

Asset Management

Mit Equity Protect Overlay Risikokennzahlen verbessern

Höhere Allokation von Aktien und damit Ausgleich von fehlenden Zinseinnahmen im Niedrigzinsumfeld möglich

Börsen-Zeitung, 23.3.2013

Die Tatsache, dass Investoren in der langfristigen Betrachtung mit der Asset-Klasse Aktien kein Geld verdient haben, erklärt trotz kräftiger Preisanstiege seit Mitte 2012 die anhaltende Skepsis. Die im historischen Vergleich niedrigen Indexstände stellen allerdings eine attraktive Einstiegsgelegenheit dar. Vor allem bei weiter niedrigen Zinsen bietet sich langfristigen Investoren die Möglichkeit, hohe Dividendenzahlungen zu günstigen Konditionen dem Gesamtportfolio beizumischen. Es bleibt das begrenzte Risikobudget bei einer risikoadjustierten Portfolio-Allokation, das die Investitionsmöglichkeiten in den Aktienmarkt maßgeblich beschneidet. Eine Möglichkeit, das Risiko eines Aktieninvestments nachhaltig zu verringern und somit eine Ausweitung der Investition sowie seine Chancen auf einen dauerhaften Anlageerfolg mit der Asset-Klasse Aktien zu erhöhen, stellt die Kombination aus einem Aktienportfolio mit einem Protect Overlay zur Marktpreisrisikosteuerung dar.

Der Vergleich der Performancekurven zwischen einem Long-only-Euro Stoxx 50-Investment zum Beispiel mittels Exchange Traded Funds (ETF) und einem Euro Stoxx 50-Investment, das mit einem Protect Overlay zum Schutz vor fallenden Marktphasen besichert wurde, zeigt, dass durch das systematische Risikomanagement im Protect Overlay ein substanzieller Mehrwert erwirtschaftet werden konnte. Insbesondere die Risikokennzahlen Maximum Draw-down und Volatilität konnten nachhaltig verringert werden.

Die Effizienz eines Protect Overlay lässt sich dabei in zweierlei Hinsicht messen: In positiven Aktienjahren (wie 2006, 2007, 2009, 2012) soll die Sicherungsstrategie möglichst wenig von der positiven Performance der Aktienmärkte kosten. Die Gesamtrendite aus Protect Overlay und Euro Stoxx 50-Investment soll möglichst genauso hoch sein wie ein

Long-only-Euro Stoxx 50-Investment. Dafür soll in schlechten Marktphasen (wie 2008, 2010, 2011) möglichst wenig Verlust entstehen.

Unter Protect Overlay Management versteht man generell das gezielte Steuern spezifischer Marktpreisrisiken eines zugrunde liegenden Basisportfolios mittels Deriva-

Strategien (hier Euro Stoxx 50-Futures).

Mittels Protect Overlay wird der Investitionsgrad in den Aktienmarkt, das Beta, dynamisch gesteuert. Im Basisportfolio hält der Investor die Aktien in jeder Marktphase zu 100%. Er vereinnahmt Dividenden und erhält damit deutlich attraktivere Zahlungsströme als aus einem An-

Performance-Vergleich: ungesichertes Aktieninvestment, Aktieninvestment besichert mittels Equity Protect Overlay und besichert mittels Put-Option

2.1.2006 = 100
bis 31.1.2013



© Börsen-Zeitung

Quelle: Berenberg Bank

ten (Futures, Forwards, Optionen und Swaps). Die Umsetzung erfolgt losgelöst vom Basisportfolio in einem separaten Overlay-Portfolio. Für Aktienportfolien kann das Protect Overlay sowohl auf ein Portfolio aus Aktien-ETF als auch aus Einzelaktien, die von einem aktiven Manager selektiert wurden, angewendet werden. Es handelt sich somit um ein reines Beta-Management, das losgelöst von einem Alpha-Management auf Einzeltitelebene ist.

Protect Overlay Management bedeutet Risikomanagement des Marktpreises. Für ein Aktienportfolio ist seine einfachste Ausgestaltung die fortlaufende Sicherung mittels Put-Option, wie in der Abbildung dargestellt. Eine dynamische Alternative bieten trendfolgende Future-

leiinvestment. Im Protect Overlay werden Aktien-Futures verkauft, das heißt short gehandelt. Der Sicherungsgrad ist somit negatives Aktien-Exposure. In Summe ergibt sich eine systematische Beta-Steuerung, das heißt eine systematisch gesteuerte Aktieninvestition von möglichst 100%, wenn die Märkte steigen, und von möglichst 0%, wenn die Märkte fallen. Die Entscheidungen zur aktiven Risikosteuerung basieren im Protect Overlay der Berenberg Bank ausschließlich auf systematischer Trendfolge. Das theoretische Erklärgerüst liefert die Behavioral Finance. Durch Anomalien in

Fortsetzung Seite B 9

der Informationswahrnehmung und -verarbeitung entstehen Unregelmä-

Bigkeiten in der Entscheidungsfindung des Finanzmarktteilnehmers, woraus Effekte wie der Herdentrieb und sich selbst erfüllende Prophezeiungen resultieren, die Trends an den Märkten ausbilden und diese verstärken. Systematische Trendfolge gehört anders als ökonometrisch-volkswirtschaftliche Erklärungsansätze zu den prognosefreien und markttechnischen Ansätzen.

Risikomanagement soll in extremen Situationen Sicherheit geben. Ökonometrisch-volkswirtschaftliche Erklärungsansätze verfehlen häufig die Prognose des exakten Eintrittszeitpunktes und des Ausmaßes eines Marktschocks. Systematische Trendfolge hingegen reagiert auf die Marktbewegung und folgt ihr so lange, bis sich eine Trendumkehr einstellt. Allein der Marktpreis fließt als Input-Parameter in trendfolgende Handelsmodelle ein. Er beschreibt in seiner Bewegung das Agieren der Finanzmarktteilnehmer und ist damit das höchste Maß der Informationsaggregation. Ein entsprechendes Risikomanagement stellt somit den Aufbau von Sicherungspositionen erst im Eintrittszeitpunkt eines negativen Preistrends sicher und sorgt umgekehrt für den Abbau von Sicherungspositionen erst dann, wenn sich ein neuer positiver Preistrend am Aktienmarkt zeigt.

Systematische Trendfolge

Im Gegensatz zum diskretionären Protect Overlay Management bietet eine rein systematische und quantitative Entscheidungsarchitektur eine hohe Konsistenz und Wiederholbarkeit aller getroffenen Entscheidungen im Krisenfall. Besonders Letzteres ist entscheidend für ein nachhaltiges Risikomanagement: Fallen die Aktienmärkte, erwartet der Investor die Absicherung seines Aktienportfolios. Mathematische Analyse gibt hier grundsätzlich

eine Garantie: Analysiert der Algorithmus ähnliche Zeitreihen, wird er ähnliche Ergebnisse produzieren. Eines haben starke Risikomärkte gemeinsam: Sie zeichnen sich durch einen schnellen, starken Trend aus. Hat ein mathematisches Modell in der Vergangenheit folglich die Eigenschaft bewiesen, schnelle starke Trends zu identifizieren, gibt es dem Investor eine hohe Konfidenz, dass es auch in der Zukunft schnelle starke Trends identifizieren kann und ihn entsprechend absichern wird.

Durch die Nutzung verschiedener Modelle für unterschiedliche Zeithorizonte können diverse Marktanomalien identifiziert und systematisiert werden. Im Rahmen des Berenberg-Protect-Overlay-Management wird das Verhalten kurz-, mittel- und langfristig orientierter Marktteilnehmer analysiert und den sich ausbildenden Markttrends gefolgt. Der angewendete Multi-Modell-Ansatz erhöht die Asymmetrie zwischen hoher Sicherungseffizienz im fallenden und niedrigen Sicherungskosten im steigenden Aktienmarkt, sodass die Draw-downs der Gesamtposition verringert werden und die Partizipation einer ungesicherten Aktienposition möglichst vollständig erhalten bleibt.

Die einfachste Ausgestaltung eines Protect Overlay erfolgt mittels rollierender Put-Option. Die beim Erwerb einer Put-Option zu entrichtende Optionsprämie ähnelt den in Seitwärts- und steigenden Märkten entstehenden Hedging-Kosten des Future Overlay. In einem solchen Marktumfeld entstehen nur kurzfristige und daher nicht nachhaltige Trends, sodass Sicherungspositionen wieder aufgelöst und dabei Hedging-Kosten produziert werden. Der Investor entscheidet sich also zwischen impliziter Volatilität beim Erwerb einer Put-Option, die vom Verkäufer über die Optionsprämie gefordert wird, und tatsächlich reali-

siertes Volatilität beim trendfolgenden Future Overlay. Die Abbildung auf Seite B 8 zeigt die Ergebnisse des Berenberg-Equity-Protect-Overlay im Vergleich zu einer rollierenden Sicherungsstrategie mittels 30-Tage-“at-the-money“-Put-Optionen.

Das Delta eines trendfolgenden Future Overlay ändert sich ausschließlich direktional in Abhängigkeit des Auf- oder Abbaus von Sicherungspositionen. Die Änderung des Delta einer Put-Option ist hingegen eine Funktion von Restlaufzeit, Zins, Basispreis, impliziter Volatilität und Preis des Underlying. Der Vorteil eines trendfolgenden Future Overlay liegt somit in seiner Direktionalität, sodass es im Gegensatz zu einer Put-Option bei einsetzenden Trends flexibler und schneller reagiert.

Fazit – Zusammenfassend kann festgestellt werden, dass durch den Einsatz eines systematischen Protect Overlay Management die Rendite-

Risiko-Charakteristik eines Aktienportfolios im Vergleich zum Long-only- oder mittels Put-Option besicherten Investment gezielt verbessert und damit der langfristige Anlageerfolg nachhaltig sichergestellt werden kann. Die bei einem Aktieninvestment zu erwartende attraktive Dividendenrendite ist vor allem im Niedrigzinsumfeld für langfristig orientierte Investoren attraktiv. Allerdings erlaubt eine risikoadjustierte Anlagestrategie mit beschränktem Risikobudget nur die Investition kleiner Volumina im volatilen Aktienmarkt. Die mittels Equity Protect Overlay deutlich verbesserten Risikokennzahlen wie Volatilität und Maximum Draw-down erlauben eine höhere Allokation von Aktien und damit den Ausgleich von fehlenden Zinseinnahmen im Niedrigzinsumfeld.

.....
Maria Heiden, Investment Advisor
Protect Overlay Management bei der Berenberg Bank