



Die „bessere“ Alternative zu klassischen Konzepten

AKTIVES RISIKO-OVERLAY

Florian Schepp, Managing Partner, verantwortlich für Marketing und die institutionelle Kundenbetreuung, Vescore Deutschland GmbH

Risiko-Overlay Mandate haben vielen Investoren über das schwierige Jahr 2008 hinweg geholfen, indem sie das Vermögen nach Erreichen einer zuvor festgelegten Wertuntergrenze in risikolose Anlageklassen umgeschichtet und somit sichergestellt haben, dass Wertuntergrenzen eingehalten wurden. Während ein Aktieninvestment in den Euro-Stoxx50 im Jahr 2008 eine Performance von rund minus 42% aufwies, wurde man von seinem Risiko-Overlay Manager bei einer Risikobudget-Vorgabe von 10% auf Kalenderjahrs-sicht in der Regel bei eben diesen minus 10% Wertentwicklung ausgestoppt – so gesehen wurde die gesetzte Aufgabenstellung erfüllt.

Dennoch müssen sich Anleger fragen, ob der eigentliche Zweck der Einrichtung eines Risiko-Overlays erfüllt wurde - schließlich war ja mit der Vorgabe eines Risikobudgets nicht die Intention verbunden, genau dieses zu verlieren. Überspitzt ausgedrückt und provokant gefragt: Warum einem Asset Manager Gebühren bezahlen, wenn man doch genauso gut selbst 10% verlieren kann, um dann in den Geldmarkt zu wechseln?

Das Dilemma klassischer passiver Risiko-Overlay Ansätze

Klassische Risiko-Overlays wie etwa CPPI oder davon abgeleitete Konzepte können nur reaktiv arbeiten. Zu jedem Zeitpunkt wird die Vermögensentwicklung und die daraus resultierende Höhe des verbleibenden Risikobudgets beobachtet. Dem verbleibenden Risikobudgets entsprechend können Teile des Portfolios ins Risiko gestellt werden. Je stärker sich die Vermögensentwicklung der Wertuntergrenze nähert, desto mehr wird das Portfolio desinvestiert. Dies geschieht im schlechtesten Fall so lange, bis die Wertuntergrenze – wie in 2008 die Regel – erreicht wird. Gleichzeitig sind volatile Seitwärtsbewegungen für klassische Risiko-Overlays kostspielig, weil immer prozyklisch investiert und desinvestiert wird.



Florian Schopp

Da hilft auch eine Umstellung auf Value-at-Risk basierte Verfahren nicht viel. Die Frage, mit welcher Wahrscheinlichkeit man eine Wertuntergrenze unterschreitet, unterscheidet sich nicht wesentlich von der Frage, wie viel Risikobudget noch übrig ist. Steigen Volatilitäten im Markt, so steigt auch das Risiko des Unterschreitens der Wertuntergrenze – dementsprechend reduziert das Risiko-Overlay dann das Exposure des Portfolios. Nur leider kündigen sich fallende Kurse nicht durch steigende Volatilitäten an – die Welt wäre damit auch zu einfach für Asset Manager.

Ebenso haben trendfolgende Ansätze im Risiko-Overlay ihre Schwierigkeiten. Ist der Trendfolger etwa auf ein Ausstoppen bei einer Bewegung von zwei Standardabweichungen nach unten kalibriert, wird man erst so tief fallen, bis die „Reißleine“ gezogen wird. Eine engere Kalibrierung führt aber unweigerlich dazu, dass man auch schon bei kleineren technischen Korrekturen ausgestoppt wird und regelmäßig an Erholungen nicht mehr teilnimmt.

Wenig Freude mit den Klassikern

Grundsätzlich sind klassische Risiko-Overlay Ansätze eher „Desinvestitionsverfahren“, die man als Anleger nicht als Allokationskonzepte missverstehen darf. Risiko wird im Wesentlichen mit dem Rückspiegel betrachtet, nämlich mit der Frage, wie viel Risikobudget noch

vorhanden ist bzw. wie viel Geld schon verloren wurde. Klassische Risiko-Overlays kosten daher langfristig Performance und agieren ausgeprägt prozyklisch.

Diese Erkenntnis hilft jedoch nicht viel weiter: Bei knappen Risikobudgets, volatilen Märkten, Vorgaben von Aufsichtsbehörden und jährlich wachsenden Verpflichtungen ist man sogar gezwungen, gewisse Wertuntergrenzen in einem Portfolio zu halten – ohne geht es trotz unerwünschter Nebenwirkungen nicht. Welche Alternativen gibt es also?

Konditioniertes Risiko-Overlay

Gerne würde man als Anleger sein Portfolio nur dann ins Risiko stellen, wenn das fundamental-ökonomische Marktumfeld auch eine positive Entschädigung für Risikoübernahme erwarten lässt. Umgekehrt will man bei negativem Ausblick überhaupt nicht investiert sein – egal welches Risikobudget noch vorhanden ist. Entsprechend dieser Systematik wird in einem aktiven Risiko-Overlay Ansatz die Risikoauslastung des Portfolios gesteuert. Eine Wertuntergrenze dient dann nur noch als „Sicherheitsnetz“, falls trotz dieser Systematik Risikobudget abgegeben wird.

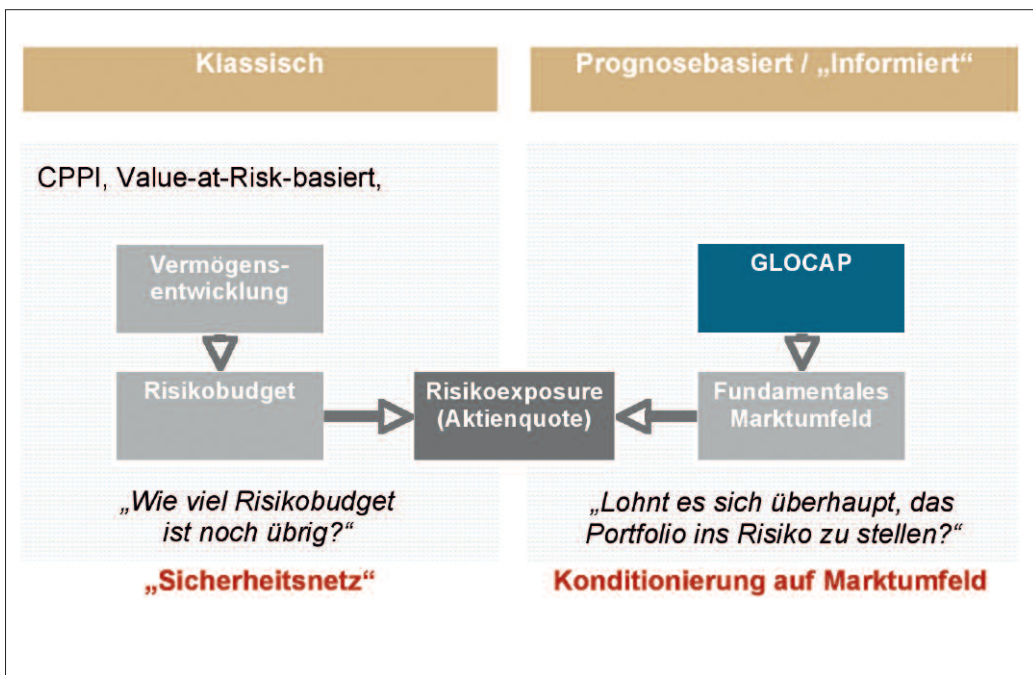


Abb. 1: Klassische vs. Prognosebasierte Verfahren

Quelle: Vescore

Zur Beurteilung des fundamental-ökonomischen Umfelds könnte man nun eigene subjektive Prognosen einsetzen. Die Konsistenz eines solchen Vorgehens über den Zeitverlauf ist stark in Zweifel zu ziehen – ausreichende Trefferquoten lassen sich meistens nicht feststellen. Vescore betreibt seit nunmehr elf Jahren einen hoch systematischen und disziplinierten Prozess zur Analyse der Marktumfelds. Im Prozesskern steht das proprietäre GLO-CAP Modell, dessen Grundlagen an der Universität St. Gallen entwickelt wurde. Das Modell erfasst das fundamental-ökonomische Umfeld anhand von marktgehandelten Größen (Kredit-, Zinsstruktur- und TED-Spreads etc.). Diese Indikatoren reflektieren die Lagebeurteilung des Aggregates aller Marktakteure, sind signifikant treffsicherer als singulär generierte subjektive Umfeldprognosen.

Anhand der laufenden Evaluierung des fundamental-ökonomischen Umfelds lässt sich der erwartete Kursdrift von risikotragenden Anlageklassen ableiten – mit einer Vorzeichentrefferquote von rund zwei Dritteln. Ergeben sich also negative Prognosen für einzelne Anlageklassen, werden diese – trotz gegebenenfalls vorhandenem Risikobudget – nicht investiert; auch Seitwärtsmärkte lösen keine hektischen Handelsbewegungen aus.

Fazit:

Die Mandatsergebnisse der letzten Jahre zeigen, dass ein konditioniertes Risiko-Overlay im Vergleich zu klassischen, sozusagen „uninformierten“ Konzepten nicht nur Sicherungskosten reduziert, sondern langfristig auch einen erheblichen Mehrwert liefert.