



Wertsicherung - Warum können Wertsicherungskonzepte in schweren Krisen nur selten Wertuntergrenzen halten?



Für eine signifikante Anzahl institutioneller Investoren hat sich entschieden, Wertsicherungskonzepte zu implementieren. Allerdings ist das Ergebnis im Rückblick durchwachsen. Viele Wertsicherungskonzepte haben Ihr Risikobudget aufgebraucht und der Investor fand sich im Cash-Lock wieder mit der Folge, an der dem Drawdown folgenden „Rebound“ nicht mehr teilnehmen zu können. Deshalb haben wir unterschiedliche Wertsicherungskonzepte untersucht und die folgenden vier Faktoren identifiziert, die Einfluß auf eine erfolgreiche Umsetzung der Wertsicherung haben:

- 1) Diversifikation
- 2) Illiquidität
- 3) Risikoschätzung
- 4) Aktive Positionen („Alpha“)



1) Diversifikation

Zu allererst gilt auch im Kontext Wertsicherung: „Diversification is the only free lunch“.

Gering diversifizierte Portfolios weisen gerade in Krisenphasen hohe Punktrisiken auf. Je schlechter mein riskantes Portfolio diversifiziert ist, desto stärker werden Kursausschläge ausfallen und desto höher ist die Wahrscheinlichkeit, in Krisenphasen mit einem solchen Portfolio unter die Wertuntergrenze zu fallen. Waren Wertsicherungsansätze in den Krisenphasen 2001/2002 und auch 2008/2009 noch mit einem starken „home bias“ versehen, fällt dieser Punkt in der heutigen Praxis allerdings immer weniger ins Gewicht. Die meisten Anbieter solcher Konzepte können mittlerweile in allen genutzten Assetklassen (aufgrund des immer einfacheren und effizienteren Zugangs zu globalen Instrumenten und Handelsplätzen) auch global diversifizieren.

2) Illiquidität

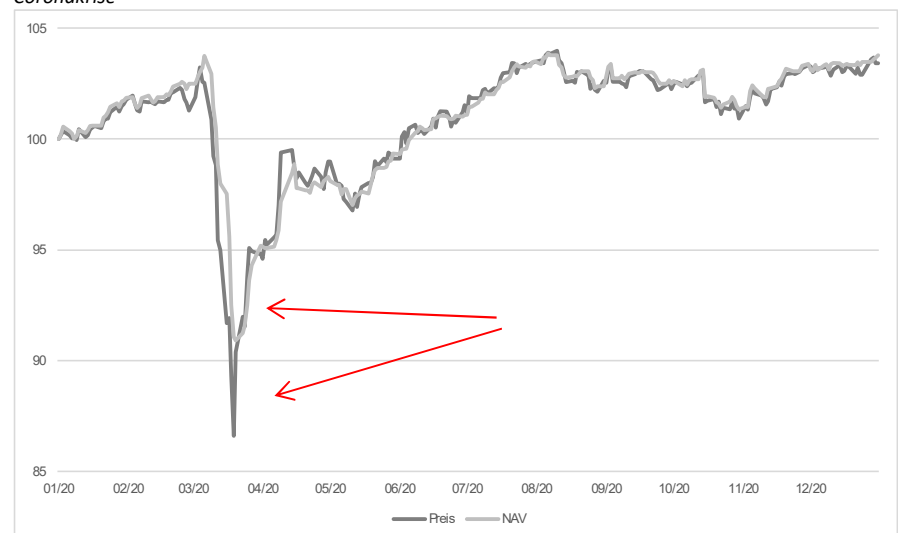
Ein Risikofaktor, der zum Beispiel in der Coronakrise schlagend wurde, ist Illiquidität im Anlageuniversum. Diversifikation ist gut, aber Diversifikation in Assets, die gerade in Krisenphasen nur sehr schwer (d.h. mit

hohen Preisabschlägen) veräußert werden können, ist im Wertsicherungskontext problematisch. Denn: Für die effiziente Umsetzung einer Wertsicherungsstrategie ist es unerlässlich, dass die Allokation im Portfolio jederzeit angepasst werden kann, um das Risiko dynamisch zu steuern. Wenn – wie in der Praxis üblich und häufig geschehen – in normalen Zeiten illiquide Spreadprodukte zugekauft werden, um gegenüber der Konkurrenz noch einen Renditeaufschlag zu verdienen, geht das nur bis zur Krise gut. Ein Beispiel: Selbst globale Investmentgrade-Unternehmensanleihen konnten im März 2020 – wenn überhaupt – nur zu sehr hohen Preisabschlägen (im Vergleich zur offiziellen Preisquotierung) verkauft werden.

Um diesen Effekt transparent zu machen, kann man sich z.B. ETFs auf Unternehmensanleihen ansehen. Die Kurse der vermeintlich hochliquiden ETFs handelten in der Hochphase der Krise deutlich unter ihrem NAV (Net Asset Value = offizielle Preisquotierung der im ETF enthaltenen Unternehmensanleihen).

Wollten Anleger Mitte März Anteile an einem solchen globalen Investmentgrade-Unternehmensanleihe-ETF verkaufen, mussten Preisabschläge von ca. 5% hingenommen werden (vgl. Abb. 1).

Abb. 1: Preis und NAV eines globalen Investmentgrade-Unternehmensanleihe-ETFs während der Coronakrise



Unternehmensanleihe-ETF: iShares Global Corporate Bonds EUR hedged UCITS ETF, ISIN: IE00B9M6SJ31, Assets 1,57 Mrd. EUR, Zeitraum: 31.12.2019 – 31.12.2020, Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Wo sehr langfristige Anleger solche Krisen aussitzen und die Erholung „abwarten“ können (selbst wenn diese mehrere Monate oder Jahre auf sich warten lässt), sind Wertsicherungskonzepte jedoch gezwungen, diese Bewegung und damit einhergehende Verluste im Moment der Krise zu realisieren.

3) Risikoschätzung

Ein entscheidender Punkt, an dem Asset Manager scheitern, ist die Messung eines adäquaten Risikos für den riskanten Teil ihres Wertsicherungsportfolios. Um diesen Punkt nachvollziehbar zu machen, beleuchten wir kurz die Funktionsweise dynamischer Wertsicherungskonzepte:

Zunächst gibt der Anleger eine Wertuntergrenze vor, die sein Portfolio nicht unterschreiten darf und das Anlageuniversum wird festgelegt. Es wird dann unterschieden zwischen einer riskanten und einer risikolosen Anlage. Um zu ermitteln, welcher Anteil des Portfolios in das riskante Asset investiert werden kann, muss das (Verlust-) Risiko geschätzt werden.

Hat man – wie in der Praxis üblich – mehrere Anlageklassen, also ein gemischtes Portfolio, müssen die Anlageklassen (also z.B. Aktien und Renten) entweder getrennt abgesichert oder zu einem riskanten Asset zusammengefasst werden. Bei letzterer Variante¹ werden Aktien und Renten häufig in einem fixen Verhältnis zueinander gewichtet (wie z.B. beim o.g. 30/70-Portfolio).

Aus der Schätzung des Risikos wird dann ein Multiplikator² (= 1/Risikoschätzung) abgeleitet, der in Kombination mit der Wertuntergrenze die Investitionsquote bestimmt:

Anteil riskanter Anlagen
 = (Portfoliowert - diskontierte Wertuntergrenze) x Multiplikator
 = Risikobudget x Multiplikator

Die Risikoschätzung (und damit der Multiplikator) wird häufig variabel³ gestaltet, beispielsweise in Abhängigkeit des Volatilitätsniveaus. Meist wird hierzu die Kennzahl Value at Risk⁴ (VaR) genutzt. Die Investitionsquote in die riskante Anlage ergibt sich dann aus:

¹Diese Variante profitiert von Diversifikationseffekten, da Assetklassen nicht wie beim Kauf von Put-Optionen separat abgesichert werden müssen. Allerdings werden die Anlageklassen so in einem fixen Verhältnis starr aneinander gekoppelt. In der Praxis wird diese starre Gewichtung häufig nur geringfügig verändert. Eine Betrachtung dieser Variante ist daher hinreichend genau.
²Wie der Name sagt, wird der „Multiplikator“ mit dem Risikobudget multipliziert, um die Allokation in das riskante Asset zu bestimmen.

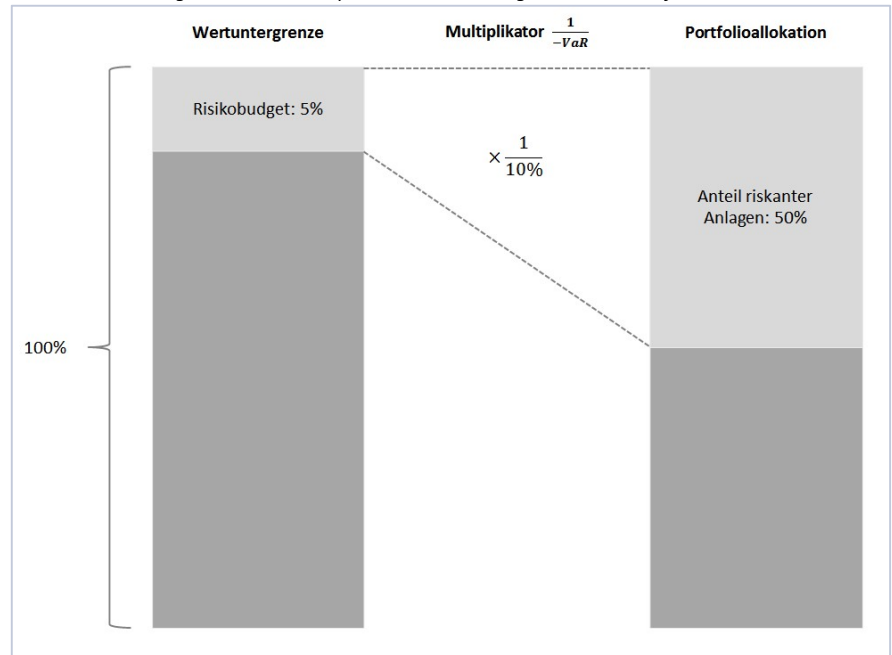
³Die Risikoannahme kann auch konstant gestaltet werden. Hierzu ist die Schätzung eines allgemein gültigen maximalen Verlusts, den die riskante Anlage im Stressfall nicht überschreitet, nötig. Geht man zu jedem Zeitpunkt davon aus, dass beispielsweise ein 30/70 Portfolio nicht mehr als 10% über Nacht fällt, so leitet sich auch ein konstanter Multiplikator von 10 ab (=1/10%).

⁴Der VaR gibt den maximal zu erwartenden Verlust der riskanten Anlage an, der mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) innerhalb eines festgelegten Zeitraums (Halte-dauer) unter üblichen Marktbedingungen nicht überschritten wird: $VaR_{RA} = \mu_{RA} - z_{\alpha} * \sigma_{RA}$, μ_{RA} = Erwartungswert der Rendite der riskanten Anlage, z_{α} = α -Quantil der Standardnormalverteilung, σ_{RA} = Standardabweichung der historischen Renditen der riskanten Anlage.

$$\text{Anteil riskanter Anlagen} = \text{Risikobudget} \times \frac{1}{-VaR}$$

Beträgt der VaR des riskanten Assets beispielsweise -10% und das Risikobudget liegt bei 5% Prozent, so beträgt die Investitionsquote 50% (siehe Abb.2).

Abb. 2: Berechnung der Investitionsquote in einem wertgesicherten Portfolio



Schematische Darstellung

Das Risiko im Portfolio wird durch permanente Anpassung der Portfolioallokation auf Basis dieser Allokationsregel gesteuert. Zu Beginn des Investitionszeitraums wird das Portfolio nach Möglichkeit voll investiert und die Allokation so lange wie möglich durchgehalten, um eine hohe Partizipation zu erreichen. In negativen Marktphasen reduziert sich das Risikobudget und der Anteil riskanter Anlagen muss reduziert werden.

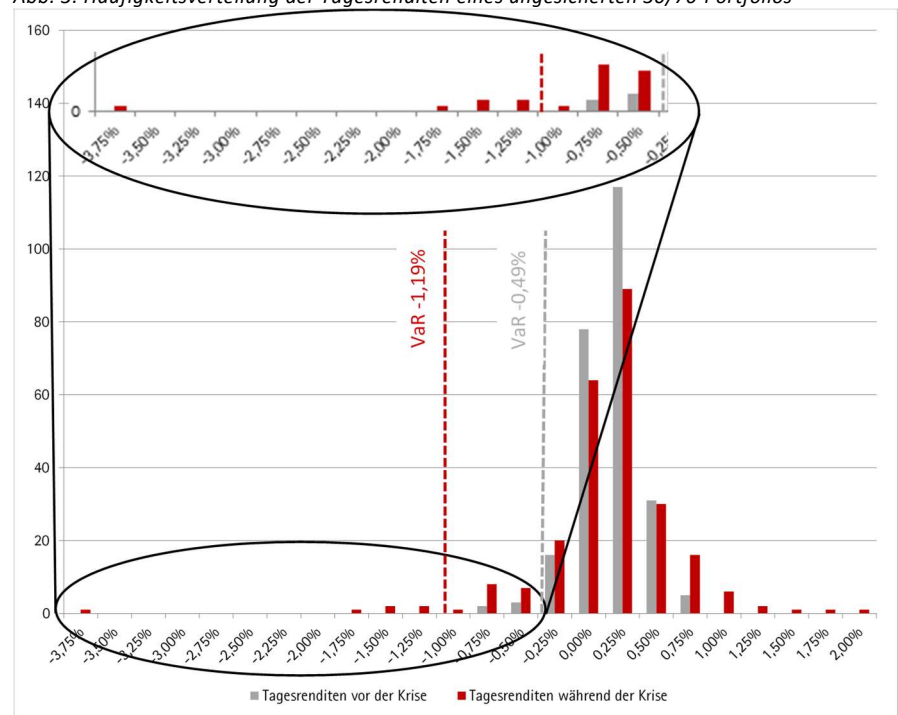
Bildet nun aber die Risikoschätzung das Risiko des Portfolios nicht adäquat ab, wird zu lange an zu hohen Allokationen in riskante Anlagen festgehalten. Übersteigt nämlich die reale (negative) Marktentwicklung des riskanten Assets das durch das Risikomaß prognostizierte Risiko, muss die Gesamt-Portfolioentwicklung unter der Wertuntergrenze liegen und der riskante Teil komplett veräußert werden.

Genau dieser Effekt ist z.B. bei vielen Wertsicherungsansätzen in der Coronakrise aufgetreten. Auch in unserer Case Study ist dies zu beobachten: Vor der Krise lag der VaR⁵ des 30/70-Portfolios noch bei einem Wert von -1,54%. In der Krise sind allerdings wiederholt höhere

⁵Empirischer historischer einseitiger VaR, Konfidenzniveau 99%, Haltedauer 10 Tage, Datenhistorie = letzte 252 Tagesrenditen. Diese VaR-Parametrisierung entspricht dem vielerorts in der Praxis von Wertsicherungskonzepten genutzten Risikomaß.

Verluste aufgetreten, als das VaR-Maß prognostiziert hat. In der Krise hat sich der VaR mit einem Wert von -3,86% mehr als verdoppelt. Betrachtet man die Häufigkeitsverteilung der Tagesrenditen des 30/70-Portfolios vor und während der Krise, so wird wieder einmal deutlich, dass negative Extremwerte in Krisenphasen wesentlich häufiger auftreten⁶. Übersetzt man den berechneten VaR in Tagesverluste (1 Tag Haltdauer), so lag dieser vor der Krise bei -0,49%. In der Krise gab es insgesamt aber 23 Tage mit Verlusten, die diesen Wert überschritten haben.

Abb. 3: Häufigkeitsverteilung der Tagesrenditen eines ungesicherten 30/70-Portfolios



30/70-Portfolio: 30% iShares MSCI World UCITS ETF, ISIN: IE00B0M62Q58, 70% iShares Core Global Aggregate Bond UCITS ETF, ISIN: IE00BDBRDM35, monatliches Rebalancing
Tagesrenditen vor der Krise: Zeitraum 7.3.2019 – 21.2.2020, Tagesrenditen während der Krise: Zeitraum 15.1.2020 – 31.12.2020

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen

Um Risiken im Falle einer schnell eintretenden Krise, die auf relativ ruhige Marktphasen folgt, nicht zu stark zu unterschätzen, integrieren einige Anbieter bereits zusätzliche Worst Case-Szenarien in ihre Risikosteuerung.

⁶Sog. „Fat Tails“.

Gerade durch die gleichzeitigen Verluste in allen Assetklassen im März (vgl. Abb. 2) kommt es zu deutlich höheren VaR-Schätzungen als im Vergleich zu den Schätzungen vor der Krise.

Auch in der hier angestellten Case Study fließen praxisübliche Overnight-Risiken für Aktien und Renten⁷ in die Allokationsberechnung ein. Die Allokationsregel ergibt sich dann zu:

$$\text{Anteil riskanter Anlagen} = \text{Risikobudget} \times \text{Min}\left(\frac{1}{-VaR}; \frac{1}{-WorstCase Overnight Risk}\right)$$

Trotz dieser zusätzlichen Restriktionen wird das Risikobudget im betrachteten Portfolio fast vollständig aufgezehrt (vgl. Abb. 3).

4) Aktive Positionen („Alpha“)

Häufig nehmen Wertsicherungsmanager innerhalb des risikoreichen Portfolios aktive Positionen ein. Dies geschieht z.B. durch Über- bzw. Untergewichtung von Einzeltiteln, das Eingehen von Faktorwetten oder die temporäre Beimischung anderer Anlageklassen. Dadurch soll eine Outperformance („Alpha“) generiert werden, um einen Vorteil gegenüber dem Wettbewerb zu schaffen. Die aggregierte Wertentwicklung eines mit aktiven Positionen versehenen Portfolios weicht dann aber zwangsläufig von verfügbaren Hedgeinstrumenten ab, die zur Allokationssteuerung genutzt werden. Gerade in Krisenphasen führen zu hohe aktive Positionen daher nicht selten dazu, dass der Portfoliowert nicht auf, sondern deutlich unter der vom Anleger vorgegebenen Wertuntergrenze landet⁸.

⁷Praxisnahe Annahmen für das Overnight-Risiko, also die mögliche Bewegung risikoreicher Assets über Nacht: Aktien-10%, Renten -1,75% (entspricht einem Zinsanstieg über Nacht von ca. 35bp), Korrelation=1 (beide Anlageklassen bewegen sich also in die gleiche Richtung). Für das hier betrachtete 30/70 Portfolio ergibt sich entsprechend ein kombiniertes Worst-Case Overnight-Risiko von ca. -4,2%.

⁸In der Coronakrise haben sich bspw. viele Faktorprämien auf der Aktienseite deutlich schlechter entwickelt als breite Aktienmarktbenchmarks (die die Basis effizient nutzbarer Hedgeinstrumente wie z.B. Futures darstellen). Dadurch wurden bei vielen Anlegern zusätzlich Verluste verursacht, die zu einer Unterschreitung der Wertuntergrenzen geführt haben. In der dargestellten Case Study ist die Entwicklung von Hedgeinstrument und risikoreichem Portfolio identisch, es wurde also auf aktive Positionen verzichtet.

Fazit

Auch für Wertsicherungsansätze spielt Diversifikation eine große Rolle, zu geringe Diversifikation verstärkt Einzelrisiken. Dabei sollte aber nicht über liquide Assets hinaus diversifiziert werden. Wenn in Krisenphasen nötig, müssen notfalls alle Risiken effizient eliminiert werden können.

Einen großen Einfluss auf die Effizienz eines Wertsicherungsansatzes haben die von Asset Managern zugrunde gelegten Risikoannahmen. Sind diese in Erwartung höherer Renditen in ruhigen Marktphasen auch nur für ruhige Marktphasen ausgestaltet, werden solche Portfolien in Krisenphasen ihre Wertuntergrenzen nicht halten können. Das Eingehen aktiver Positionen verstärkt die Gefahr einer Unterschreitung der Wertuntergrenze zusätzlich. Eine verlässliche Vereinnahmung von Risikoprämien ist so nicht möglich.

LAMPE WERTSICHERUNG

Literaturverzeichnis

Black, F. / Jones, R. (1987): Simplifying Portfolio Insurance. In: Journal of Portfolio Management 14, S. 48-51.

Black, F. / Perold, A.F. (1992): Theory of Constant Proportion Portfolio Insurance. In: Journal of Economic Dynamics and Control 16, S. 403-426.

Rubinstein, M. / Leland, H.E. (1981): Replicating Options with Positions in Stock and Cash. In: Financial Analysts Journal, S. 63-72.

Tilley, J.A. / Latainer, G.D. (1985): A Synthetic Option Framework for Asset Allocation. In: Financial Analysts Journal, S. 32-43.

Disclaimer

Der Inhalt dieser Ausarbeitung richtet sich ausschließlich an Personen mit Wohnsitz in Deutschland. Sie ist nur für den Empfänger bestimmt, dem die Lampe Asset Management GmbH die Ausarbeitung willentlich zur Verfügung gestellt hat. Soll diese Ausarbeitung einem Kunden zur Verfügung gestellt werden, so gilt allein der Kunde als Empfänger, auch wenn einem Angestellten oder sonstigen Repräsentanten des Kunden diese

Ausarbeitung übergeben wird. Die Ausarbeitung darf vom Empfänger weder veröffentlicht noch an Dritte weitergeleitet oder Dritten zugänglich gemacht werden.

Die Ausarbeitung dient allein der Information über die Vermögensverwaltung und stellt kein Angebot oder individuelle Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren oder sonstigen Finanzinstrumenten dar. Die Informationen ersetzen keine die individuellen Verhältnisse des Kunden berücksichtigende Beratung.

Sofern Aussagen über Marktentwicklungen, Renditen, Kursgewinne oder sonstige Vermögenszuwächse sowie Risikokennziffern getätigt werden, stellen diese lediglich Prognosen dar, für deren Eintritt wir keine Haftung übernehmen. Insbesondere sind frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Vermögenswerte können sowohl steigen, als auch fallen. Alle Angaben wurden sorgfältig zusammengestellt; teilweise unter Rückgriff auf Informationen Dritter.

Einzelne Angaben können sich insbesondere durch Zeitablauf, infolge von gesetzlichen Änderungen, aktueller Entwicklungen der Märkte ggf. auch kurzfristig als nicht mehr oder nicht mehr vollumfänglich zutreffend erweisen und sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität sämtlicher Angaben wird daher keine Gewähr übernommen. Die Angaben gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Soweit steuerliche oder rechtliche Belange berührt werden, sollten diese vom Adressaten mit seinem Steuerberater bzw. Rechtsanwalt erörtert werden.

Für Schäden, die im Zusammenhang mit einer Verwendung/Verteilung dieser Ausarbeitung entstehen oder entstanden sind, übernimmt die Lampe Asset Management GmbH keine Haftung.

Aufsicht

Lampe Asset Management GmbH unterliegt der Aufsicht durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24-28, 60439 Frankfurt am Main.