

portfolioverlag ■

Risiko-Overlay

ZWISCHEN PROZYKLIK

UND ANTIZYKLIK

*Ein Overlay-Ansatz schützt Anleger nicht
sicher vor Verlusten, aber er verhindert
Katastrophen. Doch ist das schon alles?*

OKTOBER 2012 PORTFOLIO PLATTFORM





Moderation:

Maik Rodewald

portfolio Verlagsgesellschaft

Clemens Quast

Leiter Treasury,

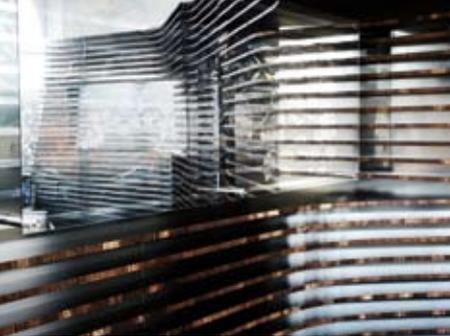
Sparda-Bank München



Professor Dr. Lutz Johanning
WHU – Otto Beisheim
School of Management

Alexander Preininger
Head of Overlay Management,
DB Advisors

Stefan Degen
Leiter Fondsmanagement Aktien,
Bayern Invest



Herzlich willkommen, meine Herren. Wir sprechen über Overlay Management. Herr Quast, welche Bedeutung hat ein aktives Risiko-Overlay bei der Sparda-Bank München?

Quast: Eine wichtige, weil das Treasury mit einem guten Drittel der Bilanzsumme eine signifikante Bedeutung hat und wir einen relativ ausgefeilten Gesamtbank-Steuerungsansatz mit einer entsprechenden Gesamtbank-Asset-Allokation verfolgen. Durch unser Risiko-Overlay können wir die Eigenschaften eines Assets so verändern, wie wir es haben wollen. Das ist deshalb wichtig, weil man oftmals Risiken nur im Paket bekommt. Derzeit adressieren wir allerdings nur vier von elf für uns mögliche Asset-Klassen, da wir manche ganz auf null heruntergefahren haben. Ein ganz wichtiger Aspekt bei unserem Overlay ist übrigens, dass wir die grundsätzliche Vermögensaufteilung als unsere ureigene strategische Kernkompetenz ansehen.

Setzen Sie dennoch externe Overlay Manager ein?

Quast: Ja, die Union Investment und die Monega, eine gemeinsame Tochter des Bankhauses Oppenheim, der DEVK-Versicherung und der Sparda-Banken.

Herr Johanning, Sie als Akademiker dürfen für uns jetzt definieren, was wir unter Risiko-Overlay zu verstehen habe. Stimmt das damit überein, was Herr Quast gerade erläutert hat?

Johanning: Grundsätzlich geht es darum, dass für den Gesamt- oder Teilbestand eines Portfolios bestimmte Risiken gesteuert werden, häufig sollen vorab bestimmte Wertuntergrenzen nicht unterschritten werden. Diese Strategien können nach dem Risikomaß – zum Beispiel absolute Verlustrisiken oder Volatilitätsrisiken – und danach differenziert werden, wie aktiv Overlay-Strategien ausgestaltet sind. Ein Investor muss also entscheiden, wie viel Restrisiko er bewusst zulassen will. Lässt er mehr Risiko zu, erhöht er einerseits die Wahrscheinlichkeit, beispielsweise eine Wertsicherungsgrenze doch zu reißen, andererseits bewahrt er sich gewisse Chancen.

Herr Quast, Sie haben vor einem Jahr an dieser Stelle gesagt: „Risiko-Overlay sind für uns jene Vorgänge, die dazu führen, dass wir nur die Risiken nehmen, die wir tatsächlich haben wollen.“ Sie kennen also alle Ihre Risiken?

Quast: Wir glauben, dass wir die Risiken zumindest relativ zueinander einigermaßen abschätzen können. Die Aufsicht fordert das ja auch von uns. Und zusammen mit unserem Nachhaltigkeitsmanagement und mit unserem insgesamt sehr nachhaltigen Vorgehen hoffen wir, dass wir tatsächlich auch dann extreme Entwicklungen, möglicherweise sogar lebensbedrohende, überstehen können.

Herr Quast hat den Overlay-Ansatz der Sparda-Bank München umrissen, Herr Johanning hat aus akademischer Sicht definiert, was zu Overlay gehört. Herr Degen, Herr Preininger: Wie fügt sich Ihr jeweiliger Ansatz in diesen Rahmen ein? Und wie würden Sie das Herrn Quast schmackhaft machen?

Degen: Overlay Management kommt bei uns in zwei Varianten vor. Die eine ist nahe an Herrn Quasts Vorgehensweise: ein Risiko-Overlay über einen Masterfonds, bei der allerdings sowohl die Allokation als auch die Risiko-Overlay-Steuerung selbst zur Kernkompetenz des Anlegers gehören. Stärker ausgeprägt bei uns ist die zweite Variante: Der Investor hat Multi-Asset-Fonds, kombiniert mit Wertuntergrenzen. Dann kommt eine klassische Value-at-Risk-Steuerung zum Einsatz, damit die vordefinierten Wertuntergrenzen gehalten werden können.

Wenn ich vor Herrn Quast pitchen müsste, dann wahrscheinlich eher für ein Risiko-Overlay über einen Masterfonds, was beim Treasury einer Bank eher infrage kommt und auch bei Versicherern und Pensionskassen verbreitet ist.

Preining: Wir verstehen Overlay als zentralisiertes Konzept zur Gesamtrisikosteuerung und deshalb würde ich gerne noch eine weitere Dimension hinzufügen: die zukünftigen Verbindlichkeiten! Sehr viele unserer Kunden müssen diese mit berücksichtigen. Wir fragen uns also: Ist der Anleger Liability-getrieben, das heißt, muss ich die Verpflichtungen noch mit betrachten, oder ist dieser Anleger letztendlich ein Absolute-Return-Investor? Ein Treasury-Buch ist gewissermaßen ein Hybrid aus beiden Dimensionen: Einerseits soll es positiv zum Gesamtertrag der Bank beitragen, andererseits müssen auch die Verpflichtungen im Blick behalten werden. Wir würden uns also als Sparringspartner für Herrn Quast durchaus eignen.

Herr Preining, in einem früheren Roundtable haben Sie einmal gesagt, nicht alle Risiken seien durch ein Overlay beherrschbar.

Preining: Vollkommen richtig.

Das spricht aus Kundensicht nicht unbedingt dafür, dass man es machen muss.

Preining: Es wäre vollkommen falsch von einem Anbieter, zu behaupten, dass man alle Risiken mehr oder weniger steuern kann. Es geht vielmehr darum, möglichst viele Risiken zu identifizieren und danach abzuschätzen, welche sinnvoll steuerbar sind, weil sie ein vernünftiges Kosten-Nutzen-Verhältnis versprechen. Danach geht es darum, diese Risiken zu quantifizieren und in dieser zentralen Gesamtrisikosteuerung mit zu berücksichtigen. Eine Frage wäre zum Beispiel, in welchem Ausmaß ein sehr aktiver Asset Manager des Investors die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die definierten Wertuntergrenzen nach unten durchbrochen werden könnten.

Quast: Mir gefällt gut, dass Herr Preining offen zugibt, nicht alle Risiken wirklich auch steuern zu können. Gleichzeitig sage ich auch klar: Wir wollen gar nicht den Ertrag bis auf das letzte Zehntel optimieren – unser primärer Auftrag ist zunächst erstmal zu überleben und unseren genossenschaftlichen Auftrag zu erfüllen.



Katastrophenbonds beispielsweise passen deshalb auch nicht in unsere Asset Allocation. Wir tummeln uns nur in Asset-Klassen, zu denen wir auch wirklich eine Meinung haben und wo wir auch glauben, ein Engagement verantworten zu können.

Herr Degen behauptet, es würden zu viele den Weg des gesteuerten Risiko-Overlays gehen statt endlich wieder auch Chancen wahrzunehmen. Wird der Renditedruck auf Herrn Quast nicht bald so groß, dass er umdenken muss?

Degen: Ich zucke immer ein bisschen zusammen, wenn ich Diskussionen darüber mithöre, was risikoreich ist und was nicht. Ein Beispiel: Das Risiko deutscher Bundesanleihen wird zurzeit von vielen Anlegern als gering empfunden. Meines Erachtens ist das Zinsänderungsrisiko, ausgehend von einem Renditeniveau von derzeit 1,25 Prozent, ziemlich groß. Ich nenne Ihnen eine andere Asset-Klasse: Milliarden schwere Immobilienfonds waren eingestuft mit tollen Ratings, waren sogar mündelsicher, sind heute geschlossen und werden abgewickelt. Vor wenigen Monaten waren sie noch eine gute Beimischung in Multi-Asset-Klassen-Portfolios.

*„Meistens handeln viele ähnlich und zur ähnlichen Zeit.
Das sind also Crowded Trades.“*

Stefan Degen, Bayern Invest

Preininger: Sind sie übrigens immer noch auf aktuellen Niveaus.

Degen: Der Punkt ist: Wir sehen einen Paradigmenwechsel. Ich habe das Gefühl, dass es bei den klassischen Risikoparametern, die ja doch sehr stark geprägt werden durch den Blick in den Rückspiegel, viele Strukturbrüche gibt oder zumindest die Gefahr dafür. Deswegen gehen wir einen anderen Weg: den des Chancen-Overlays. Das heißt, wir starten ein Portfolio mit einem bewusst defensiveren Profil, um sozusagen für den Fall der nächsten Krise – und die Krisen kommen ja immer kürzer getaktet auf uns zu – Risikokapital für interessante Assets vorrätig zu haben. Es gibt genügend Beispiele für solche Assets: Nachranganleihen von soliden Unternehmen wie diejenigen von Allianz oder Münchener Rück sind in der Finanzkrise auf unter 50 Prozent des Nominalwerts gefallen. Verfügt ein Fonds in einer solchen Situation über Reserven an Risikokapital, bieten sich attraktive Chancen zum Kauf von Papieren mit hohen laufenden, ordentlichen Erträgen und zusätzlichem Kurspotenzial, was gemeinhin unter dem Fachbegriff „Pull-to-par-Effekt“ verstanden wird. Entscheidend ist natürlich, dass man in so einer Krise wirklich handlungsfähig ist. Wir versuchen also nicht den klassischen Weg des Risiko-Overlays zu gehen, das uns sozusagen zur Unzeit aus dem Risiko drängt, weil wir Risiko reduzieren müssen.

Herr Degen, kurz und knackig: Wurde in der Vergangenheit das Risikomanagement zulasten des Chancenmanagements überbetont?

Degen: Ja. Die Branche hat sich ganz klar in Richtung Risiko-Overlay positioniert. In ruhigen Zeiten steuert man die Portfolios mit einer relativ aggressiven Asset Allocation, um entsprechende Risikoprämien zu verdienen. Und wenn es Ernst wird, soll durch ein geschicktes Risiko-Overlay das Risiko heruntergesteuert werden. Faktisch heißt das dann: Corporate Bonds attraktiver Emittenten müssen bei einer Rendite von spätestens sechs Prozent verkauft werden, weil dann das Risikokapital aufgebraucht ist. Auf dem Aktienmarkt ist es dasselbe: Geht der Markt in die Knie, stehen plötzlich große Pakete zum Verkauf. Dahinter stehen Institutionelle, deren Risikokapital sich dem Ende zuneigt. Meistens handeln viele ähnlich und zur ähnlichen Zeit. Das sind also Crowded Trades.

Herr Preininger wird schon nervös – weil er das alles so unterschreiben würde?

Globale Perspektiven. Made in Germany.

Was macht DB Advisors zu einem der führenden Asset Manager Deutschlands? Die jahrzehntelange Erfahrung in der aktiven Betreuung institutioneller Vermögen weltweit sowie die vertrauensvolle Nähe zwischen Berater und Anleger. Erst diese strategische Partnerschaft mit unseren Kunden ermöglicht es uns, maßgeschneiderte Investmentlösungen anzubieten, die klassische Anlageformen mit innovativen Ideen kombinieren. Eine Arbeitsweise, von der unsere Kunden seit über 40 Jahren profitieren.

Lernen Sie uns näher kennen.
Unter www.dbadvisors.com

Leistung aus Leidenschaft





Clemens Quast

Preininger: Nein! Würde er nicht.

Okay, wieso? Klingt doch plausibel, was Herr Degen sagt.

Preininger: Wären wir hier vor sieben Jahren gesessen, hätten wir Overlay Management tendenziell eher als taktisches Asset-Allokation-Produkt diskutiert – damals hieß das „GTAA“. Und heute ist es eben genau andersherum, eben weil wir viele Krisen durchlaufen haben. Ich bin der Meinung, dass man auch ein reines Risiko-Overlay gar nicht so konträr sehen kann zum Nutzen von Chancen. Es ist ein effizientes Instrument für Kunden, die einerseits sehr langfristige Ertragsziele haben, andererseits aber kurzfristige Restriktionen für Verluste. Viele Investoren haben einen Zielertrag von fünf Prozent, können sich aber aufgrund bilanzieller, regulatorischer oder interner Vorgaben nicht erlauben, mehr als drei oder vier Prozent per anno zu verlieren. Erst der Einsatz einer

derartigen Risikosteuerung versetzt viele Investoren überhaupt in die Lage, Chancen nutzen zu können. Der Gegensatz Chancen-Overlay versus Risiko-Overlay scheint mir deshalb ein wenig konstruiert.

Degen: Wobei die Wirkungen gegenläufig sind. Wenn ich das Risiko klassischerweise steuere in einem Risiko-Overlay, arbeite ich ja schon relativ prozyklisch, oder?

Preininger: Im Hinblick auf die Reduktion von Risiken über gewisse Marktphasen ist es oftmals eine Prozyklik, aber meine Kernaussage war, dass Sie die Risiken, die Sie dann vielleicht prozyklisch in manchen Marktphasen reduzieren, ohne das Vorhandensein eines Fallschirmmechanismus gar nicht hätten nehmen können.

Degen: Gut, dann stellt sich aber die Kernfrage, ob der Investor beim klassischen Risiko-Overlay nicht per se mit einem zu hohen Risiko startet – verglichen mit dem, was er eigentlich nur vertragen könnte, wenn er kauft und auf Endfälligkeit hält.

Preininger: Aber Ihr Haus argumentiert doch auch nicht für Buy-and-Hold-Investments. Wir sind jetzt bei der Frage nach der richtigen Risikobudgetierung und damit auch bei der Frage nach der strategischen Asset Allocation. Ich argumentiere genau andersherum wie Herr Degen: Der Investor ist eigentlich nur dann in der Lage, Chancen auf den Kapitalmärkten zu nutzen, wenn er sich über potenzielle Risiken Gedanken macht. Und das muss er gerade auch beim Risiko-Overlay.

Die Diskussion hat etwa Philosophisches. Und sie fließt.

Preininger: Vielleicht sollten wir zum Akademiker überleiten. (allgemeines Lachen)

Johanning: Die regulatorischen Bedingungen für viele Anleger haben sich dahingehend verschärft, dass sie sich praktisch auf diese Risiko-Overlay-Strategien oder Wertsicherungsstrategien beschränken müssen. Sie haben kaum eine andere Chance. Und daraus ergibt sich automatisch eine Prozyklik. Wir müssen hinterfragen, wieso Investoren kurzfristig bestimmte Nebenbedingungen einhalten müssen, wenn sie eigentlich langfristige Pensionsziele haben. Das kann völlig kontraproduktiv sein, und der Spielraum, Chancen wahrzunehmen, ist sehr klein. Deshalb ist es ein wichtiges Thema. Der Erfolg von Herrn Degens Ansatz ist selbstverständlich sehr stark auch vom richtigen Timing abhängig.

Degen: Es kostet natürlich vorher auch. Ich habe erst einmal Opportunitätskosten, da mir das Basisportfolio im Chancen-Overlay in ruhigen Kapitalmarktzeiten weniger Risikoprämien generiert als das entsprechende Risiko-Overlay-Portfolio.

Johanning: Es ist wichtig, dass wir Marktteilnehmer haben, die konträre Ansätze fahren wollen und können.

Degen: Genau, und die Frage ist doch, wie ich wieder in den Markt komme, nachdem mich mein klassisches Risiko-Overlay ausgebremst hat.

Johanning: Herr Degen, wissenschaftlich gesehen haben wir aber kaum Evidenz dafür, dass solche Timing-Entscheidungen nachhaltig erfolgreich sind. Das muss an dieser Stelle gesagt werden. Das soll aber nicht heißen, dass man derartige Strategien gar nicht erst aufsetzen soll. Sehr wohl halte ich es für richtig, dass es



 **Bayern Invest**

Verlässlich,
auch wenn's rau wird.

www.bayerninvest.de

In rauen Gewässern den richtigen Weg zu finden, erfordert Können, Erfahrung und Selbstvertrauen. Verlassen auch Sie sich auf die Asset Management Kompetenz der BayernInvest.



Ansätze wie Ihren gibt, sonst kämen wir häufig zu sehr ähnlichen Anlageentscheidungen.

Quast: Diesen letzten Satz fand ich wunderbar. Allerdings wird immer unterstellt, dass alle Anleger ab einem gewissen Trigger verkaufen müssen. Das stimmt nicht! Aus unserer Portfoliosteuerung kann ich viele Beispiele aufzählen, wie wir uns ganz konträr zum Markttrend verhalten konnten, wie zum Beispiel zuletzt bei irischen Pfandbriefen. Es kann doch einfach nicht sein, dass der Markt mir diktiert, dass ich irgendetwas verkaufen muss, obwohl sich fundamental überhaupt nichts geändert hat. Daneben versuchen wir, Totalausfälle zu

vermeiden. Das ist uns in den vergangenen Jahren sehr gut gelungen.

Johanning: Sie haben dann aber aufgrund Ihrer Risikodefinition bestimmte Freiheiten, die andere nicht haben.

Quast: Es ist bei uns sogar schon vorgekommen, dass ein Wirtschaftsprüfer uns aufgefordert hat, das Risikobudget für ein Asset zu senken.

Das geht ja dann schon in Herr Degens Richtung! Bei welchen deutschen Kunden sehen Sie eigentlich noch Nachholbedarf für Risiko-Overlay? Was ist mit Stiftungen, die ja auch ihr Kapital real erhalten müssen und aus ordentlichen Erträgen ihren Stiftungszweck erfüllen sollen? Und was ist mit Family Offices? Kommen die künftig nur mit Hilfe von breiter Diversifikation aus – oder reicht das nicht mehr?

Johanning: Neben allen Einrichtungen, die grundsätzlich von Solvency II und Basel III beeinflusst werden, sehe ich auch Publikumsfonds als neue Nachfrager von Risiko-Overlay-Strategien. Die Risikoklassifizierung, die dort 2011 eingeführt worden ist, zwingt einen normalen Aktienfonds dazu, Risiko über Derivate zu reduzieren, wenn er nicht in Risikoklasse sieben eingestuft werden will – genauso hoch übrigens wie ein Optionsschein.

Quast: Die regulierten Einrichtungen werden sowieso hineingetrieben. Die haben im Prinzip keine Chance, ihre Prüfer ohne Overlay Management zufriedenzustellen.

Also man kann davon ausgehen, das machen alle?

Quast: Mehr oder weniger.

Preininger: Mein persönlicher Eindruck ist, dass es soweit noch nicht ist. Zum Thema Family Offices: Ja, hier herrscht Nachholbedarf, allerdings eher im Rahmen von individuellen Strategien. Ich glaube auch, dass derartige Investoren institutionelle Bedürfnisse haben im Hinblick auf Portfoliomanagement- und gerade auf Risikomanagement-Dienstleistungen. Dort geht es aber prinzipiell um die Frage, welche Risiken wie und in welchem Ausmaß verteilt sind, und weniger darum, wirklich eins zu eins Risiken abzusichern. Bei vielen Family Offices ist es nicht einfach, weil sie viele illiquide Asset-Klassen wie Private Equity und Beteiligungen haben. Außerdem: Ein Family Office hat als wichtigstes Anlageziel, das Vermögen sicher von einer Generation in die nächste Generation zu transferieren. Das Ziel, die Rendite auf den letzten Basispunkt hin zu optimieren, ist eher sekundär. Der Zielhorizont dieser Anleger ist auch ein ganz anderer.

Johanning: Family Offices könnten eine neue Form des Overlays, ausgerichtet auf Liquiditätsrisiken, nachfragen. Family Offices sind Investoren, die typischerweise aus Unternehmen heraus kommen, und damit recht stark in illiquiden, immobilien Werten investiert sind. Gleichzeitig können sie aber einen hohen Liquiditätsbedarf haben, um beispielsweise stetige Auszahlungen sicherstellen zu können.

Also eine Art Liquidity Risk Overlay für Family Offices. Anderes Thema: Angenommen, Herr Johanning leitet eine regulierte Einrichtung. Was müsste der ideale Anbieter für Sie alles leisten?

Johanning: Mein idealer Anbieter muss mir zeigen können, wie er das Risikomanagement beherrscht. Zudem würde ich gerne wissen, wie prognostiziert er diese Risiken? Wie gut sind seine Backtests und seine Risiko-alpha-Prognosen? Wenn er in diesen Punkten erfolgreich ist, hätte er mein Vertrauen.

Preininger: Darf ich da einhaken? Die Fragestellung von Herrn Johanning ist zentral! Wir bedienen uns zum Beispiel nicht irgendwelcher zurückliegender Volatilitätsreihen, berechnen aufgrund dieser historischen Volatilität ein gewisses Risiko für Ihr Portfolio, verlassen uns dann darauf und machen einmal am Tag ein Update. Nein, wir greifen aus den Märkten implizite Volatilitäten ab, für jede Asset-Klasse, für die diese verfügbar sind, und für andere, indem wir sie schätzen, und rechnen dementsprechend kontinuierlich das Risikomaß mit. Und zwar nicht einmal am Tag, sondern jede Sekunde. Genauso wie ein Euro-Stoxx-50-Future tickert, tickert auch eine Value-at-Risk-Kennzahl bei uns, basierend auf der impliziten Volatilität. Es gibt meiner Ansicht nach keinen besseren Schätzer.

Johanning: Das würde ich unterschreiben.

Degen: Wir praktizieren es übrigens genau so, wie es Herr Preininger schilderte. Aber die Tücken des Systems sind natürlich klar: Auch wenn die implizite Volatilität heute bei 25 ist, dann kann sie morgen trotzdem auf 60 steigen – und dann komme ich an das Limit des Systems.

Johanning: Jetzt habe ich natürlich noch eine Nachfrage: Welche Prognosehorizonte für Ihr Risiko verwenden Sie? Welche brauchen Sie in Ihrem System?

Preininger: Unser Prognosehorizont sind fünf Tage, rolling forward. Man trippelt sich also mit kurzfristigen Prognosen zum langfristigen Ziel.

Johanning: Das ist durchaus sinnvoll.

Wie sieht ein idealer Anbieter für Sie aus, Herr Quast?

Quast: Alle Anbieter erfüllen die Reporting-Anforderungen der Aufsicht sehr professionell. Das Problem ist ein anderes: Dieses Zahlenwerk tut alles, nur nicht die Realität abbilden. Diese Zahlen eignen sich, um Risiken relativ zueinander zu vergleichen. Wir müssen aber nach absoluten Größen steuern. Und da trauen wir dem



Zahlenwerk nicht. Ich denke, die Runde stimmt mir zu, wenn ich sage, die Realität ist immer schlimmer als das, was man sich in seinen kühnsten Träumen ausmalen kann. Und deshalb werden wir unseren gesunden Menschenverstand immer eingeschaltet lassen.

Sie arbeiten ja mit zwei Adressen zusammen, wie Sie vorhin erwähnt hatten. Fehlt Ihnen etwas in Ihrem bestehenden Set-up?

Quast: Was wir brauchen, das liegt in unserer Kernkompetenz. Welche Risiken wir aushalten können und welche nicht, und welche sinnvoll durch ein Overlay gesteuert werden und welche nicht, solche Entscheidungen würden wir gar nicht outsourcen, deswegen ist für mich diese Frage schwer zu beantworten.

Aber ein für Sie tätiger Overlay-Anbieter muss die UNPRI unterzeichnet haben?

Quast: Nein.

Nein?

Quast: Er muss sie nicht unterzeichnet haben, aber er müsste sie dann in Kürze unterzeichnen. Ich sehe, Sie sind gut informiert und haben gut recherchiert. Ja, wir haben in der Tat vor kurzem die Prinzipien der Vereinten Nationen für verantwortungsvolles Investieren, die UNPRI, unterzeichnet. Ich muss fairerweise sagen, von den Asset Managern haben fast alle oder sehr, sehr viele auch unterzeichnet – auch die Häuser der beiden Herren, die mir hier gegenüber sitzen.

„Wären wir hier vor sieben Jahren gesessen, hätten wir Overlay Management tendenziell eher als taktisches Asset-Allocation-Produkt diskutiert. Damals hieß das GTAA.“

Alexander Preininger, DB Advisors

Herwig Kinzler, der Investment-Consulting-Chef von Mercer, bezeichnete vor zwei Jahren das Kosten-Nutzen-Verhältnis von Overlay-Mandaten im Vergleich zu aktiven Asset-Management-Mandaten als sehr gut. Würde sich das Verhältnis noch einmal verbessern, wenn der Markt und seine Anbieter noch transparenter wären?

Preininger: Eine gewisse Transparenz gibt es unter den größeren Anbietern schon. Weniger transparent sind kleinere, spezialisierte Nischenanbieter. Ich bin mir aber nicht so sicher, ob eine höhere Transparenzstufe das angesprochene Kosten-Nutzen-Verhältnis verändern würde. Vielleicht würde es für manchen Kunden einfacher, den Anbieter auszusuchen, der das Passendste für ihn anbietet. Auf die Preise hätte das aber keinen erkennbaren Einfluss.

Johanning: Transparenz kann Anlegern auch helfen, ihre Ziele noch einmal klarer zu definieren.

Quast: Ich glaube, Transparenz passt eher zu standardisierten Produkten. Da es sich bei Overlays in der Regel um sehr individuelle Lösungen handelt, ist es gar nicht so das Thema.

Ein zweites schönes Thema ist das sogenannte Alignment of Interest zwischen Anbietern und Nachfragern. Wie kann das bei Overlay Management verbessert werden?

Quast: Jede Asset-Management-Gesellschaft ist mit irgendeinem Eigenkapital ausgestattet, und wenn der Besitzer dieses Eigenkapitals so gut darin wäre, Geld ertragreich anzulegen, dann würde er wahrscheinlich keine

Asset-Management-Gesellschaft gründen und sagen, wir managen jetzt fremdes Geld, sondern er würde sagen, mit dem Geld, das darin steckt, lege ich selbst am Kapitalmarkt an, das kann ich besser. Das ist vielleicht sehr pointiert formuliert, trifft aber doch den Kern des Problems.

Haben Sie einen ganz konkreten Vorschlag, was geändert werden müsste?

Quast: Ein krasser Vorschlag wäre, dass gar kein Geld fließt, wenn bestimmte Ziele verfehlt werden. Ich glaube nicht, dass einer von den am Tisch sitzenden Asset Managern das so machen würde. Aber wenn Sie selber glauben, dass Sie gut sind, dann gestalten Sie doch diese sogenannten fixen Fees, die auf jeden Fall fließen, so niedrig, dass vielleicht gerade einmal Ihre Selbstkosten gedeckt sind, aber noch kein Cent Gewinn anfällt. Und wenn Sie wirklich so gut sind, dass Sie einen Mehrwert erzeugen können, dann sollen Sie auch deutlich mehr haben, wenn ein strategisches Ziel gut erfüllt ist. Aber wenn Ziele verfehlt werden, dann dürfen höchstens gerade einmal Ihre Selbstkosten gedeckt sein.

Preininger: Herr Quast, wie würden Sie dann mit folgender Situation umgehen: Sie beauftragen mich oder Herrn Degen mit einem Risiko-Overlay für Ihre Gesamtanlagen. Sie haben eine gewisse Wertuntergrenze, ein gewisses Risikobudgets und wir bieten Ihnen das zum Selbstkostenpreis an. Wir vereinbaren, dass Sie uns innerhalb eines Turnus von zwei Jahren eine schöne Performance Fee vergüten, wenn die definierten Ziele erreicht werden. Zwei Jahre später haben wir die Ziele automatisch erfüllt, weil die Märkte in eine Richtung gelaufen sind, und wir gar nicht eingreifen mussten, so dass Sie nicht einmal Opportunitätskosten hatten. Wären Sie dann bereit, uns dafür eine Performance Fee zu bezahlen?



Quast: Dann haben Sie selbstverständlich einen entsprechenden Aufpreis verdient.

Preininger: Obwohl ich kein einziges Derivat gehandelt und zwei Jahre nur zugeschaut hätte?

Quast: Aber die Allokation haben Sie vorgenommen?

Preininger: Nein, ich spreche über ein ganz klassisches Risiko-Overlay-Mandat. Unser Auftrag wäre nur, sicherzustellen, dass über die nächsten zwei Jahre dieses Portfolio nicht mehr als drei Prozent an Wert verliert. Wenn es gefährlich wird, würden wir intervenieren und versuchen, dieses Risikobudget letztendlich aufrechtzuhalten.

Quast: Einen solchen Auftrag hätten wir nicht erteilt. Das können wir selbst. (allgemeines Gelächter)

Preininger: Aber ist das nun ein Alignment of Interest oder nicht?

Quast: Ich würde eine Reinigungskraft auch nicht nach der Menge des Schaumes bezahlen, den sie produziert. Ich messe doch nicht die Qualität des Asset Managers daran, wie viel Umsätze er tätigt.

Preininger: Was ich damit nur zum Ausdruck bringen wollte: Es sind sehr individuelle Lösungskonzepte. Auch die Aufgabenstellungen sind sehr unterschiedlich. Es ist nicht immer so leicht, faire Vergütungsmodelle zu finden, die auch noch interessenkongruent sind.

Johanning: Man könnte Ihnen eine Benchmark, zum Beispiel eine Wertsicherungs-Benchmark, vorlegen, die die passive Strategie darstellt. Wenn Sie ein gutes Overlay Management machen, dann müssen Sie diese



Lutz Johanning

Benchmark schlagen. In diese Richtung könnte man denken. In dem genannten Beispiel entspräche Ihr Ergebnis dem der Benchmark. Aber in anderen Phasen können Sie zeigen, ob Sie mit Ihren Risikoprognosen und Handelsfähigkeiten tatsächlich diese Benchmark schlagen.

Preininger: Das wäre eine Möglichkeit, aber ich sage Ihnen offen: Da müsste man uns quasi auch gewisse Freiheitsgrade im Hinblick auf die Erwirtschaftung von Erträgen geben. Das würde dann über einen reinen Risikoauftrag hinausgehen. Außer, Sie definieren einen gewissen risikoadjustierten Ertrag der Benchmark. Und wenn Sie mir diese Benchmark geben, dann wird die Selbstkostenbepreisung höher liegen als der Preis, den ich Ihnen jetzt bereit wäre für ein normales Overlay anzubieten. Also die Komplexität wirkt ganz pragmatisch, weil ...

Johanning: ... Sie eine Risikoprämie fordern.

Preininger: Genau. Sie haben vollkommen recht, theoretisch wäre Ihr Vorschlag absolut richtig, aber es wäre schwierig, jemanden zu finden, der sich darauf einlässt, weil der wahrscheinlich erst einmal zwei Millionen Euro für IT investieren müsste, um überhaupt technisch in der Lage zu sein, gegen so eine Benchmark zu managen.

Johanning: Ich glaube auch, dass eine zu komplexe Fee-Struktur sogar eher abschrecken würde. Dennoch kann ja eine Denkweise in diese Richtung schon helfen.

Degen: Wobei ich glaube, dass sich der deutsche Markt tendenziell schwertut mit Performance Fees.

Preininger: Das würde ich auch sagen.

Degen: Unsere Geschäftsführung sieht es durchaus gerne, wenn wir etwas mehr variabel arbeiten würden, wo wir also durchaus ins Obligo hineingehen. Interessant ist, dass Kunden in der Regel sehr zurückhaltend werden, wenn sie einmal eine umfangreichere Performance Fee bezahlen mussten – danach steigt der Wunsch nach einer fixen Gebühr.

Johanning: Eine Frage von mir: Gibt es eigentlich schon Überlegungen bei Ihnen, Composites zu schaffen? Ein Anbieter, der einige sehr ähnliche Overlay-Mandate hat, müsste das eigentlich können. Das zeigt einem Nachfrager die Bandbreite von Ergebnissen, die Overlays produziert haben – eine schöne Transparenz!

Preininger: Wenn die Produkte von der Stange wären, wäre ich vollkommen bei Ihnen, das wäre die ideale Lösung. Aber die Portfolios können, auch wenn sie gleich sind, ganz unterschiedliche Risikobudgets haben, was natürlich komplett unterschiedliche Pfade im Hinblick auf den Mehrertrag ausweist. Ähnlich verhält es sich mit der Readjustierung der Wertuntergrenze: Wie stellt man im Composite dar, wenn ein Kunde aus den verschiedensten Gründen diskretionär eingreift? Aber ich gebe Ihnen recht: Um Transparenz zu schaffen, gerade in der Beziehung zwischen Kunden und Overlay-Management-Anbietern, muss man nach vorne blicken und sicherlich viel Gehirnschmalz und auch viel Arbeit genau in diese Fragestellungen hineinstecken. Nur so schafft man es, mehr oder weniger im selben Boot zu sitzen und ein Vertrauensverhältnis durch Zahlen zu untermalen.

Werte Herren, vielen Dank dafür, dass Sie so engagiert diskutiert haben. Wir haben einige Aspekte, wie die Transparenz des Marktes und das Alignment of Interest besprochen, die bezogen auf Overlay Management selten thematisiert werden. Es war auch wichtig, das Verhältnis von Risiko- und Chancen-Overlay noch besser herauszuarbeiten. Wir hoffen, dem Markt dadurch Denkanstöße für den Sprung auf eine neue Professionalisierungsstufe zu liefern!



Im Bild zu sehen von links nach rechts:

Maik Rodewald, portfolio Verlagsgesellschaft

Professor Dr. Lutz Jobanning, WHU – Otto Beisheim School of Management

Clemens Quast, Sparda-Bank München

Stefan Degen, Bayern Invest

Alexander Preininger, DB Advisors

Risiko-Overlays: Status quo und Ausblick



*Prof. Dr. Lutz Johanning,
WHU – Otto Beisheim School of Management*

Risiko-Overlay-Strategien werden bei institutionellen Anlegern in den vergangenen Jahren vermehrt eingesetzt. Dabei wird das Risiko eines Vermögensbestands – beispielsweise in einem Masterfonds zusammengefasste Subfonds – zentral gemanagt. Risiko-Overlays wurden zunächst dazu eingesetzt, die Einhaltung bestimmte Wertsicherungsuntergrenzen (sogenannte Floors) des Anlagevermögens mit hoher Wahrscheinlichkeit sicherzustellen. Die Präferenz für die Absicherung absoluter Verlustrisiken ist aufgrund der Erfahrungen in der Finanzkrise stark gestiegen. Neben der hohen Umsetzungssicherheit weisen Risiko-Overlay-Strategien einen weiteren Vorteil auf: Sie bedienen sich sogenannter regelgebundener Anlagestrategien, die für den Anleger nachvollziehbar und mit einem geringeren Verhaltensrisiko verbunden sind. Diese Vorteile werden auch zukünftig den Einsatz von Risiko-Overlay-Strategien fördern, aber natürlich haben diese Vorteile auch einen Preis in Form von direkten Kosten und Einbußen bei den Renditepotenzialen.

Asset-Allokation und Risiko-Overlay

Beim klassischen Anlageprozess eines institutionellen Anlegers wird zunächst im Rahmen einer Asset-Liability-Studie auf Basis bestehender Verpflichtungen eine strategische Asset-Allokation geplant. Eine solche Asset-Allokation stellt bereits eine „erste“ Risikostrategie dar, wobei als Risikomaß gewöhnlich die Volatilität verwendet wird. Wenn in den vergangenen Jahren zunehmend das Anlagevermögen zusätzlich einem Risiko-Overlay unterworfen wurde, ist das zunächst kein Widerspruch, da mit Risiko-Overlays insbesondere absolute Verlustrisiken gesteuert werden. Allerdings ist zu berücksichtigen, dass beide Risikostrategien sich sehr wohl beeinflussen. Aggressive Asset-Allokationen mit einer hohen Aktienquote sind nicht für die Einhaltung einer hohen Wertsicherungsgrenze (Floor) von zum Beispiel 98,5 Prozent des Jahresanfangsvermögens geeignet.

Dies wird in der folgenden Abbildung deutlich, in der zunächst eine exemplarische Asset-Allokationen nach Markowitz für acht Anlageklassen auf Basis von vier Aktien- und vier Rentenindizes mit Kurshistorie von 1996 bis 2005 dargestellt wird. Der effiziente Rand der reinen Markowitz-

Optimierung liegt oberhalb der Effizienzgrenzen unter Einhaltung der jährlichen Wertsicherungsgrenzen (Floors) von 90 Prozent und 98,5 Prozent. Eine Rendite von neun Prozent pro Jahr konnte in der betrachteten Historie bei Einhaltung einer Wertuntergrenze von 90 Prozent nicht realisiert werden. Es fällt zudem auf, dass für eine Rendite von etwa sieben Prozent pro Jahr bei der reinen Markowitz-Optimierung eine Standardabweichung von etwa vier Prozent pro Jahr in Kauf genommen werden musste. Dieselbe Rendite konnte bei einer zusätzlichen Absicherung des Jahresendvermögens auf 90 Prozent des Anfangsvermögens nur durch ein höheres Volatilitätsrisiko von über fünf Prozent pro Jahr realisiert werden. Beide Risikomaße (Volatilität und absolutes Verlustrisiko) beeinflussen sich. Risiko-Overlay-Strategien und Asset-Allokation sind deshalb simultan zu planen.

Aus den exemplarischen Asset-Allokationen mit und ohne Wertsicherung geht auch hervor, dass eine Absicherung mit Renditeeinbußen einhergeht. Für ein identisches Volatilitätsrisiko von etwa vier Prozent pro Jahr muss bei zusätzlicher Wertsicherung von 90 Prozent mit einer Renditeeinbuße von circa 50 Basispunkten pro Jahr gerechnet werden. In der Realität sollten die Kosten aber geringer ausfallen.

Risiko-Overlays werden kurzfristig gemanagt, auch wenn die Anlagehorizonte in der Regel langfristig sind. Zur Einhaltung vorgegebener Wertuntergrenzen wird das Portfolio dynamisch und prozyklisch umgeschichtet, das heißt, die riskant investierte Anlage wird bei Kursverlusten in die Geldmarktanlage umgeschichtet und vice versa. Ob alternativ eine Absicherung über Derivate vorgenommen wird, hängt vom Bewertungsniveau, also dem Preis der Derivate ab. Physische und derivative Strategien unterstellen einen weitgehend friktionslosen Handel, dass also der Kauf und Verkauf von Anlagen keinen oder nur einen kleinen Preiseinfluss am Markt verursachen.

Vergleichbare regulatorische Vorgaben, insbesondere Eigenkapitalanforderungen bei Banken und Versicherungen auf Basis von Value-at-Risk-Kennzahlen und Stresstests, haben den Einsatz von Wertsicherungsstrategien in den vergangenen Jahren stark gefördert. Somit überrascht

es nicht, dass verschiedene Anleger zunehmend vergleichbare Risikostrategien verfolgen. Das gemeinsame, zeitgleiche Kaufen und Verkaufen ähnlicher Wertpapiere setzt aber die wesentliche Grundannahme für die Funktionsfähigkeit von Risiko-Overlay-Strategien, die Annahme des friktionslosen Handels, außer Kraft. Das prozyklische Handeln der Anleger kann deshalb insbesondere in Stressphasen des Kapitalmarkts nicht nur zu hohen Handelskosten, sondern auch zum schnellen Aufzehren von Risikobudgets führen. Anleger sind dann vor die schwer beantwortbare Frage gestellt, wann und in welchem Ausmaß ein neues Risikobudget zur Erschließung von Renditepotenzialen zur Verfügung gestellt wird. Basis dieser Timing-Entscheidungen sollten fundierte Renditeprognosen der relevanten Anlageklassen sein. Allgemein hängt die Höhe des Risikobudgets nicht nur von der Risiko- und Renditepräferenz des Anlegers, sondern auch von der Höhe der Kapitalmarktzinsen ab. Bei niedrigen Zinsen ergeben sich aus der Diskontierung von Wertuntergrenzen nur geringe Risikobudgets. Wenn zeitgleich hohe Volatilitäten beobachtet werden, ist die Absicherung teuer. Wertsicherungsstrategien können in einem Kapitalmarktumfeld mit niedrigen Zinsen und hohen Volatilitäten zwar die Einhaltung von Wertuntergrenzen mit hoher Wahrscheinlichkeit ermöglichen, allerdings ist das Potenzial zur Erwirtschaftung von Renditen gering.

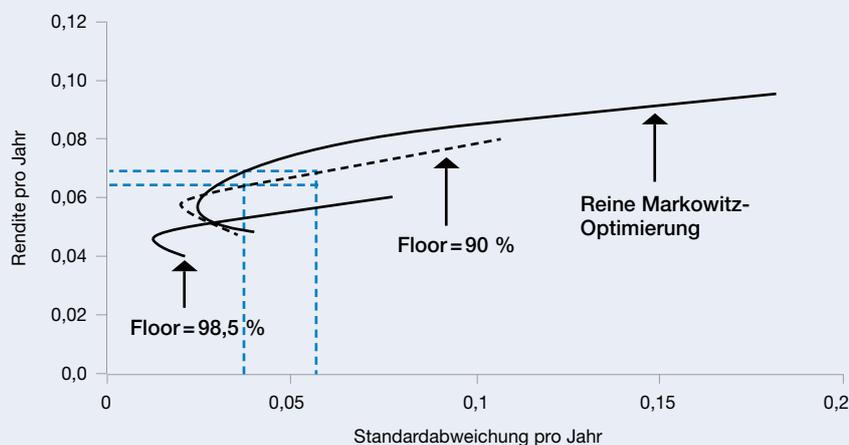
Aufgrund der begrenzten Möglichkeiten von Wertsicherungsstrategien haben sich verschiedene Formen von Risiko-Overlays entwickelt.

Anleger mit entsprechenden Spielräumen sind von der Vorgabe und strikten Einhaltung von Wertsicherungsgrenzen abgerückt und stellen zunehmend andere Risiken in den Vordergrund.

Auch bei regulatorischen Vorgaben und Berichtspflichten sollte darauf geachtet werden, dass Anleger nicht unnützlich zur Einhaltung kurzfristiger Wertuntergrenzen verpflichtet werden. So können mit Hilfe von Risiko-Overlays die Volatilität des Gesamtvermögens oder auch bilanzielle Risiken gesteuert werden. Die Steuerung von Volatilitäten erscheint insbesondere vor dem Hintergrund der derzeit beliebten Minimum-Risiko-Strategien (zum Beispiel Minimum-Varianz-Ansatz) als vielversprechend. Ein Ziel wäre es, solche regelgebundenen, für den Anleger nachvollziehbaren Anlagestrategien auf das Gesamtvermögen zu übertragen. Die Steuerung von bilanziellen Risiken ist beispielsweise dann sinnvoll, wenn aus dem Vermögen möglichst stetige periodische Auszahlungen zu leisten sind.

Risiko-Overlay-Strategien bedienen sich zunehmend antizyklischer Handelssignale. Dabei werden Risikobudgets in guten Kapitalmarktphasen systematisch aufgebaut, so dass Handlungsspielräume in schlechten Marktphasen entstehen. Weiterentwickelte Modelle basieren auf umfassenden simultanen Risikoprognosen für die relevanten Märkte. Dabei wird deutlich, dass der Qualität der Risikoprognose eine immer wichtigere Bedeutung zukommt.

Effizienzgrenzen für verschiedene Wertsicherungsstrategien im Vergleich zur Markowitz-Effizienzgrenze



Betrachtungszeitraum vom 1. Januar 1996 bis 31. Dezember 2005

Quelle: Lutz Johanning und Kay Benk

Sind Methoden zur Berechnung von Volatilitäten und Korrelationen überflüssig?



*Dr. Dennis Hänsel,
Portfolio Manager Overlay Management, DB Advisors*

Die letzten 15 Jahre am Kapitalmarkt haben das Vertrauen in die gängigen Kapitalmarktmodelle stark getrübt. Das Platzen der Technologieblase im Jahr 2000, die Immobilien- und Bankenkrise 2008 sowie die jüngste Staatenkrise prägen das Bild und haben einen signifikanten Einfluss auf Investitionsentscheidungen von institutionellen Anlegern. Extreme Renditeauschläge treten häufiger auf als erwartet, Diversifikation scheint in Krisenzeiten ebenfalls nicht zu funktionieren, und historische Volatilitäten sind nur ein unzureichender Indikator für das Risiko einer Anlageklasse oder eines Portfolios in Stressszenarien. Regeln und Annahmen, die jahrzehntelang für Investoren und Asset Manager zuverlässig Orientierung boten, scheinen plötzlich außer Kraft gesetzt.

Eine attraktive Rendite bei genauer Kenntnis der künftigen Risiken ist das primäre Anlageziel institutioneller Investoren. Dabei spielt die strategische Asset-Allokation für die langfristige Orientierung eines Portfolios eine bedeutende Rolle. Eine effiziente Berechnung der erwarteten Rendite und des erwarteten Risikos sind die zentralen Parameter für die strategische Asset-Allokation und für die Aufteilung eines Portfolios. Grundlegende Annahmen für diese Berechnungen sind konstante Risikokennzahlen der unterschiedlichen Anlageklassen. Diese Annahme hat dazu geführt, dass viele Investoren in Krisenzeiten das Risiko ihres Portfolios signifikant unterschätzt haben, weil das Risiko einen dynamischen Verlauf aufweist.

Strategische Asset-Allokation – erwartete Rendite und Risiko als zentrale Steuerungsgrößen

Die Güte der Inputfaktoren für die strategische Asset-Allokation bestimmt die Effizienz der Allokation. Aus diesem Grund ist es sinnvoll, neue Erkenntnisse über die Renditeeigenschaften von Anlageklassen in die Berechnung einfließen zu lassen. Neben der Bestimmung der erwarteten Renditen ist das erwartete Risiko das zentrale Element einer strategischen Asset-Allokation. Das erwartete Risiko eines Portfolios ist aus der Volatilität und der Korrelation der einzelnen Anlageklassen untereinander zu ermitteln.

Vor den Krisen der letzten Jahre und den damit einhergehenden starken Schwankungen basierten die Analysen immer auf historischen Daten.

Eine historische Berechnung berechnet die Volatilität und die Korrelationen anhand von Renditen. Hierfür sollten die Zeitreihen und Beobachtungspunkte einen möglichst langen Zeitraum umfassen und viele unterschiedliche Konjunkturzyklen berücksichtigen. Ein Schwachpunkt dieser Methode ist, dass die jüngere Vergangenheit ebenso stark gewichtet wird wie länger zurückliegende Beobachtungspunkte und somit Veränderungen von Volatilitäten und Korrelationen nicht hinreichend berücksichtigt werden.

Als Beispiel für die Veränderung der beiden Parameter dient der Aktienindex Euro Stoxx 50. Die Grafik 1 zeigt große Unterschiede in der Ausprägung der historischen Volatilität. Die historische Volatilität des Indexes vom 1. Januar 1999 bis 31. August 2012 beträgt, basierend auf täglichen Daten, 24,7 Prozent. Der historische Wert der Volatilität bis Ende 1999 beträgt ab 1987 16,3 Prozent. Die Dynamik der historischen Volatilität lässt sich am besten anhand einer rollierenden 100-Tages-Volatilität beschreiben, die in einem Intervall von 8,8 Prozent bis 54,6 Prozent schwankt. Die dynamischen Effekte werden noch deutlicher, wenn man die impliziten Volatilitäten berücksichtigt. Für den V-Stoxx (Index der impliziten Volatilitäten des Euro Stoxx 50) ist der Maximalwert der Schwankungen 68 Prozent und der Minimalwert 17 Prozent. Die Dynamik der Korrelation ist ebenfalls gut zu erkennen.

In Grafik 2 ist die rollierende 100-Tages-Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen dargestellt. Die maximale Ausprägung der Korrelation beträgt 0,23 und die minimale Ausprägung -0,68. Die durchschnittliche Korrelation für den gesamten Zeitraum beträgt -0,23. Die Entwicklung der letzten Jahre hat Praktiker und Akademiker dazu gebracht, etablierte Finanzmarktmodelle neu zu bewerten. Stark schwankende Volatilitäten und Korrelationen haben eindrucksvoll gezeigt, wie wichtig es ist, das dynamische Verhalten von Volatilitäten und Korrelationen sowie die Risikomessung in Investitionsentscheidungen einzubeziehen.

Diese Zusammenhänge werden noch deutlicher, wenn wir die Veränderung des Value at Risk (VaR) bei einem Portfolio aus 30 Prozent Aktien und 70 Prozent Renten betrachten. Bei der ersten VaR-Berechnung nutzen wir historische Zahlen, im zweiten Fall berechnet sich der VaR aus

100-Tages-Volatilität und -Korrelation im Krisenjahr 2007. Der VaR (ein Jahr, 95 Prozent) bestimmt den erwarteten Verlust, der mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 Prozent nicht überschritten wird. Der VaR für die historischen Werte beträgt -9 Prozent und der VaR für die Ausprägungen in einem Stressszenario -22 Prozent. Der Unterschied der Verlusthöhe von 13 Prozentpunkten hat signifikante Auswirkungen auf Anlageentscheidungen von Investoren, die ihre langfristige Allokation an ihr vorhandenes Risikobudget anpassen. Ein Risikobudget von zehn Prozent bedeutet, dass die Allokation so gesteuert wird, dass ein maximaler Verlust von zehn Prozent realisiert beziehungsweise ein Mindestwert von 90 Prozent des Anlagevermögens abgesichert wird. Bei einem Risikobudget von zehn Prozent ist ein aus 30 Prozent Aktien und 70 Prozent Renten bestehendes Portfolio in einem Krisenszenario zu riskant.

Die Schwankung der Volatilitäten und Korrelationen sowie die unterschiedlichen Verlustwerte für ein gemischtes Portfolio aus Aktien und Renten verdeutlicht, dass es sinnvoll ist, Volatilitäten und Korrelationen nicht nur unter Berücksichtigung historischer Zeitreihen und einer maximalen Anzahl von Datenpunkten zu ermitteln. Die meisten neueren Verfahren der Volatilitätsmessung basieren auf einer stärkeren Gewichtung der letzten Beobachtungen. Durch diese Erweiterung der Berechnung und das Aufheben der Gleichgewichtung aller Beobachtungen entfällt die Annahme, dass alle Volatilitätsausprägungen stochastisch unabhängig voneinander sind, das heißt, ein heute zu beobachtender Wert nicht von dem gestrigen Wert abhängig ist.

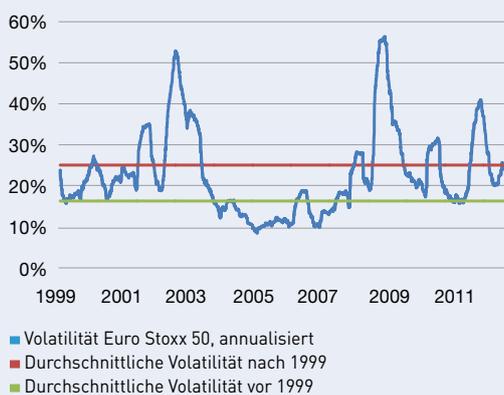
Empirische Untersuchungen von Finanzmarkt-Zeitreihen haben ergeben, dass die Volatilität verschiedene charakteristische Merkmale aufweist.

Zu diesen gehören „Fat Tails“ der Renditeverteilungen (starke negative Renditeausprägungen werden häufiger als durch die Normalverteilung prognostiziert realisiert), Volatilitätscluster (es existieren Phasen hoher Volatilität und niedriger Volatilität) und Asymmetrie (Volatilitäten reagieren asymmetrisch auf Vorzeichen von Schocks; bei negativen Schocks ist die darauf folgende Volatilität höher als bei positiven Schocks).

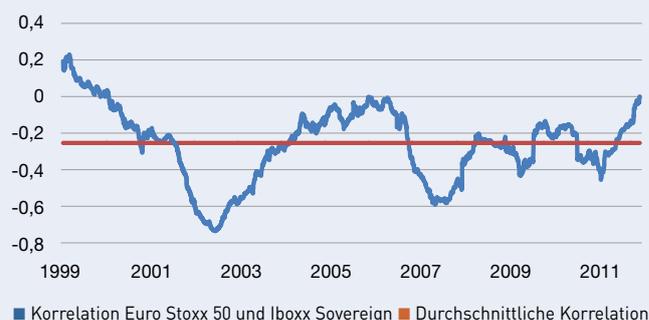
Eine Schätzung der zukünftigen Schwankung der Renditen von Anlageklassen sowie des Risikos eines Portfolios ist nur dann effizient, wenn sie die empirischen Erkenntnisse in ihre Modelle einfließen lässt. Der historische Durchschnitt nutzt die gesamten zum jeweiligen Zeitpunkt verfügbaren historischen Volatilitäten, während beim gleitenden Durchschnitt ein Datenfenster mit festem Zeitraum definiert wird, so dass ältere Daten deutlich weniger ins Gewicht fallen als jüngere Datenreihen. Im Unterschied zum historischen Durchschnitt enthalten aktuelle Berechnungsmethoden der Volatilität eine Übergewichtung der jüngeren Vergangenheit. Für alle Methoden gilt, dass sie ein Trade-off zwischen Verwendung aller verfügbaren Informationen und dem Einfluss aktuellerer Volatilitätschätzer auf die Vorhersage zukünftiger Volatilität darstellen.

Weiterentwickelte Zeitreihenmodelle finden sich in der ARCH/GARCH-Familie, die zu einem Standardinstrument zur Modellierung von Volatilitäten geworden ist. Im original ARCH-Modell, entwickelt von Engle 1982, ist die bedingte Varianz eine Funktion der vergangenen quadrierten Renditen. Das GARCH-Modell, veröffentlicht von Bollerslev 1986, ist eine Erweiterung des ARCH-Modells. Bei einem GARCH (1,1) ist die aktuelle bedingte Varianz abhängig von der Rendite und der Varianz der letzten Periode. Das EGARCH-Modell, eingeführt von Nelson 1991, gehört zur Gruppe der asymmetrischen GARCH-Modelle.

Grafik 1: Volatilität des Euro Stoxx 50 seit Januar 1999



Grafik 2: Korrelation zwischen Aktien und Staatsanleihen



Quelle: DB Advisors, eigene Berechnung, Datenquelle: Datastream, September 2012

Ein direkter Vergleich des gleitenden Durchschnitts, der impliziten Volatilität und des EGARCH zeigen, dass die implizite Volatilität und das EGARCH-Modell eine höhere Erklärung zukünftiger Renditeausprägungen aufweisen als der gleitende Durchschnitt. Die angegebenen Werte in der Tabelle basieren alle auf dem Euro Stoxx 50 für den Zeitraum vom 1. Januar 2007 bis zum 12. September 2012.

Für die gesamte Periode steigt der erklärte Anteil der zukünftigen Renditevariabilität von 20 Prozent unter Berücksichtigung des gleitenden Durchschnitts auf über 30 Prozent bei der Anwendung der impliziten Volatilität oder des EGARCH-Modells. Dieser Effekt wird in Krisenszenarien, zum Beispiel Anfang 2007 bis Ende 2008, noch größer. In dieser Zeit ist der erklärte Anteil der beiden Schätzverfahren doppelt so hoch.

Erklärter Anteil der zukünftigen Renditevariabilität durch unterschiedliche Schätzverfahren

	01/2007– 09/2012	01/2007– 12/2008	01/2011– heute
Gleitender Durchschnitt	14,6%	14,5%	21,0%
Implizite Volatilität	28,9%	30,5%	32,1%
EGARCH (1,1)	27,0%	28,1%	30,8%

Datenquelle: Datastream, Index: Euro Stoxx 50, September 2012;
Quelle: DB Advisors, eigene Berechnungen

Fazit

Grundsätzlich gilt für alle Kapitalmarktmodelle, dass die Güte der Inputfaktoren die Effizienz des Outputs bestimmt. Unsere Analyse zeigt, dass neue Prognoseansätze für die Volatilität die Güte der Schätzung von zukünftigen Volatilitäten signifikant erhöhen. Je kürzer der Prognosezeitraum, desto höher der Vorteil der impliziten Volatilität oder des EGARCH-Ansatzes. Aus diesem Grund ist es unabdingbar, in Risikomodellen und beim Überwachen von Marktrisiken einen solchen Ansatz für das Risiko eines Portfolios zu verwenden. Für Investoren, die zwar langfristig investieren, kurzfristige Verluste im zweistelligen Bereich aber nicht tragen können, ist eine Verwendung dieser Ansätze auch für die strategische Asset-Allokation sinnvoll. Es spricht vieles dafür, dass die Dynamik der Volatilitäten und Korrelationen in den nächsten Jahren weiterhin bestehen bleibt und sich in Krisenzeiten nur geringe Diversifikationsmöglichkeiten zwischen den verschiedenen Anlageklassen ergeben. Diese Umstände erfordern eine Integration der dynamischen Eigenschaften der Volatilitäten und Korrelationen in die bestehenden Allokations- und Risikomodelle.

Nachgefasst bei Alexander Preininger

Das Jahr 2008 galt als der ultimative Stresstest für Overlay-Manager. Wie bewähren sich Overlays in diesem Jahr?

Das Jahr 2008 war das beste Jahr für die gesamte Overlay-Branche. Zum einen weil den Kunden, die bereits über eine Risiko-Overlay-Steuerung verfügten, ein Mehrwert aufgezeigt werden konnte, zum anderen weil eine Branche nach einer Krise immer gesunder: Die Frage, welche Risiken sich wie gut steuern lassen, wurde vor der Krise häufig sehr selbstbewusst anders beantwortet als sehr devot nach der Krise. Diejenigen Anbieter, die in diese Kategorie fallen, finden Sie heute nicht mehr. Volatile Seitwärtsmärkte wie 2012 zehren jedoch an dem 2008 gewonnenen Vertrauen.

Lässt sich der Mehrwert eines Overlays für Kunden in Basispunkten beziffern?

Nein, denn der Mehrwert ist eine Funktion aus Risikobudget, Allokation und Absicherung ebenjener Allokation. Alle Parameter sind im institutionellen Asset Management sehr individuell, so dass bei dieser Frage keine eindeutige Antwort gegeben werden kann. Die reine Renditebetrachtung ist aber fehl am Platz. Vielmehr sollte der Mehrwert in einer risiko-adjustierten Dimension Berücksichtigung finden.

Overlay von der Stange ist out – nennen Sie bitte zwei Beispiele, wie Sie maßschneidern können?

Die am häufigsten genutzte Individualisierung ist mit Sicherheit die spezifische Festlegung der Wertuntergrenze: Beispielsweise durch eine individuell vereinbarte, aber regelgetriebene quartalsweise Anhebung oder durch einen Ad-hoc-Kundenwunsch aufgrund eines Jahresabschlusses. Ein anderes Beispiel ist der umfassende Beratungsprozess, der die zugrunde liegende Allokation selbst betrifft, sei es in der Empfehlung attraktiver Asset-Klassen oder für zu investierende Investmentstile (aktiv versus passiv). In letzter Konsequenz beinhaltet das natürlich auch eine individuelle Risikobudgetierung.

Alexander Preininger, DB Advisors

DIE HIGHLIGHTS AM 16./17. OKTOBER 2012:



TOMAS SEDLACEK

STAR-ÖKONOM UND CHEFVOLKSWIRT BEI DER
TSCHECHOSLOWAKISCHEN HANDELSBANK (CSOB)

Tomas Sedlacek gilt als einer der „fünf heißesten Köpfe“ der Wirtschaft. Spätestens seit Erscheinen seines Buches „Die Ökonomie von Gut und Böse“ avancierte der Grenzgänger zwischen Wirtschaft, Wissenschaft und Politik zum internationalen Star. Der ehemalige Berater von Václav Havel bewertet und diskutiert das Thema „Aktienzenarien 2013“ im Streitgespräch auf dem portfolio masters.

PROF. DR. MAX OTTE

„BÖRSIANER DES JAHRES“ (2009-2011)



Als gefragter Wirtschafts- und Finanzexperte auf dem Gebiet des werthaltigen Investierens (Value Investing) stellt Prof. Dr. Max Otte im Streitgespräch „Aktienzenarien 2013“ seine Sicht der Dinge dar.

PROF. DR. CLEMENS FUEST

UNIVERSITÄT OXFORD



Der Oxforder Steuerprofessor und angehender Präsident des ZEW, Prof. Dr. Clemens Fuest, steht für ordoliberalen Positionen. Fuest wird am Streitgespräch „Aktienzenarien 2013“ teilnehmen.

JOACHIM FRÖHLICH

LEITER TREASURY,
EVANGELISCHE KREDITGENOSSENSCHAFT EG



Aus der Sicht eines institutionellen Investors beleuchtet Joachim Fröhlich das Thema Transition und findet Antworten auf die Frage: Wie läuft die Zusammenarbeit zwischen Investor und Transition Manager?

DR. STEFAN NELLSHEN

FINANZVORSTAND, CFO,
BAYER-PENSIONSKASSE VVAG



„Aktien für Langfristinvestoren mit kurzfristigen Bilanzanforderungen“, so lautet das Thema des Vortrags von Dr. Stefan Nellshen. Er referiert u. a. über die Funktion von Aktien in der Gesamtallokation einer Altersvorsorgeeinrichtung.

MICHAEL DITTRICH

ABTEILUNGSLEITER VERWALTUNG,
DEUTSCHE BUNDESTIFTUNG UMWELT



Über die Optionen der Umsetzung für Nachhaltigkeit bei Aktieninvestments sowie ausgewählte Studien zur Performance und dem Ansatz der DBU inklusive Ergebnisse stellt Michael Dittrich anschaulich im Investoren-Workshop dar.

THORSTEN FIEDLER

STELLV. VORSTANDSVORSITZENDER,
PENSIONSKASSE HT TROPLAST VVAG



Die Probleme und Erfolge eines institutionellen Investors beim Thema „Positive Renditen mit Aktien“ bringt Thorsten Fiedler aus der Sichtweise einer kleinen Pensionskasse klar auf den Punkt.



Weitere Informationen und Anmeldung:

portfolio-masters.de

PORTFOLIO
masters

Chancen- und Risikomanagement mit Overlay-Strategien



Stefan Degen,

Leiter Fondsmanagement Aktien, Bayern Invest Kapitalanlagegesellschaft mbH

Infolge zweier aufeinanderfolgender Finanzkrisen und eines historischen Niedrigzinsumfeldes stehen Verlustvermeidung und Zusatzrenditen mehr denn je im Fokus der institutionellen Kapitalanlage. Overlay-Strategien können helfen, diese Ziele zu erreichen, weisen aber spezifische Besonderheiten auf.

Mit Overlay Management assoziieren die meisten Marktteilnehmer traditionell „Risiko-Overlay-Management“, also Strategien zur Wert-sicherung von Portfolien durch aktives Risikomanagement. Ziel von Risiko-Overlay ist es, einem Portfolio eine konvexe Risiko-Ertrags-Struktur zu geben. Oder anders ausgedrückt: an Kursbewegungen nach oben so gut wie möglich zu partizipieren, nach unten das Verlustpotenzial aber zu begrenzen. In der Praxis existieren diverse Risiko-Overlay-Ansätze, die in der Regel jedoch Gemeinsamkeiten aufweisen. Sie funktionieren modell-getrieben und regelgebunden. Häufig verfügen sie über einen Trend-folgecharakter und weisen damit prozyklische Eigenschaften auf. In der Realität bedeutet dies, dass in Situationen, in denen Marktstress an den Börsen herrscht, Portfoliobestände zu tiefen Aktien- oder Anleihekursen verkauft werden müssen, um die verbleibenden Portfoliorisiken zu redu-zieren.

Timing und Prozyklik als Herausforderung

Die Erfahrung mit Risiko-Overlay-Strategien war in den letzten Jahren für viele Anleger nicht immer positiv. So lieferten beispielsweise in den ver-gangenen Quartalen entsprechende Modelle aus Gründen der aktiven Risikosteuerung Verkaufssignale für italienische oder spanische Anleihen bei tiefen Kursen beziehungsweise hohen Renditen. Nur wenige Tage oder Wochen später mussten die Fondsmanager feststellen, dass sich die Papiere infolge von Aussagen der Politik oder der EZB wieder massiv erholt hatten. Im Ergebnis konnte das Risiko auf diese Weise zwar dis-zipliniert kontrolliert werden, allerdings unter Inkaufnahme eines Ertrags-nachteils gegenüber klassischen „Buy-and-Hold“-Portfolien.

Als weitere Herausforderung für die Modelle erweist sich auch der Wie-dereinstieg in vormals verkaufte Asset-Klassen in Zeiten volatiler Märkte.

Gerade die letzten Jahre waren von scharfen Korrekturen nach unten, aber auch von starken Gegenbewegungen nach oben geprägt. In vielen Fällen gelang der Wiedereinstieg dabei nur zu Kursen deutlich oberhalb der Verkaufskurse.

Darüber hinaus sind es vor allem zwei Punkte, die viele Anleger mit Risiko-Overlay-Systemen im Einsatz kritisch beobachten. Erstens: Risiko-Overlay funktioniert statistisch-modellgetrieben. Entscheidend für die ent-sprechenden Modelle sind unter anderem historische Korrelationen und Volatilitäten. Gerade die Erfahrungen der Vergangenheit haben nach der Finanzkrise aber nur noch begrenzte Aussagekraft. Vielmehr durchlaufen die Kapitalmärkte gegenwärtig eine Phase ausgeprägter Paradigmen-wechsel. Vieles deutet darauf hin, dass Asset-Klassen sich in der Zukunft möglicherweise anders verhalten werden, als sie dies in der Vergangen-heit getan haben.

Zweitens: Nahezu alle regulierten Kapitalanleger, wie Banken und Versi-cherungen, arbeiten heute mit ähnlichen Risiko-Overlay-Strategien. Es handelt sich um einen „Crowded Trade“. Damit erhöht sich die Gefahr, dass prozyklische Strategien nur noch begrenzt wirken, weil in Phasen von Marktstress zu viele Marktteilnehmer auf der Abgabeseite stehen und den Markt zusätzlich nach unten treiben.

Chancen-Overlay erfordert kontrazyklisches Handeln

Chancen-Overlay-Ansätze funktionieren in der Regel diametral entgegen-gesetzt zu Risiko-Overlay-Strategien, nämlich kontrazyklisch. Dies bedeutet, dass die Risikoallokation für Portfolien, die mit einem Chancen-Overlay-Ansatz kombiniert werden, vorsichtiger vorgenommen wird. In einer normalen Marktphase fällt der erwartete Ertrag eines Risiko-Over-ly-Portfolios somit höher aus als bei einem Chancen Overlay-Portfolio.

Kommt es an den Märkten zu einer Stressphase, muss das Management des Chancen-Overlays die Möglichkeit haben, im Rahmen von zuvor definierten Risikobudgets kontrazyklisch Risikopositionen aufzubauen.

In Marktstressphasen erwerben oft die Chancen-Overlay -Manager die Positionen, die Risiko-Overlay-Manager gleichzeitig abbauen. Umgekehrt erwerben die Risiko-Overlay-Manager in Phasen einer Markterholung oder -erhitzung regelmäßig die Positionen, die dann wiederum von Chancen-Overlay-Managern abgebaut werden.

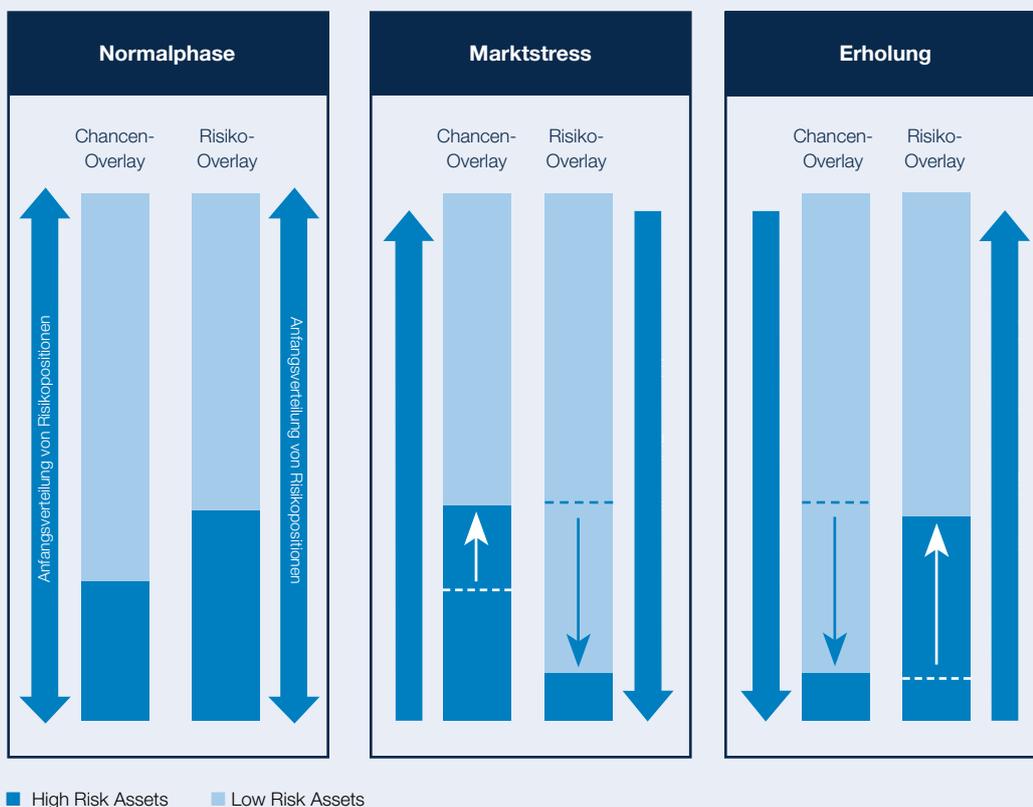
Das Chancen-Overlay unterstellt, dass sich Märkte in der Mehrzahl der Beobachtungen „Mean-Reverting“ entwickeln. Das Management geht also davon aus, dass sich extreme Kursbewegungen nach kurzer Zeit zurückbilden („Gummibandeffekt“). Chancen-Overlay-Manager erzielen eine aktive Rendite („Alpha“), indem ihre Strategie viele kleine und mittelgroße Gewinne zu erzielen versucht. Die Schwäche der Strategie liegt in zeitlich sehr langen Trendbewegungen („Extended Trends“). In diesem Fall müssen Overlay-Positionen bisweilen mit Stopp-Loss geschlossen

werden. Im Regelfall reichen die häufigen kleinen und mittelgroßen Mean-Reverting-Gewinne jedoch aus, um die seltener vorkommenden Verluste bei Extended Trends mehr als auszugleichen. Risiko-Overlay-Systeme erzielen in der praktischen Umsetzung viele kleine und mittlere Kursverluste, die sie wiederum mit wenigen, großen Gewinnen aus Trendbrüchen ausgleichen.

Fazit

Sowohl Chancen- als auch Risiko-Overlay-Strategien bieten Chancen für eine Generierung von Zusatzrenditen für institutionelle Portfolios. Da jedoch der Großteil der Anleger derzeit Risiko-Overlay-Strategien bevorzugt, kann es in Phasen von Marktstress kurzfristig zu starken Marktüberreibungen kommen: Zu viele Kapitalanleger wollen zur gleichen Zeit ihr Risiko reduzieren und sind gezwungen, hohe Preisabschläge auf

So funktioniert der konrazyklische Ansatz des Chancen-Overlays



Quelle: Bayern Invest, 2012.

Wertpapiere zu akzeptieren. Chancen-Overlay-Strategien halten sich aufgrund ihrer defensiveren Ausgangsposition die Möglichkeit offen, in Marktstressphasen ihr Marktrisiko zu erhöhen, um davon in der nächsten Erholungsphase des Marktes zu profitieren. Beide Strategien können mit einem vergleichbaren Risikokapital gesteuert werden.

Nachgefasst bei Stefan Degen

Wie bewähren sich Overlays in diesem Jahr?

Die erfolgreichsten Risiko-Overlay-Strategien waren diejenigen, die genug Risikokapital hatten, um nicht wertsichernd eingreifen zu müssen. Die Wertsteigerung einer reinen Buy-and-Hold-Strategie verlief allerdings nicht stetig, sondern je nach Marktsegment hoch volatil. Risiko-Overlays mit hoher Risikosensibilität waren wegen kurzfristiger Kursverluste von fünf Prozent und mehr gezwungen, Positionen wie etwa spanische Staatsanleihen zu tiefen Kursen zu verkaufen. Von der anschließenden Kurserholung konnten die risikosensiblen Fonds nur noch mit den verbliebenen Positionen partizipieren.

Wie viel Mehrrendite in Basispunkten kann der Investor erwarten, wenn er Ihren Weg des Chancen-Overlays geht?

Wir bieten als Alternative zu einem prozyklischen Risiko-Overlay ein antizyklisches Chancen-Overlay an, das auch nicht mehr Risikokapital benötigt. Statt auf Trendfolge zu setzen, nutzt unser Chancen-Overlay Mean-Reversion-Effekte. Es wird seit rund 3,5 Jahren bei rund 25 gemischten Fonds eingesetzt. Je nach Ausprägung konnten wir damit gegenüber der jeweiligen Benchmark ein Alpha zwischen 35 und 50 Basispunkten pro Jahr realisieren.

Overlay von der Stange ist out – nennen Sie bitte zwei Beispiele, wie Sie maßschneidern können?

Overlay Management war in der Vergangenheit überwiegend quantitativ getrieben. Derzeit durchlaufen die Kapitalmärkte Paradigmenwechsel, die eine stärkere Einbindung qualitativer Aspekte nahelegen. Zweitens: Unser Chancen-Overlay kommt in einer Vielzahl von Varianten zum Einsatz. Es generiert Kauf- oder Verkaufssignale für liquide Index-Futures. Die Umsetzungsrichtung (symmetrisch/asymmetrisch) und -stärke erfolgt nach Kundenabsprache individuell.

Stefan Degen, Bayern Invest

27.11.

Investieren Sie in diesen Tag
Information und Anmeldung: trendforum-vm.de

Villa Kennedy, Frankfurt am Main

TRENDFORUM VERMÖGENS
MANAGEMENT



Herausgeber:

portfolio Verlagsgesellschaft mbH
Kleine Hochstraße 9–11
60313 Frankfurt am Main

Diese Sonderpublikation ist eine Verlagsbeilage der
portfolio Verlagsgesellschaft mbH
mit freundlicher Unterstützung von
BayernInvest Kapitalanlagegesellschaft
DB Advisors

Kontakt:

Julia Dingerling
Tel.: +49 (0)69 8570 8119
j.dingerling@portfolio-verlag.com

Druck:

Druckhaus Main-Echo GmbH & Co. KG
Weichertstraße 20, 63741 Aschaffenburg

Fotos:

Sebastian Reimold

© Copyright: portfolio Verlagsgesellschaft mbH. Alle Rechte vorbehalten.
Nachdruck in jeglicher Form, auch Fotokopien, nur nach vorheriger,
schriftlicher Genehmigung des Verlages. Den Artikeln, Empfehlungen
und Grafiken liegen Informationen zugrunde, die die Redaktion für verlässlich
hält. Eine Garantie für die Richtigkeit können Redaktion und Verlag allerdings
nicht übernehmen.

Autoren:

Stefan Degen, Dr. Dennis Hänsel, Prof. Dr. Lutz Johanning, Maik Rodewald

ISSN 1613-6772

Rechtliche Hinweise:

Alle veröffentlichten Angaben dienen ausschließlich Ihrer Information und
stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Gewähr
für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit kann nicht übernommen
werden. Wir empfehlen Ihnen vor Erwerb ein eingehendes Beratungsgespräch
mit Ihrem Anlageberater. Alle Angaben und Einschätzungen sind indikativ
und können sich jederzeit ändern. Bei dieser Information handelt es sich
nicht um eine Finanzanalyse nach aufsichtsrechtlichen Bestimmungen,
sondern um eine Werbemitteilung, die nicht allen gesetzlichen Anforderungen
zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen
genügt und nicht einem Verbot des Handels vor Veröffentlichung von
Finanzanalysen unterliegt.

Mit freundlicher Unterstützung von:

Deutsche Bank Group
DB Advisors



DB Advisors

Deutsche Asset Management Investmentgesellschaft mbH

Mainzer Landstraße 178-190

D-60327 Frankfurt

Tel.: +49 (0)69 71706 4439

E-Mail: dbadvisors.service@db.com

Web: dbadvisors.com



Bayern Invest

Kapitalanlagegesellschaft mbH

Karlstraße 35

D-80333 München

Tel.: +49 (0)89 54 850-0

Fax: +49 (0)89 54 850-444

E-Mail: info@bayerninvest.de

Private Equity

INFRASTRUCTURE-

INVESTMENTS

*Die nächste Ausgabe
von portfolio plattform zum
Thema Private Equity erscheint
mit portfolio institutionell
am 16. November 2012.*

