



## Schuldenportfolio – Strategischer Ansatz für Strukturierung

Eine strategische Vorgehensweise bei der Strukturierung von grossen Schuldenportfolios kann langfristig gesehen die erwarteten Zinskosten und die jährlichen Schwankungen senken. Dabei müssen gewisse Prinzipien beachtet, umgesetzt und auch periodisch überprüft werden.

■ Von Arthur Blaser, lic.oec.publ, Swiss Certified Treasurer

Bei Institutionen mit viel Fremdkapital, wie zum Beispiel Wohnbaugenossenschaften oder der öffentlichen Hand, fehlt oft eine strategische Vorgehensweise bei der Strukturierung des Schuldenportfolios. Meist erfolgt ein Bottom-Up-Approach, das heisst, die einzelnen Finanzierungen werden bei Fälligkeit aufgrund der dann vorherrschenden Marktlage oder Marktsituation refinanziert und nicht aufgrund eines systematischen und strukturierten Vorganges. Um dies überhaupt strukturiert machen zu können, müsste sich der Schuldenverwalter an Vorgaben halten können, in welchen die Grundzüge des Schuldenmanagements umrissen werden.

### Zinskosten: relevanter Kostenfaktor

Wohnbaugenossenschaften arbeiten nicht gewinnorientiert und setzen die Mieten so an, dass alle Kosten inklusive Abschreibungen gedeckt werden können. Die Zinskosten als einer der grössten Kostenblöcke (zwischen 15 und 40%) sollte dementsprechend so tief als möglich gehalten werden. Gleichzeitig müssen aber grössere Schwankungen verhindert werden, um ständige Mietzinsanpassungen zu verhindern. Dasselbe Prinzip gilt für die öffentliche Hand, nur stellen hier die Zinskosten einen etwas geringeren Prozentsatz der Gesamtkosten dar. Nichts desto trotz haben aber auch hier eine Änderung der Zinskosten direkte Auswirkungen auf den Steuerfuss.

### Zielsetzung für die Strukturierung eines Schuldenportfolios

Beim Verwalten von Wertschriften ist es Standard, dass ein Portfolio aufgrund von Rendite- und Risikoeurwartungen optimiert wird. Bei höherer Risikotoleranz wird der Aktienanteil grösser ausfallen, bei geringerer Risikotoleranz wird der Geldmarkt- und Anleihsanteil mehr gewichtet werden. Ebenso ist es akzeptiert,

dass es ineffiziente Portfolios gibt, das heisst Portfolios, welche bei gleicher Renditeerwartung eine viel grössere Volatilität aufweisen. Und diese gilt es zu vermeiden. Dieselbe Logik gilt auch für die Schuldenseite. Das Ziel sollte also sein, ein Schuldenportfolio so zu strukturieren, dass langfristig gesehen bei einer vorgegebenen Volatilität die tiefsten möglichen Kosten erwartet werden können. Die verkräftbare Volatilität wird durch die eigene Risikotoleranz definiert.

### Was heisst risikolos?

Bei einem auf Dauer angelegten Schuldenportfolio gibt es keine risikolose Finanzierung, aber als risikoärmste Strategie wird üblicherweise eine Strategie mit langen Laufzeiten betrachtet. Die Kostensicherheit für eine längere Frist muss jedoch mit einem höheren Zinssatz bezahlt werden. Die Zinskurve ist meist positiv geneigt, was zur Folge hat, dass die Zinskosten normalerweise mit der Laufzeit der Finanzierung steigen. Und dies gilt nicht nur für die heutige Situation, sondern der durchschnittliche Zinssatz ohne Kreditmarge über die letzten 20 Jahre lag für 6 Monate lag bei 1,24%, derjenige für 10 Jahre bei 2,77%. In der Theorie wird diese Differenz von 1,50% auch Liquiditätsprämie genannt – als Anleger will man dafür entschädigt werden, dass das Geld für eine längere Zeit nicht zur Verfügung steht. Das Gegenteil dazu ist die kurzfristige Finanzierung, welche zwar die tiefsten er-

warteten Kosten hat, aber auch die grösste Unsicherheit mitbringt bezüglich Erneuerung der Finanzierung als auch zukünftiger Zinszahlung.

### Risikominimierung durch regelmässige Schuldenaufnahme

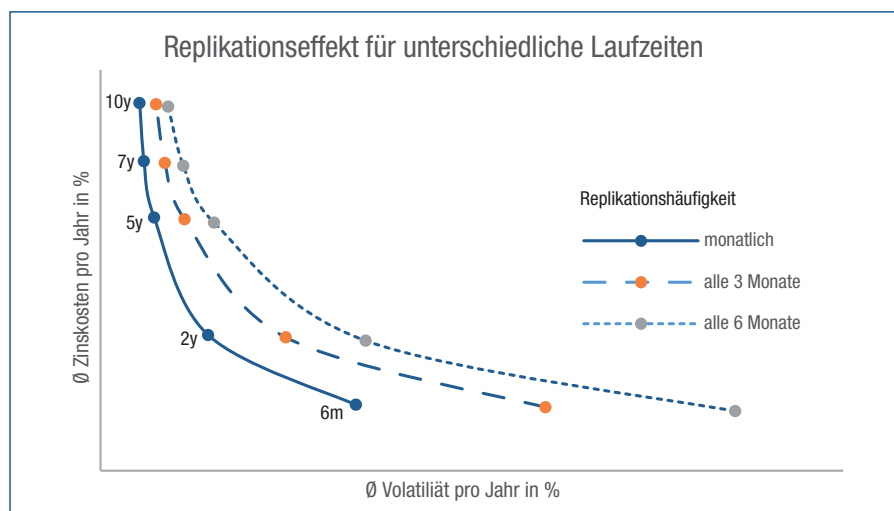
Ein wesentlicher Faktor zur Senkung des Risikos eines Schuldenportfolios ist die Regelmässigkeit der Schuldenaufnahme. Um diesen Effekt zu untersuchen haben wir die Volatilität von Replikationsportfolios untersucht. Bei einem Replikationsportfolio werden die Schulden periodisch in genau gleichen Abständen immer wieder für dieselbe Laufzeit refinanziert. Wenn die Schulden jeweils auf 5 Jahre refinanziert werden, wird zum Beispiel bei einer jährlichen Replikation jedes Jahr ein Fünftel des Portfolios fällig, das Portfolio besteht immer aus 5 gleich grossen Tranchen. Wird ein Portfolio hingegen vierteljährlich repliziert, dann hat das Portfolio 20 gleich grosse Tranchen (5 Jahre à 4 Tranchen). Da die Refinanzierungszeitpunkte im letzten Fall nun über mehrere Daten verteilt sind, wird diese Strategie langfristig gesehen geringere Schwankungen aufweisen. Als Mass der Volatilität wird die Schwankung der Zinskosten in absoluten Zahlen von Jahr zu Jahr bezeichnet.

Die nachfolgende Grafik zeigt den Einfluss und das Ausmass der Replikationshäufigkeit: wenn man zum Beispiel seinen Block von kurzfristigen Geldern nicht nur als eine Tranche alle 6 Monate refinanziert, sondern monatlich verteilt, erreicht man eine substantielle Reduktion der durchschnittlichen Volatilität. Ebenfalls ersichtlich wird, dass mit zunehmender Länge der Laufzeit der Finanzierungen der Zusatznutzen, ausgedrückt als geringere Schwankung, immer mehr abnimmt. Ein Replikationsportfolio mit 5-jährigen Finanzierungen weist nur eine leicht höhere Volatilität auf als eines mit 10-jährigen Finanzierungen, ist aber viel kostengünstiger.

### Effekt der Diversifikation der Laufzeiten

Bei einem Aktienportfolio versucht man, in ein breit diversifiziertes Portfolio zu investieren, da nicht alle Aktien sich gleich verhalten. Auch die Zinskurve kann unterschiedliche Formen annehmen. Sie kann steiler oder flacher werden, es gibt Phasen von inversen Zinskurven

Ø Zinssatz in CHF 1995–2015	
6 Monate	1,24%
2 Jahre	1,58%
5 Jahre	2,16%
7 Jahre	2,46%
10 Jahre	2,78%



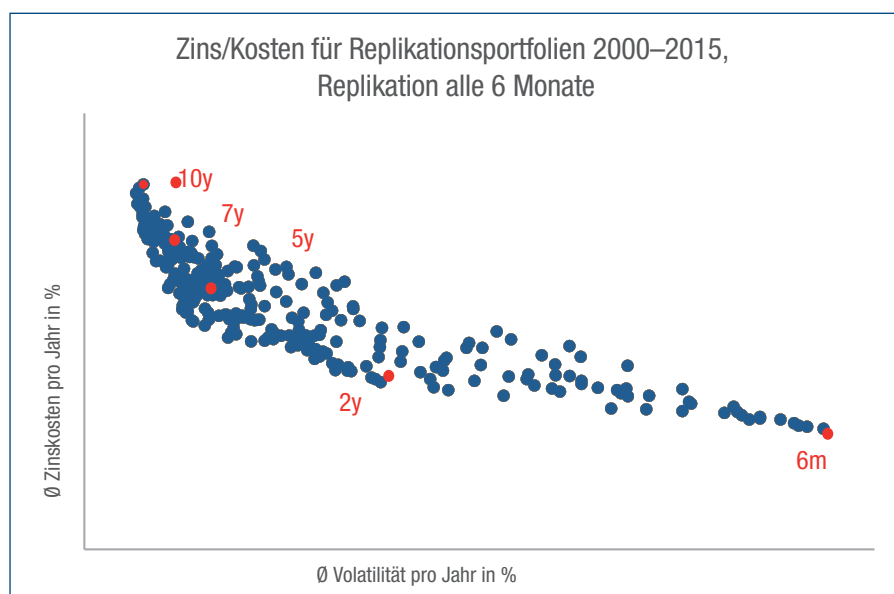
(langfristige Zinsen sind tiefer als kurzfristige Zinsen). Die Zinssätze der einzelnen Laufzeiten verhalten sich also nicht immer parallel, sondern können sogar gegenläufig sein. Um diesen Effekt auf die Kosten und Volatilität zu untersuchen haben wir unterschiedlich zusammengesetzte Replikationsportfolios mit 5 verschiedenen Laufzeiten (6 Monate, 2, 5, 7 und 10 Jahre) getestet. Die einzelnen Punkte repräsentieren zufällig zusammengestellte Gewichtungen dieser Laufzeiten, die roten Punkte sind Portfolios, welche zu 100% nur mit einer Laufzeit finanziert wurden.

Auf der Grafik ist ersichtlich, dass es nicht effizient ist, wenn man die Schulden immer nur mit derselben Laufzeit refinanziert – es gibt Punkte, welche tiefere Kosten bei geringerer Volatilität aufweisen. In der Praxis trifft man auch die Strategie an, dass die Kunden

einerseits langfristige Finanzierungen tätigen und daneben einen Block ganz kurzfristiger Gelder aufnehmen – aber auch dies scheint ineffizient, die Resultate dieser Strategie sind die Punkte rechts oben zwischen 6m und 10y. Die effizienteren Portfolios hingegen befinden sich in Bereich links unten und bestehen aus einer Mischung aus kurz-, mittel- und langfristigen Finanzierungen.

### Umsetzung in der Praxis

Als erstes muss sich eine Gegenpartei darüber klar werden, wo auf der Kurve sie sich eigentlich positionieren möchte. Dies hängt von individuellen Faktoren ab, wie zum Beispiel der Risikofähigkeit, der Erwartung der zukünftigen Schuldenentwicklung, der Zinsmeinung, der Erwartung der Einnahmenentwicklung bei Zinsänderungen etc. Nach diesen grundsätzlichen Überlegungen gilt es, diese umzusetzen.



Ein Schuldenportfolio wird jedoch nicht nur am Reissbrett konstruiert, sondern hat eine Geschichte und entwickelt sich über die Zeit. Schuldenabbau, Neubauten, Akquisitionen, spezielle Finanzierungsoportunitäten und anderes verändern die Struktur. Aus diesem Grunde ist es notwendig, dass man ein Schuldenportfolio periodisch überwacht und sich die oben beschriebenen Prinzipien immer wieder bewusst macht.

Falls einerseits das spezifische Know-how und Erfahrung nicht ausreichend vorhanden ist, oder andererseits die relevanten Portfoliodaten intern nicht systematisch genug und auch vorausschauend (Simulationen mit verschiedenen Refinanzierungsannahmen) aufbereitet werden können, bieten sich Anbieter wie die FinAvant an. Das hat der Vorteil, dass man die Strategie mit einem bankunabhängigen Berater überprüfen kann, welcher die Tools dazu verfügt, und es zwingt einen auch, diese Diskussion periodisch durchzuführen.

Mit diesen Massnahmen kann man die Stossrichtung für die anstehenden Refinanzierungen besser determinieren und so vorbereitet und zielbewusst in die Verhandlungen mit den Finanzierungspartnern einsteigen. Oder andere Massnahmen wie Absicherungen oder Umstrukturierungen vornehmen.



### AUTOR

**Arthur Blaser** ist Gründungspartner bei FinAvant AG, einer Firma spezialisiert für Fragestellungen im Zusammenhang mit grösseren Schuldenportfolios. Vorher war er als Managing Director 20 Jahre lang bei

den beiden Schweizerischen Grossbanken in einem ähnlichen Bereich tätig.

### SEMINARTIPP

#### Pensionskasse – Vermögensanlagen

An diesem Seminar lernen Sie die wichtigsten Elemente des Anlage-Prozesses für das Vermögen Ihrer Pensionskasse kennen und verstehen aufgrund von Praxisbeispielen, wie angemessen umsetzen und worauf dabei zu achten ist.

Termin: 1-Tages-Seminar  
Mittwoch, 7. September 2016  
Mittwoch, 23. November 2016

Ort: Zentrum für Weiterbildung der Universität Zürich

Anmeldung und weitere Informationen:  
[www.praxisseminare.ch](http://www.praxisseminare.ch)