

## Asset-Allokation-Strategie

# Auf neue Beine gestellt

Mit der Investition in ein Asset-Allokation-Projekt hat die VR-Bank Ellwangen die Voraussetzungen für eine zukunftsgerichtete Vermögensstruktur der Eigenanlagen geschaffen. Der transparente Ablauf vom Aufstellen der Ist-Allokation über die Ermittlung der Ziel-Allokation bis hin zur finalen Umsetzung und Implementierung der strategischen Asset Allokation unterstützten eine fundierte Entscheidungsfindung.

## Jürgen Hornung und Andreas Meinecke

Seit zehn Jahren arbeitet die VR-Bank Ellwangen mit der KC Risk AG als Outsourcing-Partner im Bereich des Treasury eng zusammen. Im Fokus der kreditstarken Bank liegen die ganzheitliche Betreuung der Kunden sowie die regionale Kreditversorgung. Das weiterhin anhaltende Niedrigzinsniveau, damit einhergehende sinkende Margen im Kundengeschäft, aufsichtsrechtliche Veränderungen und immer komplexere und vielfältigere Entscheidungswege beschäftigen auch die VR-Bank Ellwangen. Des-

wegen entschied sich der Vorstand der Bank in Zusammenarbeit mit der KC Risk, ein Asset-Allokation-Projekt durchzuführen. Das Projekt hatte dabei von vornherein mehrere Zielsetzungen:

- Optimierung von Ertragspotenzialen,
  - Investitionen in alternative Assetklassen und ein darauf aufbauender Risikomanagementprozess,
  - effizienter Einsatz des vorhandenen und geplanten Eigenkapitals,
  - Begrenzung der zunehmenden Produktvielfalt und Komplexität und
  - Prozessoptimierung und ressourcenschonende Umsetzung.
- Alle Punkte sollten am Ende des Projekts in einer einfachen Strategie sowie einem klaren Steuerungsprozess münden.

Ausgangssituation und Motivation

Aufgrund der aktuellen aufsichtsrechtlichen Entwicklungen standen bei der VR-Bank Ellwangen im Rahmen einer ganzheitlichen Treasury-Betreuung bisher neben der Entwicklung der Gesamtbank auch die Themen Zins-

buchsteuerung, Depot-A-Management und Liquiditätssteuerung im Vordergrund. Dabei scheint das Thema Fristentransformation nahezu ausgereizt, da sich hier zunehmend eine schlechtere Ertrags-/Aufwandsrelation abzeichnet (höhere SREP-Zuschläge, LSI-Stresstest, erhöhter Budgetbedarf).

Daneben gewinnt die Risikosteuerung des Depot-A an Bedeutung, da einerseits die in zwei bis drei Jahren anstehenden Prolongationen von Wertpapierfälligkeiten nur mit unzureichender Rendite-Risiko-Relation angelegt werden können und folglich auch die GuV zunehmend belastet wird. Nichtsdestotrotz soll das Depot A zukünftig weiterhin eine wichtige Ertragsquelle der Bank darstellen. Es rücken zunehmend mehr Assetklassen in den Fokus der Anlagepolitik, wobei neue oder alternative Assetklassen in der monatlichen Treasury-Kreis-Sitzung zunehmend mehr Zeit in Anspruch nehmen.

Als Beispiel stellt sowohl die seit Mai 2018 gestartete Korrektur bei Emerging Markets, als auch die starke Erholung in diesen Märkten im Dezember 2018 und Janu-



Jürgen Hornung ist Vorstand der VR-Bank Ellwangen eG.

E-Mail: [juergen.hornung@vrbank-ellwangen.de](mailto:juergen.hornung@vrbank-ellwangen.de)



Andreas Meinecke ist Senior Consultant der KC Risk AG.

E-Mail: [andreas.meinecke@kcrisk.de](mailto:andreas.meinecke@kcrisk.de)

ar 2019 dar. Gleiches galt für die Aktienmärkte, mit einem Start der Korrektur im September 2018 und der Erholung in den ersten Wochen des Jahres 2019. Diese Themen gilt es, in den monatlichen Treasury-Kreis-Sitzungen zu besprechen. Dies bindet jedoch viel Kapazitäten. Zwar konnte die Bank ihr Aktienengagement noch im September 2018 deutlich reduzieren. Trotzdem fehlte bisher eine übergeordnete Strategie, mit welchen Zielquoten das Depot A im weitesten Sinne ausgestattet werden sollte.

### Projektplan

Dem Vorstand war bei der Implementierung sowohl ein klarer Projektplan als auch eine schnelle Umsetzung der einzelnen Teilbausteine wichtig. Das Projekt begann mit einer ersten Sitzung Ende Juni 2018. Insgesamt teilte sich das Projekt in drei Phasen auf, die innerhalb von zwei Monaten abgearbeitet wurden (siehe Abbildung 1).

#### Phase I: Transparenz

Für die erste Phase war es wichtig, Transparenz zu schaffen. So wurden die aktuellen (aufsichtsrechtlichen) Engpassfaktoren aufgezeigt und die vorhandenen Strategien dargestellt. Hierunter zählte beispielsweise, dass der Kapitalplan dahingehend analysiert wurde, ob eine zukünftige Asset-Allokation-Strategie der Wachstumsstrategie des Instituts im Wege stehen würde. Zur Aufstellung der Ist-Allokation war es wichtig, die vorhandenen Eigeneschäfte einer Assetklasse zuzuordnen. Hierbei wurde neben Laufzeit, Bonität und Region auch nach Währung differenziert. Letzteres ergab sich beispielsweise durch vorhandene Investitionen in Aktienfonds, die zwar als Fondswährung Euro besitzen, aber Positionen im Fonds ungehedged gehalten werden.

Auch die vorhandenen Rentenfonds wurden in ihre Risikobe-

standteile zerlegt, sodass unter anderem der in den Fonds vorhandene High-Yield-Anteil transparent dargestellt werden konnte. Eine korrekte Zuordnung zu den Assetklassen ist unabdingbar für eine richtige Risikomessung der Allokation. Neben Wertpapieren und Fonds wurden in der Risikomessung auch weitere Assets wie Direktbestandsimmobilien und Beteiligungen betrachtet. Hierfür fanden aktuelle Risikowerte aus Transaktionsregistern Verwendung. Den Abschluss der Phase I bildete eine Präsentation mit den wesentlichen Ergebnissen des ersten Teilbausteins.

#### Phase II: robuste Optimierung

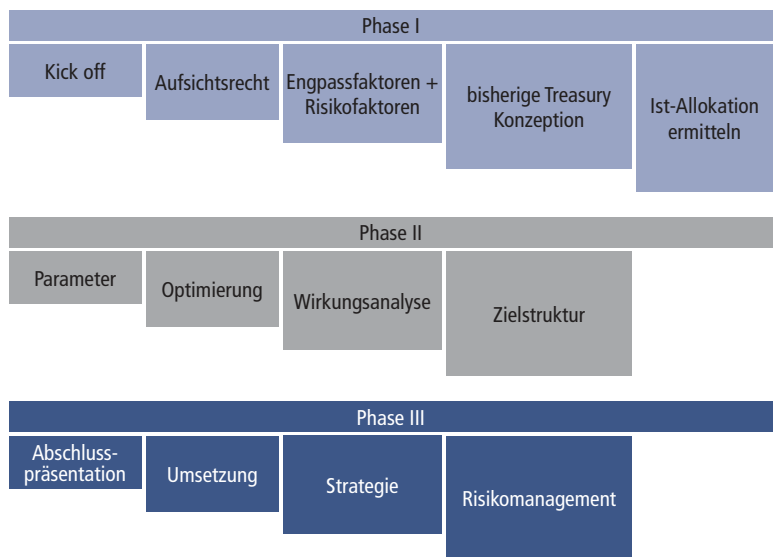
Bindeglied zwischen Phase I und II stellte die Aufstellung erster strategischer Leitplanken für die zukünftige Allokation dar. So war klar, dass die Asset-Allokation-Strategie nicht zu einer Risikoausweitung führen sollte. Ausgangspunkt für die Optimierung war damit das Gesamtrisiko der Ist-Allokation des Depot A. Es wurde in diesem Fall auf den Einbezug des Kundenkreditgeschäfts in die Optimierung verzichtet, da dieses bei der Bank eine Konstante oder

prioritäres Geschäft bildet. Es sollte am Schluss des Projekts vermieden werden, dass durch den Abbau des Kundenkreditgeschäfts ein besseres Risiko-Ertrags-Relation erreicht wird. Jedoch wurde der Baustein im strategischen Gesamtbankplanungsprozess integriert und damit auf alle Engpassfaktoren der Bank abgestellt.

Bei unveränderten Marktgegebenheiten betrug das zukünftige Renditepotenzial der Ist-Allokation des Depot A 1,03 Prozent, der Conditional Value at Risk 4,7 Prozent (siehe Abbildung 2). Bei einem Depot-A-Volumen von nahezu 300 Millionen Euro belief sich das Marktwertverlustrisiko unter Berücksichtigung von Korrelationen 14,1 Millionen Euro. Ein in Vergleich zu anderen Asset-Allokation-Projekten „normaler“ Wert, der in der periodischen Steuerung aufgrund hoher stiller Reserven im Depot A jedoch nicht zum Tragen kommt.

Die ermittelte Ist-Allokation musste nun einem Optimierungsverfahren unterzogen werden. Ein großes Problem bekannter Optimierungsverfahren ist, dass in der traditionellen Form der Optimierung so genannte Fat-tail-Risiken nicht berücksichtigt werden. Die

Abb. 1: Teilprozesse



**Abb. 2:** Rendite und Risikowerte der heutigen „Ist-Allokation“

Allokation	Rendite	Standard Abweichung	Conditional Value at Risk 95%	VaR 95%	Schiefe	Excess Kurtosis	Sharpe Ratio
Ist Allokation	1,030	2,643	4,705	3,494	0,012	0,076	0,309

Verwendung einer Normalverteilungsannahme gilt es dabei in jeglicher Hinsicht zu vermeiden. Daher wurde ein modernes Optimierungsverfahren verwendet, das Extremrisiken über den Conditional Value at Risk besser berücksichtigt. Aktuell wurde hierzu eine Optimierungssoftware von Morning Star Direkt verwendet, die einen Zugriff verschiedener Indizes und Fonds weltweit erlaubt.

Die Optimierung hatte die Zielsetzung, dass risikoreichere Assetklassen in der Allokation nicht überschätzt werden, aber sich ebenso möglicher Renditechance nicht zu verbauen. Gleichzeitig muss die zukünftige Allokation möglichst robust gegenüber Renditeschätzungen sein. Die Optimierung erfolgte demnach mit dem Fokus auf die Risikoperspektive und nicht auf den Ertragsanspruch an das Treasury.

Ebenso mussten in der Optimierung die zuvor identifizierten aufsichtsrechtlichen Bestimmungen und strategischen Leitplanken ihren Niederschlag finden. Auch hier wurde Wert auf Transparenz gelegt und die einzelnen Auswirkungen der definierten Nebenbedingungen auf die Rendite-Risi-

ko-Positionierung der zukünftigen Allokation aufgezeigt. So entstanden zum Ende der Phase II in einem iterativen Prozess mehrere mögliche Zielallokationen (siehe Abbildung 3).

### **Wirkung in der Gesamtbank**

Neben der reinen Optimierung war im Projekt von außerordentlicher Bedeutung, die bisherigen Ergebnisse auf die heutige Steuerungswelt der VR-Bank Ellwangen zu überführen. Für die Entscheidungsfindung mussten die optimierten Portfolios auf die Eigenmittelanforderungen sowie die Risikobudgetbelastung (Marktrisiko und KPM-EG) simuliert werden. Der hieraus entstehende zeitliche Aufwand war erheblich. Die analysierten Ertrag-Budget-Relationen trugen zur weiteren fundierten Entscheidungsfindung der zukünftigen Allokation auf Vorstandsebene bei (siehe Abbildung 4). Selbige Analysen mussten ebenfalls für die Ist- und jede Ziel-Allokation in der Säule-I-Betrachtung durchgeführt werden.

Neben der periodischen Steuerung hat und wird die barwertige Betrachtung weiter an Gewicht gewinnen. Durch die zukünftige

barwertige Steuerung sowie bei der Betrachtung des Drohverlustrückstellungstests ist es wichtig zu wissen, wie sich der Barwert der Bank zukünftig entwickeln wird. Ziel einer Asset-Allokation-Strategie kann es sein, die zukünftige Barwertentwicklung zu stabilisieren oder aber auch zu erhöhen.

Auch unter der aktuellen periodischen Steuerung ist die Dimension Barwert nicht unwichtig, da höhere Barwerte in der Zukunft zu besseren GuV-Ergebnissen führen werden. Mit der Festlegung auf eine zukünftige, strategische Zielallokation konnte die Phase II des Projekts Mitte August 2018 abgeschlossen werden. Damit wurde es im Rahmen des jährlichen Strategieprozesses leichter, die zukünftige Depot-A- und Eigengeschäftsstrategie zu manifestieren. Somit finden sich hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung des Eigengeschäfts in der Strategie klare und fundierte Aussagen zur Allokation der Eigenanlagen.

### **Phase III: Viele Wege führen nach Rom**

Die Festlegung einer zukünftigen Zielallokation unter Berücksichtigung aller bankindividuellen Aspekte stellte sich innerhalb des Projekts noch als vergleichsweise einfache Entscheidung heraus. Komplexer wurde es, einen praktikablen Umsetzungsweg festzulegen. Hier wurden verschiedene Varianten intensiv diskutiert. Angefangen von der kompletten Umsetzung in Einzeltiteln bis hin zur Abbildung innerhalb eines Spezialfonds. Hier galt es, für den Vorstand die mit den verschiedenen Umsetzungswegen versehenen Vor- und Nachteile einander gegenüberzustellen und sorgfältig abzuwägen.

Im Ergebnis entschied sich die VR-Bank Ellwangen zur Umsetzung ihrer Asset-Allokation-Strategie mithilfe der Auflage eines Spezialfonds. So sollen die vermeintlich risikoreicheren Assetklassen im Di-

**Abb. 3:** Zielallokationen

Asset Mix	Rendite	Conditional VaR 95% Konfidenz	VAR 95% Konfidenz	Schiefe	Excess Kurtosis	Sharpe Ratio
Ist Allokation	1,05	5,90	4,6	0,08	-0,02	0,32
Zielportfolio 1	1,59	6,21	4,7	0,06	-0,04	0,44
Zielportfolio 2	1,03	2,32	1,7	0,02	-0,07	0,65
Zielportfolio 3	1,47	4,65	3,5	0,03	-0,04	0,51
Zielportfolio 4	1,49	4,84	3,6	0,03	-0,03	0,50
Zielportfolio 5	1,42	4,43	3,3	0,03	-0,03	0,52
Zielportfolio 6	1,38	5,64	4,3	0,05	-0,04	0,42

rektbodybestand, die risikoreicheren im Spezialfonds abgebildet werden. Hierbei muss jedoch gewährleistet sein, dass innerhalb des Spezialfonds – auch in Stressphasen – ausreichend stabile Korrelationen vorhanden sind. Auch bei Umsetzung der Asset-Allokation-Strategie gilt es, gesamtbankbezogene Aspekte nicht außer Acht zu lassen. Trotz guter Korrelationseigenschaften wird man Assetklassen wie Covered Bonds oder öffentliche Schuldtitel nicht in den Spezialfonds einbringen, da diese zur LCR-Steuerung anrechenbar bleiben müssen. Stattdessen werden Assetklassen mit ähnlich Korrelationseigenschaften im Spezialfonds beigemischt.

### Risikomanagement

Im Rahmen des Projekts und der Festlegung von strategischen Zielquoten für das Depot A war es unabdingbar, auch mögliche Risikomanagementprozesse und deren Einbettung in die Steuerung zu diskutieren. Dies bedeutet, dass im Rahmen einer taktischen Asset Allokation auf Basis kurz- und mittelfristiger Prognosen von den definierten Zielwerten abgewichen werden kann. Unter Berücksichtigung von wesentlichen Aufwands Gesichtspunkten wurde herausgearbeitet, für welche Assetklassen ein derartiger Risikomanagementprozess sinnvoll zu definieren ist und für welche nicht.

Während für die bekannten Assetklassen Zins- und Credit-Risiken die Frühwarnindikatoren über Zinsänderungen oder die Spreadüberwachung bereits täglich gemessen werden, wurden Frühindikatoren auch für alternative Assetklassen wie Emerging Markets, High Yield, Aktien und Fremdwährungsrisiken besprochen. Hierfür wäre beispielsweise eine Fondsgesellschaft als aktiver Portfolio Manager in Betracht gekommen. Aufgrund der aktuellen Robustheit des Portfolios wurde zunächst festgehalten, den Spezialfonds rein strategisch auf die einzelnen

Assetklassen auszurichten und von einem aktiven Management abzusehen. Bei Erreichen der strategischen Zielallokation wird dieses Thema nochmals zur Entscheidung gestellt.

### Workshops

Im Anschluss an die Entscheidung pro Spezialfonds wurden bezüglich der Auflage mehrere Workshops und Telefonkonferenzen in Zusammenarbeit mit Union Investment durchgeführt. Für spezielle Fragestellungen wurden die Fachspezialisten der Fondsgesellschaft hinzugezogen. Es wurden alle beteiligten Mitarbeiter der Bank mit einbezogen, um im Rahmen eines NPP frühzeitig Unklarheiten und Bedenken zu begegnen und die Intention und den Nutzen für die VR-Bank Ellwangen transparent darzustellen.

### Reporting

Um eine Konsistenz in der Steuerung zu bewirken, war ein wichtiges Anliegen des Vorstands, eine assetklassenorientierte Sichtweise in das Reporting zu integrieren. In regelmäßigen Abständen wird ein Soll-Ist-Abgleich zwischen „Ist- und Zielallokation“ durchgeführt, um die Entscheidungskonsequenz zu verbessern. Damit können nun auch zukünftige regulatorische Anforderungen (etwa höhere KSA-Risikoge-

wichte für Banken oder höhere Eigenkapitalbelastung für Beteiligungen) schneller auf ihre Wirkung geprüft werden.

### Prozess

Die Projektergebnisse um die strategische Asset Allokation mussten mit Abschluss des Projekts in die Ablaufprozesse der VR-Bank Ellwangen implementiert werden. Anpassungen des Struktur- und Rahmenlimitsystems zählen hier ebenso dazu, wie eine jährliche Überprüfung der strategischen Zielquoten unter Berücksichtigung gegebenenfalls neuer aufsichtsrechtlicher oder bankinterner Engpassfaktoren. Die neue, breitere Allokation macht die VR-Bank Ellwangen ein Stück weit unabhängiger vom zinstragenden Geschäft, dieses wird jedoch weiterhin die wesentliche Ertragsquelle der Bank sein.

### Niedrigzins weiterhin im Blick

Durch die frühzeitige Einbindung und den kontinuierlichen Austausch aller beteiligten Abteilungen der VR-Bank Ellwangen, der KC Risk als Outsourcing-Partner für das Treasury-Management sowie der einbezogenen Fondsgesellschaft ist es gelungen, die Depot-A-Strategie der Bank auf neue Beine zu stellen, um den weiterhin vorherrschenden Niedrigzinsniveau begegnen zu können. **BI**

Abb. 4: Budgetbedarf Säule II

