

Aktives Eigenanlagenmanagement

Wichtiger denn je

Das klassische Rentenmanagement im Eigengeschäft hat sicherlich schon mehr Spaß gemacht. Die Suche nach auskömmlichen Renditen, bei denen Chance und Risiko im Einklang stehen, ist infolge der anhaltenden Niedrigzinspolitik der Notenbanken schwierig. Dazu kommen regulatorische Zwänge. Um das Optimum aus den eigenen Vermögenspositionen herauszuholen, haben sich aber neue Möglichkeiten entwickelt.

Markus Anders

Insbesondere vor dem Hintergrund der zum 1. Februar 2022 in Kraft tretenden CSDR gewinnt ein sinnvolles Kontrahentenmanagement an Bedeutung. Sofern beim Wertpapierübertrag kein Lagerstellenwechsel provoziert wird, sind Drittkontrahentengeschäfte auch zukünftig möglich. Zudem wird wahrscheinlich der Handel von Namenspapieren und eigenen Neuemissionen mit Erstvaluta voraussichtlich nicht von der CSDR betroffen sein. Ein Grund mehr, sich ein breites Kontrahentenspektrum zu erschließen, um in allen Marktphasen jederzeit unabhängig agieren zu können.

Einen richtigen Mehrwert liefert ein zielgerichtetes Kontrahentenmanagement im Neuemissionsgeschäft. Neuemissionen von Financials und Corporates sind – nicht erst seit dem Anleihekaufprogramm

der EZB – sind begehrte Ware. Die Folge sind Repartierungen, die oftmals eine ernüchternde Größenordnung aufweisen. Mit der richtigen Kontrahentenauswahl aber können die Zuteilungschancen gesteigert werden.

Ein weiterer und damit auch monetärer Vorteil ist jedoch in der Vereinnahmung des Neuemissionspreads begründet, der im Reoffer meistens höher liegt als die Risikoprämie im Sekundärmarkt. Das aktive Partizipieren am Neuemissionsmarkt bedarf einer flexiblen Handelsabteilung, da die Zeichnungsfenster in der Regel nur für wenige Stunden geöffnet sind. Erfahrungsgemäß lohnt sich aber der Aufwand. Oft engen sich die Reoffer-Spreads im Sekundärmarkt schnell ein, wodurch erste Kursgewinne vorprogrammiert sind.

Eine interessante Alternative

Abseits vom klassischen Rentehandel haben sich in den vergangenen Jahren Corporate-Schuldscheindarlehen am Markt etabliert. Diese gelten zwar als Kreditersatzgeschäft und werden auch so behandelt. Dennoch zei-

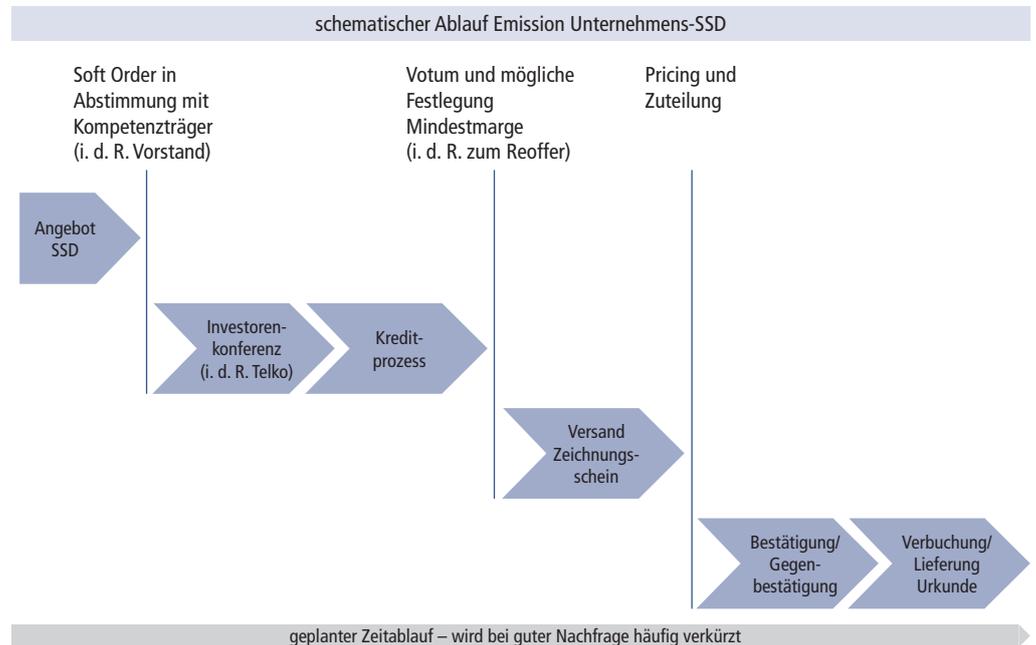
gen sich Berührungspunkte mit dem Treasury. Da der Kreditgewährungsaspekt vorrangig ist, erfolgt keine zinsinduzierte Bewertung, Abschreibungen sind nur bei voraussichtlich dauerhaften Wertminderungen vorzunehmen.

Dieses Kreditersatzgeschäft ist auch für kleinere Institute interessant, da als Minimum für eine Zeichnung meist 500.000 Euro vorgesehen sind. Corporate-Schuldscheindarlehen fallen nicht unter das Regionalprinzip, sind bei ausländischen Unternehmen jedoch nur empfehlenswert, falls nach HGB oder IFRS bilanziert wird. Es ist eine selektive Bonitätsauswahl erforderlich, da es in diesem Marktsegment in jüngerer Vergangenheit Insolvenzen und Restrukturierungsfälle gab.

Bei Erwerb des Schuldscheindarlehens sollte die Dauerbesitzabsicht maßgebend sein, denn die Geld-Brief-Spannen bei Verkäufen sind deutlich höher als bei normalen Anleihen. Für Schuldscheindarlehen existiert kein regulierter Sekundärmarkt. Ein Verkauf eines Schuldscheindarlehens ist nur im Wege der Zession oder Übertragung an den Emittenten möglich.



Markus Anders ist Bereichsleiter Takt. Treasury bei der KC Risk AG.
E-Mail: markus.anders@kcrisk.de

Abb. 1: Prozess der Vermarktung eines Schuldscheindarlehens

Quelle: KC Risk AG

Während bei Wertpapiergeschäften meist die Umsätze Zug um Zug erfolgen, ist dies bei Schuldscheindarlehen nicht der Fall. Beim Kauf eines Schuldscheindarlehen ist somit ein Kontrahentenlimit für die Zahlstelle notwendig. Hier ist also ebenfalls ein kluges Kontrahentenmanagement erforderlich.

Durch zusätzliche Investorenplattformen mit rein digitalen Prozessen hält aktuell die Digitalisierung am Markt für Corporate Schuldscheindarlehen Einzug. Bemerkenswert: Der Trend zu Transaktionen mit Nachhaltigkeitsfokus setzt sich fort. Diese genießen auf Unternehmensseite eine unverändert hohe Aufmerksamkeit und stoßen auf der Investoreseite ebenfalls auf hohe Akzeptanz. Falls kein externes Rating besteht und kein internes Rating durchgeführt werden kann, können oft über bilaterale Verträge die internen Ratings der an der Vermarktung beteiligten Banken kostenpflichtig bezogen werden. Diese Ratings sind stets zu plausibilisieren (siehe BTO 1.2 Tz. 4 MaRisk) und die Ausfallwahrscheinlichkeit ist in die VR-Rating-Matrix überzuleiten.

Aktives Liquiditätsmanagement

Geldhandel dient Kreditinstituten primär zur kurzfristigen Versorgung mit ausreichend Liquidität oder zur Anlage überschüssiger Mittel. Vordergründig steht die genossenschaftliche Zentralbank als zuverlässige Refinanzierungsquelle zur Verfügung, die eine Versorgung mit „Verbundliquidi-

tät“ sicherstellt. Im aktuellen Umfeld bietet der Geldmarkt jedoch weitere Chancen, die sich vielfältig gestalten, aber nie zum Nachteil des genossenschaftlichen Liquiditätsverbunds missbraucht werden sollten.

Geldaufnahme als rentable Einnahmequelle

Neben der Geldaufnahme im Offenmarktsystem sowie über Zentralinstitute stellt vor allem die Aufnahme über sonstige Geldmarktteilnehmer eine attraktive Alternative der kurzfristigen Refinanzierung dar. Es ergibt sich hierbei die Möglichkeit, auf Bundesländer, Kommunen, öffentlich-rechtliche Unternehmen, Förderbanken und weitere Akteure zurückzugreifen. Ein Makler mit breitem Marktzugang kann hier sinnvoll unterstützen.

Der Vorteil dieses Marktzugangs zeigt sich über den Vergleich der offerierten Tagesgeldsätze (siehe Abbildung 2). So ließ sich im Jahr 2021 beispielsweise mit der Aufnahme bei deutschen

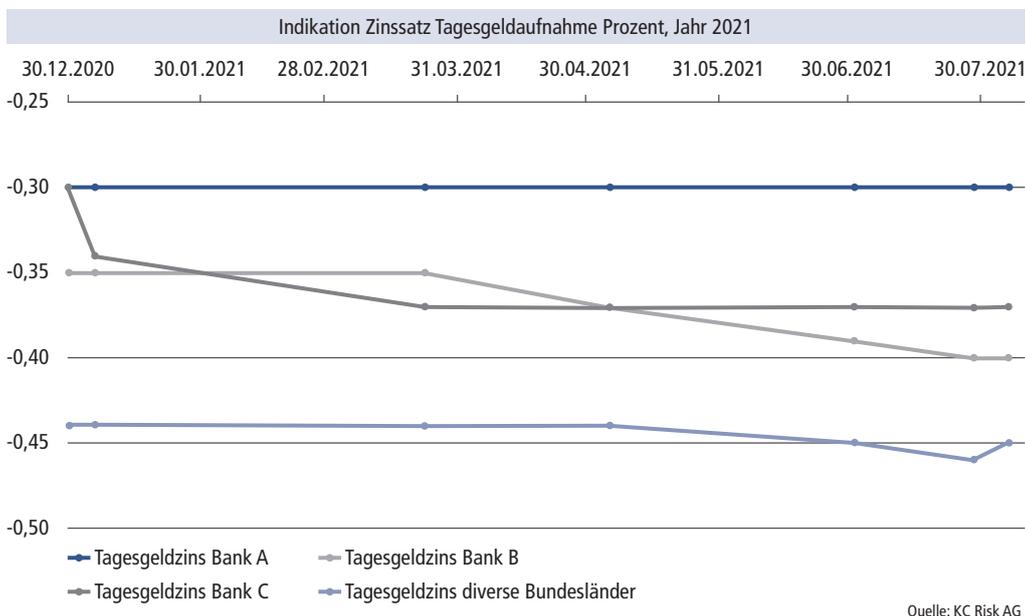
Bundesländern kontinuierlich ein um rund 15 Basispunkte höherer Negativzins gegenüber der Refinanzierung im klassischen Interbankenmarkt bei Zentralinstituten vereinnahmen. Die anfallende Courtage für den eingesetzten Makler ist hierbei bereits berücksichtigt.

Ertragsoptimierung durch Liquiditätssteuerung

Das etablierte Tiering-System der EZB stellt derzeit das Sechsfache des bankindividuellen Mindestreservesolls von der Verzinsung mit dem negativen Einlagesatz frei, was einem Zins von 0 Prozent entspricht. Der Geldhandel bietet die Möglichkeit, flexibel den vollen Tiering-Betrag auszunutzen und somit fristenkongruent und ohne Kosten für die Geldanlage den Negativzinssatz zu vereinnahmen.

Geldmarktgeschäfte zur LCR-Steuerung

Über die Aufnahme von Geldern bei Bundesländern ergibt sich eine

Abb. 2: Offertierte Tagesgeldsätze

Entlastungsmöglichkeit der Mindestliquiditätsquote (LCR). Während die Interbankenrefinanzierung mit einer Restlaufzeit unter 30 Tagen mit 100 Prozent Abfluss in die LCR-Berechnung eingeht, wird eine Inanspruchnahme bei Bundesländern o.ä. gleicher Laufzeit lediglich mit 40 Prozent Abfluss eingerechnet. Dies hat c.p. eine Erhöhung der LCR-Quote zur Folge. Abbildung 3 zeigt ein Beispiel, bei dem der Tausch einer Tagesgeldaufnahme in Höhe von 10 Millionen Euro hin zu Bundesländern o.ä. – ausschließlich über die Veränderung des Nenners in der Berechnung – eine LCR-Entlastung von etwa 6,6 Prozentpunkten ergibt.

Effiziente Prozesse notwendig

Der bankinterne Abwicklungsprozess muss die Partizipation am Geldmarkt effizient und MaRisk-konform abbilden. Basis für die Inanspruchnahme stellt die Einräumung einer Kreditlinie beim jeweiligen Handelspartner sowie entsprechender Vollmachten dar. Da zwischen der täglichen Veröffentlichung der Indikationen und

dem Dispositionsende ein knappes Zeitfenster liegt, muss die Abwicklung so gestaltet werden, dass die Aufnahme/Veränderung/Rückführung der Geldaufnahme unkompliziert und innerhalb des kurzen Zeitfensters realisierbar ist. Refinanzierungsentscheidungen werden dadurch zügig und flexibel ermöglicht.

Immer interessanter: Immobilienfonds

Wie kaum eine andere alternative Assetklasse werden sich Immobilienfonds – dies betrifft sowohl die klassischen offenen Fonds wie auch die Spezial-AIF für institutionelle Investoren – zunehmend beliebter. Investments in Immobilien werden im Vergleich zu anderen Assetklassen immer bedeutender – auch in den Eigenanlagen. In erster Linie sei auf das attraktive Chance-Risiko-Profil hingewiesen. Dem historischen Risiko, festgemacht am VaR (ex ante oder ex post), steht weiterhin eine wahrnehmbare positive erwartete Rendite gegenüber. Viele Banken setzen mittlerweile zur Stabilisierung ihrer Eigenanlagen nicht mehr nur

auf Rententitel, sondern auch bewusst auf Immobilienfonds.

Bei sehr breit aufgestellten offenen Immobilienfonds sollte eine langfristige Performance in einer Bandbreite zwischen 1,75 und 2,50 Prozent weiterhin erzielbar sein. Bei den Immobilienfonds als Konstrukt eines Spezial-AIF unter der Prämisse der Aufnahme von Fremdkapital bis zu 50 Prozent liegt die langfristig erwartete Performance (keine Wertzuwächse nur mit Mietanpassungen) in einer Bandbreite zwischen rund 2,75 bis zu 7 Prozent. Zu empfehlen ist hier, bei neuen Investitionen die Nutzungsarten des Portfolios zu betrachten – beispielhaft in Abbildung 4 dargestellt.

Die Assetklasse Immobilienfonds ist schon viele Jahre eine feste Komponente in der Asset Allokation der Eigenanlagen. Es ist durchaus vorstellbar, dass eine längere Periode mit weiterhin negativen oder Nullzinsen folgt – bei gleichzeitig höherer Inflation. In diesem Umfeld werden die Real Assets in der strategischen Asset Allokation weiter an Bedeutung gewinnen. Bei der Fondsauswahl ist langjährige Expertise und ein breites Netzwerk von entscheidender Bedeutung. Der Markt an Fondsanbietern und -produkten ist breit diversifiziert. Qualitätsunterschiede sind teilweise markant.

Nicht ohne Fondsprüfung

Im Eigenanlagenmanagement wird der Fondsanteil zunehmen. Alternative Assets lassen sich oftmals ausschließlich über Fondslösungen darstellen. Klassische Fonds bedienen unter anderem die Assetklassen Renten, Aktien, Wandelanleihen und Emerging Markets. Dabei stellt sich jedoch die Frage, welcher Fonds innerhalb seiner Assetklasse die höchste Performance bietet oder ob es bes-

ser ist, in einen Vergleichsindex zu investieren.

Das Vergleichsverfahren „Best-Fonds-Selection“, das eine bestmögliche Auswahl des zu investierenden Fonds darstellt, bietet dafür die passende Antwort. Dieses Verfahren gestaltet sich jedoch für Investoren komplex, da eine adäquate Peer Group nicht immer auf Anhieb herangezogen werden kann. Wird der Markt für die jeweilige Assetklasse weniger transparent, so ist ein Vergleich zunehmend schwieriger. Das entsprechende Informationsdefizit zeigt sich in hohem Maße bei den so genannten alternativen Investmentfonds (Assetklassen wie Immobilien, Infrastruktur, Rohstoffe, Private Equity und Private Debt etc.).

Bei der Betrachtung der Assetklasse Immobilien und der Abbildung über Fonds ist eine detaillierte Prüfung des Produkts unabdingbar. Ein Vergleich zu anderen Immobilienfonds ist aufgrund der unterschiedlichen Gestaltungen sehr kompliziert. Zudem ergibt sich neben offenen Fondsstrukturen häufig die Investition für institutionelle Anleger über geschlossene Spezial-AIF-Strukturen. Diese Fonds werden nach einer anfänglichen Zeichnungsphase für die Ausgabe neuer Fondsanteile geschlossen. Aufgrund der Auflegung ist eine Beobachtung ver-

gangener Wertentwicklungen und eines Track Records hier nicht möglich.

Ziel muss daher eine kleinteilige Prüfung sein, ob die in Aussicht gestellte Performanceprognose realistisch eingeschätzt werden kann. Faktoren, die eine erwartete Wertentwicklung in Aussicht stellen, müssen somit genauer betrachtet werden. Beispielsweise ist die so genannte Internal Rate of Return (IRR) oder die Ausschüttungsrendite maßgeblich für die Investitionsentscheidung.

Die IRR stellt den internen Zinsfuß einer Investition dar und durch die Betrachtung der zukünftigen Cashflows des Immobilienportfolios kann sie als erwartete Performance im Bereich Immobilien herangezogen werden. Durch den jeweiligen Asset-Manager sind diese Cashflows durch vielzählige Faktoren beeinflussbar. Zukünftige Mietertragssteigerungen in den einzelnen Objekten spielen beispielsweise für die IRR eine Rolle. Je höher die erwartete Mietertragssteigerung, desto positiver wirkt es sich auf die Kennzahl aus.

Wird hingegen das Risiko hinter der IRR betrachtet, so lässt sich durch eine Hebelung des Fonds durch Fremdkapital eine höhere IRR erzielen, wenngleich das Risiko für die Investoren zunimmt. Bei einem Fonds, der nur über Eigen-

kapital aus den Anlagen seiner Investoren verfügt, verbleibt das Risiko des Portfolios ausschließlich beim Vermögen der Anleger. Durch die Hinzunahme von Fremdkapital ist es möglich, ein größeres Portfolio an Immobilien aufzubauen. In der Folge ergibt sich dadurch eine größere Ertragsbasis für den gleichen Investorenkreis. Wenn eine Störung im Fonds vorliegt, treffen jedoch die Auswirkungen auf eine kleinere Menge an Eigenkapitalgebern, als es in einem Fonds ohne Fremdkapital der Fall wäre.

Bei der weiteren Betrachtung der Einflussfaktoren ist es empfehlenswert, rund 30 Kriterien zu überprüfen, die auf die Qualität des Produkts schließen lassen. Eine gleichartige Untersuchung sollte ebenfalls für Investments in den anderen alternativen Asset-Klassen durchgeführt werden. Entscheidend sind bei der Prüfung jeweils eigene Charakteristika der einzelnen Asset-Klasse. Ziel ist dabei, einen Prüfungsprozess zu implementieren, der eine Vielzahl an Faktoren berücksichtigt und eine Vergleichbarkeit in weniger transparenten Märkten gewährleistet.

Neben der Einschätzung des Produkts spielt zunehmend die Qualität des Reportings für Investoren eine Rolle. Der Umfang der gelieferten Daten, die Umsetzbar-

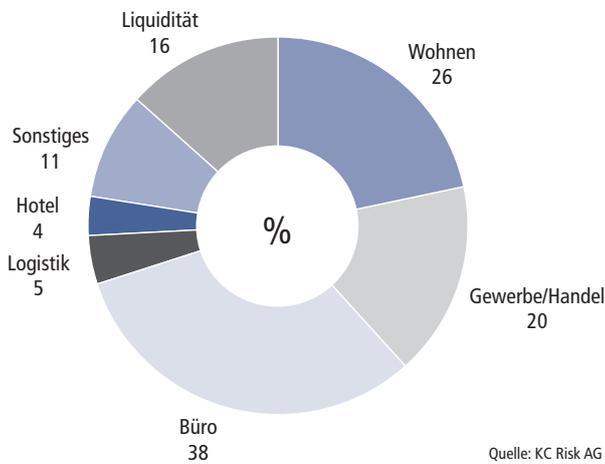
Abb. 3: Beispiel für den Tausch einer Tagesgeldaufnahme und ihre Wirkung auf die LCR

Beispiel Berechnung LCR

	TG-Aufnahme 10 Mio. € regulär	LCR	TG-Aufnahme 10 Mio. € Bundesländer	LCR
(gewichtete) liquide Aktiva unter Berücksichtigung der Kappung	202.000.000	145,32%	202.000.000	151,88%
(gewichtete) Nettoszahlungsmittelabflüsse unter Berücksichtigung der Kappung	139.000.000		133.000.000	

Quelle: KC Risk AG

Abb. 4: Nutzungsarten des Portfolios eines Immobilienfonds (Beispiel)



keit der Datenlieferung in den Systemen und die regulatorischen Anforderungen müssen dabei als Kriterien fungieren. Diese Anforderungen sind zum Teil sehr individuell und immer auf die unterschiedlichen freien Kapazitäten und die Steuerungssituation des Investors abzustellen. Die anleger-spezifischen Auswirkungen, die produktindividuell auf die allgemeine Steuerungssituation der Banken Einfluss haben, müssen dabei beachtet werden.

Schlussendlich soll die Symbiose aus erwarteter Performance des Produkts und den Auswirkungen auf die Risikokennzahlen der Gesamtbank (Säule I und II) des Anlegers das bestmögliche Verhält-

nis abbilden. In Zeiten rückläufiger Erträge aus dem Bereich Fixed Income ist eine Verteilung der Erlösquellen auf mehrere Säulen frühzeitig in die Wege zu leiten.

Votierung – Bitte beachten

Trotz allem wird das klassische Rentenmanagement gerade vor dem Hintergrund aufsichtsrechtlicher Zwänge immer einen hohen Stellenwert haben. Die LCR-Steuerung sowie das Collateral-Management wurden bereits mehrfach erwähnt. Hier ist es wichtig, MaRisk-konform unterwegs zu sein. Dazu zählt zweifelsohne die entsprechende Bonitätsprüfung sowohl vor als auch nach dem Erwerb der Anleihe.

Für die Durchführung von Depot-A-Investitionen geben unter anderem die MaRisk in BTO 1 Kreditgeschäft klare Ablaufregeln vor. So sind bei Handelsgeschäften als positive Kreditentscheidung Kontrahenten- und Emittentenlimite durch eine Votierung aus dem Bereich Marktfolge festzulegen. Aufgrund der Tatsache, dass derartige Handelsgeschäfte fortlaufend Adressausfallrisiken unterliegen, sind für eine umfangreiche Bewertung angemessene Bearbeitungsprozesse nötig.

Hinsichtlich der Abgabe eines aussagekräftigen Votums muss ebenso deutlich erkennbar sein, dass sich der Votierende ein eigenes (vom Handel unabhängiges) Anlageurteil gebildet hat. Diesbezüglich lassen die aufsichtsrechtlichen Anforderungen eine lediglich auf Verwendung externer Bonitätseinstufungen abstellende Entscheidungsfindung nicht zu. Vielmehr sollen sich eigene Erkenntnisse – natürlich auch abgeleitet aus weiterführenden Informationen – in der Kreditentscheidung wiederfinden.

Als sehr hilfreich bietet sich hier eine standardisierte Zusammen-

fassung aktueller Research-Unterlagen in Form einer Votierungsvorlage an. Gerade in Phasen, bei denen zeitlicher Handlungsdruck gegeben ist (etwa bei der Teilnahme an Neuemissionen), unterstützen qualitativ umfangreiche Votierungsvorlagen den Prozess sehr. Zudem erfolgt damit eine stringente Dokumentation. Ähnlich wie bei der erweiterten Kontrahentenauswahl ist auch bei der Votierung ein breiter Zugang zu diversen Research-Quellen von sehr großem Vorteil. Der teilweise unterschiedliche Beurteilungsfokus eines Emittenten durch die jeweiligen Analysehäuser versetzt den Votierenden rasch in die Lage, sich ein umfangreiches Meinungsbild zu verschaffen.

Die Analyse der quantitativen Merkmale stützt sich natürlich – je nach Betrachtung der einzelnen Assetklassen – auf gängige Finanzkennzahlen (beispielsweise Zins-, Provisions- oder Handelsergebnis, auf Aufwendungen, auf die Risikovorsorge, auf das Netto-/Gesamtergebnis, auf Umsatzerlöse, auf den EBIT[DA], auf das Konzernergebnis, auf den Cash-flow, auf die Eigenkapitalquote etc.).

Eine Einordnung der Zahlen hinsichtlich historischer Entwicklung der vergangenen Jahre sowie auch mögliche Peer-Group-Vergleiche komplettieren eine umfassende Betrachtung. Im Bereich der gedeckten Wertpapiere (Pfandbriefe, Covered Bonds) werden zusätzliche Informationen analysiert (Rechtsrahmen, Strukturdiagramm, Deckungsstock etc.). Neben der rein zahlenmäßigen Einordnung bringt weiterführend eine qualitative Untersuchung zusätzliche Erkenntnisse zum Tragen. Förderliche Merkmale diesbezüglich liefert die Beurteilung zu Marktposition, Gewinnstabilität, Ertragsdiversifizierung, Aktivaqualität, Kapitalausstat-

Abb. 5: Investmentidee/Produktdaten

Länderallokation	Europa
Nutzungsarten	Büro, Wohnen
Geschäftsjahr	01.01. bis 31.12.
Rumpfgeschäftsjahr	nein
Investmentstil	Core, Core+
Investmentvolumen in Mio. €	500
Fremdwährungsanteil?	nein
Eigenkapital in Prozent	55

Quelle: KC Risk AG

tung sowie Liquiditäts- und Refinanzierungslage der jeweils betrachteten Emittenten/Konzerne.

Bei der Frage der Bonitätseinschätzung ist ebenso die Anordnung der Konzernverhältnisse oder Haftungsbrücken zwischen Konzernmutter und Tochtergesellschaften herauszuarbeiten. Aufgrund der Aufbauorganisation kommt es diesbezüglich im Vergleich von Bank- zu Unternehmenskonzernen zu unterschiedlichen Ausgestaltungen möglicher Haftungsfragen. Diese müssen ebenso erkannt und in der Beurteilung der Investitionsentscheidung berücksichtigt werden. Darüber hinaus sind stets aufsichtsrechtliche Entwicklungen bei der Portfoliomaßnahme zu beachten.

Marktchancen nutzen

Es wird deutlich, welche Dimension ein erfolgreiches Eigenanlagenmanagement zwischenzeitlich erreicht hat. Natürlich wird auch künftig das klassische Rentenmanagement wichtig bleiben. Die äußeren Rahmenbedingungen aber zwingen zum Umdenken. „Riding on the yield curve“ hat natürlich

nicht ausgedient und sollte auch zukünftig zur Performancesteigerung genutzt werden. Doch die Opportunitäten, die der Markt bietet, sollten zügig genutzt werden. Dabei darf die aufsichtsrechtliche Sicherheit jedoch nicht in Vergessenheit geraten. Ein aufwändiger Prozess, der Kapazitäten und Ressourcen bindet. Und natürlich muss bei all diesen Prozessen die betriebswirtschaftliche Komponente beachtet werden. BI



Nicht ausgedient: „Riding the Yield Curve“