLOKATION			FÄLLIGKEITEN		AKTIVE VERÄNDERUNG	
	2025	2026	2027	2026	2027	2026	2027
STAATSANLEIHEN	50.000.000	47.500.000	45.000.000	5.000.000	0	2.500.000	-2.500.000
LIQUIDITÄT	20.000.000	20.000.000	20.000.000			0	0
CREDITS IG	20.000.000	17.500.000	15.000.000	0	4.000.000	-2.500.000	1.500.000
RENTEN EMERGING MARKETS STAATEN EUR	0	1.250.000	2.500.000			1.250.000	1.250.000
IMMOBILIENFONDS BÜRO / GEWERBE	10.000.000	10.000.000	10.000.000			0	0
AKTIEN GLOBAL	0	2.500.000	5.000.000			2.500.000	2.500.000
GOLD	0	1.250.000	2.500.000			1.250.000	1.250.000
GESAMT	100.000.000	100.000.000	100.000.000	5.000.000	4.000.000	5.000.000	4.000.000

Abbildung 4: Zeitliche Entwicklung der Zielallokation

außerhalb von Extremszenarien wie dem Fünf-Jahres-Maximum dominieren.

Dies ist dem langfristigen Aufwärtstrend der Märkte geschuldet, der sich aber womöglich hinsichtlich der Assetklassen Aktien und Gold in Zukunft nicht in der gleichen Stärke wiederholen wird. Auch das am Fünf-Jahres-Minimum gemessene Risiko spricht tendenziell für eine schnellere Umsetzung, um die zusätzlichen Diversifikationseffekte der Zielallokation vollumfänglich nutzen zu können.

Stille Reserven

Einen weiteren wesentlichen Aspekt der zeitlichen Dimension stellt der Aufbau von stillen Reserven im Spezialfonds dar, um die künftigen Verluste aus den performanceorientierten Assetklassen geräuschlos abdecken zu können und das GuV-Ergebnis aktiv zu steuern. Im Kern ist der Aufbau von stillen Reserven eine zeitliche Verschiebung von aktuellen Ergebnisbeiträgen in die Zukunft.

Einerseits kann dies durch die Einbringung von Wertpapieren mit bestehenden stillen Reserven in den Spezialfonds zum niedrigeren Buchwert erfolgen. Andererseits besteht die Möglichkeit, auf absehbare Zeit nur einen geringen Teil der Performance des Spezialfonds

auszuschütten, sodass das ausschüttbare Potenzial innerhalb des Fonds kumuliert wird. Diesbezüglich stellt das Verhältnis von stillen Reserven zum Value-at-Risk des Spezialfonds eine geeignete Methode dar, um zu überprüfen, ob die Entwicklung der stillen Reserven mit den Risiken im Spezialfonds Schritt halten kann (siehe Abbildung 6).

Die Grafik veranschaulicht, dass das Verhalten beim Aufbau der stillen Reserven einen erheblichen Einfluss auf die Risikoabdeckung im Spezialfonds ausübt. Wenn die Bank zum momentanen Zeitpunkt 1 Million Euro an stillen Reserven in den Spezialfonds einbringt und in den nächsten fünf Jahren nur die ordentlichen Erträge ausschüttet, kann der VaR bereits nach fünf Jahren zu immerhin fast einem Viertel abgedeckt werden.

Bringt die Bank jedoch keine stillen Reserven ein und schüttet regelmäßig 50 Prozent der Performance aus, so liegt die Abdeckung des VaR im Jahr 2030 unterhalb von 10 Prozent. Der teilweise zu beobachtende Rückgang der Quote im Jahr 2027 kommt dadurch zustande, dass sich in diesem Jahr die performanceorientierten Assetklassen und die damit korrespondierenden ökonomischen Risiken noch im Aufbau befinden, während die einmalig ein-

Statistiken der Renditen des Zielportfolios über die nächsten 5 Jahre je Umsetzungsdauer									
	Sofort	0,5 Jahre	1 Jahr	1,5 Jahre	2 Jahre	2,5 Jahre	3 Jahre	3,5 Jahre	4 Jahre
5-Jahres-Mittel	2,71%	2,70%	2,67%	2,64%	2,61%	2,58%	2,55%	2,52%	2,48%
5-Jahres-Median	2,81%	2,80%	2,72%	2,70%	2,69%	2,67%	2,64%	2,61%	2,59%
5-Jahres-Volatilität	1,95%	1,95%	1,96%	1,97%	1,97%	1,98%	1,99%	2,00%	2,01%
5-Jahres-Minimum	-0,44%	-0,41%	-0,44%	-0,45%	-0,49%	-0,52%	-0,56%	-0,60%	-0,66%
5-Jahres-Maximum	5,31%	5,34%	5,53%	5,55%	5,50%	5,45%	5,39%	5,35%	5,31%

Abbildung 5: Umsetzungszeiträume im historischen Vergleich

gebrachten stillen Reserven den Zähler in der Folgezeit nicht weiter erhöhen.

Erfolgsfaktoren

Insgesamt zeigt sich, dass die räumliche und die zeitliche Dimension der Umsetzungskonzeption von wesentlicher Bedeutung für den Erfolg der Asset-Allocation-Strategie sind. Tatsächlich ist gemäß den Erfahrungen in der Praxis davon auszugehen, dass diese Dimensionen der Umsetzungsstrategie den Anlageerfolg weitaus stärker beeinflussen als eine bloße Verschiebung der Gewichtungen der Assetklassen im Zielbild.

Dabei sollten beide Dimensionen nicht isoliert betrachtet werden: Die aus der räumlichen Zuordnung resultierenden Steuerungsmöglichkeiten entfalten erst mit der zeitlichen Planung der Ergebniswirkungen ihr volles Potenzial. Zusammen ermöglichen sie die weitere operative Umsetzung der Zielallokation, bei der unter anderem die konkreten Anlageinstrumente, die Treasury-Strategie der Bank und die Anlagerichtlinien des Spezialfonds spezifiziert werden.

Wer diese beiden Dimensionen systematisch durchdenkt und konsequent umsetzt, legt den Grundstein dafür, dass das Asset-Allocation-Zielbild in der Bankpraxis tatsächlich seine volle Wirkung entfalten kann.

Gesamtbankallokation

Die Gesamtbankallokation bestimmt die im Hinblick auf das erwartete Rendite-Risiko-Verhältnis optimale Verteilung des Bankvermögens auf verschiedene Risikoklassen und ist ein zentrales Element der strategischen Planung. Sie basiert auf einer barwertigen Analyse unter Berücksichtigung von Diversifikationseffekten und verfolgt das Ziel, bei gegebenem Risiko den Ergebnisbeitrag zu maximieren oder bei vorgegebenem Ergebnisanspruch das Risiko zu minimieren.

Dabei sind das Kundengeschäft und das Eigengeschäft integrativ zu betrachten und gemeinsam in die Allokation einzu beziehen: Während das Kundengeschäft die wesentliche Grundlage der Ergebniserzeugung bildet, liefert das Eigengeschäft ergänzende Diversifikations- und Steuerungsmöglichkeiten. Die aus der Optimierung abgeleitete Allokation bildet die Basis für die Vermögensstruktur und unterstützt die nachhaltige Erreichung des Gesamtbankergebnisanspruchs.

Weiterführende Informationen finden sich in den „Leitlinien der Banksteuerung“ des BVR sowie im Beitrag „Gesamtbankallokation“ im BVR-Extranet unter Steuerung → Banksteuerung.

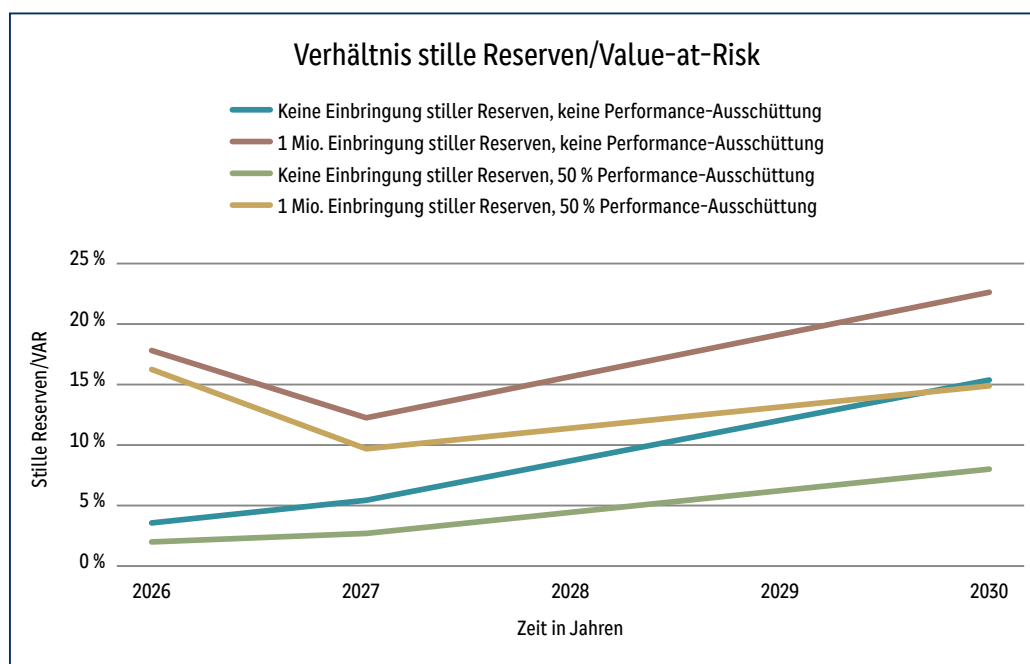


Abbildung 6: Risikoabdeckung durch stille Reserven