

## Sonderbeilage: Investmentfonds

# Wege aus der Wertsicherungs-falle

Im Cash Lock gefangen, Erholungsrally verpasst: Wie Anleger den Problemen traditioneller Strategien entgehen können – Aktives Management bietet Mehrwert

**Börsen-Zeitung, 27.11.2021**  
Die Märkte der vergangenen Wochen und Monate haben gezeigt, dass unverändert Nervosität herrscht. Immer wieder sind größere Ausschläge in der Volatilität zu beobachten. Allein schon steigende Inflationserwartungen, der leise Verdacht einer weniger expansiven Geldpolitik oder weniger optimistische Konjunkturprognosen können die Kurse unter Druck setzen. Auch weiß niemand, ob vielleicht schon der nächste Schwarze Schwan im Hintergrund wartet. Wer in dieser Welt mit begrenztem Risikobudget operieren muss, kommt nicht ohne Wertsicherung aus.

Doch klassische Multi-Asset-Strategien zur Risikobegrenzung und Glättung von Renditen funktionieren in der Anlagewelt ohne Zins nicht mehr. Denn die Korrelationen zwischen unterschiedlichen Anlageklassen wie auch innerhalb einzelner Anlagesegmente sind immer weiter gestiegen, gerade in Krisenphasen. Damit hat sich die diversifizierende Wirkung einer Streuung abgeschwächt. Auch Anleihen taugen kaum als Diversifikator. Zudem werden sie ihrer ehemaligen Rolle als Performancetreiber nicht mehr gerecht: Selbst unter den US-High-Yield-Anleihen weisen beinahe 90% negative Realrenditen auf. Das macht Aktien als Renditequelle unverzichtbar, das Portfolio aber auch anfälliger für Verluste.

Wertsicherungsstrategien bieten hier einen Stabilitätsanker im Gesamtportfolio. Sehr große Vermögen nutzen dafür sogenannte Risiko-Overlays, die das Gesamtportfolio absichern. Das ist bei weniger großen Vermögen oder bei Dachfonds nicht unbedingt möglich. Auch bevorzugen manche Investoren eine modulare Wertsicherung und wollen nur für einen Teil ihrer Asset Allocation eine klare Wertuntergrenze definieren. Hinterfragt werden sollten solche Konzepte darauf, welche Renditequellen sie nutzen und welche Absicherungsstrategien sie zu welchen Kosten einsetzen.

### Risiko mit Rendite vereinen

Wertsicherungskonzepte bieten zwar die Möglichkeit, Verluste aus starken Marktschwankungen einzu-

grenzen, indem sie eine Wertuntergrenze von zum Beispiel 90% zum Ende jedes Kalenderjahres definieren. Allerdings stehen Investoren vor der Frage, wie sich Risikobegrenzung und Renditepotenzial vereinen lassen. Insofern war die Corona-Krise der perfekte Stresstest für Strategien mit Wertsicherung: Von Mitte Februar bis Mitte März 2020 verzeichneten Aktien gemessen am MSCI World einen Kurseinbruch von mehr als 30%. Danach setzte eine Erholung ein, wie wir sie vorher so noch nicht erlebt haben. Daraus ergaben sich zwei Prüfpunkte: Erstens, ob die Wertuntergrenze wie versprochen dem Einbruch standgehalten hat. Und zweitens, wie sich die Strategie in der Erholungsrally schlagen konnte. Tatsächlich gab es viele enttäuschende Strategien, die zwar ihre Wertuntergrenze hielten, sich aber nach dem starken Kursrückgang nicht mehr erholten haben.

Denn wenn das Risikobudget erst einmal nahezu oder sogar ganz aufgebraucht ist, kann kein neues mehr aufgebaut werden – das Vermögen ist im so genannten Cash Lock gefangen. Es bleibt nur noch, auf neues Risikokapital zu warten. In diese Falle sind viele Wertsicherungsstrategien 2020 gelaufen: Sie konnten nach dem Einbruch nicht mehr an der darauffolgenden Erholung teilnehmen, weil ihnen kein Risikokapital mehr zur Verfügung stand. Für eine gute Wertsicherungsstrategie gilt es also, den Cash Lock unbedingt zu vermeiden. Denn wenn das Vermögen keine Zinsen abwirft oder sogar Zinsen kostet, ist das Risikobudget ein sehr kostbareres Gut.

Rein regelgebundene Strategien, wie sie überwiegend am Markt zu finden sind, zeigen sich nach unserer Beobachtung besonders anfällig, ungebremst in die Cash-Lock-Falle zu laufen. Wir stehen solchen Modellen skeptisch gegenüber, weil sie oft nur in der Rückschau funktionieren, dem Praxistest meist aber nicht standhalten. Aktives Management kann hier einen Mehrwert liefern und rein regelgebundenen Ansätzen überlegen sein. Oberstes Ziel ist es, in jedem Marktumfeld handlungsfähig zu bleiben. 2020 erforderten die Volatilitäten auf Rekordniveau und der V-förmige Verlauf vom Absturz bis zur folgenden Erholung eine

ständige Anpassung. Wer stur an seinen in solch einem Umfeld problematischen Regeln festhielt, ging erst unter und konnte später nicht mehr auftauchen.

### Zusatzerträge aus Volatilität

Ziel muss es aber sein, Wertsicherung und Rendite zusammenzubringen. Sind die Renditequellen nicht nachhaltig und ist die Absicherung zu teuer, dann sind enttäuschende Renditen kaum zu vermeiden. Um ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis umsetzen zu können, bietet es sich an, Optionen einzusetzen. So lassen sich über die Volatilitätsmärkte Zusatzerträge erzielen und Risiken effizient managen. Dabei müssen Wertsicherung und Rendite über die Exponierung des Portfolios gegenüber den Aktien- und Volatilitätsmärkten aktiv gesteuert werden. Eine solche Strategie lässt sich mithilfe von liquiden börsengehandelten Optionen sehr kostengünstig umsetzen.

Die Exponierung zum Aktienmarkt wird dabei abhängig von der Höhe des Risikokapitals kalibriert, beispielsweise beträgt die Aktienquote bei einer Wertuntergrenze von 90% durchschnittlich 40%. Über die Optionsstrukturen ist es dann möglich, ohne hektisches Eingreifen das Risiko im Abschwung zunächst schrittweise abzubauen, sich so von den Märkten zu entkoppeln, und die Exponierung zum Aktienmarkt in der folgenden Erholung wieder anzuheben. Darüber hinaus ergibt sich aus den Optionen automatisch eine Exponierung zu den Volatilitätsmärkten, aus der sich die zusätzliche Renditequelle ergibt. Im Ergebnis entsteht eine asymmetrische Auszahlungsstruktur, die es erlaubt, mehr an Aufwärtsbewegungen der Märkte teilzuhaben und vergleichsweise weniger von deren Abwärtsbewegungen betroffen zu sein.

Aktives Management bedeutet im Rahmen einer solchen Strategie fortlaufend zu prüfen, ob die Struktur der Optionsgeschäfte zu den sich ändernden Marktstrukturen und Marktgegebenheiten passt. Bei Bedarf gibt es anders als bei strikt regelgebundenen Strategien die Flexibilität, die Optionsstruktur aktiv zu verändern und entsprechend anzu-

passen. Die Stärke dieser Komponente liegt darin, immer flexibel zu bleiben und rechtzeitig Anpassungen vorzunehmen. So kann man den angestrebten maximalen Verlust stets einhalten, ohne sich ganz aus den Renditequellen zurückziehen zu müssen. Um dies leisten zu können, sind zusätzlich Stresstests und Szenario-Rechnungen auf täglicher Basis erforderlich, die anzeigen, wie gut die Strategie auf Kurs ist.

### **ESG-Berücksichtigung möglich**

Auf den ersten Blick erscheint es schwierig, eine solche Strategie mit ESG-Kriterien aufzusetzen – möglich ist es dennoch. In einer unserer nachhaltigen Strategien, die nach Artikel 8 SFDR klassifiziert ist, wird für die Aktien-Exponierung physisch in Titel aus dem S&P 100 sowie dem Euro Stoxx Large investiert, wobei die Aktien gemäß dem eigenen ESG-Prozess selektiert und investiert werden. Über dieses Aktienportfolio

wird dann eine Optionsstruktur gelegt, so kann auch hier die gewünschte Asymmetrie realisiert werden. Doch unabhängig davon, ob die Wertsicherungsstrategie nun nachhaltig ist oder nicht: Wenn Risikobudgets begrenzt sind, gehören Stabilitätsanker in jedes Portfolio.

.....  
Alexander Raviol, Partner und CIO  
Alternative Solutions bei Lupus alpha