



PORTFOLIOMANAGEMENT DER EZB

Die EZB besitzt und verwaltet drei Arten von Portfolios: das Währungsreservenportfolio, das Eigenmittelportfolio und die zum Pensionsfonds gehörigen Portfolios. Im vorliegenden Aufsatz wird dargestellt, nach welchem Ansatz diese Portfolios verwaltet werden, und es wird über die Aktivitäten der Portfolioverwaltung informiert. Darüber hinaus werden die diesbezüglich wichtigsten operationellen, technologischen und rechtlichen Aspekte kurz umrissen.

I ALLGEMEINE BESCHREIBUNG DES RAHMENS FÜR DAS PORTFOLIOMANAGEMENT

Die EZB besitzt derzeit drei Arten von Portfolios. Das erste und zugleich größte Portfolio enthält die Währungsreserven der EZB, die Ende 2005 einen Marktwert von umgerechnet rund 41 Mrd € aufwies; davon entfielen etwa 31 Mrd € auf Devisen – US-Dollar und japanische Yen – und ungefähr 10 Mrd € auf Gold und Sonderziehungsrechte (SZR). Die Währungsreserven der EZB bilden zusammen mit den Währungsreserven der nationalen Zentralbanken (NZBen) der Euro-Länder die Währungsreserven des Eurosystems. Am Ende des vergangenen Jahres beliefen sich die Währungsreserven des Eurosystems auf insgesamt rund 320 Mrd €, von denen Fremdwährungen 142 Mrd € und Gold, Sonderziehungsrechte und die Reservepositionen im IWF 178 Mrd € ausmachten. Überwiegend aufgrund von Portfolioentscheidungen der NZBen gingen die Währungsreserven des Eurosystems bereinigt um Wechselkursänderungen in der Zeit von 1999 bis 2005 stetig zurück. Sieht man einmal von den Sondereffekten der Devisenmarktinterventionen im September und November 2000 ab, blieben dagegen die Währungsreserven der EZB im gleichen Zeitraum weitgehend konstant; die hier zu beobachtenden Veränderungen waren hauptsächlich auf Wechselkursschwankungen und aufgelaufene Portfolioerträge zurückzuführen (siehe Abbildung 1).

Durch das Währungsreservenportfolio der EZB soll sichergestellt werden, dass das Eurosystem bei Bedarf jederzeit über genügend liquide Mittel für seine devisenpolitischen Transaktionen mit Nicht-EU-Währungen verfügt, wie zum Beispiel bei den Interventionen im September und November 2000.¹ Es ist jedoch anzumerken, dass der EZB neben ihren Devisenreserven

Abbildung 1 Währungsreserven des Eurosystems und der EZB

(im Gegenwert von Mrd €)



Quelle: EZB.

Anmerkung: Offizielle Währungsreserven ohne Gold, Sonderziehungsrechte und Reservepositionen im IWF; zum Marktkurs.

auch andere Möglichkeiten zur Intervention am Devisenmarkt offen stehen, da

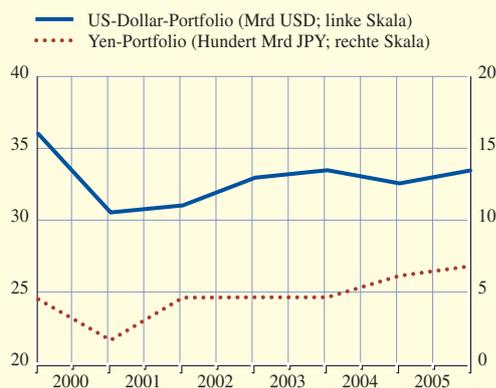
- die NZBen verpflichtet sind, der EZB bei Bedarf zusätzliche Währungsreserven zur Verfügung zu stellen,
- die EZB Interventionen finanzieren könnte, ohne auf Währungsreservenbestände zurückzugreifen, indem sie beispielsweise Devisenswaps am Markt oder mit den betreffenden Zentralbanken durchführt,
- Devisengeschäfte mit EU-Währungen, einschließlich der Interventionen im Zusammenhang mit dem Wechselkursmechanismus II, innerhalb des ESZB² refinanziert werden können.

1 Weitere Angaben zu den Devisentransaktionen des Eurosystems finden sich unter www.ecb.int/ecb/orga/tasks/html/foreign-exchange.en.html.

2 Das ESZB setzt sich aus der EZB und den NZBen aller 25 EU-Mitgliedstaaten zusammen.

Abbildung 2 Zusammensetzung der Devisenreserven der EZB nach Währungen

a) Umfang des US-Dollar- und Yen-Portfolios
(zum Marktkurs)



b) Prozentsatz der in US-Dollar angelegten Devisenreserven der EZB
(zum Marktkurs; Gegenwert in €)



Quelle: EZB.
Anmerkung: Die Portfoliogröße errechnet sich aus den offiziellen Währungsreserven zuzüglich der Deviseneinlagen bei Gebietsansässigen und abzüglich künftiger feststehender Nettoabflüsse an Devisenbeständen aufgrund von Repos und Termingeschäften.

Die Aufteilung der Währungsreserven auf US-Dollar und japanische Yen gibt sowohl den geschätzten Bedarf für Marktinterventionen als auch die Erfordernisse der Risikooptimierung wieder. Zu Beginn des Jahres 1999 belief sich das Verhältnis der Bestände in US-Dollar und japanischen Yen auf 90 zu 10. Ende 2005, nach Schwankungen an den Devisenmärkten und einigen Portfolioumschichtungen, lag die Quote bei rund 85 zu 15 (siehe Abbildung 2).

Im zweiten Portfolio werden die Eigenmittel der EZB verwaltet. Den Grundstock dieses

Portefeuilles, das am Jahresende 2005 einen Wert von etwa 6,4 Mrd € besaß, bilden das angelegte eingezahlte Kapital und der allgemeine Reservefonds der EZB. Das Portfolio dient dem Zweck, die EZB zum Ausgleich möglicher Verluste mit einer Kapitalreserve auszustatten. Die Eigenmittel der EZB werden in Vermögenswerten angelegt, die in Euro denominated sind.

Im dritten und mit Abstand kleinsten Portfolio wird der Pensionsfonds der EZB verwaltet; dort werden die Mittel aus dem Altersvorsorgeplan der EZB angelegt. Ende 2005 belief sich der Pensionsfonds auf 161 Millionen €, wobei die EZB und ihre Mitarbeiter über das Jahr hinweg Beiträge in Höhe von insgesamt rund 20 Millionen € leisteten. Das Vermögen des EZB-Pensionsfonds ist zwar unmittelbares Eigentum der EZB, ist aber für den Altersvorsorgeplan zweckgebunden; die erwirtschafteten Erträge aus den Portfolioanlagen verbleiben im Fonds.

Die drei Portefeuilles unterscheiden sich nicht nur deutlich in ihrer Größe, sondern auch hinsichtlich Zusammensetzung, Zielsetzung, Zweck und Verwaltung. Allerdings wendet die EZB bei allen drei Portfolios einige übergeordnete Grundsätze und Regeln der Portfolioverwaltung an.

- Erstens befolgt die EZB den „Grundsatz der Marktneutralität“, das heißt, sie ist im Rahmen ihres Portfoliomanagements bestrebt, keine unangemessenen Verwerfungen der Marktkurse zu verursachen. In der Praxis bedeutet dies, dass die EZB ihre Aktivitäten im Bereich der Portfolioverwaltung auf Märkte beschränkt, die tief und liquide genug sind, um die jeweiligen Transaktionen ohne weiteres zu marktbestimmten Preisen absorbieren zu können.
- Zweitens wendet die EZB berufsethische Grundsätze an, die im „Verhaltenskodex der EZB“ und in den „Regeln über berufliches Verhalten und Geheimhaltung“ niedergelegt sind. Diese Dokumente geben allen Beschäftigten der EZB Richtlinien in Bezug auf die berufliche Ethik an die Hand. In

diesem Zusammenhang sind natürlich die Regeln über Insidergeschäfte von besonderer Bedeutung, die verhindern sollen, dass im Portfoliomanagement tätige Personen Insider-Informationen für private Anlagezwecke verwenden.³

- Drittens trennt die EZB strikt zwischen Portfolioverwaltung und anderen Tätigkeiten. Hierzu setzt sie eine so genannte „Chinese Wall“ ein, die auch in der Organisationsstruktur der EZB ihren Niederschlag findet und gewährleistet, dass im Portfoliomanagement tätige Personen keine geschützten Informationen aus anderen Bereichen der EZB erhalten. Dahinter verbirgt sich das Bestreben, Interessenkonflikte zwischen der Geldpolitik und der Investitionstätigkeit der EZB zu vermeiden.

2 ORGANISATORISCHE ASPEKTE

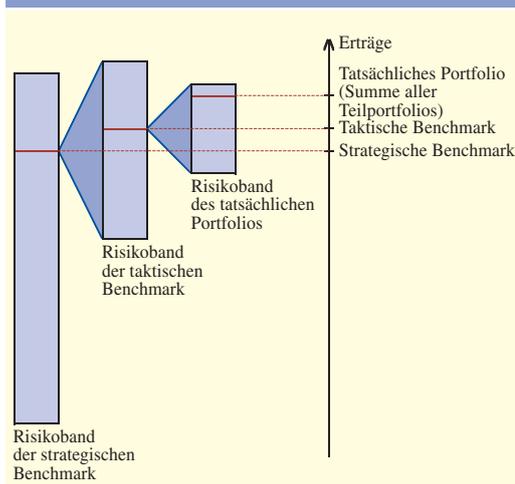
Die EZB organisiert die Verwaltung ihrer Portfolios für Währungsreserven, Eigenmittel und den Pensionsfonds auf unterschiedliche Weise und trägt dabei den verschiedenen Zielsetzungen der drei Portefeuilles Rechnung.

Im Bereich der Währungsreserven besteht das Anlageziel darin, die Erträge durch ein umsichtiges Portfoliomanagement zu maximieren, wobei die strengen Sicherheits- und Liquiditätsanforderungen, die sich aus dem Anlagezweck ergeben, zu beachten sind. Die Anlagerichtlinien und Benchmarks werden von der EZB anhand von intern entwickelten Methoden festgelegt (siehe Abschnitt 3 und 4).

Während die EZB einige Aufgaben, wie etwa das Risikomanagement und das Rechnungswesen, zentral ausführt, werden die meisten Tätigkeiten im Front- und Back-Office-Bereich dezentral im gesamten Eurosystem wahrgenommen.

Dieser Ansatz der Dezentralisierung findet sich in zwei Portfoliomandaten⁴ wieder.

Abbildung 3 Managementstruktur des Währungsreservenportfolios der EZB



Quelle: EZB.

Anmerkung: Die Säulen stellen das Risikoband der strategischen Benchmark, der taktischen Benchmark und des tatsächlichen Portfolios dar. Die horizontalen roten Linien zeigen das jeweils gewählte Risikoniveau, das das Ergebnis der strategischen Benchmark-Konzeption, die Positionierung der taktischen Benchmark und die Positionierung des tatsächlichen Portfolios widerspiegelt. Die vertikale Achse veranschaulicht die aus den Portfolioentscheidungen resultierenden Erträge.

- Das erste Mandat für die Verwaltung der Währungsreserven der EZB sieht vor, dass die strategischen Benchmarks für die Währungsreservenportfolios (je eine für US-Dollar und japanische Yen) übertroffen werden; dabei sind spezielle Anlagerichtlinien zu beachten und häufige Positionsänderungen zu vermeiden (in der Regel werden die Positionen nur einmal im Monat überprüft und gegebenenfalls verändert). Dieses Mandat wurde dem Anlageausschuss der EZB übertragen, der dem Direktorium unterstellt ist. Die Ergebnisse der vom Anlageausschuss vorgelegten und vom Direktorium gebilligten Positionen stellen

3 Weitere Angaben zur „Corporate Governance“ der EZB können unter www.ecb.int/ecb/orga/governance/html/index.en.html abgerufen werden.

4 In diesem Kontext bezieht sich der Begriff „Mandat“ auf die Übertragung des Portfoliomanagements auf einen Geschäftsbereich oder eine externe Partei. Ein Mandat spezifiziert das Benchmarkportfolio, an dem der Anlageerfolg gemessen wird, das Anlageziel und die betreffenden Anlagerichtlinien, wie etwa das Verzeichnis notenbankfähiger Instrumente und die Risikolimit.

Tabelle 1 Aufgabenverteilung im Rahmen der Währungsreservenverwaltung

(• = uneingeschränkte Zuständigkeit; ° = Zuständigkeit für Mitwirkung auf Länderebene)

Tätigkeit	EZB	NZBen
Anlageentscheidungen	•	•
Ausführung		•
Abwicklung		•
Erstellen und Abgleich der Bestätigung		•
Weisungen an Depotbanken und Korrespondenten		•
Abstimmung	•	•
Portfolio-Verwaltungssystem/Auszüge für Unterkonten	•	
Auszüge/Rechnungslegung für Unterkonten	•	
Rechnungslegung	•	
Handelserfassungs- und Risikomanagement-System	•	°
Risikomanagement (z. B. Performanceanalyse, Limite, zugelassene Länder/Geschäftspartner/Emittenten)	•	
Rahmen für die Verwaltung der Währungsreserven	•	(ESZB-Ausschuss)

Quelle: EZB.

die taktischen Benchmarks für die Währungsreserven der EZB dar (je eine für US-Dollar und japanische Yen).

- Das zweite Mandat sieht ein über die taktischen Benchmarks hinausgehendes Abschneiden vor und schließt die Abwicklung der zur Anlage der EZB-Währungsreserven erforderlichen Transaktionen am Markt mit ein; auch hier sind spezielle anlagepolitische Richtlinien einzuhalten. Die daraus resultierende Portfoliomanagementstruktur und Aufgabenverteilung sind in Abbildung 3 und Tabelle 1 dargestellt.

Bis Ende 2005 wurde das zweite Mandat allen NZBen zu gleichen Bedingungen erteilt. Seit dem 1. Januar 2006 ist es den NZBen freigestellt, ob sie die Mandate der EZB zur Verwaltung ihrer Währungsreserven übernehmen wol-

len oder nicht. Die NZBen, die auf eine Mandatsübernahme verzichten, werden zwar nicht in die operativen Abläufe, die sich auf die Anlage der Währungsreserven beziehen, eingebunden, bleiben aber in die strategischen Aktivitäten, beispielsweise die Festlegung von Benchmarks und Anlagerichtlinien, involviert. Diejenigen NZBen, die ein Mandat für die Verwaltung der EZB-Währungsreserven übernehmen, können zwischen einem US-Dollar- und einem Yen-Teilportfolio wählen. Die Deutsche Bundesbank und die Banque de France sind berechtigt, zwei Mandate zu übernehmen. Die Mandatvergabe wird in der Regel alle drei Jahre oder gegebenenfalls bei Bedarf überprüft. Verglichen mit den Rahmenbedingungen, die bis Ende 2005 Gültigkeit hatten, werden von dem neuen Regelwerk Effizienzsteigerungen erwartet. Die ursprüngliche Vergabe der Portfoliomandate wird in Tabelle 2 gezeigt. Sie folgt in etwa dem Kapitalschlüssel der EZB, also dem Anteil der einzelnen NZBen am eingezahlten Kapital der EZB.⁵

Als Anlageziel für die Eigenmittel der EZB wird langfristig eine Verzinsung über dem durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz der EZB angestrebt. Anlagerichtlinien und Benchmark sind auf das Erreichen dieses Ziels ausgerichtet. Der Abteilung Finanzanlagen der EZB wurde das Mandat übertragen, die Bench-

Tabelle 2 Aufgliederung der Währungsreserven-Teilportfolios der EZB

(Stand: 31. Januar 2006)

US-Dollar-Portfolio (in Mio USD)		Yen-Portfolio (in Hundert Mio JPY)	
BE	1 398	DE	628
DE	11 039	FR	442
GR	1 040	NL	2 510
ES	4 262	AT	1 307
FR	7 765	PT	1 109
IE	505	FI	810
IT	7 153		
LU	121		

Quelle: EZB

⁵ Weitere Angaben zum eingezahlten EZB-Kapital sind unter www.ecb.int/ecb/orga/capital/html/index.en.html zu finden.

mark für das Eigenmittelportfolio im Einklang mit den speziellen Anlagerichtlinien zu über treffen.

Im Hinblick auf den Pensionsfonds der EZB besteht das Anlageziel darin, den Vermögenswert des Fonds zu maximieren und die Risiken, dass die Verbindlichkeiten aus dem Pensionsplan das Fondsvermögen übersteigen, zu minimieren. Das Pensionsfondsportfolio wird derzeit vollständig von einem von der EZB ausgewählten externen Finanzdienstleister verwaltet.

3 ANLAGERICHTLINIEN

Anlagerichtlinien fassen allgemeine Anlageziele in konkrete Grundsätze und Regeln, die sich beispielsweise auf die Zulassungskriterien für Emittenten und Geschäftspartner sowie den Rahmen für die Steuerung der Markt- und Kreditrisiken erstrecken. Zwischen dem Pensionsfondsportfolio und den anderen beiden Portfolioarten gibt es erhebliche Unterschiede bezüglich der Anlagerichtlinien. Kasten 1 enthält Erläuterungen zum Pensionsfonds; die nachstehenden Ausführungen beziehen sich ausschließlich auf die anderen beiden Portefeuilles.

ZULASSUNGSKRITERIEN FÜR EMITTENTEN UND GESCHÄFTSPARTNER

Die Währungsreserven und Eigenmittel der EZB werden in festverzinslichen Wertpapieren, d. h. Geldmarktinstrumenten, Schatzwechsellanleihen und Staatsanleihen, sowie entsprechenden Derivaten angelegt.

Bei der Auswahl der Emittenten für ihre Währungsreserven achtet die EZB vor allem darauf, dass die jeweiligen Mittel im Einklang mit den primären operationalen Zielen Sicherheit und Liquidität investiert werden. Momentan sind insbesondere folgende Emittenten zugelassen: die Regierungen der Vereinigten Staaten, Japans und Kanadas, einige staatlich geförderte Unternehmen (Government Sponsored Enterprises, GSEs) und internationale bzw. supra-

nationale Organisationen mit erstklassigem Rating, bei denen EU-Mitgliedstaaten keine Mehrheitseigner sein dürfen, und die BIZ.

Die zugelassenen Emittenten für das Eigenmittelportfolio der EZB sind in drei Kategorien unterteilt: Regierungen, Nicht-Regierungen und Emittenten gedeckter Schuldverschreibungen. Zu den Regierungen, die als Emittenten zugelassen sind, gehören insbesondere EU-Mitgliedstaaten und Regionalregierungen, sofern sie über ein Mindestrating verfügen. In die Kategorie der Nicht-Regierungen fallen GSEs und Unternehmen mit sehr guter Bonitätseinstufung sowie die BIZ. Außerdem werden von Regierungen wie auch von Nicht-Regierungen emittierte Wertpapiere nur dann zur Verwaltung der Eigenmittel der EZB herangezogen, wenn sie an einem tiefen und liquiden Markt gehandelt werden, der die Transaktionen der EZB problemlos und ohne übermäßige Kurswirkungen absorbieren kann. Nicht-Regierungen müssen als Emittenten bestimmte Mindestanforderungen in Bezug auf ihre Bonität, ihr Eigenkapital u. ä. erfüllen.

Die Geschäftspartner für Transaktionen im Zusammenhang mit der Währungsreserven- und Eigenmittelverwaltung der EZB werden aufgrund von Risikoerwägungen und der operationalen Effizienz ausgewählt. Sie müssen (a) von einer anerkannten Aufsichtsbehörde beaufsichtigt werden, (b) ihren Sitz in einem zugelassenen Land haben, (c) die von der EZB festgelegten Mindestkriterien hinsichtlich der Bonität erfüllen und (d) einzeln von der EZB anerkannt werden. Die Mindestanforderungen an die Kreditwürdigkeit richten sich nach dem Kreditrisiko, das sich aus den verschiedenen Instrumenten ergibt. Bei Transaktionen, die ein direktes Kreditrisiko mit sich bringen (etwa bei unbesicherten Einlagen), sind die Mindestbonitätsanforderungen höher als bei Transaktionen auf Basis Lieferung gegen Zahlung (DvP). Eigenmittel dürfen in unbesicherten Einlagen nur bei der BIZ investiert werden. Verfügt ein Geschäftspartner über kein Rating, so kann er, um als Geschäftspartner anerkannt zu werden, eine formale schriftliche Garantie seiner Mutterge-

RECHTLICHE ASPEKTE DES PORTFOLIOMANAGEMENTS DER EZB

Dieser Kasten gibt einen Überblick über die wichtigsten rechtlichen Aspekte des Portfoliomanagements der EZB im Hinblick auf deren Währungsreserven, Eigenmittel und Pensionsfonds sowie über das vor kurzem erstellte Regelwerk für die Dienstleistungen des Eurosystems im Bereich der Währungsreservenverwaltung.

Verwaltung der Währungsreserven

Zur Dokumentation ihrer Geschäfte mit Währungsreserven verwendet die EZB folgende Rahmenvereinbarungen:

- den FBE-Rahmenvertrag für Finanzgeschäfte (European Master Agreement – EMA), Ausgabe 2004, bei (a) Wertpapierpensionsgeschäften und (b) außerbörslichen Derivate- und Devisengeschäften mit in 15 EU-Ländern und der Schweiz ansässigen Vertragspartnern,
- das Master Repurchase Agreement von The Bond Market Association (TBMA), Ausgabe 1996, bei Wertpapierpensionsgeschäften mit in den Vereinigten Staaten ansässigen Vertragspartnern,
- das TBMA ISMA Global Master Repurchase Agreement, Ausgabe 2000, bei Wertpapierpensionsgeschäften mit außerhalb der EU, der Schweiz und der Vereinigten Staaten ansässigen Vertragspartnern,
- das International Swaps and Derivatives Association („ISDA“) Master Agreement (multi-currency, cross-border), Ausgabe 1992, bei außerbörslichen Derivate- und Devisengeschäften mit allen – außer den in 15 EU-Ländern und der Schweiz ansässigen – Vertragspartnern und
- die Netting-Rahmenvereinbarung der EZB zur Dokumentation von Geschäften mit allen Vertragspartnern mit Ausnahme derer, mit denen die EZB ein EMA abgeschlossen hat und die in 14 EU-Ländern oder in der Schweiz ansässig sind.

Verwaltung der Eigenmittel

Zur Dokumentation ihrer Eigenmittelgeschäfte verwendet die EZB das EMA und die Netting-Rahmenvereinbarung der EZB. Der vertragliche Rahmen der EZB für ihre Wertpapierleihgeschäfte zielt im Hinblick auf ihr Eigenmittelportfolio darauf ab,

- die Risiken aus Wertpapiergeschäften mit dem Portfolio zu mindern,
- die Leihgeschäfte zu erleichtern und
- die Geheimhaltung der Zusammensetzung des EZB-Portfolios zu gewährleisten.

Zu diesem Zweck stellt die Wertpapierleih- und Agenturvereinbarung unter anderem sicher, dass die EZB für Verluste jeglicher Art aus Repogeschäften und inversen Repogeschäften im Rahmen eines Wertpapierleihprogramms entschädigt wird. Es war außerdem eine wichtige Überlegung, einen Vertrag mit einer im Euro-Währungsgebiet ansässigen Einrichtung abzuschließen, die selbst auch Wertpapierleihgeschäfte tätigt und dabei von der Bürgschaft der Muttergesellschaft profitiert. Um sicherzustellen, dass die Zusammensetzung des EZB-Portfolios geheim bleibt, verlangt die EZB, dass zwischen dem Wertpapierverleiher und den einzelnen zugelassenen Geschäftspartnern angemessene – und identische – Geheimhaltungs-

vereinbarungen getroffen werden. Eine ähnliche Regelung wird für die US-Dollar-Bestände des Währungsreservenportfolios in Betracht gezogen.

Verwaltung des Pensionsfonds

Die Mittel des Pensionsfonds sind in Anleihen, Aktien und Geldmarktinstrumenten angelegt. Die EZB ist die Vertragspartnerin für die Dienstleister des Pensionsfonds und handelt im Auftrag des Pensionsfonds. Bis vor kurzem gab es einen Vertrag mit einem Dienstleistungsanbieter, der gleichzeitig Vermögensverwalter und -verwahrer war. Seither sind die beiden Funktionen getrennt und es gibt ein eigenes Vermögensverwaltungsabkommen mit einem Dienstleistungsanbieter, der als Vermögensverwalter des Pensionsfonds fungiert, und ein Verwahrungsabkommen mit einer Depotstelle.

Die im Bankgewerbe üblichen Vereinbarungen dienten als Vorlage und wurden den speziellen Erfordernissen des EZB-Pensionsfonds angepasst. Bei Vereinbarungen dieser Art spielen Haftungsfragen natürlich immer eine Schlüsselrolle. Außerdem musste die Kontrolle der EZB über das verwendete Verwahrungssystem und die eingesetzten Finanzinstrumente gewährleistet sein. Aufgrund des dualen Systems (Trennung von Verwahrung und Verwaltung der Vermögenswerte) war es darüber hinaus erforderlich, die Aufgaben der beiden Dienstleister genau voneinander abzugrenzen. In der Vereinbarung mit dem Vermögensverwalter mussten Marktrisikogrenzen festgelegt werden, die mithilfe des Tracking-Error-Konzepts ermittelt wurden, wodurch sichergestellt wird, dass die Performance des verwalteten Portfolios nicht allzu sehr von der entsprechenden Benchmarkportfolios abweicht. Bei einigen Vermögenskategorien sollten bereits bestehende Fonds, die der Vermögensverwalter zusammen mit anderen Investoren verwaltet, verwendet werden. Die Anlagepolitik dieser Fonds musste etwas modifiziert werden, um den Erfordernissen der EZB zu genügen. Dem besonderen Steuerstatus der EZB musste in der Struktur des Fonds ebenfalls Rechnung getragen werden, wobei der Verwahrer ein angemessenes Steuer- und Geschäftsgebaren zu gewährleisten hat. Angesichts der relativ komplexen Struktur war es außerdem erforderlich, sämtliche Kosten zu ermitteln, transparent zu machen und der EZB direkt in Rechnung zu stellen.

sellschaft vorlegen, die ein ausreichendes Rating besitzen muss. Derzeit müssen Geschäftspartner, die für unbesicherte Transaktionen zugelassen sind, mindestens ein A-Rating aufweisen (die zweitbeste Einstufung verschiedener internationaler Rating-Agenturen).

Tabelle 3 gibt einen Überblick über die Anzahl der im Zusammenhang mit der Währungsreserven- und Eigenmittelverwaltung der EZB zugelassenen Geschäftspartner, Emittenten und Länder.

Ferner ist zu beachten, dass die aus dem Portfoliomanagement der EZB resultierenden Transaktionen einer weiteren Einschränkung unterliegen, da das im EG-Vertrag und in der zuge-

hörigen Ratsverordnung⁶ enthaltene Verbot der monetären Finanzierung eingehalten werden muss. Insbesondere der Kauf von Schuldtiteln am Primärmarkt, die von Mitgliedstaaten bzw. Einrichtungen oder Organen der Gemeinschaft begeben wurden, ist streng untersagt; am Sekundärmarkt ist der Erwerb dieser Instrumente zwar zulässig, doch darf das Verbot nicht auf diesem Wege umgangen werden. Käufe am Sekundärmarkt und von Mitgliedstaaten emittierte Schuldtitel unterliegen daher bestimmten Überwachungsschwellenwerten. Im Bereich des

⁶ Auf dieses Verbot wird in Artikel 101 des EG-Vertrags eingegangen, auf den sich die Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates vom 13. Dezember 1993 bezieht.

Tabelle 3 Anzahl der zugelassenen Geschäftspartner, Emittenten und Länder

(Stand: 31. Januar 2006)

	Währungsreserven	Eigenmittel
Geschäftspartner insgesamt	119 ¹⁾	26 ²⁾
<i>Darunter: Zugelassen für DvP-Transaktionen</i>	81	26
<i>Darunter: Zugelassen für Einlagen</i>	45	1 (BIZ)
Zugelassene Emittenten des privaten Sektors	1	52
Zugelassene Emittenten des Staatssektors	8	35
Zugelassene Länder	21	26

Quelle: EZB.

1) Für Einlagen und DvP-Transaktionen sind 39 Geschäftspartner zugelassen.

2) Für Einlagen und DvP-Transaktionen ist die BIZ zugelassen.

Währungsreservenportfolios gibt es allerdings eine Ausnahme, die es der EZB gestattet, Schuldtitel von nicht teilnehmenden Mitgliedstaaten am Primärmarkt zu erwerben, wenn diese Käufe zum alleinigen Zweck der Währungsreservenverwaltung vorgenommen werden.⁷

STEUERUNG DES KREDITRISIKOS

Die im vorherigen Abschnitt beschriebenen Zulassungskriterien für Geschäftspartner und Emittenten stellen zwar erste auf das Kreditrisiko bezogene Einschränkungen bei der Anlage der Währungsreserven und Eigenmittel der EZB dar, doch sind darüber hinaus präzisere Instrumente zur Steuerung des Kreditrisikos erforderlich. Daher wurden Limite festgelegt, die gewährleisten, dass eine zu hohe Risikobereitschaft und Konzentration verhindert werden. Das Kreditrisiko-Managementsystem der EZB enthält und überwacht folgende Limitkategorien:

- Länderlimit: Länderrisiken resultieren aus Risiken im Zusammenhang mit Emittenten und Geschäftspartnern, wobei die Rechtsordnung am Sitz des Emittenten oder Geschäftspartners berücksichtigt wird. Die Länderlimite richten sich nach der Bedeutung, die den einzelnen Ländern im Rahmen der Investitionstätigkeit der EZB zukommt,

nach ihrer Bonitätseinstufung und ihrer am BIP gemessenen Größe.

- Emittentenlimite: Sie beziehen sich auf das Risiko, das sich aus dem Besitz von Wertpapieren bestimmter Emittenten oder Emittentengruppen ergibt. Die Emittentenlimite hängen von der Bedeutung der Emittenten, ihren Kreditratings und der Höhe ihrer umlaufenden Emissionen ab.
- Limit für das Adressenausfallrisiko: Im Bereich der Währungsreservenverwaltung gelten spezielle Unterlimite für das Adressenausfallrisiko, das aus unbesicherten Einlagen resultiert. Die Limite für das Adressenausfallrisiko richten sich nach der Bonität des Geschäftspartners (oder seines Garanten) und dessen Eigenkapital. Darüber hinaus gilt für alle Geschäftspartner eine Obergrenze.
- Limit für das Abwicklungsrisiko: Dieses Limit bezieht sich auf Risiken im Zusammenhang mit Transaktionen, die nicht Zug um Zug abgewickelt werden. Bei den Eigenmitteln der EZB gibt es kein Limit für das Abwicklungsrisiko, da alle Transaktionen auf Basis Lieferung gegen Zahlung durchgeführt werden.

Was die Währungsreserven der EZB anbelangt, so wurden für die NZBen, die Teilportfolios dezentral verwalten, nach Maßgabe eines Verteilungsschlüssels, der die Portfoliogrößen widerspiegelt, Gesamtlimate festgelegt.

STEUERUNG DES MARKTRISIKOS

Die Marktrisiken im Zuge der Währungs- und Eigenmittelverwaltung der EZB werden anhand eines vielschichtigen Benchmarksystems und mittels Abweichungsbandbreiten um diese Benchmarks herum gesteuert. Das akzeptierte

⁷ Diese besondere Ausnahme wird in Artikel 2 der Verordnung (EG) Nr. 3603/93 des Rates erwähnt. Wie bereits festgestellt, ist diese Ausnahme für die EZB nicht maßgeblich, da sie beschlossen hat, dass EU-Mitgliedstaaten und internationale oder supranationale Organisationen, in denen EU-Mitgliedstaaten Mehrheitseigner sind, nicht als Emittenten im Rahmen der Währungsreservenverwaltung der EZB zulässig sind.

Marktrisiko wird im Wesentlichen so begrenzt, dass die einzelnen Anlageportfolios bei bestimmten angemessenen Konfidenzniveaus Verluste vermeiden.

Das allen Anlageportfolios zueigene Marktrisiko und die Übereinstimmung des Portfoliomanagements mit dem Marktrisikorahmen werden mithilfe der in Kasten 2 dargestellten IT-Systeme täglich überwacht. Zur Messung des Marktrisikos wird eine Reihe von Indikatoren herangezogen, darunter der Value-at-Risk (VaR) für die Bestände (ausgedrückt in Landeswährung und Euro), die modifizierte Duration, der Tracking Error und die Risiken aus bestimmten Instrumentenkategorien.⁸ Die VaR-Kennzahlen werden sowohl in absoluter Be-

trachtung als auch relativ zu den entsprechenden Benchmarks berechnet.

Innerhalb dieses Rahmens bieten die Abweichungsbänder rund um die Benchmarks, ausgedrückt als modifizierte Duration und relativer VaR, Spielraum für das Portfoliomanagement.

⁸ Die modifizierte Duration ist eine Messgröße für das Zinsänderungsrisiko eines Portfolios. Sie drückt die gewichtete durchschnittliche Zeit bis zur Fälligkeit der im Portfolio gehaltenen Instrumente aus. Der VaR ist ein Schätzwert des maximalen Verlustpotenzials bei einem gegebenen Konfidenzniveau (z. B. 95 %) in einem gegebenen Anlagezeitraum (z. B. ein Jahr). Tracking Error bezeichnet die Standardabweichung der Differenzen zwischen Portfolioerträgen und Benchmarkertträgen, die mit einer gegebenen Häufigkeit (z. B. täglich) in einem gegebenen Zeitraum (z. B. drei Monate) gemessen werden.

Kasten 2

IT-SYSTEME FÜR DAS PORTFOLIOMANAGEMENT DER EZB

Alle im Rahmen des Portfoliomanagements der EZB durchgeführten Aktivitäten mit Ausnahme der Verwaltung des Pensionsfonds werden durch ein einziges integriertes Portfoliomanagementsystem unterstützt. Dieses System stellt sicher, dass sämtliche für die Verwaltung der Währungsreserven und Eigenmittel der EZB zugelassenen Instrumente gemäß den EZB-Erfordernissen im Front-, Middle- und Back-Office-Bereich bearbeitet und überwacht werden. Es wurde ein spezielles Buchungsmodul entwickelt und in das System integriert, um den besonderen Rechnungslegungsvorschriften des ESZB zu genügen.

Die Beschaffung des Systems wurde 1997 öffentlich ausgeschrieben; es folgte ein umfangreicher Auswahlprozess, bei dem sieben Systeme in die engere Wahl kamen, die dann anhand vorher festgelegter Kriterien geprüft wurden, bis das System gefunden wurde, das den funktionalen und technischen Anforderungen der EZB am besten entsprach. Das System wurde 1998 implementiert und war am 1. Januar 1999 betriebsbereit.

Seitdem wurden mehrere neue Versionen eingeführt, um das System an die geänderten Erfordernisse der EZB anzupassen; so mussten z. B. die neuen Merkmale und Instrumente unterstützt werden, die aufgrund von Veränderungen des Anlagesystems der EZB eingeführt wurden.

Seit 1997 haben mehrere nationale Zentralbanken des ESZB das EZB-System für die Verwaltung ihrer eigenen Portfolios übernommen. Die Tatsache, dass immer mehr Zentralbanken dieselbe IT-Plattform für ihre eigenen Zwecke verwenden, bietet die einzigartige Möglichkeit, gemeinsame Projekte durchzuführen, Synergieeffekte zu erzielen und die Geschäftsbeziehungen mit dem Anbieter zu verbessern.

Die technische Architektur stellt sicher, dass jede gemäß der dezentralen Struktur des Systems an der Verwaltung der EZB-Währungsreserven beteiligte NZB mit denselben zentralen Servern verbunden ist, aber nur auf die im Zusammenhang mit ihren Anlage- und Interventionsbeständen durchgeführten Transaktionen zugreifen kann. Folglich sind keine Schnittstellen oder Stapelübertragungen erforderlich.

Obwohl das System auch Back-Office-Funktionen enthält, werden bei der EZB nur die Front- und Middle-Office-Funktionen verwendet, während die NZBen die von ihnen im Auftrag der EZB durchgeführten Geschäfte über ihr eigenes System abzuwickeln haben.

Die EZB setzt bei ihrem Portfoliomanagement auch einige andere Systeme ein. Dazu zählen ein Pensionsfonds-Verwaltungssystem, ein Bargeld- und Wertpapierabstimmungssystem, eine elektronische Handelsplattform für Wertpapiergeschäfte und ein System für Risikoanalysen. Derzeit wird eine Datenbank für die Untersuchung risiko- und performancebezogener Zahlen eingerichtet.

Während man die VaR-Zahlen bereits seit mehreren Jahren verfolgt, werden die relativen VaR-Limite erst in diesem Jahr verbindlich eingeführt, womit die Limite für die modifizierte Duration hinfällig werden. Durch die Festlegung von Marktrisikolimiten soll gewährleistet werden, dass Positionen aufgebaut werden können, das potenzielle Marktrisiko zugleich aber auf einem noch vertretbaren Niveau bleibt. In der Vergangenheit lagen die eingegangenen Positionen im Schnitt stets deutlich unter den zulässigen Abweichungsbandbreiten, was auf ein umsichtiges Risikoverhalten bei den Portfoliomanagern der EZB und der NZBen schließen lässt. Um sicherzustellen, dass die Benchmarks und Abweichungsbänder mit dem übergeordneten Risiko-/Ertragsprofil der EZB vereinbar sind, werden sie in regelmäßigen Abständen überprüft.

Das Liquiditätsrisikoprofil für die Währungsreserven der EZB wird gleichfalls täglich überwacht, damit gewährleistet ist, dass in ausreichender Höhe Barmittel oder sehr liquide Wertpapiere gehalten werden.

4 BENCHMARKKONZEPTION

Die Festlegung der strategischen Portfolioausrichtung für die Währungsreserven der EZB erfolgt in zwei Schritten. Im ersten Schritt wird

der Währungsmix bestimmt, um so den optimalen Anteil von US-Dollar- und Yen-Beständen zu beschließen, wobei vorrangig geldpolitische Erfordernisse und danach Risikoüberlegungen eine Rolle spielen. Der zweite Schritt besteht darin, für jede der Währungen eine optimale Portfoliostruktur zu ermitteln. Gegenwärtig wird das Risiko-/Ertragsprofil für die Währungsstreuung und für die Verwaltung der Teilportfolios für US-Dollar und japanische Yen getrennt voneinander formuliert.

Im Bereich der Eigenmittel der EZB verläuft der Prozess der strategischen Portfolioausrichtung ähnlich wie im oben beschriebenen zweiten Schritt, allerdings mit etwas anderen Parametern, die die längerfristige Orientierung und die geringeren Liquiditätsanforderungen bei den EZB-Eigenmitteln widerspiegeln.

Angesichts der in zahlreichen theoretischen und empirischen Studien nachgewiesenen Bedeutung, die der Auswahl geeigneter Investment-Benchmarks zukommt, werden beträchtliche Mittel dafür aufgewendet, die bei der Konzeption von Benchmarks genutzten Verfahren weiterzuentwickeln. Die für Finanzanlagen zuständige Abteilung der EZB hat ein maßgeschneidertes ökonomisches Modell konzipiert, das auf allgemein zugänglichen gesamtwirtschaftlichen Prognosen beruht, von denen zukunftsorientierte Ertragserwartungen für die

einzelnen Assetklassen, die Teil des Anlagespektrums für die Währungsreserven und Eigenmittel sind, abgeleitet werden. Als Grundlage für den Prozess der Benchmarkkonzeption stellen zukunftsgerichtete Erträge eine erhebliche Verbesserung gegenüber den vergangenheitsbezogenen Erträgen dar. Die Optimierungsmethode der mittleren Standardabweichung wird dabei durch weitere Optimierungstechniken ergänzt, um so die Analyse robuster zu machen. Der Prozess der Benchmarkkonzeption wird laufend im Hinblick auf mögliche Verbesserungen überprüft.

5 ERGEBNISSE DES PORTFOLIOMANAGEMENTS

Die EZB veröffentlicht im Rahmen ihres Jahresberichts auch die Finanzergebnisse. Im Jahr 2005 belief sich der Reingewinn genau auf null, nachdem im Jahr zuvor Verluste in Höhe von 1,6 Mrd € verzeichnet wurden (siehe Tabelle 4). Die Entwicklung der finanziellen Ergebnisse der EZB wird stark durch ungünstige Wechselkursbewegungen beeinträchtigt. So brachte etwa die Stärkung des Euro gegenüber dem US-Dollar in den Jahren 2003 und 2004 Verluste mit sich, da ein Großteil der Vermögenswerte der EZB in nicht wechselkursgesicherten Währungsreserven angelegt ist. Gemäß den der Vorsicht verpflichteten Rechnungslegungsgrundsätzen der EZB, die dieses signifikante Risiko berücksichtigen, werden Bewertungsgewinne nicht als Erträge ausgewiesen, sondern auf Neubewertungskonten verbucht, während Bewertungsverluste als Aufwendungen behandelt werden. Diese asymmetrische Behandlung nicht realisierter Gewinne und Verluste wirkt sich so aus, dass Gewinne erst bei Veräußerung oder Fälligkeit der entsprechenden Vermögenswerte realisiert werden. Daher weicht das jährliche Finanzergebnis der EZB von dem vollständig zu Marktpreisen bewerteten Ertrag ab.

Wechselkursschocks können die Entwicklung des Jahresgewinns der EZB aber nur teilweise erklären. So wurden die Erträge in den Jahren 2001 und 2002 beispielsweise weitgehend durch die Bewegungen an den Anleihemärkten be-

Tabelle 4 Jahresgewinn und -verlust der EZB seit 1999

(in Mio €)

Jahr	G & V
1999	-247
2000	1 990
2001	1 822
2002	1 220
2003	-477
2004	-1 636
2005	0

Quelle: EZB.

stimmt. Die Anleiherenditen gingen deutlich auf ein sehr niedriges Niveau zurück und brachten erhebliche Kursgewinne mit sich. Die niedrigen Zinssätze ließen jedoch nur wenig Spielraum dafür, dass die Zinserträge die Wechselkursverluste der Jahre 2003 und 2004 hätten ausgleichen können. Aufgrund des niedrigen Zinsniveaus und der geringen Zinsvolatilität wurde das Niveau des Zinsänderungsrisikos, dem die drei Portfolios ausgesetzt sind, seit 2004 merklich verringert.

Die von der EZB definierten Portfoliomandate für die Währungsreserven und Eigenmittel messen der Maximierung der Portfolio-Performance gegenüber dem Benchmarkergebnis große Bedeutung bei. Dahinter steckt der Gedanke, dass Portfoliomanager – innerhalb der engen Grenzen, die ihnen Zweck und Ziele der Portfolios vorgeben und die auch in den Risikomanagementregeln zum Ausdruck kommen – den Wert der Portefeuilles im Zeitverlauf steigern können. Wenngleich die Portfolio-Performance zuweilen (insbesondere 2002) negativ war, so war sie doch in den Jahren 1999 bis 2005 zumeist und somit auch auf kumulierter Basis positiv und als recht beachtlich einzuschätzen. Dies ist vor allem den täglichen Aktivitäten der verschiedenen Portfoliomanager zu verdanken.

Portfoliomanager erhöhen auch dadurch den Wert der EZB-Portfolios, dass sie gegebenenfalls neue Instrumente zur Aufnahme in das Anlagespektrum vorschlagen. Das Anlagespektrum der EZB wurde im Laufe der Zeit um neue

Instrumentenkategorien wie etwa gedeckte Schuldverschreibungen, neu zugelassene Emittenten innerhalb der zugelassenen Instrumentenkategorien und Derivate wie Geldmarkt- oder Anleihe-Futures erweitert. Die Portfoliomanager haben darüber hinaus neue Portfoliomandate vorgeschlagen, wie die oben genannten Mandate zum Wertpapierleihgeschäft im Rahmen der Verwaltung der Eigenmittel und der US-Dollar-Währungsreserven.

Daneben spielen Portfoliomanager eine wichtige Rolle bei der Finanzmarktbeobachtung der EZB und des Eurosystems. Sie müssen die aktuellen und strukturellen Entwicklungen an den Finanzmärkten genau verfolgen und analysieren und sich in unterschiedlicher Intensität mit allgemeinen Anlageformen bis hin zu speziellen Finanzinstrumenten befassen. Dabei stützen sie sich auf eine Vielzahl von Informationsquellen, insbesondere die Forschung und die Einschätzungen von am Markt aktiven Geschäftspartnern.

Die daraus resultierenden ständig aktualisierten Wissensressourcen über die Finanzmarktentwicklungen besitzen für die EZB und das Eurosystem zweifelsohne einen beträchtlichen Wert. Um dieses Wissen zu verbreiten, gehört es zu den Aufgaben der Portfoliomanager, regelmäßige Kurzberichte über das Geschehen an den Finanzmärkten aus Sicht der Anleger zu verfassen. Des Weiteren beantworten sie gelegentliche Anfragen im Zusammenhang mit den Finanzmärkten. Die Analysen der Finanzmarktentwicklung und der Innovationen und strukturellen Veränderungen an den Finanzmärkten profitieren somit in erheblichem Maße von den im Portfoliomanagement gewonnenen Erkenntnissen.

6 ABWICKLUNGSRAHMEN

Für die verschiedenen Portfolioarten der EZB gibt es jeweils unterschiedliche Abwicklungsrahmen. Während die NZBen der Euro-Länder, die sich entschieden haben, an der Verwaltung der Währungsreserven der EZB teilzunehmen

(derzeit alle zwölf NZBen des Euroraums), die Abwicklung der damit verbundenen regelmäßigen Transaktionen wahrnehmen, wickelt die EZB alle Transaktionen ab, die sich aus der Verwaltung ihrer Eigenmittel ergeben. Die Transaktionen im Zusammenhang mit dem Pensionsfonds der EZB werden derzeit von einem externen Finanzdienstleister durchgeführt.

Die EZB ist bestrebt, bei der Abwicklung der Transaktionen in Bezug auf das Währungsreserven- und Eigenmittelportfolio die höchsten Anforderungen zu erfüllen. In Zusammenarbeit mit den Geschäftspartnern werden auch Anstrengungen unternommen, die Sicherheit und Effizienz der Transaktionsabwicklung im Bankensektor insgesamt weiter zu steigern, insbesondere was die Anwendung optimaler Verfahren (Best Practices) beim Austausch von Handelsbestätigungen angeht.

Die NZBen treten bei der Durchführung von Geschäften in Verbindung mit den Währungsreserven der EZB offen als Agenten der EZB auf. Bei ihren Transaktionen mit Geschäftspartnern im Bereich des Portfoliomanagements trennen die NZBen daher Geschäfte, die sie im eigenen Namen durchführen, von solchen, die sie im Namen und auf Rechnung der EZB vornehmen (d. h. der Agentenstatus wird ausgewiesen). Um dieses Verfahren zu vereinfachen, wurden die Konten bei Finanzintermediären – zum Beispiel Korrespondenten, Wertpapier- und Goldverwahrern sowie zentralen Clearingstellen für börsengehandelte Derivate – im Namen der EZB eröffnet und einzelnen NZBen Verfügungsgewalt über diese Konten erteilt. Zudem wurden einheitliche Anforderungen und Verfahren für Transaktionen der EZB und der NZBen festgelegt, um sicherzustellen, dass eine ausreichende Trennung der Vermögenswerte der EZB von denen der NZBen gegeben ist. Solche gemeinsamen Richtlinien gewährleisten auch, dass die Transaktionen im Rahmen der Währungsreservenverwaltung der EZB – im Einklang mit den optimalen Verfahren und hohen Sicherheitsanforderungen – im gesamten Eurosystem harmonisiert abgewickelt werden. Für umfangreiche Kontrollen sowohl bei der

EZB als auch bei den NZBen ist gesorgt, wie beispielsweise die regelmäßigen detaillierten Abstimmungen der externen Auszüge für Giro-, Wertpapier-, Gold- und Terminkonten der EZB mit den jeweils verwendeten Systemen. Die EZB erhebt und analysiert auch im Einzelnen Daten über Abwicklungsstörungen und informiert die Beschlussorgane der EZB regelmäßig über die Ergebnisse.

Die EZB und die NZBen betreiben ein aktives Management der im Rahmen der Eigenmittel- und Währungsreservenverwaltung der EZB entgegengenommenen Sicherheiten. Nach dem Pooling/Netting der besicherten Operationen werden die Risiken gegenüber den Kontrahenten berechnet und es wird ermittelt, ob ein Margenausgleich⁹ notwendig ist.

7 ZUSAMMENFASSUNG

Die EZB besitzt und verwaltet drei Arten von Portfolios: Währungsreserven, Eigenmittel und den Pensionsfonds. Jedes Portfeuille dient einem speziellen Zweck, der sich auf die Art, in der es verwaltet wird, auswirkt. Das Portfolio-management der EZB unterliegt strengen Regeln, die den Grundsatz der Marktneutralität, einwandfreies berufsethisches Verhalten und eine strikte Trennung zwischen Portfolioverwaltung und Geldpolitik gewährleisten. Detaillierte Anlagerichtlinien stellen sicher, dass die Markt- und Kreditrisiken streng kontrolliert werden, und sorgen für klare und faire Kriterien bei der Auswahl der zugelassenen Emittenten und Geschäftspartner.

Für die Konzeption von Portfoliobenchmarks, die Hauptdeterminanten von Portfolioerträgen und -risiken sind, werden beträchtliche Anstrengungen unternommen. Die Portfoliomandate werden innerhalb der gegebenen Grenzen mit Blick auf eine Maximierung der Portfolio-Performance gegenüber der betreffenden Benchmark definiert und erteilt, wobei die administrativen und sonstigen Kosten so niedrig wie möglich gehalten werden sollen. Was die Währungsreserven der EZB betrifft, so wurde

im Januar 2006 eine Änderung in der Zuweisung der Teilportfolios eingeführt, von der Effizienzgewinne erwartet werden.

Aktualisierte Angaben zum Thema Portfolio-management werden bei Bedarf insbesondere im Jahresbericht der EZB veröffentlicht.

⁹ Eine Margenforderung ist die Aufforderung an einen Kontrahenten, zusätzliche Sicherheiten zu stellen.