

BifBU Working Paper 1

**Erfolgreiches Management des Depot A -
Werden Risiken unterschätzt oder Chancen
vergeben?**

Wolfgang L. Brunner / Uwe Christians / Hauke Diemer

Inhalt

	Seite
1. Einleitung	4
2. Empirische Befunde zu Bilanz- und Ertragsstrukturen von Sparkassen	5
3. Depot-A-Management eingebettet in das Aktiv-Passiv-Management	7
3.1. Aufgaben des A-P-Management und Stufen der Risikoabsicherung	7
3.2. Überblick über die Messung von Zinsänderungsrisiken	9
3.2.1. Ertragsperspektive / Einkommenseffekt	9
3.2.2. Substanzwertperspektive / Vermögenseffekt	10
4. Klassisches Management des Depot A in regional tätigen Kreditinstituten	13
5. Performance-Messung und Benchmarking im Depot A	16
6. Strategisches Depot-A-Management	19
6.1 Anlageziele beim Depot-A-Management	19
6.2 Strategische und taktische Asset Allocation	19
6.3 Portfolio-Strategien	22
6.31 Aktive und passive Portfoliomanagement-Strategien	23
6.32 Ausgewählte Strategien des Portfolio-Managements	23
6.321 Portfolio-Optimierung	24
6.322 Renditen von Portfolios	25
6.323 Risiken von Portfolios	25
6.33 Asset Allocation in Eigenregie oder Auslagerung an einen Spezialfonds	26
6.4 Unterstützung beim Depot-A-Management durch eine Kapitalanlage- gesellschaft	27
6.41 Anlagestrategien von Spezialfonds	27
6.42 Anlagepolitik	28
6.43 Erwarteter Anlageerfolg	28
6.44 Investmentprozeß	29
6.45 Das Risikomanagement	30
6.5 Einfluß der IFRS auf das Depot-A-Management	32
7. Fazit	35

Abbildungen

Seite

Abb. 1:	Bilanzstruktur der Durchschnitts-Sparkasse 2002	5
Abb. 2:	Die Komponenten des Anlageerfolgs	21
Abb. 3:	Ergebnisse unterschiedlicher Benchmarks in Prozent in der Dekade 1993 bis 2002	22
Abb. 4:	Ausgewählte Strategien des Asset Management	24
Abb. 5:	Effizienzlinie	26
Abb. 6:	Performancequellen von Spezialfonds	29
Abb. 7:	Der Investmentprozeß	29
Abb. 8:	Anlegerstruktur inländischer Spezialfonds	32

1. Einleitung

Die gegenwärtige Lage am nationalen wie am internationalen Kapitalmarkt ist durch eine ausgeprägte Niedrigzinsphase geprägt. Die Rendite für zehnjährige Bundesanleihen liegt aktuell sehr niedrig. Die Renten-Investoren befürchten aufgrund der sich allmählich verbessernden Konjunktur und damit einhergehender Inflationssorgen insbesondere in den Vereinigten Staaten eine *Erhöhung der Zinsen*. Ein Ansteigen der Renditen wird allenthalben erwartet.

Legt man ein solches *Szenario* zugrunde, so stellt sich für den Bankmanager die Frage, wie sich insbesondere die **Marktwerte ihrer Anleihen** (bzw. die Barwerte der Aktiva und Passiva insgesamt) entwickeln werden und wie sich darüber hinaus die **Ergebnisse aus der Fristentransformation** darstellen werden. Darüber hinaus werden sie sich fragen (müssen), wie die **Kunden auf die absehbare Zinssteigerung reagieren** und **welche Implikationen** sich daraus für die Bankbilanz bzw. GuV ergeben werden.

Wir wollen in diesem Überblicksartikel der Frage nachgehen, wie Sparkassenmanager in der gegenwärtigen konjunkturellen Aufschwungphase (Zinsphase) die Bilanzstruktur ihres Institutes gestalten sollten. Dabei werden wir zunächst einige empirische Befunde zu den trendmäßigen und aktuellen Bilanz- und Ertragsstrukturen der Sparkassen zusammenstellen. Auf dieser Basis gewinnen wir einen empirischen Ausgangspunkt für die weitere Betrachtung.

Traditionell steuern die Sparkassen ihr Zinsänderungsrisiko im Wesentlichen über das Depot-A. „Die Zinseinschätzung spiegelt sich in der Fristigkeitsstruktur des Depot-A wider.“¹ Das Bild der Fristigkeitsstruktur verändert sich jedoch, wenn man die Sparkassenbilanz in toto – also einschließlich aller variablen oder festverzinslichen Nichthandelsgeschäfte (Kredite/ Einlagen) – betrachtet. Sowohl in der Theorie als auch zunehmend in der Praxis vieler Banken setzt sich die Erkenntnis durch, dass ein isoliertes – d. h. unabhängig von der jeweiligen Aktiv-Passiv-Struktur - Depot-A-Management nicht sinnvoll ist, gehen wir im nächsten Kapitel auf mögliche Steuerungsansätze des Bilanzstrukturmanagements im Überblick ein.

Einen Überblick über das klassische Management des Depot A in regional tätigen Kreditinstituten wird unter Abschnitt 4 gegeben. Anschließend setzt sich Abschnitt 5 mit der Performance-Messung und Benchmarking im Depot A auseinander. Den Schwerpunkt des Abschnittes 6 liegt dann auf dem Strategischen Depot-A-Management, indem Anlageziele, Portfolio-Strategien und Outsourcing-Ent-

¹ KLEIN, W. / GÖBEL; R., Gesamtbanksteuerung – Bündelung von Kompetenz in der Sparkassenorganisation, in: Sparkasse, Heft 6/1999, S. 259.

scheidungen diskutiert werden. Letztlich wird in diesem Abschnitt auf den Einfluss der International Financial Reporting Standards (IRFS) auf das Depot-A-Management eingegangen.

2. Empirische Befunde zu Bilanz- und Ertragsstrukturen von Sparkassen

Die Bilanzstruktur der Durchschnitts-Sparkasse hatte in 2002 (ausschnittsweise) folgendes Aussehen:

<u>Aktiva</u>	<u>%</u>	<u>%</u>	<u>Passiva</u>
Buchkredite an Banken	8,9	21,6	Einlagen von Banken
Buchkredite an Nichtbanken	60,6	63,6	Einlagen von Nichtbanken
Wertpapierbestände	24,4	4,6	Inhaberschuldverschreibungen
		4,5	Eigenkapital

Abb. 1: Bilanzstruktur der Durchschnitts-Sparkasse 2002

Vergleicht man Aktiv- und Passivstrukturen miteinander, so fällt also auf, dass das Kundengeschäft in etwa gleich hohe Anteile (ca. 60 %) aufweist. Benötigen Sparkassen Refinanzierungsmittel, so holen sie sich diese i.d.R. von ihren Landesbanken oder von anderen Kreditinstituten. Der Kapitalmarkt wird dagegen verhältnismäßig gering in Anspruch genommen. Überschüssige Gelder auf der Aktivseite werden in *Wertpapierbestände* angelegt.

In den vergangenen Jahren ist eine kontinuierliche Zunahme der *Eigenanlagen in Wertpapieren* im Sparkassensektor zu beobachten. Diese Anlageform spielt dort ohnehin eine überproportionale Rolle.² Während die *Interbankenforderungen* eher gedämpft expandierten, nahmen die *Interbankenverbindlichkeiten* stark zu, was zu einem Abbau der traditionellen Geberposition der Sparkassen im Interbankengeschäft führte.³ Sparkassen, die noch vor etwas über einer Dekade zu den Netto-Gläubigern von Banken zählten, refinanzieren sich heute also immer mehr über *Verbindlichkeiten gegenüber anderen Kreditinstituten*. Zu den Hauptfinanzierern zählen hierbei die Landesbanken.⁴ Etwa 75 % dieses Volumens entfallen auf langfristige Kredite (> 5 J. Laufzeit). Verglichen mit der langfristigen Mittelauf-

² Die *Wertpapierbestände* liegen in Relation zum Geschäftsvolumen im gesamten Sparkassenbereich bei ca. 25% (in 2002 bei 24,4%). Die Kreditgenossenschaften besitzen einen Anteil von etwa 20% (in 2002 = 20,2%), die Kreditbanken etwa 12 - 17 % (in 2002 = 15,2 %).

³ Ursache hierfür dürfte die nachlassende Refinanzierung über Nichtbankeneinlagen sein. Sie nahmen bis Ende der neunziger Jahre auf 65% des GV ab (vormals 75 %). Vgl. dazu allgemein AMELY, T., Folgen des Strukturwandels auf die Bankbilanzen, in: Sparkasse, Heft 12/2003, S. 586.

⁴ Vgl. BIZER, R., Dynamische Geschäftsentwicklung der Landesbanken im Jahr 1999, in: Sparkasse, Heft 6/ 2000, S. 271 ff.

nahme der Landesbanken durch Bankschuldverschreibungen findet hier eine *indirekte Kapitalmarktrefinanzierung* durch Sparkassen statt.

Die Befunde hinsichtlich der Anlage- und Refinanzierungsstrukturen geben Anlass zu der Vermutung, „dass bereits eine Reihe von Instituten ihr Zinsrisikomanagement nicht mehr auf die Investition freier Liquidität aus Sicht-, Spar- und Termineinlagen beschränken.“⁵ Das ist angesichts der Ertragsentwicklung der letzten Jahre auch nicht verwunderlich, müssen doch auch die Sparkassen neue Ertragsquellen erschließen.

Eine Analyse der *Ertragstrukturen* der Sparkassen zeigt, dass ein erheblicher Anteil der Gesamterträge über das zinsabhängige Geschäft erzielt wird. Der *Zinsüberschuss* stellt mit ca. 83 % dabei den Hauptbeitrag zum Gesamtergebnis. Problematisch ist dabei allerdings, dass diese Hauptergebnisquelle seit Mitte der neunziger Jahre nachhaltig unter Druck steht. Das rückläufige Zinsergebnis hat zwei wesentliche Ursachen, zum einen das *niedrige Zinsniveau* der letzten Jahre, zum anderen der Trend der Einleger zu höherverzinslichen Anlageformen und damit zur *Verteuerung der Refinanzierung*.⁶

Die Zinsüberschussentwicklung in Relation zur Durchschnittsbilanzsumme wies in den letzten Jahrzehnten *Schwankungsbreiten* von über 20 % auf. Dies deutet auf den großen Einfluss des *Zinsänderungsrisikos* hin. Bei den Sparkassen wirken die zeitlichen Verschiebungen im Zinsanpassungsverhalten, in den Ablaufstrukturen der Festzinspositionen sowie in der sofortigen Barwertanpassung bei Wertpapieren recht deutlich auf die Zinsspannenveränderung. Der Zinsüberschuss folgt deutlich dem Kapitalmarktzins.⁷

GILHAUS und ZAUSKE sind der Meinung, mehrheitlich dürfte sich herausstellen, „dass die singuläre Depot-A-Betrachtung zu einer deutlichen Überzeichnung der Risiken führt“.⁸ Die logische Konsequenz aus dieser Erkenntnis sei die Einführung einer allumfassenden Zinsbuchsteuerung (Gesamtbankbetrachtung des Zinsänderungsrisikos). Die Weiterentwicklung eines liquiditätsorientierten Eigenanlagenmanagements einer Sparkasse zu einer *umfassenden Aktiv-Passivsteuerung* – wie dies zur Zeit zu beobachten ist - hat zur Konsequenz, dass die Entscheidung zur Fristentransformation unabhängig von der frei verfügbaren Liquidität aus Spareinlagen zustande kommen kann. Mithin wird die Trennung der Liquiditätssteuerung von der Zinsrisikosteuerung – die weitgehend mit Hilfe von derivativen Instrumenten abgewickelt wird - vollzogen. „Die Weiterentwicklung eines Eigenanlage-

⁵ ZAYER, S., Management der Eigenanlagen als kritischer Erfolgsfaktor im Sparkassensektor, in: LESER, H. / RUDOLF, M. (Hrsg.): Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden 2003, S. 137.

⁶ Vgl. zum letzteren HARTMANN-WENDELS, T. / BÖRNER, C., Strukturwandel im deutschen Bankenmarkt, in: LESER, H. / RUDOLF, M. (Hrsg.): Handbuch Institutionelles Asset Management, Wiesbaden 2003, S. 71ff.

⁷ Vgl. FRIGGEMANN, P., Analyse der wesentlichen Determinanten der Zinsspannenentwicklung, Stuttgart 1992, S. 28.

⁸ GILHAUS, J. / ZAUSKE, S., Modernes Depot-A-Management, a. a. O., S. 114.

managements zu einer Aktiv-/Passivsteuerung ersetzt nicht die Notwendigkeit, freie Liquidität zu investieren, sondern ermöglicht zusätzlich die Erwirtschaftung von marktabhängigen und bilanzunabhängigen Fristentransformationsbeiträgen.“⁹

3. Depot-A-Management eingebettet in das Aktiv-Passiv-Management

3.1. Aufgaben des A-P-Management und Stufen der Risikoabsicherung

Obwohl diese der Goldenen Bilanzregel widerspricht, gemäß welcher die Banken eine fristenkongruente Refinanzierung ihrer Ausleihungen anstreben sollten, übernehmen sie bewusst zum Zwecke der Überschusserwirtschaftung Zinsänderungsrisiken. Unter *Zinsänderungsrisiko* wird allgemein die Gefahr einer von Marktzinsänderungen herbeigeführten Verringerung einer (geplanten, erwarteten) Ergebnisgröße (z. B. Zinsüberschuss) verstanden. Das Zinsänderungsrisiko und eng damit verbunden auch die Ergebnisgröße Zinsüberschuss sind stark beeinflussbar *durch äußere Einflüsse*, wie z. B. *Entwicklungen am Geld- und Kapitalmarkt*, sie sind aber auch abhängig von der *Bilanzstruktur* einer Bank. Insofern können sich je nach Struktur einer Bankbilanz durch die Veränderung der Zinsstruktur am Geld- und Kapitalmarkt entweder Chancen oder aber auch Risiken für eine Bank ergeben. Einflussgrößen auf die Zinsspannenentwicklung sind allgemein *Zinskomponenten* (Durchschnittsverzinsung des Altgeschäfts, Zinskonditionen im Neugeschäft, Margen bei Prolongationen, Zinsanpassungselastizitäten, sowie die Entwicklung der Marktzinsen und der Zinsstruktur und dem darauf veränderten Kunden- und Wettbewerbsverhalten) und *Strukturkomponenten* (insbesondere aktuelle Bilanzstruktur und deren Entwicklung, Fristenablaufstrukturen, Zinsbindungsstrukturen bei Neugeschäften und Prolongationen, Strukturanteile von de facto Festzinspositionen).¹⁰

Empirische Studien zeigen einen engen Zusammenhang zwischen der Zinsstrukturkurve einerseits und dem Fristentransformationsbeitrag (FTB) andererseits. Während z. B. der FTB bei den Sparkassen des WLSGV für den Zeitraum 1997-99 recht hoch lag, ging er 2000 sehr stark zurück, um dann allmählich wieder anzusteigen. Diese Entwicklung korrespondiert mit der des Zinsspreads. „Zu vermuten ist, dass ein veränderter Fristenstrukturbeitrag weniger aus einer veränderten Risikoeinstellung der Sparkassen als vielmehr aus Veränderungen in Zinsniveau- und –struktur resultiert.“¹¹

Aktiv-Passiv-Management (Asset-Liability-Management, ALM) wird allgemein als das Management der Aktiva und Passiva verstanden, das neben der Sicherung der Liquidität, die Begrenzung der

⁹ ZAYER, S., a. a. O., S. 137.

¹⁰ Vgl. FRIGGEMANN, P., a.a.O., S. 19.

¹¹ MÖLLER, W. P. / RÜTTER, W., RoE-Schema auf Grundlage der Marktzinsmethode als zusätzliches Analyse-Tool, in: B.Bl., Heft 10/2003, S. 504.

Marktrisiken, insbesondere eben des *Zinsänderungsrisikos* zum Zweck hat. Dabei lassen sich als konkrete Aufgaben des ALM unterscheiden, die Planung und Steuerung der Bilanzstruktur zur Optimierung der Eigenkapitalrentabilität (Allokation der Eigenmittel), unter Inkaufnahme von vertretbaren Zinsänderungs-, Währungs- und Liquiditätsrisiken, das Management des Fristentransformationsbeitrages sowie das Management der Eigenanlagen und –aufnahmen. Diese Funktionen sind nicht voneinander zu separieren, weil die Steuerung der Bilanzstruktur und damit des Fristentransformationsergebnisses ohne das Management der Eigenanlagen bzw. –aufnahmen nicht sinnvoll möglich ist.¹²

Im Rahmen der Risikoabsicherung werden **vier Stufen** unterschieden: Erkennen des Zinsänderungsrisikos, Messen bzw. Bewerten des Zinsänderungsrisikos, Steuerung des Zinsänderungsrisikos bzw. Maßnahmen zur Risikobewältigung und die Kontrolle des Einsatzes der Zinssicherungsinstrumente.

Die Ausprägungen des Zinsänderungsrisiko lassen sich anhand der Entstehungsursachen aufzeigen, Festzinsrisiken aus unterschiedlichen Zinsbindungsdauern auf Aktiv- und Passivseite (inkongruente Refinanzierung), variable Zinsänderungsrisiken aus unterschiedlichem Zinsanpassungsverhalten variabel verzinslicher Positionen und Abschreibungsrisiken aus Marktwertrückgängen von Aktivpositionen.¹³ Das Ausmaß der möglichen Zielverfehlung (*Qualitätsdimension*) und die Eintrittswahrscheinlichkeit der Zielverfehlung (*Intensitätsdimension*) sind zu messen bzw. zu bewerten. Dabei bedient man sich bestimmter *Kennzahlen- und Klassifikationssysteme* zur Steuerung der strukturellen Rentabilität und der Risiken (z. B. EK-Verzinsung, RORAC, Duration). Diese Systeme dienen der Indikation von Risiko- und Ertragsproblemen sowie der Planung und Kontrolle der Bankbilanzstruktur. Die Strategien im Zinsbuch lassen sich – wie später noch eingehender beschrieben wird - in die *passive Steuerung* und in das *aktive Management* untergliedern.¹⁴ In methodischer Hinsicht ist eine Entwicklung von *buch- zu marktwertorientierten Ansätzen* zu verzeichnen, die zukunftsorientierte Entscheidungen besser ermöglichen. Das Risikopotenzial soll innerhalb der Risikotragfähigkeit und Risikobereitschaft möglichst ausgeschöpft werden, um keine Ertragseinbußen hinnehmen zu müssen. Im Rahmen des *Risikotragfähigkeitskalkül.* muss geprüft werden, inwieweit sich eine Bank die Übernahme von Risiken überhaupt leisten kann. Dabei hat sie sich die Frage zu stellen, ob Verluste aus vorhandenen Positionen durch Gewinne neu aufgebauter Positionen (Derivate, Wertpapiere) kompensiert werden können.

¹² Das *Treasury-Management* umfasst dagegen traditionell die *zentrale Liquiditätsdisposition* (Geld- und Devisenhandel) sowie die *Steuerung der Handelsaktivitäten*. „Es konzentriert sich somit auf das Eigengeschäft am Geld- und Kapitalmarkt.“ WITTMANN, F., Aktiv-Passiv-Steuerung bei Sparkassen, in: ELLER, R. / GRUBER, W. / REIF, M. (Hrsg.), Handbuch des Risikomanagement, 2. Aufl., Stuttgart 2002, S. 236.

¹³ Vgl. SCHIERENBECK, H., Ertragsorientiertes Bankmanagement, Band II, 7. Aufl., Wiesbaden 2001, S. 101 ff.

¹⁴ Vgl. BELLARZ, S., Strategien im Zinsbuch, in: ELLER, R. / GRUBER, W. / REIF, M. (Hrsg.): Risikomanagement und Risikocontrolling im modernen Treasury-Management, Stuttgart 2002, S. 521 ff.

Die *Steuerung der Bilanzstruktur* über das *Kundengeschäft* (über Zielvorgaben, Konditionensteuerung etc.) ist zwar relativ kostengünstig, jedoch auch schwerfälliger als die anderen Instrumente. Die Steuerung über das *Interbankengeschäft* – sei es konventionell bilanzwirksam oder bilanzneutral über Derivate - ist bequem und schnell. Konventionelle Interbankengeschäfte verlangen eine Kapitalbindung, sind demnach mit einem höheren Kapitalrisiko verbunden.¹⁵ Bei Derivaten sind hingegen nur Zinsausgleichs- bzw. Kursveränderungszahlungen zu leisten.¹⁶ Nur diese Ausgleichszahlungen unterliegen dem Ausfallrisiko.

3.2. Überblick über die Messung von Zinsänderungsrisiken

Bei der Messung von Zinsänderungsrisiken existieren zwei Ansatzperspektiven, zum einen die *Substanzwertperspektive* und zum anderen die *Ertragswertperspektive*.

3.2.1. Ertragsperspektive / Einkommenseffekt

Die Ertrags- oder Einkommensperspektive legt den Schwerpunkt der Analyse auf den Auswirkungen von Zinsänderungsrisiken auf die laufenden oder ausgewiesenen Erträge. Dabei stehen Zinsüberschuss bzw. Zinsspanne im Mittelpunkt.¹⁷

Zinsänderungsrisiken können mit unterschiedlichen Methoden gemessen werden.¹⁸ Traditionell dominierte die *Zinsbindungsbilanz*, die die offenen Festzinspositionen des bereits abgeschlossenen Altgeschäfts in den Mittelpunkt der Betrachtung rückt. Ein Zinsänderungsrisiko besteht demnach, wenn das durch Festzinskonditionen gebundene aktivische Volumen vom passivischen differiert und die Zinsentwicklung die Zinsspanne des Festzinsüberhangs verringert. Die Risikogröße drückt sich durch die Summe der offenen Positionen aus. Unbefriedigend an der Zinsbindungsbilanz ist insbesondere die bloße Bewertung des festverzinslichen Altgeschäftes. „Der schwerwiegendste Mangel der Zinsbindungsbilanz ist, dass Zinsveränderungen auch bei Fristenkongruenz zu Ergebnisrückgängen führen

¹⁵ Vgl. GRAF, T., Zinsrisikomanagement mit dem Zinselastizitätenkonzept am Beispiel einer Sparkasse, in: ELLER, R. / GRUBER, W. / REIF, M. (Hrsg.), Handbuch des Risikomanagement, 2. Aufl., Stuttgart 2002, S. 283.

¹⁶ Vgl. ausführlich zum Baukastenprinzip des Derivateeinsatzes GILHAUS, J. / ZAUSKE, S., Modernes Depot-A-Management. Aus der Praxis für die Praxis, Stuttgart 2003, S. 93 ff.

¹⁷ Vgl. ZIMMERMANN, H. / JAEGER, S. / STAUB, Z., Asset- und Liability-Management – Erfolgsstrategien für Banken, Zürich 1995, S. 47 ff.

¹⁸ Vgl. den Überblick bei UTZ, E., Treasury-Abteilung – Betriebswirtschaftliche Notwendigkeit oder Modetrend ?, in: ELLER, R. / GRUBER, W. / REIF, M. (Hrsg.): Risikomanagement und Risikocontrolling im modernen Treasury-Management, Stuttgart 2002, S. 111 ff.

können.“¹⁹ Ungeachtet dessen stellt die Ermittlung der Aktiv-Passivüberhänge (Gap-Struktur) im Sinne der Mindestanforderungen an Handelsgeschäfte der Kreditinstitute (MaH) auf Basis der *Fristenablaufbilanz* i. A. den ersten Schritt der A-P-Steuerung dar.²⁰ In weiteren Schritten ergänzen diverse Zusatzberechnungen diese Analyse (z. B. Berücksichtigung der variabel verzinslichen Positionen, die durch Ablauffiktionen abgebildet werden, Berücksichtigung noch nicht valutierter Kreditvolumina, die bereits ein Zinsänderungsrisiko beinhalten).

Das *Zinselastizitätenkonzept* trägt zu einem umfassenderen Bild des Zinsänderungsrisikos bei. Das Elastizitätskonzept integriert Anpassungen der zinsvariablen Geschäfte in die Zinsrisikosteuerung. Hierbei wird von der Vorstellung ausgegangen, dass die Zinssätze einzelner Bilanzpositionen bzw. Bankprodukte in bestimmtem Umfang „angebunden“ sind an die Bewegungen der Geld- und Kapitalmarktzinssätze (→ Zinsanpassungselastizitäten = Veränderung des Produktzinssatzes / Veränderung des Referenzzinssatzes). Die Zinsänderungsquantifizierung erfolgt auf der Grundlage der *Elastizitätsbilanz*, die neben den Volumensangaben auch die Elastizitäten für jede Position aufweist. Das Zinsänderungsrisiko wird durch den Vergleich der durchschnittlichen Elastizität der beiden Bilanzseiten ersichtlich. Ungleichgewichtige Elastizitätsprofile können vor allem durch Fristen- und Zinsbindungstransformation, Konkurrenzsituation und Kundenstrukturen entstehen.²¹ Wenn die durchschnittliche Elastizität der gesamten Aktivseite gleich der durchschnittlichen Elastizität der gesamten Passivseite ist (wobei Festzinsgeschäfte mit einer Elastizität von Null angesetzt werden), dann ist das Kreditinstitut gegenüber Zinsänderungen immunisiert.

Probleme entstehen vor allem aufgrund der nicht stabilen Zinselastizitäten im Zeitablauf. Dies hat zu Weiterentwicklungen bis hin zur *dynamischen Variante der Elastizitätsbilanz* geführt, auf die an dieser Stelle allerdings nicht eingegangen wird.²²

3.2.2. Substanzwertperspektive / Vermögenseffekt

Die *Substanzwertperspektive oder Vermögenseffekte* stellt der zweite wesentliche Ansatz zur Messung von Zinsrisiken in den Mittelpunkt.²³ Sie unterscheidet sich von der Ertragsperspektive dahingehend, dass sämtliche Auswirkungen von Zinsänderungsrisiken in der Gegenwart betrachtet werden. Aus

¹⁹ HARTMANN-WENDELS, T. / PFINGSTEN, A. / WEBER, M, Bankbetriebslehre, Berlin-Heidelberg u.a.. 1998, S. 598.

²⁰ Vgl. BARETZKY, P., Aktiv-Passiv-Steuerung in einer Retailbank am Beispiel der Hamburger Sparkasse, in: ELLER, R. / GRUBER, W. / REIF, M. (Hrsg.): Risikomanagement und Risikocontrolling im modernen Treasury-Management, Stuttgart 2002, S. 136.

²¹ Vgl. SCHELL, G., Die Ertragsermittlung für Bankbewertungen, Frankfurt/M. 1988, S. 44 ff.;

²² Vgl. ROLFES, B. / SCHWANITZ, J., Die „Stabilität“ von Zinselastizitäten, in: Die Bank 6/1992, S. 334 ff.

²³ Vgl. ZIMMERMANN, H. / JAEGER, S. / STAUB, Z., Asset- und Liability-Management a.a.O., S. 75 ff.

diesem Grund werden alle Zahlungsströme diskontiert. Der Vermögenseffekt vermittelt dadurch ein umfassenderes Bild der potenziellen langfristigen Effekte von Zinsänderungsrisiken als die Ertragswertperspektive und stellt auf den Marktwert bzw. auf das Eigenkapital der Bank ab. Im Mittelpunkt dieses Ansatzes steht mithin der *Barwert*.

Beim *Barwertansatz* wird die Aktiv- und Passivseite einheitlich und unabhängig von bilanziellen Vorschriften bewertet. Durch ihn wird eine Vergleichbarkeit von unterschiedlichen Marktpreisrisiken, wie z. B. Aktien- und Zinsrisiken, erreicht. Weiterhin kann der tatsächliche Vermögenszuwachs bzw. Vermögensverlust dargestellt werden.

Im ersten Schritt wird die Bankbilanz in eine *Barwertbilanz* transformiert, dies bedeutet, dass alle Bilanzpositionen zu aktuellen Marktpreisen (z. B. Aktienkurse, Devisenkurse oder Zinssätzen gemäß der Zinsstrukturkurve) bewertet werden. Greift man auf die oben angesprochene Zinsbindungsbilanz zurück, so lässt sich diese durch Diskontierung der einzelnen Zahlungsströme in eine *Marktwertbilanz* überführen. Aus der Differenz der Aktiv- und Passivpositionen ergibt sich der Marktwert des Eigenkapitals. Hierbei interessiert insbesondere die *Zinssensitivität des Eigenkapitals*. Der Einfluss von Zinsänderungen auf die Marktwerte der Bilanzpositionen kann einerseits mit *Simulationen*, andererseits mit *Kennzahlen*, wie z. B. der *Duration*²⁴ bzw. *Modified Duration*²⁵, erfolgen.

Das Ausmaß an Sensitivitätsinkongruenz kann mit Hilfe der sog. *Modified Duration-Gap* gemessen werden:²⁶

$$\text{MD-Gap} = \text{MD}_A - \text{MD}_P * P_{\text{MW}}/A_{\text{MW}}$$

MD_A = durchschnittlicher MD der marktwertgewichteten Aktivprodukte;

MD_P = durchschnittlicher MD der marktwertgewichteten Passivprodukte

M_A und M_L = Marktwerte

²⁴ Ziel der *Durationsanalyse* ist es, einen Ausdruck zu entwickeln, der die Fristigkeitsstruktur der Aktiven und Passiven zu einer Maßgröße zusammenfasst, die das von der Bank eingegangene Zinsänderungsrisiko erkennen lässt. Die *Duration* berechnet sich als gewogener Mittelwert aller Zeitwerte, in denen Zahlungsvorgänge aufgrund von Kapitalanlagen und – aufnahmen erfolgen. Sie misst die durchschnittliche Zinsbindungsdauer einer Anlage. Anders formuliert misst sie den mittleren Verfall einer zinsabhängigen Position, also den Zeitpunkt, zu dem die Hälfte des Barwertes der Zahlungsströme fällig geworden ist bzw. die andere Hälfte noch geschuldet wird. Die Gewichtung ergibt sich als relativer Anteil des Barwertes eines Zahlungsvorgangs zum Barwert der gesamten Ein- und Auszahlungsreihen.

²⁵ Durch eine Transformation zur *modifizierten Duration (MD) = Duration / (1 + i)* gewinnt die Maßzahl einen recht hohen Interpretationswert. Dieser Wert zeigt, welche Auswirkungen sich aus einer 1%-igen Zinsänderung über sämtliche Fristen für den Marktwert der Anlage ergeben. Die Durationen der Aktiv- und Passivpositionen lässt sich mit den einzelnen gewichteten Bilanzpositionen berechnen. Die durchschnittliche Zinsbindungsdauer wird in Jahren angegeben.

²⁶ Vg. SCHIERENBECK, H., *Ertragsorientiertes Bankmanagement*, Band 2, 7. Aufl., München 2001, S. 181 f.

Es werden die einzelnen Durationen berechnet und anschließend wird das gewichtete Mittel mit den Kapitalwerten als Gewichte gebildet. Eine Bank ist nicht gegen Zinsänderungen immunisiert, wenn das Produkt aus Marktwert und modifizierter Duration auf beiden Bilanzseiten unterschiedlich ist. Das Eigenkapital fängt als Residualgröße Vermögen die Differenz in den Marktwertänderungen von Aktiva und Passiva auf. Die Zinserhöhung führt also hier dazu, dass die Anteilseigner einen Vermögensverlust hinnehmen müssen.²⁷

Der A-L-Manager kann nun je nach Vorgaben aus den *Benchmark-Szenarien* – s. hierzu noch w.u. - die einzelnen Positionen z. B. unter Einsatz von Derivaten hedgen oder auch spekulativ erweitern. Bei Benchmark-Szenarien legt man bestimmte Renditerichtwerte, wie beispielsweise die Rex- oder die Dax-Rendite, fest, um den eigenen Depotindex, z. B. des Depot A, zu vergleichen.

Die zentrale Messgröße des ALM stellt das Konzept des *Value-at-Risk (VaR)* dar.²⁸ Dies ist die geschätzte Verlustgröße, die auf dem gegebenen Portfolio von zinssensitiven On- und Off-Balancesheet-Positionen der Bank über eine vorgegebene Zeitperiode und mit einem bestimmten Konfidenzniveau nicht überschritten wird. Es geht also beim VaR um die Ermittlung von jenen Marktwertschwankungen des Eigenkapitals, mit denen als Reaktion auf die angenommene Zinsänderung zu rechnen ist.

Zusammenfassend ist zu sagen, dass das Depot A nicht isoliert geführt und gesteuert werden kann. Vielmehr ist stets die gesamte Bilanzstruktur inklusive der außerbilanziellen Geschäfte und deren Zinssensitivitäten – einerlei ob barwertig oder periodenbezogen - zu berücksichtigen. Erst auf Basis dieser Rahmenbedingungen sollte die Ertrags-/Risiko-Struktur des Depots A implementiert und die Auswahl der Wertpapiere begonnen werden.

Das folgende Kapitel beschäftigt sich nun mit der Frage, wie das Depot A im Rahmen der A-P-Steuerung und mit welchen Benchmarks *in der Praxis* der Sparkassen konkret gemanaged wird.

²⁷ Die Schwächen des Konzeptes liegen darin, dass nur Festzinspositionen erfasst werden. Man unterstellt im Konzept der MD eine einmalige Marktzinsänderung in der Ausgangsperiode. Die Genauigkeit der MD ist nur bei relativ kleinen Marktzinsänderungen gewährleistet (bis zu 1%-P. etwa). Komplexere Veränderungen der Marktzinsen (wie Drehung der Zinsstrukturkurve) müssen mit *Key-Rate-Durations* vorgenommen werden. Negative/positive Effekte einer Marktzinsänderung werden mit einer *Duration-Gap-Analyse* für die einzelnen Perioden verschleiert, weil Verluste/Gewinne früherer Perioden mit späteren Zinsgewinnen/-verlusten kompensiert werden. Vgl. HOLST, J., *Zinsrisikomanagement*, 2. Aufl., IFBG-Skripten, Göttingen 2001, S. 84.

²⁸ Vgl. SCHIERENBECK, H., *Ertragsorientiertes Bankmanagement*, Band II, 7. Auflage, München 2001, S. 71 ff.; ZIMMERMANN, H. / JAEGER, S. / STAUB, Z., a.a.O., S. 109 ff.

4. Klassisches Management des Depot A in regional tätigen Kreditinstituten

Die Charakterisierung des „klassischen“ Depot-A-Managements dürfte ohne starke Verallgemeinerungen kaum haltbar gelingen, ohne auf starken Widerspruch zu stoßen. Dennoch sei an dieser Stelle zur weiteren Eingrenzung des Themas der Versuch gemacht, das heutige Management der Eigenanlagen in regional tätigen Banken in der Breite zu betrachten, ohne den Anspruch einer wissenschaftlich recherchierten Datengrundlage zu erheben.

An erster Stelle wird bei der Vielfalt der regional tätigen Banken (hier insbesondere der Sparkassen und Volks-/Raiffeisenbanken) die **Institutsgröße** eine bestimmende Determinante für den Umfang und den Gehalt des Depot-A-Managements sein. Kleine Institute werden im allgemeinen aufgrund ihrer geringen Risikodeckungspotenziale nur in Grenzen bereit und fähig sein, in größerem Umfang Handelsgeschäfte zu betreiben, die über das „Parken“ von liquiden Mitteln in der Liquiditätsreserve oder dem Anlagebuch hinausgehen. Dennoch sei nicht verschwiegen, dass auch kleinere Institute bei entsprechender Ausrichtung hervorragende Ergebnisse im Depot-A-Management erzielen können.

Die MaH setzen enge Grenzen durch die Verlustobergrenzen, die durch fast überall rückläufige Erträge aus dem ordentlichen Bankgeschäft noch enger werden. Der Faktor Personal ist für kleinere Institute nicht zu unterschätzen. Zwar ist die Zahl der arbeitslosen Händler, Treasurer und Fondsmanager nach dem Börseneinbruch des Jahres 2002 noch immer groß. Dennoch dürften kleinere Institute deren Ansprüchen nach entsprechender Renumeration i. d. R. nicht gewachsen sein. Andererseits sind Tendenzen erkennbar, die ursprünglich hochkomplexen Modelle sehr praxis- und handlungsorientiert in regional tätigen Kreditinstituten zu implementieren.

Schließlich ist die **Aufwand-Nutzen-Relation** ein vielfach anzutreffender Faktor²⁹, weshalb Institute auf aktives Management ihrer Wertpapiergeschäfte in eigener Rechnung verzichten. Zur Steuerung und um die MaH gerade im Hinblick auf die strikte Aufgabentrennung von Handel, Abwicklung, Kontrolle und Rechnungswesen einzuhalten, kann ein erforderlicher nicht unbeträchtlicher Apparat an qualifiziertem Personal und technischer Ausstattung³⁰ zu starker Selbstbeschränkung der Institute führen. Diese halten dann gerade die MaH-Minimalnormen ein, sind darüber hinaus aber nicht bereit, weitere Ressourcen zu dedizieren. Umgekehrt kann es zu Stilblüten kommen, wenn vorhandene Ressourcen durch immer neue Testphasen zu neuen Produkten und Märkten in immer breitere Paletten von Finanzinstrumenten „ausgelastet“ werden, ohne dass diese je professionell zum Einsatz kommen.

²⁹ Vgl. o. V.: Sparkassenverbund – Selbstbewusste Positionierung: nicht vom Rating treiben lassen. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen, Nr. 24, vom 15. 12. 2003, S. 1400.

³⁰ Vgl. BRUHNS, D.: Täglich bilanzieren wie am Stichtag. In: Geldinstitute, 1-2/2003, S. 58 f.

Nicht selten betreiben große Institute Handelsbereiche, die den Großbanken in Ausstattung an Personal und Technik und dem Umfang ihrer Geschäfte durchaus nacheifern. Bei diesen stehen zumeist weniger die Betrachtung der Risikotragfähigkeit ganz oben auf der Tagesordnung als vielmehr die Frage nach der effektivsten Anlagestrategie mit der **optimalen Risiko-/ Ertrags-Relation**³¹.

Tendenziell dürfte jedoch nach teils schmerzhaftem Erkennen von Defiziten in der Anlage- und Risikopolitik mit dem Börsencrash 2002 die Bereitschaft großer Institute, sich in Experimente neuer, innovativer Finanzinstrumente zu versteigen, ohne die Folgen für die Risikosituation des Instituts zu bedenken, eher zu risikoaverser Anlageverhalten auch in den großen Instituten geführt haben³².

Die Bedeutung eines effektiven Depot-A-Managements wird nicht nur aus dem Umfang des Depot A deutlich, das etwa für die Sparkassen-Finanzgruppe allein Ende 2002 eine Größenordnung von 271 Mrd. EUR (bei einer Refinanzierung von 181 Mrd. EUR) erreichte³³, sondern auch aus strukturellen Überlegungen der Institute in den neuen Bundesländern heraus, bei denen Ende 2002 durchschnittlich über 50 % der Bilanzsumme im Depot A investiert waren³⁴. Für letztere wird ein erfolgreiches Depot-A-Management nicht nur den Beigeschmack eines gern gesehenen Zusatzertrags haben, sondern ist Überlebensfaktor. Die steigende Zahl von Instituten mit Bewertungsproblemen aus dem eigenen Anlagegeschäft in den neuen Ländern spricht eine deutliche Sprache.

Ferner könnte beim Versuch einer Determinierung des klassischen Depot-A-Managements die **Selbsteinstufung als (Nicht-)Handelsbuchinstitute** (nach MaH) ein Indiz sein, sofern die Einstufung nicht als reiner Prestigefaktor des Instituts gewählt wurde. Tendenziell werden Handelsbuchinstitute in der Zahl und der Breite der eingesetzten Finanzinstrumente umfassender eingerichtet sein als Nicht-Handelsbuchinstitute. Doch auch Gegenbeispiele zu dieser These sind anzutreffen. So kann sich durchaus ein Haus als Nicht-Handelsbuchinstitut eingestuft haben, jedoch gleichzeitig eine breite Palette an Produkten (Finanzinstrumenten) im mittel- bis langfristigen Depot-A-Management einsetzen. Die Definition der MaH ist **produktunabhängig** im Hinblick auf die kurzfristige Gewinnerzielungsabsicht gefasst und vom einzelnen Institut auszugestalten.

Die breite Vielfalt der genannten Möglichkeiten, eine Typisierung des Depot-A-Managements in Instituten unter dem Begriff „klassisch“ zu betiteln, kann ebenso mit einer Eingrenzung auf die **aus-**

³¹ Vgl. SCHULTZ, R. P.: Die richtige Wahl der risikotragenden Aktiva hat entscheidende Bedeutung – Die Asset-Allocation als strategischer Erfolgsfaktor. In: Die SparkassenZeitung vom 21.11.2003, Nr. 47, S. 9.

³² Vgl. MATHIS, P. J.: Quo vadis Asset Management – Entwicklungstendenzen im professionellen Asset Management. In: Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen vom 15.08.2003, Nr. 16, S. 896 ff.

³³ Vgl. JANKOWSKI, P./ GÖBEL, R.: Bilanzausweitung und Zinsänderungsrisiko: Man muss wissen, was man tut. In: Die Sparkassenzeitung vom 12. 12. 2003, Nr. 50, S. 12.

³⁴ Laut Betriebsvergleich 2002 der Sparkassen, herausgegeben vom Ostdeutschen Sparkassen- und Giroverband, Berlin.

drückliche Beschränkung des Managements **auf die bilanzorientierte Sichtweise** unter Negierung der weiteren Assets einer Bank und der möglichen Kompensationswirkungen aus der Berücksichtigung von Aktiv- und Passivgeschäft im Rahmen der Gesamtbanksteuerung erfolgen. Immer da, wo ausschließlich Steuerungsgrößen wie Duration, Modified Duration oder auch PVBP (Price Value of a Basis Point) eingesetzt werden – und nicht performance- bzw. gesamtbankbezogene Steuerungsgrößen, um das Depot zu beschreiben und zu strukturieren, liegt der Verdacht auf die „klassische“ Steuerung im Sinne dieser Definition nahe.

Schließlich wäre ein weiteres Indiz für „klassisches“ Depot-A-Management, die Strukturierung des Depot A allein und **ausschließlich nach der Risikotragfähigkeit** eines Instituts vorzunehmen unter bewusstem Verzicht auf die Effizienz der gewählten Risiko-/ Ertragsrelation und ohne die Berücksichtigung von Benchmarks. Institute im Sinne dieser Typisierung sind zwar durchaus risikobewusste Anleger, verschenken jedoch durch ihren Verzicht auf höhere Effizienz Risikokapital durch die suboptimale Anlagestruktur. Sie bewegen sich - bildlich gesprochen - immer rechts unterhalb der Effizienzgeraden der Kapitalmärkte, ohne es zu wissen oder dagegen anzugehen.

Fragwürdig wird die „klassische“ Steuerung des Depot A nach diesem Verständnis zudem durch die zwangsläufig in den Instituten notwendige eigene **Zinsmeinung**. Experten haben untersucht, dass etwa 60% aller veröffentlichten Zinsmeinungen von der tatsächlich eingetretenen Zinsentwicklung abweichen. Insbesondere werden Diskontinuitäten in der Prognose nicht erkannt oder die Neigung der Zinsstrukturkurve betreffende Erwartungen treten nicht ein. Das „klassische“ Depot-A-Management kommt jedoch ohne formulierte Zinserwartung nicht aus. Insofern kann bewusste Verwendung der institutseigenen Zinsmeinung und die danach erfolgende Strukturierung des Depot A durchaus Indiz für „klassisches“ Management sein, das allerdings allein nicht hinreichend ist.

Wie auch immer „klassisches“ Depot-A-Management definiert werden kann, wird die isolierte, rein auf das Depot A bezogene Sichtweise der Anlagestrukturierung stets suboptimale Allokationsvarianten erzeugen, die der umfassenderen **Asset Allocation** im Sinne der Gesamtbanksteuerung unterlegen und dieser unterzuordnen sind³⁵. Die in der Tendenz sinkenden Betriebsergebnisse regional tätiger Banken werden das Handlungsspektrum zur Strukturierung großer A-Depots zunehmend einengen und zur kompensierten Sicht der **gesamtbankbezogenen Optimierung aller Assets** zwingen. Klassisches Depot-A-Management läuft in einigen Instituten außerdem Gefahr, größere Adressenrisiken zur Steigerung der Performance im Depot A einzugehen, ohne die gesamtbankbezogene Auswirkung auf das Adressenrisiko ausreichend zu berücksichtigen.

³⁵ JANKOWSKI, P./ GÖBEL, R.: a. a. O., S. 12.

5. Performance-Messung und Benchmarking im Depot A

Im Wertpapiermanagement hat sich die performanceorientierte Beurteilung des Anlageerfolgs als Ertragsgröße durchgesetzt, die mit dem im konkreten Wertpapierengagement eingegangenen Risiko in Relation zu setzen ist. Dazu finden sich eine Reihe von guten und ausführlichen Abhandlungen in der Literatur, die an dieser Stelle weder umfänglich zitiert noch gegeneinander abgegrenzt werden sollen. Exemplarisch sei auf eine breite Abhandlung zum **professionellen Portfoliomanagement** von Bruhns/ Meyer-Bullerdiek verwiesen, die sich mit der Performance-Messung und ihrer Verwendung im professionellen Portfolio-Management beschäftigt³⁶. Daher sollen in diesem Abschnitt die gängigen Alternativen der Performance-Messung lediglich im Überblick aus der Sicht des Praktikers zusammenfassend dargestellt werden.

Während die **Eigenkapitalrentabilität** als durchaus geeignete Kenngröße gelten kann, um unternehmerischen Erfolg im Hinblick auf die Mehrung des (eigenen) eingesetzten Kapitals transparent zu machen, gegebenenfalls unter Ausnutzung des Leverage-Effekts durch den Einsatz von Fremdkapital, erscheint sie mit Blick auf den Erfolg aus Investitionsentscheidungen im Wertpapier- oder Portfoliobereich eher fragwürdig. Wenn es denn durch den Einsatz von (wie viel ?) Fremdkapital möglich ist, bei konstantem Wertpapierertrag aus einem konkreten Investment diese absolute Größe zu vermehren, ohne dass dies gleichzeitig im Divisor der relativen Größe Eigenkapitalrentabilität zu einer Veränderung führt, greift die Eigenkapitalrentabilität zu kurz, um Wertpapier- oder Portfolioerträge zu bewerten. Die Rentabilität ist ein periodischer Erfolgsbegriff, der betriebswirtschaftlich kaum in der Lage ist, neben den zahlungswirksamen Erfolgen einer Investition (hier: Dividenden, Zinserträge u. ä. m.) auch die Wertentwicklungskomponente (Wertgewinne und -verluste) adäquat zu berücksichtigen.

Aus der Praxis der Entscheider über Wertpapierinvestments regional tätiger Banken heraus betrachtet, dürfte es zumeist eine unlösbare Aufgabe sein zu ermitteln, welche Menge an Eigenkapital tatsächlich in einem konkreten Wertpapierengagement gebunden ist. Zwar besteht eine theoretische Lösung beispielsweise darin, den „verbrauchten“ oder gebundenen Teil an Eigenmitteln für ein Investment in Anlehnung an den Grundsatz I (Eigenkapitalgrundsatz) zu ermitteln. Da jedoch die tatsächliche Risikosituation eines Investments auch nicht annähernd durch die aufsichtsrechtlich motivierte Grundsatz I-Auslastung beschrieben werden kann, scheidet diese Lösung für die ernsthafte Performance-/ Risiko-Messung aus.

³⁶ Vgl. BRUNS, Chr./ MEYER-BULLERDIEK, F.: Professionelles Portfolio-Management, Stuttgart 1996, S. 1 ff.

Die typische Anlagestruktur einer Sparkasse oder Volksbank stellt vielmehr die praktische Frage nach der im Hinblick auf die Risikosituation des Instituts verkraftbare (**Risikodeckungsmasse**) und effiziente (**Wirtschaftlichkeit**) Allokation des anzulegenden Kapitals. Dies wird i. d. R. eine nicht näher quantifizierte Mischung von Mitteln sein, die sich grob als Differenz aus den Passiva des Kreditinstituts abzüglich seines Kundenkreditgeschäfts beschreiben lässt.

Als Alternativen zu diesen permanenten Allokationsentscheidungen in einer Universalbank sei hier durchaus neben der Wertpapierinvestition, die entweder über das Depot-A-Management bzw. Treasury oder auch im Eigenhandel erfolgen kann, die Anlage in Form einer Unternehmensbeteiligung (z. B. als Venture Capital) oder des „normalen“ Kreditgeschäfts genannt. Abstrahieren wir vom in der öffentlichen Diskussion immer undeutlicher werdenden „öffentlichen Auftrag“ der öffentlich-rechtlichen Institute, der in der Vergangenheit auch als Nebenbedingung mit Kreditentscheidungen verknüpft worden ist, so ist die Frage nach der optimalen **Asset Allocation** mangels einer zuverlässigen Zuordnung von Eigenkapital zur individuellen Investitionsentscheidung in Wertpapiere vor allem eine rein analytisch auf den Risikogehalt des Investments zurückzuführende.

Nach der nicht zuletzt durch Basel II getriebenen Aufarbeitung der Methoden zur Bestimmung des Verbrauchs von Risikokapital durch Kreditentscheidungen, stehen zumindest im Hinblick auf die Vergleichbarkeit nach dem Verbrauch von Risikokapital (Value at Risk etwa aus historischer Simulation) geeignete Instrumente zur Verfügung, Kredit- und Wertpapierentscheidungen ex post objektiv zu beurteilen und vergleichbar zu machen. Sie alle greifen zurück auf die Idee, sowohl zahlungswirksame als auch die Wertentwicklung von Anlagen berücksichtigenden Erträge unter Berücksichtigung der risikofreien Investitionsalternative (risikolose Verzinsung) in Relation zu setzen zum eingesetzten „verbrauchten“ Risikokapital/ value at risk). Hier sind vor allem zwei Ausprägungen zu nennen, die sich in der Praxis durchgesetzt haben.

Der „**risk adjusted return on capital**“ (**RAROC**) korrigiert den Ertrag der Investition um das Risiko, um es hernach in Relation zum eingesetzten Kapital zu setzen, während der „Return on risk adjusted capital“ (RORAC) den Ertrag ins Verhältnis zum risikoadjustierten Kapital setzt.

In der Praxis der Instrumente der Sparkassenorganisation finden „**return on risk adjusted capital**“ (RORAC)-Größen häufiger Verwendung als RAROC-Ansätze und sind durchgängig auch in den jüngeren Entwicklungen der risikoadjustierten Bepreisung des Kreditgeschäfts und der Kreditportfoliosteuerung anzutreffen. Dabei wird i. d. R. der um die risikofreie Verzinsung adjustierte Performanbewert in Relation zum eingesetzten Risikokapital gebracht.

Im Zuge der Messung relativen Erfolges ist natürlich von Interesse, inwieweit das Benchmarking Dienste leisten kann, um die Entwicklung von Wertpapieren oder Portfolios zu beurteilen. **Benchmarks** werden von Fondsmanagern gern genutzt, um eigene Erfolge im Wertpapiermanagement in Relation zur Vergleichswerten zu setzen, die teils mehr, teils weniger gut geeignet sind, das eigene Fondsmanagement objektiv vergleichbar zu machen mit Marktentwicklungstrends und -erfolgen. Gleichermaßen werden sie von Anlegern verwendet, um ihre Investmententscheidungen ex post zu überprüfen und gegebenenfalls ex ante Anlageentscheidungen zu treffen³⁷.

Kritisiert wird das benchmarkorientierte Entscheiden von Wertpapieranlagen gelegentlich seitens der Händler, die sich durch den permanenten Vergleich der eigenen portfoliobezogenen Investitionsentscheidungen mit der vorgegebenen Benchmark dazu gezwungen sehen, nahe an der Benchmark investiert zu sein. Damit werden – objektiv betrachtet - attraktivere Alternativen erst gar nicht ins Kalkül gezogen, weil mit der Entfernung von der Benchmark die Gefahr für den Investor steigt, sich völlig anders - und eben auch wesentlich schlechter - als die Benchmark zu entwickeln.

Im Ergebnis der Machbarkeitsstudie zum Barwertkonzept der Sparkassenorganisation hat sich die Empfehlung an die Institute herauskristallisiert, in der Gesamtbanksteuerung auf das **passive Management des Zinsbuches** durch die Nachbildung einer gewählten Benchmark mit geeigneten Instrumenten (z. B. durch Makro-Hedges mit Zinsswaps oder auch Kassa-Geschäften) zu setzen. In diesem Ansatz spielt die Auswahl der Benchmark eine zentrale Rolle zur ex ante Disposition einer Risk-/ Return-Kombination, die unter Einsatz von Abweichungslimiten durch Überformung der gegebenen Cash Flows der Institute „nachgebildet“ wird und die zuverlässige Erreichung einer relativen Performance zur Benchmark in der Nähe der Risk-/Return-Effizienzlinie der Kapitalmärkte ermöglicht. Hier wird die Bedeutung der Entscheidung für eine bewusste Portfoliogestaltung anhand einer Benchmark deutlich, die sowohl für die Risikoposition als auch für die Performance des Institutsportfolios (in der landläufigen Praxis derzeit noch beschränkt auf das Zinsbuch) gravierende Auswirkungen hat.

Aus diesen erkennbaren Entwicklungen abgeleitet dürfte dem Benchmarking in der Zukunft eine noch wichtigere Rolle bei allen Instituten zukommen, als es in der Vergangenheit – etwa im Trading-Geschäft – ohnehin schon der Fall ist. Nicht nur, um eine Orientierung bei der Anlage isolierter Investitionsentscheidungen in Wertpapiere zu geben, sondern insbesondere, um **für ganzheitliche (Gesamtbank-) Portfolioentscheidungen** Maßstab des Handelns und des Ergebnisvergleichs mit erzielter Performance bei skalierbar investiertem Risikokapital zu werden.

³⁷ Vgl. BRUNS, Chr./ MEYER-BULLERDIEK, F.: a. a. O., S. 40 ff.

6. Strategisches Depot-A-Management

6.1 Anlageziele beim Depot-A-Management

Regional tätige Kreditinstitute haben in der Folge der Börsenbaisse in den letzten Jahren weitgehend ihre stillen Reserven verloren. Die Folge ist, daß ein Agieren von Sparkassen als Investor auf den Kapitalmärkten ziemlich schwierig geworden ist. Primär werden heute "konservative" Strategien verfolgt, Strategien zur Sicherung vorhandener Werte.

Die Ausgangsbasis einer jeden Asset Allocation-Strategie ist eine genaue Bedarfsanalyse aus der Sicht des Investors. Jeder Kapitalanleger hat aufgrund seiner Zielsetzungen ein spezielles Risikoprofil. Seine Risikofreudigkeit oder sein Sicherheitsbedürfnis werden maßgeblich die Anlageentscheidung beeinflussen. Zwei grundlegende Formulierungen der Anlegerziele lassen sich unterscheiden:

- Investor A hat für sich sein gewünschtes Risikoniveau definiert und strebt auf dieser Basis den maximal erzielbaren Ertrag an. Investor A verkörpert den Typus des Ertragsmaximierers.
- Investor B zeigt sich mit einem gewissen Anlageerfolg zufrieden, möchte dabei aber möglichst wenig Risiko eingehen. Investor B ist ein Risikominimierer.

Die moderne Kapitalmarkttheorie ordnet andere Ziele, wie zum Beispiel Wachstum, Substanzerhaltung oder Liquidität, den Zielen Ertrag und Sicherheit unter. In der Praxis werden jedoch auch die nachgeordneten Ziele Einfluß auf die Anlageentscheidungen haben.

Aktienanlagen erwiesen sich im langfristigen Vergleich mit Anlagen in festverzinslichen Wertpapieren als grundsätzlich ertragreicher, aber auch als riskanter. Diese Erkenntnis sollte ein wesentliches Entscheidungskriterium für jeden Investor sein. Durch die Veränderung der Depotstruktur, d. h., durch die Variation der Aktien-, Renten- und Liquiditätsanteile, kann je nach Einschätzung des Anlageklimas der gewünschte oder erforderliche Sicherheitsgrad (Risikoposition) angesteuert werden.

6.2 Strategische und taktische Asset Allocation

Sparkassen haben i. d. R. ständig Anlagebedarf. Ihre Anforderungen an das Depot-A-Management werden einerseits davon geprägt, daß sie auch die Baisse an den weltweiten Börsen getroffen hat. Darüber hinaus schnitten Benchmark-orientierte Spezialfonds nicht ab wie erwartet. Andererseits haben zahlreiche Kreditinstitute eine Bereinigung ihrer Kreditportfolios abgeschlossen. Die Vergabe von

Kreditvergabe erfolgt im Augenblick weitgehend restriktiv, während die Kundeneinlagen kurzfristig ausgerichtet sind. Diese Phänomene haben zur Folge, daß das Depot A wegen der Fristenkongruenz zunehmend kurzfristiger ausgerichtet wird.

Der Top-down-Ansatz zur Verteilung des Vermögens auf die Anlagealternativen (z. B. Aktien oder Anleihen) wird als Asset Allocation bezeichnet.³⁸ Die Asset Allocation stellt die Königsdisziplin des Depot-A-Managements dar. Sie bestimmt 80 % der Rendite und 95 % des Risikos einer typischen Anlagestrategie.³⁹ Jeder Investor, ob Privatanleger oder eine Sparkasse im Depot-A-Management, hat folgende Fragen zu beantworten:

- Wie ist das anzulegende Vermögen zu strukturieren?
- Welche Assetklassen sind auszuwählen?
- Wie kann die Asset Allocation systematisch in den Investmentprozeß integriert werden?

Die essentielle Zielsetzung der strategischen Asset Allocation beruht in der langfristigen Aufteilung des zu investierenden Vermögens auf der Basis der Risikoaversion bzw. Risikotragfähigkeit des Investors und der auf längere Sicht erwartenden Renditen der in Betracht kommenden Anlageformen.⁴⁰ Dieser Tatbestand wurde beispielsweise anhand interner Daten von 91 Pensionskassen empirisch nachgewiesen. Mehr als 90 % der Volatilität der Performance sind dabei auf die Verteilung des investierten Kapitals auf die unterschiedlichen Assetklassen zurückzuführen.⁴¹ Grundsätzlich ist bei der Asset Allocation die Erwartung eines Investors hinsichtlich des zu erzielenden Ertrages maßgebend. Diese - unter einer Maximierungsüberlegung formulierte - Annahme wird jedoch eingeschränkt durch die Bereitschaft, Risiken aus den unterschiedlichen Anlagealternativen einzugehen. Ein Investor muß sich stets für ein ausgewogenes Verhältnis von erwartetem Ertrag und akzeptablem Risiko entscheiden. Beide Parameter stehen dabei in einer wechselseitigen Abhängigkeit. Anlagealternativen mit einer höheren Ertragserwartung sind regelmäßig mit einem höheren Risiko verbunden. Diversifikationsstrategien können zwar Risiken minimieren, jedoch nicht ausnahmslos eliminieren.

³⁸ Vgl. BEHRENWALDT, U.: Aktienfonds. In: Handwörterbuch des Bank- und Finanzwesens, Hrsg. GERKE, W./ STEINER, M., Stuttgart 2001, Sp. 68.

³⁹ Vgl. COCHE, J./ STOTZ, O.: Asset Allocation (7.1.2). In: Handbuch Corporate Finance, Hrsg. Achleitner, A.-K./ Thoma, G. F., Loseblattausgabe, 2. Auflage, Köln 2001, S. 3.

⁴⁰ Vgl. RÖCK, B.: Aktien-Style-Investments. In: Asset Management, Hrsg. WESTPHAL, I./ HORSTKOTTE, Ch./ RIPPER, K., 2. Auflage, Stuttgart 2003, S. 210.

⁴¹ GRÜNBIHLER, A.: Aktive contra passive Anlagestrategien - Erkenntnisse der modernen Finance für den Investor. In: Neue Zürcher Zeitung - Sonderbeilage Anlagefonds, vom 27. 1.2004, S. B 11.

Neben der Anlagestrategie ist noch einem zweiten Kriterium Aufmerksamkeit zu schenken: der Qualität der Prognose künftiger Ereignisse, wie Branchen- und Titelauswahl sowie Timing.⁴²

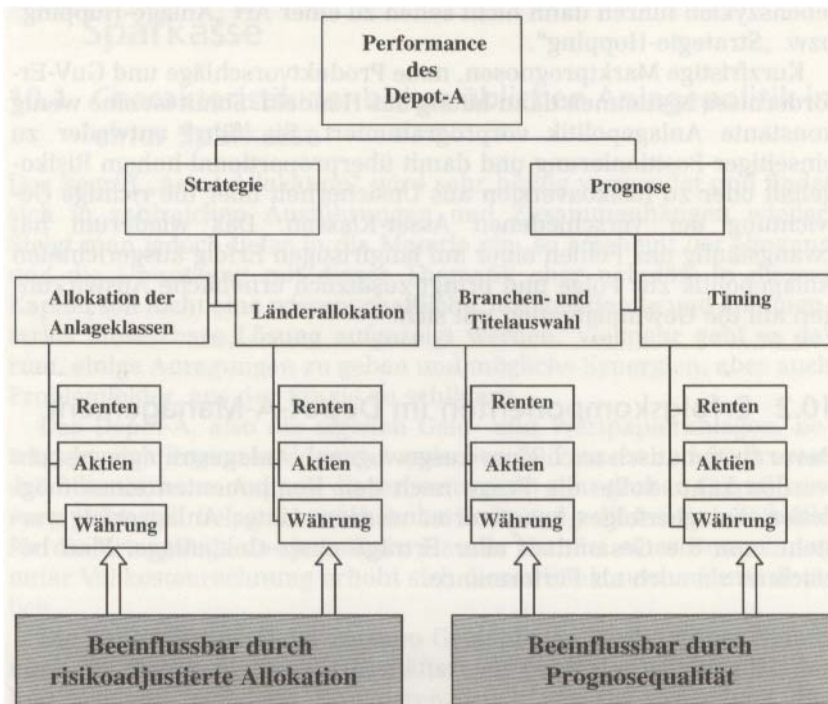


Abb. 2: Die Komponenten des Anlageerfolgs

Doch der absolute Erfolg einer Anlagealternative ist an sich wenig aussagekräftig. Erst durch das Heranziehen eines adäquaten, vorab festgelegten Vergleichsmaßstabes (Benchmark) kann eine Rendite unter Beachtung des Risikos beurteilt werden. Börsenindices dienen in der Praxis bevorzugt zur Ermittlung des Anlageergebnisses. Diese Benchmarks sind nach den Anlagezielen eines Investors auszuwählen. Nachfolgend sind einige relevante Indecis aufgeführt. Die durchschnittliche Rendite beispielsweise beim DJ Euro Stoxx betrug im Betrachtungszeitraum 19,42 % p. a.

⁴² GILLHAUS, J./ZAUSKE, S.: a. a. O., S. 120.

	DJ Euro Stoxx	USD (Währung)	JPY (Währung)	JPM US-Staatsanleihen	Corptop Euro Corporate Bond Index	JPM EMU	Pfandtop Pfandbrief-index	Central Eastern Europe Bond Index	Global Corporate Bonds
1993	43,78	8,67	20,64	10,09	12,77	16,95	13,80	n. a.	16,79
1994	-4,98	-10,74	-0,15	-2,90	-4,50	-1,29	-3,57	n. a.	-2,40
1995	17,96	-7,66	-10,69	17,34	14,25	17,04	14,65	n. a.	18,45
1996	30,19	7,62	-5,53	4,53	6,31	17,03	7,36	n. a.	6,78
1997	35,29	13,97	1,06	9,52	5,83	9,14	6,57	n. a.	3,17
1998	38,31	-5,20	6,29	9,17	10,58	11,24	10,12	n. a.	14,67
1999	46,70	14,63	30,71	-1,98	-2,13	-1,89	-0,88	10,20	23,79
2000	0,83	8,16	-3,56	14,02	5,12	6,58	6,11	13,30	-2,69
2001	-19,15	6,47	-7,36	6,02	6,98	5,88	6,56	30,20	-3,28
2002	-37,31	-17,95	-6,39	12,21	8,37	9,85	9,22	9,00	-7,45

Abb. 3: Ergebnisse unterschiedlicher Benchmarks in Prozent in der Dekade 1993 bis 2002

Quelle: Activest Investmentgesellschaft mbH

Ein temporäres Suspendieren der Grundsätze, die bei der strategischen Asset Allocation festgelegt worden sind, müssen nicht notwendigerweise diese Grundsätze selbst in Frage stellen. Sollte sich die Markteinschätzung zu einem Teilmarkt verschlechtern, kann von der langfristigen Strategie abgewichen werden. Dieses Vorgehen - auch taktische Asset Allocation genannt - kann in mancher Situation angebracht sein, bedeutet aber unter langfristigen Überlegungen evtl. auch einen Verzicht auf Chancen.⁴³ Gerade bei der taktischen Asset Allocation spielen der Prognosezeitraum und mögliche Umschichtungsintervalle eine große Rolle.⁴⁴ Abhängig von den Charakteristika einzelner Assetklassen (z. B. Aktien versus Immobilien) ist die Länge des Prognosezeitraums zu sehen. Kann ein Investor nur auf jährlicher Basis zwischen einzelnen Assetklassen wechseln, so bedeutet dies einen einjährigen Prognosehorizont.

6.3 Portfolio-Strategien

Zunächst wird für die strategische Asset Allocation eine Verteilung der Anlagemittel auf grobe Kategorien, wie zum Beispiel Dividenden- oder Zinspapiere, Immobilien oder Edelmetalle, vorgenommen. Eine weitere Feingliederung erfolgt nach Branchen, Ländern oder vergleichbaren Kriterien. Zumeist werden nur die Anlagekategorien berücksichtigt, die über eine ausreichende Fungibilität oder Handelbarkeit verfügen. Entsprechend werden in vielen Modellen Immobilienanlagen vernachlässigt.

⁴³ Vgl. GILLHAUS, J./ZAUSKE, S.: a. a. O., S. 12.

⁴⁴ Vgl. COCHE, J./STOTZ, O: Asset Allocation (7.1.2). In: Handbuch Corporate Finance, Hrsg. ACHLEITNER, A.-K./THOMA, G., Loseblattausgabe, 2. Auflage, Köln 2001, S. 20 f.

Die Formulierung einer strategischen Marschrichtung bestimmt maßgeblich den Anlageerfolg. Die Performance ist zum weitaus größten Teil abhängig von der Verteilung des Anlagevermögens auf die Wertpapiergruppen (-klassen), wie z. B. inländische Aktien, ausländische Aktien, inländische Renten, ausländische Renten, Liquidität. Umgekehrt formuliert heißt das, daß lediglich ein sehr geringer Anteil der Performance auf die richtige Selektion einzelner Wertpapiere zurückzuführen ist. Hinzu tritt die Allocation in Bezug auf Länder, Währungen, Laufzeiten, Einzeltitel und Branchen.

6.31 Aktive und passive Portfoliomanagement-Strategien

Im aktiven Portfoliomanagement wird versucht, durch gezielte Investitionen eine höhere Rendite (bei identischem Risiko) als der Markt zu erzielen. Aktives Portfoliomanagement basiert auf systematischen Fundamentalanalysen sowohl für die Prognose von Aktienkursen als auch zur Zinserwartung. Aktive Strategien sind nur dann erfolgreich, wenn über einen längeren Zeitraum mehr als die Hälfte der Entscheidungen zu überdurchschnittlichen Ergebnissen geführt haben.

Die Beliebtheit passiver Portfoliomanagement-Strategien basiert auf der Erfahrung, daß es in der Vergangenheit nur wenigen Portfoliomanagern gelungen ist, eine bessere Performance als die Marktperformance zu erzielen. Insbesondere beruht diese Erkenntnis auf Untersuchungen des amerikanischen Aktienmarktes, der effizient in dem Sinne ist, daß kaum ein Investor während eines längeren Zeitraums eine bessere Performance als die durchschnittliche Marktperformance erreicht hat.

Im passiven Portfoliomanagement ist die Wahl des Vergleichsmaßstabs (Benchmark) von entscheidender Bedeutung. Als Vergleichsmaßstab werden Aktien- oder Rentenindizes genommen, die die Performance der betreffenden Aktien- bzw. Rentenmärkte widerspiegeln. Häufig werden auch zusammengesetzte Vergleichsmaßstäbe oder Benchmarks gebildet, z. B. aus 40 % Aktien- und 60 % Rentenanteil. Im passiven Portfoliomanagement ist abgesehen von Transaktionskosten ein schlechteres Ergebnis als das des Marktes nahezu auszuschließen. Häufig setzen sich die in der Praxis verwendeten Benchmarks aus mehreren Indizes zusammen. Die Indizes werden entsprechend den Anteilen der in der Asset Allocation bestimmten Aufteilung des Vermögens gewichtet.

6.32 Ausgewählte Strategien des Portfolio-Managements

Unter den Portfoliomanagern bzw. den Kapitalanlagegesellschaften besteht ein zunehmender Konkurrenzdruck. Um dem Wettbewerb standzuhalten, werden häufig die unterschiedlichen Strategien in möglichst logischer Weise kombiniert, um ein geschlossenes Konzept der Anlagepolitik präsentieren

zu können. Der Information halber werden im folgenden einzelnen Elemente der Gesamtstrategie, also die Teilstrategien, nur angeführt.

Teilstrategien für passives Portfoliomanagement	Teilstrategien für aktives Portfoliomanagement
<ul style="list-style-type: none"> • Cost-Averaging • Pyramidentechnik • Formelanlageplanung • Beta-Faktoren • Duration • Portfolio-Insurance 	<ul style="list-style-type: none"> • Fundamentalanalyse • Technische Analyse • Arbitrage • Modified Duration • Yield-Spread-Analyse • Szenario-Analyse • Break-even-Analyse

Abb. 4: Ausgewählte Strategien des Asset Management

6.321 Portfolio-Optimierung

Die Portfolio-Optimierung oder Portfolio-Selection hat in den letzten Jahren zunehmend Anwender gefunden. Die Zusammenhänge zwischen Ertrag, Risiko und den Korrelationen aller Wertpapiere bzw. Vermögenswerte eines Portfolios werden in ihrer Gesamtheit in das Anlagekalkül einbezogen. Die zentrale Erkenntnis ist, daß ein Wertpapier nur dann ertragreicher sein kann als ein anderes, wenn es auch mit mehr Risiko behaftet ist. Traditionelle Überlegungen zur Vorteilhaftigkeit von Diversifizierung wurden konzeptionell weiterentwickelt. So ist es bei entsprechend geschickter Auswahl von Wertpapierkombinationen möglich, ein risiko- und ertragseffizientes Portfolio zusammenzustellen, das aus weniger als 15 Titeln besteht. Das Aufspüren von Wertpapieren mit negativen Korrelationen trägt somit auch dazu bei, die Übersichtlichkeit der Vermögensanlagen zu vergrößern, Kontrollen und Dispositionen zu vereinfachen sowie Transaktionskosten zu verringern.

Die Moderne Portfolio-Optimierung läßt sich in der Praxis nur mit großem Rechenaufwand durchführen. Für jedes berücksichtigte Wertpapier müssen aus historischen Zeitreihen Risiko- und Korrelationswerte abgeleitet werden. Da mit der Anzahl der berücksichtigten Wertpapiere der Rechenaufwand rapide ansteigt, konnte die breitere Akzeptanz der Modernen Portfoliotheorie nur mit dem Einsatz leistungsfähiger Computer erreicht werden.

Ziel der Optimierungsrechnungen ist es, effiziente Portfolios zu bestimmen. Nur diese effizienten Portfolios können in die nähere Auswahl für das eine - investorspezifische - optimale Portfolio kom-

men. Vor der Bestimmung des optimalen Portfolios muß also der Investor seine Risikobereitschaft bzw. seine Ertragserwartungen formuliert haben.

6.322 Renditen von Portfolios

Die Rendite eines Portfolios wird berechnet, indem die Renditen seiner Bestandteile mit dem Marktwert gewichtet und dann summiert werden. Die eigentliche Renditeberechnung sollte daher keine Komplikationen bereiten, schwieriger ist die inhaltliche Bestimmung der Renditen. Die erste Schwierigkeit ist, daß es sich bei den Renditen immer um Prognosewerte handelt. Unabhängig davon, welche Verfahren zur Schätzung der Renditen angewendet werden, sollte deutlich sein, daß die Portfolio-Optimierung auf zutreffende Renditeprognosen angewiesen ist. Die zweite Schwierigkeit ist, daß für den einzelnen Investor unterschiedliche Renditen relevant sind: Sämtliche Renditen sollten nach der Berücksichtigung von Steuern berechnet werden. Des weiteren müssen die Bruttorenditen, also die Renditen vor Transaktions- und Verwaltungskosten, um diese Gebühren bereinigt werden, so daß die maßgebliche Nettorendite berechnet wird.

6.323 Risiken von Portfolios

Zur Absicherung gegen Risiken aus der Anlage bedarf es eines professionellen Risikomanagements. Wie könnte so ein Risikomanagement aussehen? Das Risiko des einzelnen Wertpapiers wurde bereits als die Abweichung der tatsächlichen Rendite von der erwarteten Rendite definiert, wobei diese Abweichung positiv oder negativ sein kann. Insofern entspricht das Risiko einer Anlage auch gleichzeitig seiner Chance.

Die Moderne Portfoliotheorie verlangt nach einer geschickten Streuung bzw. Diversifikation der Anlagen, um das Portfoliorisiko zu verringern. Der Nutzen der Diversifikation wird um so höher sein, je weniger sich die einzelnen Anlagen parallel entwickeln. Für das Risiko eines Portfolios sind nicht die Risiken der einzelnen Wertpapierbestandteile relevant, sondern das Ausmaß der gleichlaufenden Entwicklung der Aktien. Erstrebenswert ist die Kombination von Anlagen, die eine möglichst geringe Korrelation aufweisen. Noch besser wäre ein negativer Zusammenhang, denn dann kann eine Wertveränderung in der einen Anlage durch die entgegengesetzte Wertveränderung der anderen Anlage kompensiert werden.

In der Anlagepraxis ist es durchaus möglich, ein Wertpapierportfolio zusammenzustellen, bei dem das Risiko nahezu vollständig ausgeschaltet wurde. Diese Kombinationsmöglichkeit wird allerdings in den seltensten Fällen gewünscht sein, denn bei einem Risiko von Null, also einer sicheren Anlage,

wird auch die erwartete Rendite auf die sogenannte risikolose Rendite reduziert, zum Beispiel auf den Zinssatz für kurzfristige Termingelder.

Statistische Optimierungsmodelle helfen dem Investor oder dem Portfoliomanager, die Kombinationen von Wertpapieren zu finden, die bezüglich der Kriterien Rendite und Risiko besser sind als alle anderen. Diese Portfolios können nicht mehr verbessert werden. Ihre Rendite kann nur gesteigert werden, wenn auch das Risiko vergrößert wird. Solche Portfolios werden als effiziente Portfolios bezeichnet. Sie lassen sich auf der sog. Effizienzlinie abbilden.

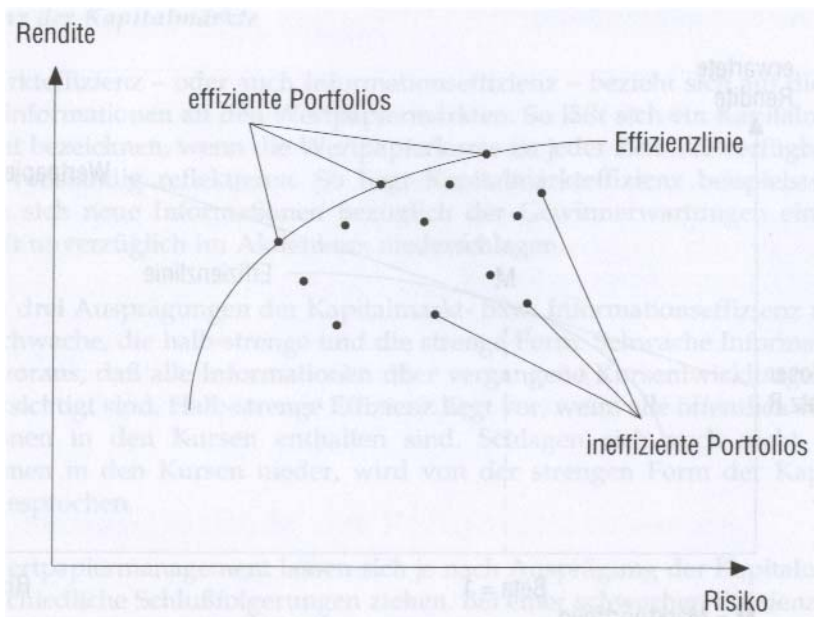


Abb. 5: Effizienzlinie

Gemäß der Portfoliotheorie handelt ein Investor nur vernünftig, wenn er eines der Portfolios kauft, die auf der Effizienzlinie liegen. Die Entscheidung, welches der effizienten Portfolios das geeignetste ist, muß auf der Basis der individuellen Risikoakzeptanz des Investors getroffen werden. Ein risikoscheuer Investor wird eher ein Portfolio wählen, das links unten liegt; ein risikofreudiger Investor wird sich für ein Portfolio entscheiden, das weiter oben auf der Effizienzlinie liegt.

6.33 Asset Allocation in Eigenregie oder Auslagerung an einen Spezialfonds

Sparkassen, denen es an Know-how oder aus anderen Gründen unmöglich erscheint, das Depot A in Eigenregie zu managen, können auf die Unterstützung von Kapitalanlagegesellschaften zurückgreifen. Diese Mitwirkung kann in zweierlei Form stattfinden: einerseits als das Verwalten des Portfolios in Form eines Spezialfonds und andererseits als Beratung des Investors (Advise).

Das Outsourcen der Funktion "Depot-A-Management" an einen Dritten stellt eine Grundsatzentscheidung dar, die mit zahlreichen Vorteilen, aber auch mit dem einen oder anderen Nachteil verbunden ist.

6.4 Unterstützung beim Depot-A-Management durch eine Kapitalanlagegesellschaft

Das Übertragen des Portfolios auf einen Spezialfonds, die von einer Kapitalanlagegesellschaft (KAG) verwaltet werden, entlastet eine Sparkasse von zahlreichen Aktivitäten. Damit gehen auch Kostenvorteile einher. Darüber hinaus besteht die Möglichkeit, mit Hilfe der Portfoliomanager eine höhere Performance zu erzielen. Die Wertschöpfungskette, die von einer KAG erbracht wird, erstreckt sich u. a. auf Fondsmanagement, Fondsbuchhaltung, Fondsreporting (einschließlich Performancemessung) und Fondscontrolling.⁴⁵ Eine KAG hat alle Stufen der Wertschöpfungskette zu erbringen. Sie ist nach dem Gesetz über Kapitalanlagegesellschaften (KAGG) jedoch berechtigt, zusätzlich externen Sachverständigen, d. h. die Beratung des Fondsmanagements durch Spezialisten ("Advisory") zu erwerben. Die Kombination des Know-hows mehrerer Fondsmanager kann Vorteile für den Investor bedeuten, einmal eine höhere Performance und dann u. U. auch günstigere Konditionen für den Investor.

Diese Form der Arbeitsteilung findet sich auch in der Master-KAG. Darunter ist die Zusammenführung der Fondsadministration über alle Anlageformen eines Investors bei einer Kapitalanlagegesellschaft, verbunden mit dem Einsatz externer Manager und Anlageberater und eines Global Custodian, zu verstehen. Renommiertere Gesellschaften wie Activest, COMINVEST, Deutsche Asset Management, Deka, Helaba Invest oder die Universal Investment, haben sich als Anbieter von Master-KAG-Konzepten auf dem deutschen Markt positioniert.⁴⁶ Nachfrager sind u. a. im DAX notierte Unternehmen, aber auch regional tätige Kreditinstitute.

6.41 Anlagestrategien von Spezialfonds

Nachfolgend soll beispielhaft das Vorgehen einer KAG beim Management eines Depot A eines Kreditinstituts aus dem öffentlich-rechtlichen Sektor dargestellt werden.⁴⁷ Activest hatte zum Jahresende 2003 56 Mrd. Euro "Assets under Management". Neben institutionellen Investoren (Pensionskassen, Versicherungen) und Unternehmen aus der Industrie zählen Kreditinstitute zu den Anlegern. Activest verfügt beim Depot-A-Management von Sparkassen über eine Erfahrung von mehr als zehn Jahren.

⁴⁵ Vgl. BUSCH, H: Der Standort Deutschland aus der Sicht eines ausländischen Fondsanbieters. In: Asset Management, Hrsg. WESTPHAL, I./ HORSTKOTTE, Ch./ RIPPER, K., 2. Auflage, Stuttgart 2003, S. 46.

⁴⁶ Vgl. BUSCH, a. a. O., S. 46.

⁴⁷ Die Ausführungen orientieren sich teilweise an Aussagen der Activest Investmentgesellschaft mbH, München (HypoVereinsbank Gruppe).

Beim Abwägen, welche Anlagestrategie verfolgt wird, wird der Total Return Strategie der Vorzug gegenüber der Relative Return Strategie gegeben. Bei der Relative Return Strategie wird die Zielsetzung verfolgt, einen größeren Anlageerfolg zu erzielen als ein Vergleichsmaßstab (= Outperformance gegenüber der Benchmark). Diese Vorgehensweise hat zur Folge, daß die Performance stark von der Marktentwicklung abhängig ist und höheren Schwankungen unterliegt. Die Total Return Strategie setzt sich zum Ziel, einen positiven Ertrag zu erzielen - bei einer Begrenzung des Risikos. Diese Vorgehensweise hat zum Ergebnis, daß Verlustpositionen begrenzt bzw. desinvestiert werden. Die Vorteile liegen einmal in einer Sicherung bereits erzielter Gewinne und zum anderen in einer geringeren Schwankungen dieser Gewinne.

6.42 Anlagepolitik

Das Ziel eines erfolgreichen Depot-A-Managements im Rahmen eines Spezialfonds ist die Erreichung einer stetigen, positiven Performance p. a. (beispielsweise kann ein Ziel fixiert sein bei 7 % p. a. bei einem Minimalziel des Kapitalerhalts) mit einer möglichst geringen Schwankungsbreite (Volatilität) durch:

- Abkehr von einem relativorientierten Benchmark-Ansatz hin zu einer absoluten Performancebeurteilung bzw. des Gesamterfolges (Total Return).
- Aufteilung des Vermögens auf verschiedene Assetklassen mit möglichst geringer Korrelation. Die führt zur Ausnutzung von Diversifikationseffekten.
- Implementierung eines Risikomanagementsystems, um das Investitionsrisiko gezielt zu steuern und zu begrenzen.
- Plausibilitätsprüfung unter Verwendung technischer und historischer Fair-Value-Modelle.

Diese Vorgehensweise kann somit als eine Gewinnmitnahmen (Take Profit)- / Verlustbegrenzungs- (Stop Loss)-Strategie bezeichnet werden.

6.43 Erwarteter Anlageerfolg

Der Anlageerfolg speist sich i. d. R. aus zwei Performancequellen: aus Kursgewinnen und Zinszahlungen.

Kursgewinne	Zinszahlungen
<ul style="list-style-type: none"> • Aktienkursänderungen • Zinsänderungen • Volatilitätsänderungen • Spreadveränderungen (Credits) • Währungsschwankungen 	<ul style="list-style-type: none"> • Kupons (Dabei wird das Ziel verfolgt: Einhaltung des von den Kreditinstituten vorgegebenen Risikolimits, das i. d. R. dem Steuerungs-Value-at-Risk (VaR) des Kreditinstitutes entspricht.)

Abb. 6: Performancequellen von Spezialfonds

Die Auswahl der Segmente (Assetklassen) erfolgt Top-Down (überwiegend systemgesteuert). Die Performanceerwartung bestimmt den Investmentzeitpunkt in das jeweilige Segment. Derivate werden zur Absicherung bzw. Begrenzung von Kursverlusten eingesetzt. Währungen werden als separate Segmente/ Assetklassen betrachtet, dabei gibt es keine Vorgabe einer Benchmark.

6.44 Investmentprozeß

Die Systematisierung des Investmentprozesses ist ein wesentlicher Erfolgsfaktor einer Total Return Strategie. Im Regelfall läuft er folgendermaßen ab:

Nr.	Teilprozeß	Aktivität
1	Definition des Anlageuniversums	Auswahl von <ul style="list-style-type: none"> • Staatsanleihen und Pfandbriefe (unterteilt z. B. nach Euro-land, Europa ex Euroland und Welt ex Europa) • Euro-Untemehmensanleihen • Emerging Market Anleihen • CEE-Anleihen • Wandelanleihen • Aktien Global •
2	Attraktivitätsbestimmung der Assetklassen	auf Basis fundamentaler, technischer und quantitativer Analysen
3	Verteilung der Assets	unter Berücksichtigung der Attraktivitätsbestimmung, der Risikopositionen und der Korrelationen der einzelnen Assetklassen
4	Umsetzung und Kontrolle	Timing und Risikomanagement

Abb. 7: Der Investmentprozeß

Unter der beispielhaften Annahme, daß acht Assetklassen ausgewählt werden, erhält jede Assetklasse zu Beginn des Anlagezeitraums ein identisches Risikolimit (d. h. 1/8 des Gesamtlimits). Dieses Gesamtlimit bestimmt sich aus dem durchschnittlichen Kupon multipliziert mit dem bewerteten Fonds-

volumen. Unrealisierte bzw. realisierte Gewinne bzw. Verluste erhöhen bzw. vermindern das Limit der jeweiligen Assetklasse. Dabei sind jedoch zwei Bedingungen zu beachten.

- Bedingung 1: Das Positionsrisiko der einzelnen Assetklasse darf das jeweilige verfügbare Risikolimit nicht übersteigen
- Bedingung 2: Die Summe der Positionsrisiken darf korrelationsadjustiert (keine simple Addition von Risiken) das Gesamtrisikolimit nicht übersteigen

Die Risikomessung erfolgt über die Bestimmung der Volatilität. Die Risikoüberwachung bedient sich des Value-at-Risk-Ansatzes. Value at Risk (VaR) ist eine Risikozahl, die den betragsmäßig maximalen Verlust eines Portfolios angibt, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit innerhalb eines vorgegebenen Zeithorizonts eintreten kann.

6.45 Das Risikomanagement

Die Abfolge des Risikomanagements erstreckt sich auf vier Einzelschritte:

Schritt 1: Ermittlung des Gesamtrisikolimits

Das Gesamtrisikolimit des Fonds wird zum Startzeitpunkt ermittelt: durchschnittlicher Kupon multipliziert mit dem bewerteten Fondsvolumen. Der durchschnittliche Kupon entspricht der durchschnittlichen Verzinsung p. a. über alle Rentenwerte des Fonds. Der durchschnittliche Kupon ist der Zinsertrag, mit dem das Fondsmanagement sicher rechnen kann.

Beispiel: durchschnittlicher Kupon: 5 % p. a., Fondsvolumen: 160 Mio. Euro, Gesamtrisikolimit: 160 Mio. Euro x 5 % = 8 Mio. Euro

Schritt 2: Aufteilung des Gesamtrisikolimits auf die einzelnen Assetklassen

Zu Beginn wird das Gesamtrisikolimit des Fonds auf die acht verschiedenen Assetklassen aufgeteilt. Jede Assetklasse erhält das gleiche Risikolimit, d. h. 1/8 des Gesamtrisikolimits. Realisierte und unrealisierte Gewinne erhöhen, realisierte und unrealisierte Verluste vermindern das Risikolimit der jeweiligen Assetklasse.

Beispiel: Gesamtrisikolimit: 8 Mio. Euro, Realisierte Gewinne bei Assetklasse A: 100.000 Euro. Realisierte Verluste bei Assetklasse A: 50.000 Euro, Risikolimit Assetklasse A: 8 Mio. Euro / 8 + 100.000 Euro - 50.000 Euro = 1.050.000 Euro

Schritt 3: Ermittlung des Positionsrisikos der einzelnen Assetklassen

Für jede der acht Assetklassen wird ein Positionsrisiko ermittelt. Das Positionsrisiko errechnet sich aus dem Volumen der jeweiligen Assetklasse multipliziert mit deren Risiko. Das Messkriterium für das Risiko: 95 %iges Konfidenzintervall der Returns der jeweiligen Assetklasse bei angenommener Haltedauer von zwei Wochen. Die Risiken aus Zinsänderung bzw. Kursänderung (Aktien) und Währung werden in diesem Fall additiv behandelt.

Beispiel: Volumen Assetklasse A: 10 Mio. Euro, Risiko Assetklasse A: 10 %, Positionsrisiko Assetklasse A: 1 Mio. Euro

Schritt 4: Abgleich des Positionsrisikos mit dem Risikolimit

Das Positionsrisiko jeder der acht Assetklassen muss jederzeit unter dem jeweiligen Risikolimit liegen. Zusätzlich darf die Summe der acht Positionsrisiken das Gesamtrisikolimit des Fonds nicht überschreiten (Korrelationen werden beachtet). Übersteigt ein Positionsrisiko das Risikolimit der jeweiligen Assetklasse, müssen Teile der Assetklasse aufgelöst werden.

Beispiel 1	Positionsrisiko Assetklasse A: 1 Mio. Euro, Risikolimit Assetklasse A: 1,05 Mio. Euro - kein Handlungsbedarf
Beispiel 2	Positionsrisiko Assetklasse B: 2,1 Mio. Euro, Risikolimit Assetklasse B: 2 Mio. Euro - Assetklasse B muss z. T. aufgelöst werden, so dass das Positionsrisiko wieder unter dem Risikolimit liegt.

Die Vorteile des Risikomanagementsystems liegen in folgenden Punkten:

- Auch in schwachen Märkten erscheint ein Kapitalverlust auf Jahresbasis unwahrscheinlich, weil die Summe der acht Positionsrisiken nie das Gesamtrisikolimit des Fonds übersteigen darf.
- Das Fondsmanagement investiert zunehmend in positive Trendmärkte, da das Risikolimit einer Assetklasse sich mit steigender Performance erhöht.
- In schlecht performenden Märkten muss desinvestiert werden, da die Risikolimit bei negativer Performance abzuschmelzen sind.

- Die erfolgreichen Segmente werden dadurch automatisch höher gewichtet.

6.5 Einfluß der IFRS auf das Depot-A-Management

Eine Vorschrift zur Rechnungslegung wird zumindest indirekt Einfluß auf das künftige Depot-A-Management nehmen. Mit Inkrafttreten der IAS-Verordnung am 14. 9. 2002 sind nämlich für am oder nach dem 1. Januar 2005 beginnende Geschäftsjahre von (Mutter-)Unternehmen mit Sitz in einem EU-Mitgliedstaat, die für die Emission von verbrieften Eigen- und Fremdkapitaltiteln den organisierten Kapitalmarkt in Anspruch nehmen, verpflichtend Konzernabschlüsse auf Basis der International Financial Reporting Standards (IFRS) zu erstellen.⁴⁸ Die Regelungen zur Anwendung der IFRS für den Konzernabschluss könnten damit auch auf alle nicht kapitalmarktorientierten Finanzinstitute und Versicherungen ausgeweitet werden.

Diese Regelungen werden auch erhebliche Auswirkungen auf den deutschen Investmentmarkt haben. Er unterscheidet sich hinsichtlich der Anlegerstruktur deutlich von anderen europäischen Ländern. In Deutschland sind knapp zwei Drittel der Spezialfondsanleger Kreditinstitute und Versicherungen. Hinzu kommen die sonstigen Unternehmen (knapp ein Viertel), von denen wohl die Mehrzahl (vor allem große Unternehmen) als kapitalmarktorientiert einzustufen ist.

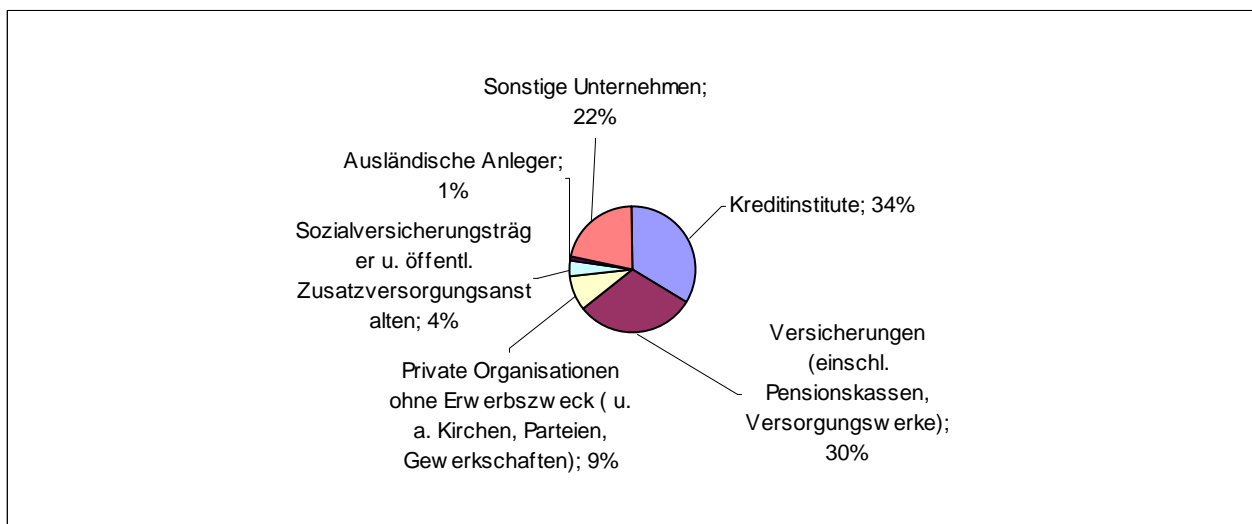


Abb. 8: Anlegerstruktur inländischer Spezialfonds

Quelle: Deutsche Bundesbank, Kapitalmarktstatistik, April 2003, S. 60.

Bei einer entsprechend weiten Ausübung der Mitgliedstaatenwahlrechte und einer damit einhergehenden potenziellen Erweiterung der Konzernabschlusspflicht nach IFRS auf alle Finanzinstitute und

⁴⁸ Vgl. DIETRICH, A./PwC Deutsche Revision: IFRS für Investmentfonds, Frankfurt am Main 2003, S. 9.

Versicherungen, wären etwa drei Viertel der Investoren in Spezialfonds verpflichtet, einen IFRS-Konzernabschluss zu erstellen. Dies würde die Zahl der Unternehmen, die für zu konsolidierende Sondervermögen IFRS-Fonds-Reportings benötigen, erheblich erhöhen. Mit Ausnahme der Kapitalanlagegesellschaften, die Sondervermögen überwiegend für private Organisationen ohne Erwerbszweck (z. B. Kirchen, gemeinnützige Stiftungen) oder Sozialversicherungsträger und öffentliche Zusatzversorgungsanstalten aufgelegt haben, betreffen die IFRS damit nahezu alle deutschen Kapitalanlagegesellschaften mit Spezialfonds.

Nachdem es sich bei Spezialfonds überwiegend um sog. Ein-Anleger-Spezialfonds handelt, die von nur einem Anteilscheininhaber bzw. ausschließlich von Anteilscheininhabern eines Konzerns gehalten werden, läßt sich das Ausmaß der Konsolidierungspflicht noch deutlicher erkennen.

Welche Konsequenzen hat das Vorliegen der Voraussetzungen für eine Konsolidierungspflicht der Sondervermögen auf die künftige Entwicklung der Investmentbranche in Deutschland? Zu beobachten ist für einzelne Investorengruppen bereits eine spürbare Zurückhaltung bei der Neuauflage von Spezialfonds bzw. Überlegungen, Spezialfonds zu schließen und sich in anderen Anlagemedien (z. B. Zertifikats- bzw. Genussscheinkonstruktionen, freie Vermögensverwaltung) zu engagieren. Hintergrund dieser Überlegungen ist nicht zuletzt die aus den Asset-Management-Entscheidungen resultierende Einflussnahme der Kapitalanlagegesellschaft über die konsolidierten Sondervermögen auf die Darstellung der Vermögens- und insbesondere der Ertragslage des Investors.⁴⁹ Da sich die realisierten und gegebenenfalls auch die unrealisierten Gewinne und Verluste des Sondervermögens im Falle der Konsolidierung unmittelbar in der IFRS-Gewinn- und Verlustrechnung des Investors auswirken, wird eine auf kontinuierliche Gewinn- und Ausschüttungsentwicklung ausgerichtete Ertragssteuerung ebenso erschwert, wie eine konstante Entwicklung der Vermögenslage durch die weitreichende Fair Value-Bewertung ohne stille Reserven als Puffer.

Ihre liquiden Mittel verwalten Sparkassen bisher im Rahmen ihres Depots A entweder selbst oder haben sie in einen Spezialfonds eingebracht. Bis jetzt sind sie (noch) nicht verpflichtet, einen IAS-Abschluß vorzunehmen. Doch über kurz oder lang wird eine Konsolidierungspflicht nach IAS auf sie zukommen. Damit werden dann einige Probleme auftauchen, wenn die Wertpapiere in den Spezialfonds in der Konzernbilanz so auszuweisen sind, als wären sie schon immer konsolidiert. Eine kaum zu lösende Frage wird dann lauten: Woher können die dafür notwendigen Daten aus der Vergangenheit bezogen werden? Eine weitere Problematik liegt darin, daß sowohl die Passiv- als auch die Aktivseiten umzustellen sind.

⁴⁹ Vgl. DIETRICH, A./PwC Deutsche Revision: a. a. O., S. 12.

Die Vorschriften der IFRS beeinflussen darüber hinaus das Portfolio-Management und die Organisation der Kapitalanlagegesellschaft wesentlich. Für Sparkassen werden sich zumindest indirekt Konsequenzen aus den Veränderungen bei den Kapitalanlagegesellschaften ergeben.

Nahezu alle Unternehmensbereiche einer Kapitalanlagegesellschaft werden durch die Umstellung auf IFRS mehr oder weniger stark beeinflusst. Auch wenn es sich bei den IFRS "nur" um Rechnungslegungsvorschriften handelt, so sind die Auswirkungen auf die strategische und taktische Asset Allocation oder ganz allgemein auf das Portfolio-Management erheblich. Durch Konsolidierung der Sondervermögen hat jegliche Geschäftstätigkeit für Rechnung desselben unmittelbar Einfluss auf die Vermögens-, Finanz- und Ertragslage eines Investors. Insofern steigt das Interesse der Investoren, Einfluss auf die Investmentstrategie zu nehmen und z. B. die Nutzung von Sicherungsstrategien zur Vermeidung von Trading-Positionen einzuschränken oder Verkaufsverbote für bestimmte Wertpapierkategorien auszusprechen. Auch mag der Wunsch nach Investitionen in weniger volatile Assets steigen. Die Asset Allocation hat somit nicht nur die Fonds-Performance oder die handels- und steuerrechtlichen Auswirkungen von Anlageentscheidungen zu beachten, sondern wird zunehmend auch durch die IFRS beeinflusst.⁵⁰

Jede Kapitalanlagegesellschaft muss sich auf den Strukturwandel in der Rechnungslegung der Investmentfonds personell, organisatorisch und IT-technisch einstellen. Die Erkenntnis, dass die strategische Ausrichtung der Kapitalanlagegesellschaft vor dem Hintergrund der IFRS neu überdacht werden muss, ist dabei grundlegend.⁵¹ Die IFRS und die dadurch hervorgerufene zunehmende Belastung im Tagesgeschäft sind nicht nur ein Wettbewerbsfaktor bei der Auswahl einer Kapitalanlagegesellschaft durch Investoren, sondern ebenso ein Kostenfaktor für die Gesellschaften. Auch eine mögliche Konzentration auf das Kerngeschäft (Management-KAG versus Service-KAG) als Reaktion auf die veränderten Marktgegebenheiten könnte die Folge sein.

Künftig wird die Leitung einer Sparkasse darüber zu befinden haben, inwieweit das Depot-A-Management selbst betrieben oder ausgelagert sein wird.

1. Beim Verwalten des Depot A im eigenen Bestand - evtl. nach Auflösen eines oder mehrerer Spezialfonds - kann die Kapitalanlagegesellschaft als Berater auftreten. Damit kann sich eine Sparkasse über das eigene Know-how hinaus nach wie vor auf die wertvolle Expertise externer Portfolio-Manager stützen.

⁵⁰ Vgl. DIETRICH, A./PwC Deutsche Revision: a. a. O., S. 88.

⁵¹ Vgl. DIETRICH, A./PwC Deutsche Revision: a. a. O., S. 89.

2. Das Depot A kann in einen Spezialfonds mit mehreren Eigentümern eingebracht werden. Es wird dann von einem sog. Poolfonds gesprochen. Ein solcher Poolfonds kann nach unterschiedlichen Gesichtspunkten (Anlageklassen, Anlagesegmente) gestaltet werden. Er kann beispielsweise auch nach dem Value-at-Risk-Ansatz aufgesetzt werden. An ihm beteiligen sich entweder mehrere Sparkassen oder eine Sparkasse und weitere Investoren. Dann bestünde die Möglichkeit, daß sich eine Kapitalanlagegesellschaft die Investoren für einen bestimmten Poolfonds selbst sucht. Möglicherweise wird dann auch die Gewinnschwelle bei der KAG leichter erreicht. Auf der anderen Seite dürfte diese Konstellation auch für einen Investor interessant sein. Sein Nutzen liegt u. U. in einer günstigeren Gestaltung der Konditionen. Allerdings - und das sollte nicht verschwiegen werden, wird die bisher bekannte Einflußnahme eines Investors auf die Anlagepolitik eines Spezialfonds etwas eingeschränkt werden.
3. Schließlich könnte das Depot A in einen Publikumsfonds eingebracht werden. Dabei wird es sich jedoch nicht um einen gewöhnlichen Publikumsfonds handeln. Um private Investor von einem Engagement abzuhalten, dürften hohe Eintrittsbarrieren errichtet werden (z. B. Mindestanlagevolumen im siebenstelligen Bereich). Eine solche Lösung würde sich noch kostengünstiger darstellen lassen - mit entsprechenden Vorteilen für einen Investor. Hier hätte das Portfoliomanagement einer Kapitalanlagegesellschaft eine noch größere Handlungsfreiheit. Der Einfluß eines Investors auf Anlageentscheidungen würde allerdings auf Null zurückgehen.

Für welche Alternative sich nun eine Sparkasse letztendlich entscheiden mag, wird primär von ihrem betriebswirtschaftlichen Kalkül abhängen.

7. Fazit

Vor der allgemein erwarteten Aufschwungphase stellt sich für die Leitung einer Sparkasse u. a. die Frage nach den Erfolgsfaktoren des Depot-A-Managements. Das Zinsänderungsrisiko ist in einer solchen Situation von überragender Bedeutung. Daher ist es notwendig, eine gesamtheitliche Betrachtung des Depot-A-Managements im Rahmen der Gesamtbanksteuerung vorzunehmen. Das Verwalten der einzelnen Assets mit dem Ziel der Ertragsmaximierung kann im Extremfall dazu führen, daß Institute größere Adressenrisiken zur Steigerung der Performance im Depot A akzeptieren. Dabei besteht die Gefahr, daß die gesamtbankbezogenen Konsequenzen auf das Adressenrisiko nicht hinlänglich berücksichtigt werden.

Die hier vorgetragenen Empfehlungen sind keine Strategien für jedes Mitglied einer bestimmten Institutsgruppe. Sicherlich dürften regional tätige Kreditinstitute am ehesten einen Nutzen hieraus ziehen können. Doch auch Kriterien, wie die Unternehmensgröße, die Bilanzstruktur oder die Wettbewerbssituation, lassen eine institutsindividuelle Vorgehensweise ratsam erscheinen. Darüber hinaus hängt das erfolgreiche Depot-A-Management auch von der Frage ab, welche Ziele eigentlich mit dem Depot A verfolgt werden. Handelt es sich um ein Parken liquider Mittel oder um ein aktives Tätigen von Handelsgeschäften? Damit in enger Verbindung steht das Problem, das Depot A selbst zu managen oder einen Spezialfonds einzurichten, der wiederum von einer Kapitalanlagegesellschaft verwaltet wird. Hier spielt neben den Skaleneffekten vor allem die Expertise im Portfolio-Management eine große Rolle. Wird das Führen des Depots A im Sinne eines Profit Centers verstanden, wird bei der Suche nach der maximalen Performance auf die Unterstützung durch eine Kapitalanlagegesellschaft zurückgegriffen.

Dieser Beistand wird jedoch nach dem Inkrafttreten der IAS-Verordnung ab dem Geschäftsjahr 2005 relativiert. Sparkassen, die einen Konzernabschluß auf der Basis der International Financial Reporting Standards (IFRS) vornehmen werden, wird eine auf eine kontinuierliche Gewinn- und Ausschüttungsentwicklung ausgerichtete Ertragssteuerung und eine konstante Entwicklung der Vermögenslage durch die weitreichende Fair-Value-Bewertung ohne stille Reserven als Puffer erschwert. Die Konsequenzen hieraus betreffen die qualitative Zusammenarbeit zwischen Sparkasse und Kapitalanlagegesellschaft in einem weitreichenden Maße.

bifbu/workingpaper/band1