

Wertsicherungskonzepte – Zauberformel für risikoaverse Anleger?

Der Kursabsturz an den Börsen nach dem Ausbruch der Covid-19 Pandemie hat den Ruf nach einem professionellen Risikomanagement und der Begrenzung extremer Verluste wieder lauter werden lassen. Anlagekonzepte, die einerseits Verluste begrenzen und andererseits eine vollständige Partizipation an positiven Marktphasen ermöglichen, gibt es bekanntlich nicht. Jedoch können Wertsicherungsstrategien für bestimmte Anlegergruppen, die bereit sind für den Ausschluss von extremen Verlusten im Gegenzug auf einen Teil der Performance zu verzichten, einen deutlichen Mehrwert bieten.

Anlageperspektiven im Niedrigzinsumfeld

Im Frühjahr 2020 brach der deutsche Leitindexindex DAX innerhalb von kürzester Zeit um 40 Prozent ein. Auch infolgedessen fragen immer mehr Investoren nach einem professionellen Risikomanagement zur Begrenzung solcher Verluste. Denn natürlich birgt die Jagd nach Rendite auch Risiken. Im gegenwärtigen Niedrigzinsumfeld ist mit besten Bonitäten wie 10-jährigen deutschen Staatsanleihen kein positiver Ertrag mehr zu erzielen – bei einer negativen Rendite bis zur Endfälligkeit kostet diese Investition den Anleger in der Regel sogar Geld. Was also tun? Um einen positiven Ertrag zu erzielen, scheint es also unumgänglich, zumindest gewisse Risiken einzugehen. In Zeiten steigender Kurse wie im Jahr 2019 mag dieses Vorgehen erfolgreich sein. Aber wie sieht es mit der Risikobereitschaft aus, wenn die Kurse – auch nur vorübergehend – fallen? Häufig zeigt sich, dass Anleger aus der Not heraus ein zu hohes Risiko eingehen und das dann - wenn heftige Drawdowns diese Risikobereitschaft auf die Probe stellen - häufig nahe der Tiefstände mit deutlichen Verlusten reduziert wird.

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

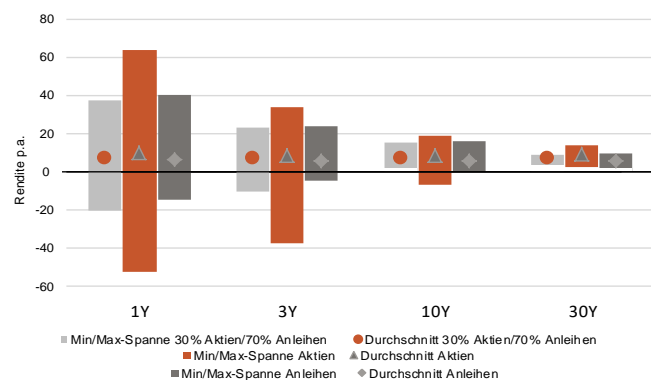
- Spotlight
- Insights
 - Aktien
 - Anleihen
 - Multi Asset
 - Systematische Lösungen
 - Overlay
 - Nachhaltigkeit

*Im Rahmen von **Einblicke** geben wir Ihnen ein besseres Verständnis unserer Anlagephilosophie und unseres Denkens.*

Die im Niedrigzinsumfeld zwangsläufige Jagd nach Rendite birgt verständlicherweise Risiken.

Temporär hohe Drawdowns stellen die Risikobereitschaft risikoaverser Anleger auf die Probe.

Abb. 1: Renditeschwankungen nehmen bei Aktien und Anleihen mit zunehmender Anlagedauer ab und nähern sich dem langfristigen Durchschnitt



Zeitraum: 01.01.1926 – 31.07.2020, Jahresdaten, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Datenbasis: US-Aktien und US-Staatsanleihen

Abb. 2: In unregelmäßigen Zeitabständen liefert auch ein diversifiziertes Portfolio deutlich negative Erträge auf Jahressicht



Zeitraum: 01.01.1926 – 31.07.2020, Jahresdaten, Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen, Datenbasis: US-Aktien und US-Staatsanleihen

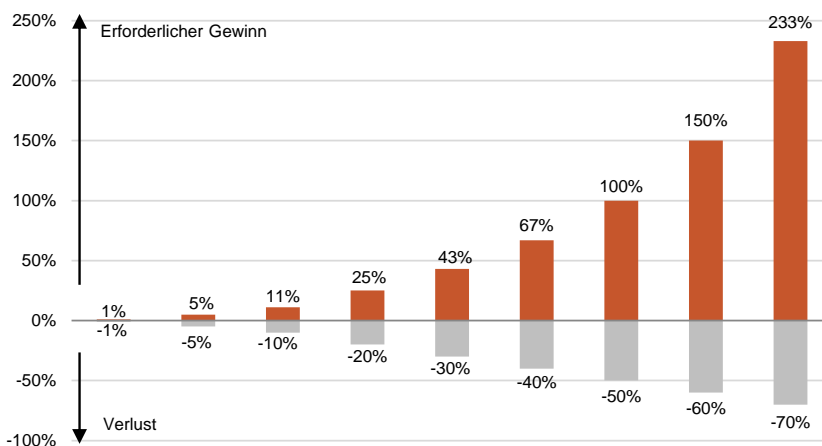
Grundlegende Risikoüberlegungen

Viele Kapitalanleger interessieren sich in erster Linie für die erzielbare Rendite und ziehen diese als Auswahlkriterium für das jeweilige Investment heran. Bei einem langfristig gewählten Anlagehorizont ist dieses Vorgehen tatsächlich sinnvoll, da sich die realisierte Durchschnittsrendite mit zunehmender Anlagedauer an den Erwartungswert anpasst. Allerdings kann die kurzfristige Rendite für ein Jahr von diesem Erwartungswert erheblich abweichen – und zwar je stärker umso risikoreicher bzw. volatiler das Anlageinstrument ist. Bei einer Anlage in Aktien mit einem Erwartungswert der Rendite von 7% p.a. kann es somit durchaus Jahre geben, in denen ein Verlust von 40% oder mehr verzeichnet wird (vgl. Abb. 1). Selbst Portfolios mit einer konservativen strategischen Allokation von 30% Aktien und 70% Anleihen erwirtschaften in unregelmäßigen Abständen größere Verluste als eine beispielsweise gewählte Toleranzgrenze von -3%. (vgl. Abb. 2).

Für langfristig gewählte Anlagehorizonte mag ein vorübergehender Verlust statistisch gesehen keine Rolle spielen, für das Erreichen der Anlageziele kann jedoch der Zeitpunkt des Verlustes durchaus entscheidend sein. So ist ein starker Wertverlust eines Aktienportfolios vor der Verrentung extrem nachteilig, ebenso extreme Anfangsverluste bei der Anlage von größeren Einmalbeträgen. So sorgt ein Anfangsverlust von 50% dafür, dass von der neuen Basis aus das Kapital verdoppelt werden muss, um das Ausgangsvermögen wieder zu erreichen (vgl. Abb. 3). Da Kapitalmärkte in der Regel jedoch deutlich schneller korrigieren als Gewinne verzeichnen, werden somit Anfangsverluste oftmals weit in die Zukunft „getragen“.

Der Zeitpunkt eines temporär anfallenden Wertverlusts kann maßgeblich dafür sein, ob das Anlageziel erreicht wird oder nicht.

Abb. 3: Erforderlicher Gewinn um Verluste auszugleichen



Quelle: Berenberg, eigene Berechnungen

Für institutionelle Anleger kommt eine weitere Komplexitätsebene hinzu. Sie befinden sich in einem Spannungsverhältnis hinsichtlich des Anlagehorizonts: Zum einen müssen sie die langfristigen Anlageziele erreichen, zum anderen müssen sie sich für kurzfristig eingegangene Risiken in regelmäßigen Ausschüssen und Gremien rechtfertigen. Darüber hinaus gibt es Anlegergruppen, z.B. Unternehmen, die Gewinne und Verluste aus Kapitalanlagen ergebniswirksam im Rahmen ihres Jahresabschlusses veröffentlichen müssen. In diesen Fällen kann eine vorher definierte Verlustbegrenzung einen Vorteil bieten, denn kein Unternehmen sieht es gern, wenn ein ordentliches operatives Ergebnis durch Verluste aus der Kapitalanlage verhagelt wird.

Langfristige Anlageziele stehen bei institutionellen Anlegern häufig im Spannungsverhältnis mit jährlich tragbaren ergebniswirksamen Verlusten.



Wertsicherungsstrategien begrenzen das Verlustrisiko

Eine Wertsicherungsstrategie ermöglicht es einem Anleger, am Kapitalmarkt in Risikoanlagen zu investieren – bei gleichzeitiger Begrenzung des Verlustrisikos über einen vorher definierten Zeitraum. Die konkrete Anlagestrategie hängt von den individuellen Anforderungen des Anlegers ab. Die im Rahmen der Wertsicherungsstrategie definierte Verlustgrenze muss in jedem Fall mit dem zugrundeliegenden Risiko der Anlagestrategie harmonisieren.

Eine erste Annäherung an diese Herausforderung ist die Integration einer systematischen Verlustbegrenzung in die Anlagestrategie. Die simpelste Form ist die Festlegung einer Wertuntergrenze und Umsetzung mittels Stopp-Loss. Für einen Kapitalanleger kann es sehr beruhigend sein, vorab zu wissen, wie hoch der maximale Verlust im schlimmsten Fall ausfallen kann. Doch ist allein die Festlegung eines solchen Stopp-Loss als Anlagestrategie ausreichend? Und wann erfolgt nach dem Komplettverkauf mittels Stopp-Loss der Wiedereinstieg? Schnell stellt sich auch die Frage, ob es bei einem klaren Abwärtstrend wirklich sinnvoll ist mit den Verkäufen zu warten, bis das Stopp-Loss Level erreicht wird oder es nicht vorteilhafter ist auf dem Weg nach unten bereits sukzessiv Risiken zu reduzieren? Hier kommen professionelle Wertsicherungsstrategien ins Spiel.

Wertsicherungskonzepte sind eine optionale Ergänzung zu einer bestehenden Kapitalanlagestrategie.

Funktionsweise von Wertsicherungsstrategien

Grundlegend funktioniert eine Wertsicherungsstrategie derart, dass die Portfoliorisiken in Stressphasen reduziert werden. Kommt es im Laufe der Anlageperiode zu Kursrückgängen sorgt der Risikomanagementprozess im Rahmen der Wertsicherungsstrategie dafür, dass das Risiko im Portfolio sukzessive reduziert wird, so dass bei weiteren Verlusten die ex-ante definierte Wertuntergrenze nicht erreicht wird.

Bei einem Wertsicherungskonzept werden die Portfoliorisiken in Stressphasen reduziert bevor eine definierte Verlustgrenze erreicht wird.

Dieser zunächst recht simpel wirkende theoretische Ansatz zeigt sich in der Praxis aufgrund der ex-ante bestehenden Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung von Risikoanlagen als komplexes Unterfangen mit verschiedenen konkreten Ausgestaltungsmöglichkeiten. Die Leitplanke für Wertsicherungsstrategien bildet im Allgemeinen die maximale Verlustgrenze über einen vordefinierten Zeitraum.

Wertsicherungsstrategien können in trendfolgende und statische Ansätze unterteilt werden. So sind letztere stets fix im Portfolio implementiert und dienen dazu, unvorhergesehene Risiken und Verluste zu begrenzen, wohingegen erstere mit einsetzender negativer Entwicklung aktiv werden. Die Ausgestaltung und Umsetzung lässt sich in eine Vielzahl von Kategorien und Ansätzen unterteilen, beispielsweise nach Art der Anlagestrategie (regelgebunden vs. diskretionär), der Umsetzung (dynamisch vs. statisch), der Ebene der Implementierung (Overlay vs. Basisportfolio) oder der eingesetzten Instrumente. Welche dieser Strategien für den Anleger sinnvoll ist, hängt von der Komplexität des Portfolios, der Zielsetzung des Anlegers und dem vorgegebenen Risikobudget ab.

Wertsicherungskonzepte unterscheidet man in statische und trendfolgende Ansätze.

Die einfachsten Ansätze agieren als statische Sicherung z.B. durch Stopp-Loss-Orders oder einer konstanten Put-Position. Hierbei liegt die Gefahr beim Ersteren, dass durch mangelnde Marktliquidität die Verlustschwelle nicht gehalten werden kann bzw. durch Overnight-Gaps die Verlustschwelle überschritten wird. Beim zweiten Ansatz ist die genaue Dosierung der Absicherung enorm schwierig und muss permanent angepasst werden, was hohe Sicherungskosten im Zeitablauf verursachen kann. Dynamische Overlay-Strategien können einen Mehrwert bieten, wenn das zugrundeliegende Portfolio ausschließlich hedgebare Risiken beinhaltet.

Statische Wertsicherungskonzepte verursachen hohe Sicherungskosten.



Hier bilden insbesondere Kredit- und Liquiditätsrisiken eine Herausforderung bei der Umsetzung.

Effiziente Wertsicherungsstrategien sind durch eine individuelle Ausgestaltung, angemessene Implementierung sowie eine regelbasierte Umsetzung charakterisiert. Dadurch wird die Wertsicherungsstrategie replizierbar, emotionale Anlageentscheidungen ausgeschlossen und die Wertsicherung greift nur in Stressphasen in die zugrundeliegende Allokation der Kapitalanlage ein¹. Im Detail bedeutet dies, dass die festgelegte Wertuntergrenze auf das langfristige Risiko des zugrundeliegenden Portfolios abgestimmt werden muss, um Eingriffe auf ein notwendiges Mindestmaß zu begrenzen.

Möglichkeiten der Umsetzung bei Berenberg

Im Folgenden wird das Konzept der integrierten Wertsicherung, die sowohl das zugrundeliegende Portfolio steuert als auch die Einhaltung des Maximalverlusts überwacht, umfassend erläutert. Berenberg bietet in dieser Kategorie zwei maßgefertigte Wertsicherungskonzepte: den **systematischen** und den **diskretionären Ansatz**. Bei beiden Konzepten handelt es sich um regelbasierte, systematische und trendfolgende Ansätze, die auf gleichen Grundprinzipien basieren, sich jedoch bei der konkreten Umsetzung unterscheiden.

Das Risikomanagement erfolgt in drei Schritten:

1. Risikomessung – potenzielle Portfolioentwicklung in Stressszenario

Im ersten Schritt wird der voraussichtliche Wertverlust des Portfolios im Risikofall berechnet. Dazu wird für das zugrundeliegende Portfolio eine Risikokennzahl ermittelt, welche der Verteilungscharakteristik von Kapitalmarktrenditen und den Schwächen der Normalverteilungsannahme Rechnung trägt. In beiden von Berenberg angebotenen Konzepten ist diese Risikokennzahl der Conditional Value at Risk (CVaR). Dieser ist zentrales Risikomaß und Steuerungsgröße für das Wertsicherungskonzept. Der CVaR beschreibt den potenziellen Verlust, der mit einer vordefinierten Wahrscheinlichkeit über einen vordefinierten Zeitraum von beispielsweise zwei Tagen eintritt (Abb. 4). Bei einem Konfidenzniveau von 99% ist der CVaR der durchschnittliche Verlust, der in den 1% extremsten negativen Fällen über diesen Zeitraum zu erwarten ist.

2. Risikoüberwachung – Abgleich von potenziellen Verlusten und Risikotragfähigkeit

Im zweiten Schritt wird die Risikotragfähigkeit des Portfolios ermittelt. Dazu wird der potenzielle Verlust aus dem ersten Schritt vom aktuellen Portfoliowert abgezogen und somit der verbleibende Portfoliowert im Risikoszenario bestimmt. So kann beurteilt werden, ob im Stressszenario die Verlustschwelle unterschritten wird und es damit zu einer Teil- oder Vollauslastung des Risikobudgets kommen würde. In diesem Fall (siehe Abb. 5) beginnen Regeln zu greifen, das Risiko im Portfolio in Abhängigkeit von der Auslastung des Risikobudgets auf ein tragbares Niveau zu reduzieren. Diese Regeln werden im Vorfeld definiert und können bereits bei einer Teilauslastung des Risikobudgets eingreifen. Jedoch spätestens bei Vollauslastung, wenn der Portfoliowert im Risikoszenario die Wertunter-

Trendfolgende dynamische Wertsicherungsstrategien müssen effizient ausgestaltet sein.

Berenberg bietet zwei maßgeschneiderte trendfolgende Wertsicherungskonzepte: systematisches und diskretionäres Wertsicherungskonzept.

Der Conditional Value at Risk (CVaR) als zentrales Risikomaß für das Risikomanagement.

Im Rahmen der Risikoüberwachung erfolgt die Prüfung, ob im Stressszenario der Abstand zur Wertuntergrenze noch ausreicht.

¹<https://www.boersen-zeitung.de/index.php?li=1&artid=2020083807&titel=Wertsicherung-bringt-dem-Investor-einen-realen-Mehrwert>

grenze zu unterschreiten droht und das Risikobudget somit vollständig aufgebraucht wäre, muss das Portfoliorisiko reduziert werden. Über die kontinuierliche Berechnung des Stressszenarios (Schritt 1) und der Bestimmung der Risikotragfähigkeit (Schritt 2) wird somit das Portfoliorisiko zu jedem Zeitpunkt überwacht.

3. Risikoreduktion – regelbasierte Anpassung des Portfoliorisikos

Nachdem im Risikoszenario eine potenziell zu hohe Auslastung des Risikobudgets festgestellt wurde, wird das Portfoliorisiko reduziert. Durch den adäquaten Abbau von Risikopositionen erfolgt regelbasiert eine Anpassung des Portfoliorisikos an das noch zur Verfügung stehende Risikobudget bevor der Portfoliowert die definierte Wertuntergrenze erreicht. Bei vollständigem Verbrauch des Risikobudgets besteht das Portfolio final ausschließlich aus Liquidität bzw. liquiditätsnahen Anlagen.

Das Portfoliorisiko wird mindestens soweit reduziert, dass das noch zur Verfügung stehende Risikobudget auch im Stressszenario ausreicht.

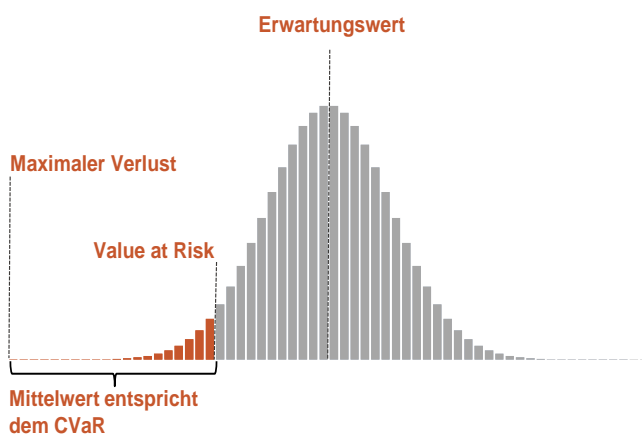
Kommt es vor Erreichen der Wertuntergrenze und damit dem vollständigen Verbrauch des Risikobudgets zu einer Gegenbewegung und die Kapitalmärkte erholen sich, kann im Rahmen des verbliebenen Risikobudgets wieder reinvestiert werden – Risikoanlagen können also wieder aufgebaut werden. Die Risikotragfähigkeit des Portfolios auf Basis des Stresstests bildet dabei die Obergrenze für den Aufbau von Risikopositionen.

Wiederaufbau erfolgt in Abhängigkeit des noch vorhandenen Risikobudgets.

Das Hauptunterscheidungsmerkmal der Wertsicherungsstrategien, die von Berenberg angeboten werden, liegt in der Art und Weise der Portfolioallokation. Der systematische Ansatz agiert prognosefrei, wohingegen im diskretionären Ansatz die jeweils aktuelle Markteinschätzung eine wichtige Rolle spielt – insbesondere solange das regelbasierte Risikomanagement nicht eingreift. Neben technischen Unterschieden grenzen sich die Ansätze zudem im Prozess zur Risikoreduktion und dem Aufbau neuer Risikopositionen voneinander ab. In beiden Wertsicherungskonzepten werden die Risiken bei negativer Entwicklung reduziert.

Unterschiedliche Charakteristika der Berenberg-Wertsicherungskonzepte: systematisch-prognosefreier oder alternativ diskretionärer Ansatz im Risikoreduktions- und Wiederaufbauprozess.

Abb. 4: Conditional Value at Risk als zentrales Risikomaß im Wertsicherungskonzept



Quelle: Berenberg, eigene Berechnungen

Abb. 5: Risikomanagementprozess im Wertsicherungskonzept



Quelle: Berenberg, schematische Darstellung der Wertsicherungskomponente mit einer Wertuntergrenze von 96%

Im systematischen Prozess erfolgt die Risikoreduktion, wenn das Portfolio im Risikoszenario die Wertuntergrenze zu unterschreiten droht, gleichermaßen über alle Anlageklassen hinweg. Im diskretionären Ansatz werden Risiken bereits ab einem Verbrauch des Risikobudgets von mehr als 50% reduziert, wobei die Entscheidung über die zu reduzierenden Positionen diskretionär erfolgt. Primär werden dabei Positionen mit hohen Risikobeiträgen eliminiert. Beim Wiederaufbau hat die diskretionäre Strategie hohe Freiheitsgrade bei der Auswahl der Anlageklassen und taktischen Spielraum bei der Risikoallokation, während der systematische Ansatz das Portfolio prognosefrei über alle Anlageklassen gleichermaßen aufbaut. Welches der beiden Konzepte die ideale Lösung für einen Anleger darstellt, hängt von seinen individuellen Zielen und Bedürfnissen der Kapitalanlage ab. Bei der diskretionären Strategie nimmt die Kapitalmarktmeinung eine zentrale Rolle ein, während die systematische Strategie für Anleger prädestiniert ist, die ohne Marktprognosen investieren wollen.

Besondere Charakteristika von Wertuntergrenzen-Ansätzen

Wertsicherungsstrategien versuchen die Brücke zwischen einem langfristigen Anlagehorizont und kurzfristiger Risikobegrenzung zu schlagen. Natürlich ist das zeitgleiche Erreichen beider Ziele nicht vollkommen kostenfrei darstellbar. Ein Vergleich mit Versicherungspolice liegt hier nahe. So werden für eine Versicherung regelmäßig Beiträge fällig. Für die Kapitalanlage sind diese Beiträge nicht direkt sichtbar, sie entsprechen den impliziten Kosten durch die risikoreduzierenden Eingriffe der Wertsicherungsstrategie.

Folgt einer defensiven Ausrichtung des Portfolios in einer negativen Marktphase, eine Erholungsbewegung, wird der Anleger nicht vollständig an dieser Entwicklung partizipieren. Dieser geringere Anlageerfolg entspricht den Versicherungskosten. Im Eintritt des Schadensfalls kompensiert die Versicherung dafür den angefallenen Schaden. Für die Kapitalanlage bedeutet dies, dass bei einem Markteinbruch die Verluste deutlich reduziert werden, jedoch kann im Rahmen einer Wertsicherungsstrategie keine Garantie für die exakte Einhaltung der Untergrenze gegeben werden. So können Overnight-Risiken oder fehlende Liquidität dafür sorgen, dass trotz konservativer Risikoannahmen eine Unterschreitung der Grenze auftritt. Der langfristige Erfolg einer Wertsicherungsstrategie hängt von der individuellen Ausgestaltung ab. Abb. 6 zeigt genau diese Eigenschaft.

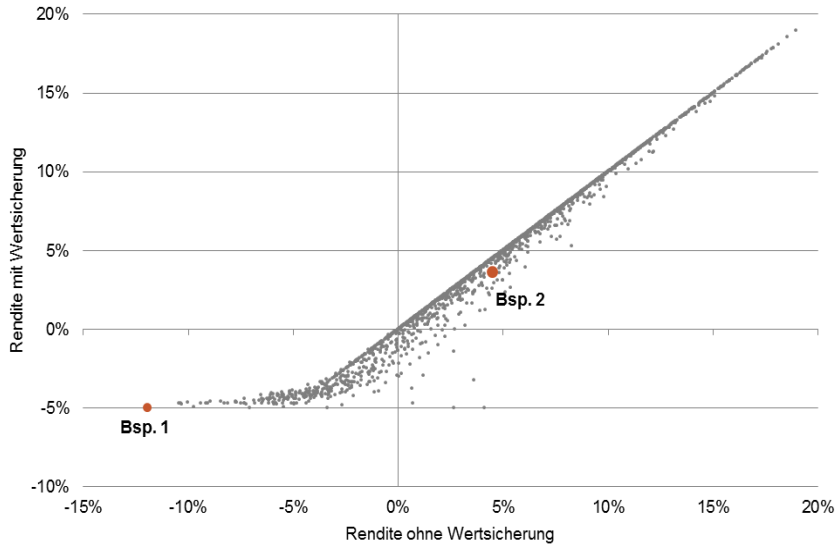
Die Simulation von 2.000 Einjahresperioden eines statischen Portfolios (vgl. Abb. 6) zeigt auf der X-Achse wie die jährlichen Renditen verteilt sind. Im besten Fall liegt die Jahresperformance bei über 20%, im schlechtesten Fall bei einem Verlust von 12%. Legt man über jede dieser Einjahresperioden eine Wertsicherung mit einer Wertuntergrenze von 95%, so verändert sich das Auszahlungsprofil deutlich, weil Verluste unterhalb eines Wertes von 5% vermieden werden (siehe Abbildung 6 Y-Achse). Gleichzeitig gibt es Phasen in denen die Rendite geringer ist als in der ungesicherten Variante. Die hervorgehobenen Beispiele zeigen jeweils den Einfluss der Wertsicherungskomponente. Im Beispiel 1 beträgt der Verlust ohne Sicherung 12%, mit Sicherung jedoch lediglich 5%. Das Beispiel 2 zeigt einen Eingriff, der zu einer niedrigeren Rendite führt (mit Sicherung 3,7% ohne Sicherung 4,7%). Bei dieser vereinfachten Simulation, greift die Wertsicherung in vier von zehn Jahren ein. 80% der Eingriffe führen zu einem Minderertrag von im Durchschnitt -0,7%. Bei den verbleibenden 20% kommt es infolge der Eingriffe zu einem Mehrertrag gegenüber der ungesicherten Variante in Höhe von durchschnittlich 1,3%. In der Praxis spielen die ausgewählten Parameter für die individuelle Ausgestaltung eine

Beim Einsatz einer Wertsicherungsstrategie bezahlt der Anleger indirekt Versicherungskosten durch prozyklische Risikoreduzierungen.

Eine Wertsicherungsstrategie vermeidet Verluste unterhalb eines festgelegten Limits, dafür fällt die Rendite in manchen Jahren geringer als ohne Wertsicherung aus.

entscheidende Rolle für die Analyse des Nutzens und der Kosten einer maßgefertigten Wertsicherungsstrategie und können daher von diesen Ergebnissen deutlich abweichen.

Abb. 6: Vergleich jährlicher Renditen eines gemischten Portfolios mit und ohne Wertsicherung

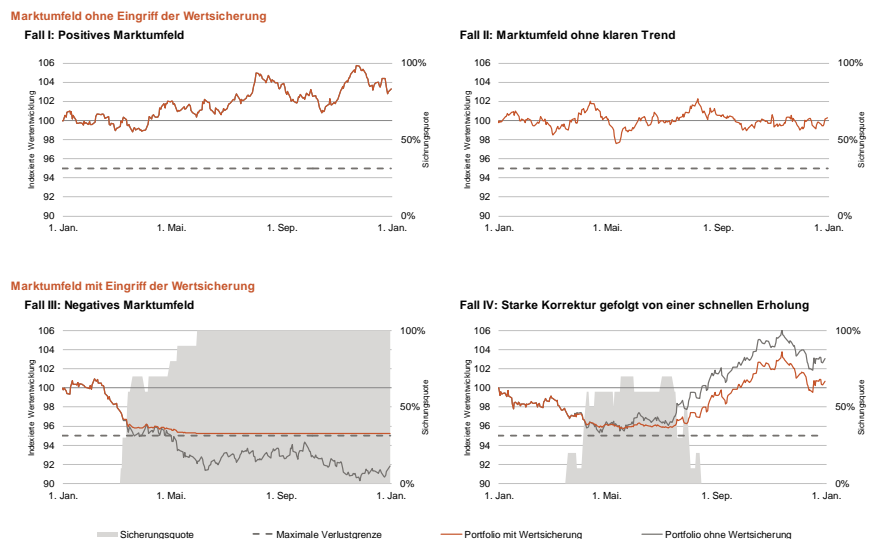


Quelle: Berenberg, Bootstrap-Simulationen eines statisch gewichteten Portfolios aus 20% Aktien, 60% Staats- und 20% Unternehmensanleihen.

Daraus leitet sich unmittelbar die Frage ab, wie sich im Allgemeinen eine Wertsicherungsstrategie bei verschiedenen Marktentwicklungen im Vergleich zu einem ungesicherten Portfolio konzeptionell verhält. Dabei interessiert natürlich insbesondere die Frage, wann das Konzept seine Stärken ausspielt beziehungsweise in welchem Umfeld die Nachteile überwiegen. Abb. 7 zeigt einige schematische Verläufe der Wertentwicklung bei unterschiedlichem Marktumfeld, deren tatsächlicher Verlauf in der Praxis allerdings wesentlich von der individuellen Ausgestaltung des eingesetzten Wertsicherungskonzepts abhängt.

Die Vor- und Nachteile von Wertsicherungsstrategien wirken sich bei unterschiedlichen Marktphasen sichtbar aus.

Abb. 7: Schematische Verläufe der Wertentwicklung in Abhängigkeit vom Marktverlauf



Quelle: Berenberg, eigene Berechnungen



In einem dauerhaft positiven Marktumfeld (Fall I) wie z.B. im Jahr 2019 muss das Wertsicherungskonzept nie eingreifen. Die Wertentwicklung unterscheidet sich nicht vom ungesicherten Portfolio. Ein richtungsloser Seitwärtsmarkt ohne klaren Trend sollte bei moderater Volatilität ebenfalls kein Eingreifen des Wertsicherungskonzepts verursachen (Fall II). Bei höherer Volatilität bzw. stärker ausgeprägten Schwankungen in beide Richtungen als hier dargestellt wird ein Eingreifen jedoch wahrscheinlicher und kann für Performancenachteile sorgen, da bei Rücksetzern das Wertsicherungskonzept beginnt, prozyklisch Risiken zu eliminieren und bei nachfolgenden Erholungen nur unterproportional investiert ist (Zum Beispiel: Jahr 2016)².

Im Fall III, bei einem scharfen Einbruch mit dauerhaft gedrücktem Kursniveau ohne Erholung (Korrektur in „L-Form“) oder sogar weiter fallenden Kursen wie z.B. nach dem 11. September 2001, spielt das Wertsicherungskonzept seine Stärke voll aus und verhindert ab der Wertuntergrenze weitere schmerzhafteste Verluste.

Kommt es nach einem scharfen Einbruch dagegen zu einer schnellen, kräftigen Erholung (Korrektur in „V-Form“) wie z.B. 2020 können Wertsicherungsstrategien – wenn überhaupt noch Risikobudget vorhanden ist – nur unterproportional partizipieren (Fall IV). Es benötigt einfach Zeit, bis wieder neues Risikobudget über steigende Kurse erwirtschaftet wird und damit dann neue Risikopositionen aufgebaut werden können. Eine für Wertsicherungsstrategien besonders gefährliche Variante der „V-Korrektur“ ist ein „W-förmiger“ Verlauf. Just wenn die Wertsicherungsstrategie mit Zeitverzug wieder stärker in Risikoanlagen investiert ist, kommt es zu einem erneuten Einbruch wie z.B. im Jahr 2002/2003. Spätestens dann ist das Risikobudget normalerweise aufgebraucht und an der nachfolgenden Erholung kann nicht mehr partizipiert werden. Kommt es nach einem Einbruch dagegen zu einer langsamen, kontinuierlichen Erholung wie 2011/2012, kann das Portfoliorisiko mit steigenden Kursen erhöht werden und die Wertsicherungsstrategie wird in hohem Maße an diesem Kursanstieg partizipieren.

Faustregel für einen Seitwärtsmarkt: je höher die Marktvolatilität desto wahrscheinlicher wird das Eingreifen des Wertsicherungskonzepts und das Anfallen von Versicherungskosten.

Nach einem scharfen Einbruch hängt der Mehrwert oder Nachteil gegenüber einer ungesicherten Anlage wesentlich vom Pfad der Erholung ab.



² An diesem Beispiel wird sehr deutlich wie entscheidend der Zeitpunkt innerhalb der Einjahresperiode ist. Während im Jahr 2018 die Korrektur Ende Dezember endete und an der Erholung ab Anfang 2019 dank des neu zur Verfügung stehenden Risikobudgets prinzipiell komplett partizipiert werden kann, startete die Korrektur im Jahr 2016 zu Beginn des Jahres in einem ähnlichen Ausmaß wie Ende 2018. Durch den teilweisen Verzehr des Risikobudgets direkt am Jahresanfang war das Wertsicherungskonzept in der nachfolgenden Erholungsphase deutlich unterinvestiert und konnte daran nur unterproportional teilnehmen.

Vor- und Nachteile von Wertsicherungsansätzen.

Im Rahmen der dargestellten Funktionsweise von Wertsicherungsstrategien wird offensichtlich, dass mit dem Einsatz solcher Anlagestrategien spezifische Vor- und Nachteile verbunden sind. Dabei halten sich Vor- und Nachteile die Waage und die Beurteilung, ob ein Einsatz solcher Anlagelösungen sinnvoll ist, hängt von individuellen Anlagezielen bzw. spezifischen Rahmenbedingungen ab.

Mit dem Einsatz solcher Anlagestrategien sind spezifische Vor- und Nachteile verbunden.

Abb. 8: Vor- und Nachteile von Wertsicherungskonzepten auf einen Blick

 Vorteile	 Nachteile
<ul style="list-style-type: none">• Die Verlustgrenze ist auf Basis der individuellen Verlusttragfähigkeit definierbar• Verluste des Portfolios werden innerhalb einer vordefinierten Periode systematisch reduziert und damit kalkulierbar• Ohne dramatische Einbrüche am Aktien- oder Anleihemarkt kann an Aufwärtsphasen mit einem diversifizierten Portfolio partizipiert werden.• Der Anleger erhält ein asymmetrisches Auszahlungsprofil• Langfristig wird eine geringere Volatilität erreicht	<ul style="list-style-type: none">• Langfristig fallen indirekt Versicherungskosten an• Nach vollständigem Verbrauch des Risikobudgets kann an nachfolgenden Kurssteigerungen nicht mehr partizipiert werden• Bei ungünstiger zeitlicher Abfolge können mehrere Verlustjahre nacheinander auftreten und den Gesamtverlust höher ausfallen lassen als die vereinbarte Untergrenze pro Periode• Der Investmentansatz ist prozyklisch. Gegebenenfalls führt die Veräußerung von Risikopositionen zur Realisierung von Verlusten

Mit dem Einsatz einer Wertsicherungsstrategie erhöht der Anleger seine Planungssicherheit. So weiß er mit hoher Sicherheit im Voraus, wie hoch sein Verlust in einem schwierigen Marktumfeld höchstens ausfallen wird – zumal er diese Verlustgrenze im Vorhinein sogar selbst definiert hat. Insgesamt erhält der Anleger ein asymmetrisches Wertentwicklungsprofil – eine Anlagestrategie, die ihn mit einem diversifizierten Portfolio an Aufwärtsphasen der Kapitalmärkte partizipieren lässt sowie Verluste ab einem im Vorfeld definierten Level abschneidet und die Volatilität des Gesamtportfolios reduziert. Scheinbar die Zauberformel für jeden Kapitalanleger.

Wesentliche Vorteile sind die vorab festgelegte Verlustgrenze und das asymmetrische Profil.

Allerdings besitzen Wertsicherungsstrategien Eigenschaften, die diese nicht zur Universallösung für alle Anlegertypen macht. Wertsicherungsstrategien sind besonders geeignet, bei fallenden Kapitalmärkten das Portfoliorisiko sukzessive zu eliminieren. Wenn das zur Verfügung stehende Risikobudget aufgebraucht ist, kann an nachfolgenden Markterholungen jedoch nicht mehr partizipiert werden (sogenannter Cash-Lock), da der Anleger strategiebedingt dann zu 100% Liquidität aufgebaut hat.

Wesentliche Nachteile sind die Versicherungskosten und die Gefahr einer unterproportionalen Partizipation bei steigenden Märkten.

Wie auch die Corona-Krise im Jahr 2020 beispielhaft gezeigt hat, kommt es häufig nach Einbrüchen an den Kapitalmärkten zu ebenso kräftigen Erholungsbewegungen. An der nachfolgenden Kurserholung kann nur mit einer geringen Risikoallokation partizipiert werden, so dass die Wertentwicklung in dieser Phase unterdurchschnittlich ausfallen wird. Es werden somit indirekte Versicherungskosten vom Anleger bezahlt.

Zusätzlich besteht das Risiko, dass starke Marktkorrekturen in nachteiligen Intervallen auftreten. So ist es möglich, dass trotz einer funktionierenden Wertsicherungsstrategie der Gesamtverlust höher ausfällt als der vereinbarte jährliche Maximalverlust. Durch die zeitliche Verkettung separat betrachteter Zeiträume, die in ihrer jeweiligen Einzelbetrachtung zwar innerhalb ihres Risikobudgets blieben und die Wertuntergrenze nicht unterschritten haben, kann durch das jeweils am Jahresanfang neu zur Verfügung gestellte Risikobudget insgesamt ein Verlust entstehen, der über einen längeren Zeitraum den jährlichen Verlust übersteigt.



Fazit: Wann sind Wertsicherungsstrategien vorteilhaft?

Professionelle Wertsicherungsstrategien können die Brücke zwischen langfristiger Kapitalanlage und kurzfristigem Bedarf zur Verlustbegrenzung schlagen, wodurch Anlegern Planungssicherheit und eine klare Erwartungshaltung gegeben wird. Trotz dieser attraktiven Eigenschaften sind Wertsicherungsstrategien kein Allheilmittel, das in jeder Kapitalmarktphase gleich gut funktioniert und für alle Anleger geeignet ist. Sie besitzen strategieimmanente Charakteristika, die bestimmte Vor- und Nachteile mit sich bringen. Insbesondere der zeitliche Verlauf der Kapitalmärkte innerhalb des zu Grunde liegenden Betrachtungszeitraums besitzt eine hohe Relevanz und entscheidet darüber inwieweit Anleger einen Mehrwert gegenüber einem ungesicherten Portfolio erwirtschaften können.

Abgesehen vom tatsächlich messbaren Mehrwert durch höhere Renditen oder geringere Verluste hat sich in der Praxis gezeigt, dass der Schutz gegen temporär erhöhte Kursverluste Geld in Form von entgangener Performance kosten kann. Somit stellen Wertsicherungskonzepte eine Art Versicherung dar, bei der durch die risikoreduzierenden Eingriffe Beiträge in Form entgangener Performance anfallen. Zusätzlich besteht die Gefahr des Cash-Locks bei vollständigem Aufbrauchen des Risikobudgets. Dafür bekommt der Anleger eine Garantie der Vermeidung extremer Verluste.

Wertsicherungsstrategien funktionieren auch im Niedrigzinsumfeld. Beim Reinvestitionsprozess nach einem teilweisen Risikoverbrauch sorgen allerdings die geringen Erträge aus den risikoärmeren Renten- und Liquiditätsanlagen für keinen nennenswerten zusätzlichen Puffer, den diese sonst in Form von Zinserträgen angesammelt haben. Das Fehlen dieser kontinuierlichen Erträge zusammen mit der in diesem Marktumfeld allgemein zunehmenden Schärfe von Kapitalmarktbewegungen erhöht die Anforderungen an Wertsicherungsstrategien. Häufigere Eingriffe zur Reduktion der Portfoliorisiken können die langfristig entstehenden Versicherungskosten erhöhen.

Für Anleger, die einen langfristigen Anlagehorizont haben und Kursrückschläge – sowohl buchhalterisch als auch emotional – aushalten können, ist die gewählte strategische Allokation entscheidend und eine Wertsicherungsstrategie selten sinnvoll. Insbesondere für institutionelle Anleger jedoch, denen aus regulatorischen oder wirtschaftlichen Gründen nur ein begrenztes Risikobudget in einem Kalenderjahr zur Verfügung steht und die gleichzeitig ein langfristiges Ertragsziel haben, das mit risikoarmen Anlagen nicht erreichbar ist, kann bei professioneller Umsetzung eine der erläuterten Wertsicherungsstrategien zielführend sein. Dadurch kann die Brücke zwischen dem langfristigen Erreichen der Anlageziele und der turnusmäßigen Rechtfertigung für die eingegangenen Risiken geschlagen werden. Wenn die eingesetzte Wertsicherungsstrategie auf die individuellen Bedürfnisse des Anlegers zugeschnitten ist, kann sie somit einen erheblichen Mehrwert liefern.

Wertsicherungsstrategien sind keine Universallösung – können aber vor allem für Anleger mit begrenzter Risikotragfähigkeit einen deutlichen Mehrwert bieten.

Niedrigzinsumfeld erschwert die Wirksamkeit von Wertsicherungskonzepten.

Steht Anlegern aus regulatorischen oder wirtschaftlichen Gründen nur ein begrenztes Risikobudget pro Jahr zur Verfügung, kann eine Wertsicherungsstrategie die geeignete Lösung sein.

**BERENBERG**

PRIVATBANKIERS SEIT 1590

INFORMATIONEN ZUR VERÖFFENTLICHUNG

HERAUSGEBER

Prof. Dr. Bernd Meyer | Chefanlagestrategie bei Berenberg Wealth & Asset Management

Matthias Grimm | Leiter Investment & Risk Management Solutions

AUTOREN



Oliver Brunner, CIIA | Leiter Portfoliomanagement Multi Asset

Ist verantwortlich für diskretionäre Multi-Asset-Anlagestrategien, insbesondere für defensive und Total Return Strategien sowie für den Multi Asset ESG-Ansatz.

oliver.brunner@berenberg.de



Stefan Ewald, CFA | Leiter Systematic Multi Asset Solutions

Verantwortet systematische Multi-Asset Strategien für institutionelle Anleger mit Fokus auf der effizienten Ausnutzung von Risikobudgets

stefan.ewald@berenberg.de

WICHTIGE HINWEISE

Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Sie ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebene Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur in bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Bei Investmentfonds sollten Sie eine Anlageentscheidung in jedem Fall auf Grundlage der Verkaufsunterlagen (wesentliche Anlegerinformationen, Verkaufsprospekt, aktueller Jahres- und ggf. Halbjahresbericht) treffen, denen ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Fonds zu entnehmen sind. Bei Wertpapieren, zu denen ein Wertpapierprospekt vorliegt, sollten Sie die Anlageentscheidungen in jedem Fall auf Grundlage des Wertpapierprospekts treffen, dem ausführliche Hinweise zu den Chancen und Risiken des jeweiligen Finanzinstruments zu entnehmen sind, im Übrigen wenigstens auf Basis des Produktinformationsblattes. Alle vorgenannten Unterlagen können bei der Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG (Berenberg), Neuer Jungfernstieg 20, 20354 Hamburg, kostenlos angefordert werden. Die Verkaufsunterlagen der Fonds sowie die Produktinformationsblätter zu anderen Wertpapieren stehen über ein Download-Portal unter Verwendung des Passworts „berenberg“ unter der Internetadresse <https://docman.vwd.com/portal/berenberg/index.html> zur Verfügung. Die Verkaufsunterlagen der Fonds können ebenso bei der jeweiligen Kapitalverwaltungsgesellschaft angefordert werden. Die jeweils konkreten Adressangaben stellen wir Ihnen auf Nachfrage gerne zur Verfügung. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Wir weisen darauf hin, dass frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung sind und dass Depotkosten entstehen können, die die Wertentwicklung mindern. Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf www.berenberg.de/glossar ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 27. Januar 2021

Die folgende Publikation ist Teil der Serie Berenberg Fonds und Lösungen:

Spotlight

► Insights

Aktien

Anleihen

Multi Asset

Systematische Lösungen

Overlay

Nachhaltigkeit

Berenberg Multi Asset

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG
Neuer Jungfernstieg 20
20354 Hamburg
Telefon +49 40 350 60-0
Telefax +49 40 350 60-900
www.berenberg.de/multi-asset
multiasset@berenberg.com