

Zeitschrift für das gesamte
REDITWESEN

76. Jahrgang · 15. August 2023

16-2023

**Digitaler
Sonderdruck**

Pflichtblatt der Frankfurter Wertpapierbörse
Fritz Knapp Verlag · ISSN 0341-4019

2023

**INSTITUTIONELLES
ASSET MANAGEMENT**

**Jedes Portfolio
hat ein Risiko-Overlay
verdient**
Marvin Labod

**SPENZIALS
FONDS**

Marvin Labod

Jedes Portfolio hat ein Risiko-Overlay verdient

Spätestens seit der US-Ökonom Harry Markowitz 1990 den Nobelpreis für Wirtschaftswissenschaften verliehen bekommen hat, wissen wir, dass eine breite Diversifikation über verschiedene Anlageklassen dazu beiträgt, Rendite und Risiko eines Investmentportfolios in ein effizientes Verhältnis zu bringen. Dieses Jahr im Juni ist der Begründer der modernen Portfoliotheorie im Alter von 95 Jahren verstorben. Sein wissenschaftliches Vermächtnis bleibt, sein Beitrag für das Asset Management ist unschätzbar.

Und doch war auch ihm klar: „Im Allgemeinen kann das Risiko nicht vollständig ausgeschaltet werden, unabhängig davon, wie viele Arten von Wertpapieren in

einem Portfolio vertreten sind.“ So heißt es in der damaligen Pressemitteilung der Royal Swedish Academy of Sciences anlässlich der Preisvergabe.

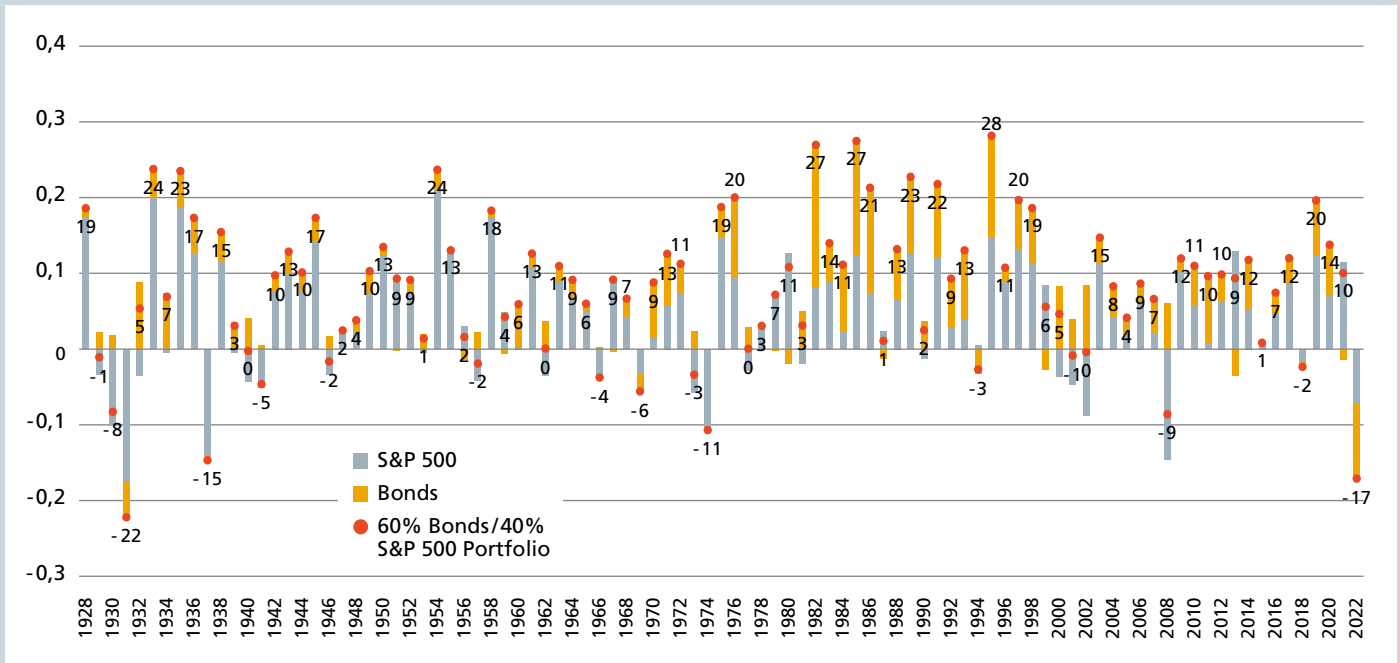
Diversifikation verbessert zwar das Risikoprofil, reicht aber nicht aus, um Downside-Risiken vollständig zu begrenzen. Auch gut diversifizierte Portfolios sind temporär signifikanten Schwankungen ausgesetzt. Bei starken Drawdowns ist zudem die Korrelation aller Assetklassen tendenziell hoch. Geopolitische Risiken, Kriege, systematische Marktrisiken, Rezessionen, Zinsrisiken, Währungsrisiken, Inflationsschübe: Trotz breit gestreuter Diversifikation, elaborierten Risikomanagements und ausgefeilter Asset

Allocation können derartige Ereignisse den Wert eines Portfolios immer wieder stark beeinträchtigen.

Drawdowns muss man nicht aussitzen

Sehr deutlich wurde das 2022, als im Zuge der Zinswende nicht nur Aktien, sondern auch sichere Staatsanleihen schmerzliche Kurseinbußen erlitten. In der Vergangenheit hat die absichernde Wirkung von Fixed-Income-Portfolios für Aktienportfolios zwar nahezu immer funktioniert. Das vergangene Jahr hat aber gezeigt: Ein Naturgesetz ist das nicht (Abbildung 1).

Abbildung 1: Diversifikation hat ihre Grenzen – addierte Verluste sind besonders schmerzhaft (in Prozent)



Quelle: Lupus alpha; Bloomberg, Berechnungen M. Labod



Selbst wenn die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen funktioniert hat, gab es immer wieder Märkte, in denen dieser Gegenlauf nur wenig bewirken konnte, weil sich die Aktienverluste auf ein Vielfaches der Rentenperformance summierten. So etwa in der Dotcom-Krise, als der S&P 500 Index beinahe 50 Prozent abgab. In der Finanzkrise waren es sogar mehr als 56 Prozent und in der Corona-Krise nahezu 34 Prozent. Und im Zuge der Ukraine-Krise gab der Index mehr als ein Viertel von seinem Hoch ab. Krisen treten mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit immer wieder auf – und das häufiger, als man sich in guten Zeiten bewusst ist. Außerdem kommen sie in der Regel unvermutet und aus einer nicht erwarteten Richtung.

Stellt sich die Frage: Kann es sich ein institutionelles Portfolio leisten, solche im-

zinseffekte stärker und kann sich so schneller aus der Verlustzone arbeiten. Die gute Nachricht lautet: Es muss nicht sein, Marktphasen mit erheblichen Drawdowns oder sich schleichend akkumulierenden Verlusten auszusitzen.

Mit einem Risiko-Overlay lassen sich die Grenzen der Diversifikation erweitern. Selbstredend ersetzt es nicht eine breite Risikostreuung. Es ergänzt sie. Wichtig dabei: Risiko-Overlay funktioniert vollkommen ohne jeglichen Eingriff in die strategische Allokation eines Portfolios. Wenn beispielsweise ein Vermögen unterschiedliche Asset Manager mandatiert hat, ermöglicht die Analyse dieser Portfolios auf Masterfondsebene, die Risikotreiber auf aggregierter Ebene (also über alle Teilfonds hinweg) zu erkennen. Auf Basis dieser Analyse lässt sich mithilfe derivativer Instrumente wie Futures und

„Risiko-Overlay funktioniert vollkommen ohne jeglichen Eingriff in die strategische Allokation eines Portfolios.“

mer häufiger wiederkehrenden Ereignisse mit kräftigen Drawdowns auszusitzen? Es gibt viele Rahmenbedingungen, die eine solche Möglichkeit einschränken: ein bestimmter Anlagehorizont; regulatorische Vorgaben; notwendige Deckungsniveaus; die Struktur von Pensionsverpflichtungen; Anlagerichtlinien für den Kapitalerhalt; die bilanzielle Risikotragfähigkeit und viele weitere.

Grenzen der Diversifikation erweitern

Es stellt sich aber auch die Frage, ob sich ein Investor größere Rückschläge in seinem Portfolio überhaupt leisten will. Das Ziel jedes Investors ist es unter dem Strich, mit seinem Portfolio entweder die höchstmögliche Rendite bei geringstmöglichem Risiko oder aber bestimmte konkrete Renditeziele zu erreichen. Dabei hilft es, größere Drawdowns zu vermeiden. Denn wer nach einer Krise mit einem höheren Vermögen in den nächsten Kursaufschwung geht, nutzt Zinses-

Optionen eine effiziente und transparente Risikosteuerung aufzusetzen.

Während also das abzusichernde Vermögen des Investors, bestehend aus diversen Einzelportfolios mit unterschiedlichen Strategien, in seiner Gesamtheit das Basisportfolio bildet, wird auf dieser Grundlage mithilfe derivativer Instrumente ein Hedgeportfolio zusammengestellt. Dieses kann jederzeit angepasst werden, wenn sich die Risikoparameter im Basisportfolio ändern. Allerdings: Auch das klassische Risiko-Overlay hat seine Grenzen. Denn das Ziel der Absicherung institutioneller Portfolios ist es häufig zunächst nur, eine definierte Wertuntergrenze nicht zu unterschreiten.

Mehr als die harte Wertuntergrenze

Mit einer harten Wertuntergrenze allein besteht jedoch immer die Gefahr, dass ein starker Drawdown das Risikobudget voll-



Foto: Lupus alpha Asset Management AG

Marvin Labod



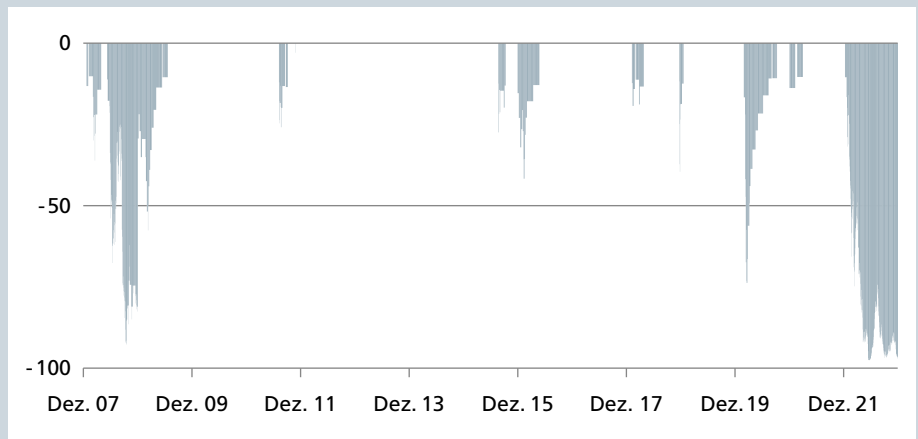
Head of Quantitative Analysis, Lupus alpha Asset Management AG, Frankfurt am Main

Die Strategische Asset Allocation institutioneller Investoren kann Risiken durch Diversifikation mindern, doch das hat Grenzen. Das wusste schon der Nobelpreisträger Harry Markowitz. Gerade bei einem Bündel und sich überlagernder negativer externer Effekte drohen Verluste, weil alle Assetklassen betroffen sind. Hier kommen Overlay-Strategien ins Spiel. Diese können die Grenzen der Diversifikation erweitern, ohne natürlich eine breite Risikostreuung zu ersetzen, wie der Autor in diesem Beitrag ausführt. So lassen sich Risiken zweifelsohne besser managen. Doch nur mit einer ganzheitlichen Betrachtung, so sein Appell, lässt sich auch die Rendite im Blick behalten. Ein modular aufgebautes Overlay, das verschiedene Risiken abdeckt, ermöglicht es, die unterschiedlichsten Anforderungsprofile umzusetzen. Anhand eines Beispielfortfolios werden die positiven Effekte einer solchen Vorgehensweise für institutionelle Investoren erläutert. (Red.)

kommen aufzehrt und das Portfolio in den Cashlock treibt. Eine Partizipation am folgenden Aufschwung ist dann nicht mehr möglich, bis neues Risikokapital zugewiesen wird. Die Wahrscheinlichkeit eines Cashlocks sinkt erheblich, wenn Investoren ein ganzheitliches Overlay nutzen und die verschiedenen Elemente einer Risikoabsicherung miteinander kombinieren.

Dazu gehören eine Drawdown-Bremse in Form einer Optionsreplikation und die

Abbildung 2: Overlay-Exposure zum Masterfonds ohne Ertragskomponente



Quelle: Lupus alpha; Bloomberg, Berechnungen M. Labod

Absicherung gegenüber Overnight-Schocks in Form eines Tail-Risk-Fallschirms durch physische Optionen (eventuell ergänzt durch die Absicherung von Währungsrisiken). Mit entsprechenden Strategien ist es auch möglich, die langfristig steigende Tendenz liquider Märkte zu nutzen, um die Kosten der Absicherung in Nichtkrisenjahren zu reduzieren. Wer allein auf die Wertuntergrenze setzt, springt zu kurz. Nur wem die volle Palette der Absicherungsinstrumente zur Verfügung steht, der kann eine auf seine spezifischen Bedürfnisse zugeschnittene Absicherungsstrategie installieren.

Elemente zur Risikominderung

Aber auch für Vermögen ohne harte Wertuntergrenze bietet sich ein Risiko-Overlay aus diesen Bausteinen an. Die Drawdown-Bremse beispielsweise wirkt in fallenden Märkten fortlaufend, indem sie das Auszahlungsprofil von Optionen mittels Replikation in einer dynamischen Handelsstrategie nachgebildet. Zu diesem Zweck wird mit Short Futures und Credit Default Swaps (CDS) ein Portfolio von Put-Optionen repliziert, das auf die unterschiedlichen Arten von Drawdowns bestmöglich reagiert. Durch ihre Konstruktion hat die Optionsreplikation den Vorteil, auch an V-förmigen Erholungen, wie sie nach dem Corona-Einbruch eintrat, partizipieren zu können.

Gegen seltener auftretende, dafür aber mit starken Verlusten verbundene Overnight- und Tail-Risiken helfen Tail-Hedges in Form von Optionen, weil diese auf plötzliche Marktveränderungen reagieren und so gegen schnelle, hochvolatile Drawdowns absichern. Wird zum Beispiel ein Portfolio aus Tail-Risk-Optionen aufgebaut, ist man auch in vermeintlich ruhigen Phasen abgesichert, falls ein Tail-Risk-Event auftreten sollte.

Um einen solchen Tail-Risk-Fallschirm bestmöglich einzusetzen, bedarf es eines tiefgreifenden Verständnisses der Optionsmärkte. Alle diese Elemente, Drawdown-

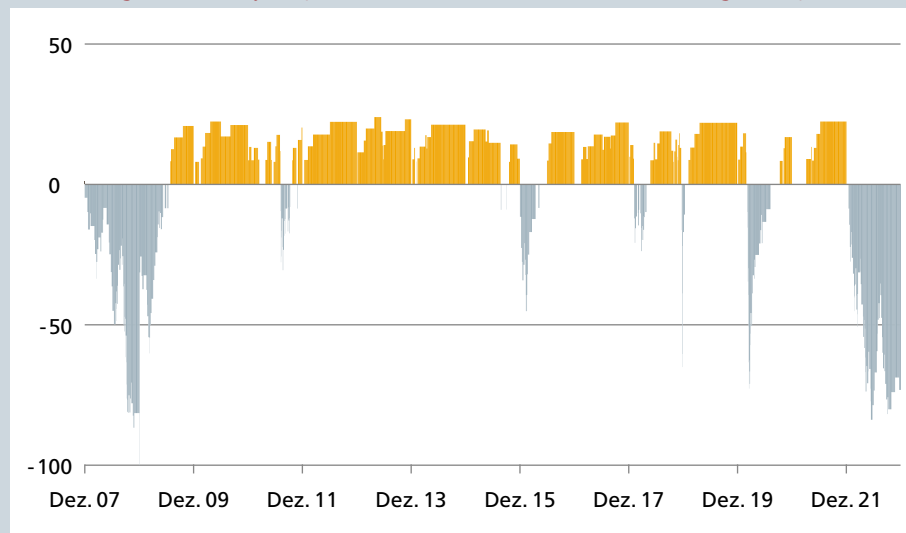
Bremse, Tail-Risk-Fallschirm oder Währungssicherung lassen sich einzeln und kombiniert implementieren und bei Bedarf um das Management einer harten Wertuntergrenze erweitern.

Moderate Absicherung mit Performancekomponente

Unabhängig davon, welche dieser Elemente eines Overlays genutzt werden, es dient allein dazu, Verluste zu begrenzen. In Jahren, in denen keine Absicherung nötig ist, läuft der Investor Gefahr, dass Opportunitätskosten seine Rendite schmälern. Um dem entgegenzuwirken, lässt sich ein Overlay aber auch weiterdenken, indem es Risiko und Rendite als Einheit betrachtet. Mit einem Ertrags-Booster ist es möglich, die Kosten der Absicherung zu reduzieren. Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass die strategische Asset Allocation auf einen langfristigen Aufwärtstrend ausgerichtet ist. Ziel ist es, von diesem langfristigen Trend mit begrenztem zusätzlichem Risiko zu profitieren.

Nehmen wir beispielhaft ein institutionelles Vermögen an, mit einer klassischen Aufteilung in 60 Prozent Staats- und Unternehmensanleihen sowie 40 Prozent globale Aktien (folgend der „Masterfonds“). Zunächst zum Overlay ohne Er-

Abbildung 3: Overlay-Exposure zum Masterfonds mit Ertragskomponente



Quelle: Lupus alpha; Bloomberg, Berechnungen M. Labod



trags-Booster: Es soll eine rollierende Reduktion von Drawdowns abbilden, mit zusätzlicher Absicherung gegen Overnight-Schocks, aber ohne harte Wertun-

übersteigt das Long Exposure das Short Exposure, zu sehen ist der Nettoeffekt als gelbe Säulen. In diesen Phasen partizipiert das Hedgeportfolio stärker am

Investoren an, die ihre strategische Asset Allocation erfolgreich umgesetzt haben und sich ein Schutzniveau auf Gesamtportfolio-Ebene wünschen, das auf ihre spezifischen Anforderungen angepasst ist. Portfolios, auf die solche Risiko-Overlays implementiert werden, können alle liquiden Märkte umfassen – von reinen Aktienportfolios bis hin zu einem umfangreichen Masterfonds mit globalen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Aktien.

„Absicherung zu möglichst niedrigen Kosten tut der Rendite auch in steigenden Märkten nicht weh.“

tergrenze. Dafür wird mittels Short Futures und CDS als Hedgeportfolio ein Portfolio von Put-Optionen repliziert, welches das Gesamtportfolio gegen verschiedene Arten von Drawdowns absichert.

positiven Markttrend als der reine Masterfonds. Das verstärkt die positive Wertentwicklung des Masterfonds und senkt die Kosten der Absicherung. Zusätzlich kam in den Jahren 2008 (Finanzkrise) und 2020 (Corona) der Effekt der Tail-Hedges voll zum Tragen.

Pflicht im institutionellen Portfolio

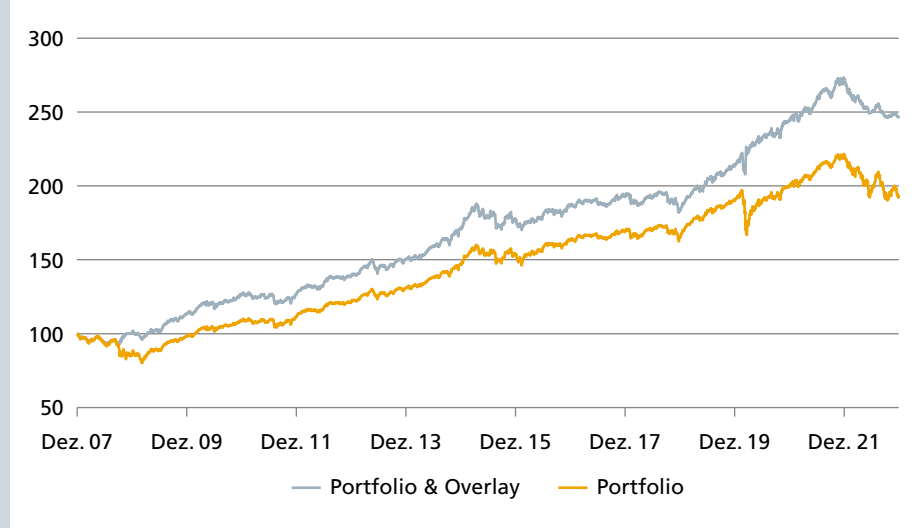
Die Kombination eines realen Investments mit einem maßgeschneiderten Risiko-Overlay erlaubt es Investoren, an der langfristig positiven Entwicklung von

Kosten der Absicherung

Zusätzlich dient ein Portfolio aus physischen Optionen der Absicherung gegen Tail-Risk-Events. Abbildung 2 zeigt, wie dieses Overlay in Krisenphasen das Exposure des Masterfonds zum Markt abbaut und so dessen Verluste begrenzt. Bei minus 100 ist das Marktrisiko für den Masterfonds zu 100 Prozent neutralisiert. Bei minus 100 bewegt sich das Hedgeportfolio 1:1 gegenläufig zum Masterfonds: Fällt der Masterfonds um 1 Prozent, steigt das Hedgeportfolio gegenläufig um 1 Prozent. Steigen die Märkte allerdings wieder, sorgt die Absicherung für Opportunitätskosten in Form einer langsameren Partizipation am Aufwärtstrend.

Abbildung 4 schließlich zeigt den Masterfonds mit seinem musterhaften

Abbildung 4: Portfolio ohne Overlay versus mit Overlay inklusive Ertragskomponente



Quelle: Lupus alpha; Bloomberg, Berechnungen M. Labod

Jetzt geht es darum, die Kosten der Absicherung über den gesamten Zyklus hinweg so gering wie möglich zu halten: Um am langfristigen positiven Trend des Masterfonds partizipieren zu können, wird dafür als zusätzliche Komponente eine Long Position aufgebaut – der Ertrags-Booster. Diese Replikation erfolgt über Long Futures und Credit Default Swaps. Der Effekt wird in Abbildung 3 deutlich, die wie schon Abbildung 2 auch die Stärke der Absicherung gegenüber dem Masterfonds im Zeitverlauf von 2007 bis Mitte 2022 zeigt.

60:40-Portfolio, wie er sich ohne das Overlay inklusive Ertragskomponente entwickelt hätte (gelb) und wie mit (blau). Im Zeitraum 2008 bis 2022 hätte es ohne Absicherung mit 4,5 Prozent per annum performt, inklusive Overlay wären es 6,2 Prozent gewesen. Der maximale Drawdown hat sich in diesem Portfolio sogar halbiert.

Wertpapiermärkten zu partizipieren und zugleich gegen zu große Volatilität oder extremen Marktereignissen geschützt zu sein. Erfolgt diese Absicherung darüber hinaus zu möglichst niedrigen Kosten, tut sie der Rendite auch in steigenden Märkten nicht weh.

In der Finanzkrise 2008 zum Beispiel erreichte die Absicherung zwischenzeitlich 100 Prozent. Im positiven gelben Bereich

Die hier beschriebenen Risiko-Overlay-Strategien bieten sich für institutionelle

Unter diesen Bedingungen wird nicht nur Diversifikation, sondern auch das ganzheitliche Overlay zur Pflicht im institutionellen Portfolio.