

Das Lupus alpha Risiko-Overlay

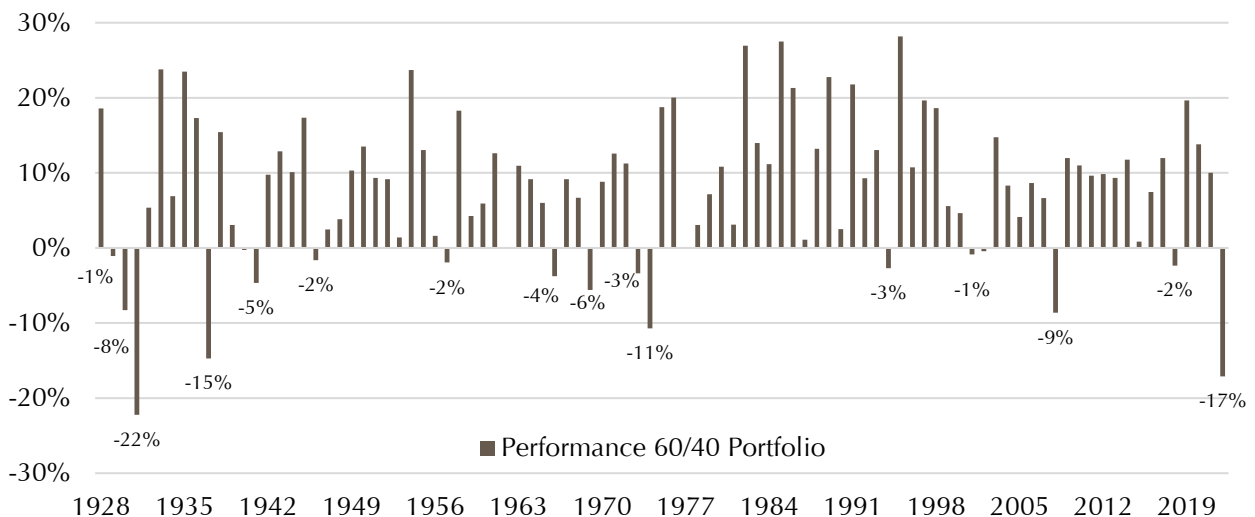
Diversifikation ist Pflicht im institutionellen Portfolio, um die Risiken in der strategischen Asset Allocation zu mindern. Doch auch gut diversifizierte Portfolios sind zeitweise signifikanten Schwankungen ausgesetzt. Hier kommen Overlay-Strategien ins Spiel. Ein modular aufgebautes Overlay, das verschiedene Risiken abdeckt, ermöglicht es, die unterschiedlichsten Anforderungsprofile institutioneller Vermögen umzusetzen. Das Lupus alpha Risiko-Overlay managt nicht nur Risiken effektiv, sondern behält mit einer ganzheitlichen Betrachtung auch die Rendite im Blick.

Selbst Harry Markowitz, dem Begründer der modernen Portfoliotheorie, war bewusst, dass Diversifikation ihre Grenzen hat: „Im Allgemeinen kann das Risiko nicht vollständig ausgeschaltet werden, unabhängig davon, wie viele Arten von Wertpapieren in einem Portfolio vertreten sind.“ So heißt es in der Pressemitteilung der Royal Swedish Academy of Sciences, als ihm 1990 der Wirtschaftsnobelpreis verliehen wurde. Unbestritten verbessert Diversifikation also das Risikoprofil, sie reicht aber nicht unbedingt aus, um Downside-Risiken vollständig zu begrenzen. Bei starken Drawdowns kommt hinzu, dass die Korrelation aller Assetklassen tendenziell hoch ist – die Wirkung der Risikostreuung sinkt oder verschwindet gänzlich.

Drawdowns muss man nicht aussitzen

Deutlich wird das anhand der klassischen Kombination aus Aktien und Renten. In der Vergangenheit hat die absichernde Wirkung von Fixed-Income-Portfolios für Aktienportfolios zwar nahezu immer funktioniert, ein kurzer Blick auf die Börsenhistorie aber genügt, um zu sehen: Ein Naturgesetz ist das nicht (Grafik 1) – wie zuletzt 2022 gezeigt hat, als im Zuge der Zinswende nicht nur Aktien, sondern auch sichere Staatsanleihen schmerzliche Kurseinbußen erlitten.

Grafik 1: Diversifikation hat ihre Grenzen. Addierte Verluste sind besonders schmerzhaft.



Quelle: Lupus alpha; Damodaran, NYU Stern, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum Jahre 1928 - 2022

Selbst wenn die negative Korrelation zwischen Aktien und Anleihen funktioniert hat, gab es immer wieder Märkte, in denen dieser Gegenlauf nur wenig bewirken konnte, weil sich die Aktienverluste auf ein Vielfaches der positiven Rentenperformance summierten. Etwa in der Dotcom-Krise, als der

S&P 500 Index beinahe 50 Prozent abgab. In der Finanzkrise waren es sogar mehr als 56 und in der Corona Krise nahezu 34 Prozent. Und im Zuge der Ukraine Krise gab der Index mehr als ein Viertel von seinem Hoch ab. Krisen treten mit einer gewissen Wahrscheinlichkeit immer wieder auf – und das häufiger, als man sich in guten Zeiten bewusst ist. Außerdem kommen sie in der Regel unvermutet und aus einer nicht erwarteten Richtung.

Die gute Nachricht lautet: Es muss nicht sein, Marktphasen mit erheblichen Drawdowns oder sich schleichend akkumulierenden Verlusten auszusitzen.

Mit einem Lupus alpha Risiko-Overlay lassen sich die Grenzen der Diversifikation erweitern. Selbstredend ersetzt es nicht eine breite Risikostreuung. Es ergänzt sie. Wichtig dabei: Risiko-Overlay funktioniert vollkommen ohne Eingriff in die strategische Allokation eines Portfolios. Hat ein Investor beispielsweise unterschiedliche Asset Manager mandatiert, ermöglicht die Analyse dieser Portfolios auf Masterfondsebene, die Risikotreiber auf aggregierter Ebene (also über alle Teilfonds hinweg) zu erkennen. Auf Basis dieser Analyse lässt sich mittels derivativer Instrumente wie Futures und Optionen eine effiziente und transparente Risikosteuerung aufsetzen. Während das abzusichernde Vermögen des Investors die Basis bildet, wird auf dieser Grundlage mithilfe derivativer Instrumente ein Hedgeportfolio zusammengestellt. Dieses kann jederzeit angepasst werden, wenn sich die Risikoparameter im Kundenportfolio ändern. Das Ziel der herkömmlichen Absicherung institutioneller Portfolios ist es dabei häufig zunächst lediglich, eine definierte Wertuntergrenze nicht zu unterschreiten.

Die fünf Bausteine einer ganzheitlichen Wertsicherung

Drawdown Bremsen	Effiziente Reduktion von Drawdowns ohne Cash-Lock.
Tail-Risk Fallschirm	Schutz vor Overnight-Schocks.
Währungs- absicherung	Währungsrisiken auf aggregierter Ebene sichern.
Ertrags- Booster	Verstärkung des langfristigen positiven Trends der zugrundeliegenden Anlage.
Harte Wert- untergrenze	Risikobudget stressen und ggf. Absicherung aus anderen Modulen erhöhen.

Mit einer Wertuntergrenze allein besteht jedoch die Gefahr, dass ein starker Drawdown das Risikobudget vollkommen aufzehrt. Dann befindet sich das Portfolio im Cash-Lock. In dieser Situation ist dem Investor eine Partizipation am folgenden Marktaufschwung nicht mehr möglich, bis er dem Vermögen neues Risikokapital zugewiesen hat. Häufig ist es jedoch unvermeidbar, mit einer Wertuntergrenze zu agieren. Ziel muss es dann sein, einen Cash-Lock so unwahrscheinlich wie möglich zu machen. Diese Wahrscheinlichkeit sinkt mit einem ganzheitlichen Overlay erheblich.

Beim Lupus alpha Risiko-Overlay können Investoren aus einem Modulbaukasten verschiedene Absicherungsstrategien kombinieren, die jeweils unterschiedliche Risiken adressieren. Zu diesem Modulbaukasten gehören die **Drawdown-Bremse** in Form einer Optionsreplikation, der **Tail-Risk-Fallschirm** für die Absicherung gegenüber Overnight-Schocks in Form physischer Optionen und das **Fremdwährungs-Overlay** zur Absicherung von Währungsrisiken. Mit dem Modul **Ertrags-Booster** ist es zudem möglich, die langfristig steigende Tendenz des Portfolios zu nutzen, um die Kosten der Absicherung zu reduzieren.

Schlussendlich ist auch das Management einer **harten Wertuntergrenze** integraler Bestandteil des Modulbaukastens. Wer jedoch allein auf dieses Instrument setzt, springt zu kurz. Nur wem die gesamte Palette der hier aufgeführten Absicherungsinstrumente zur Verfügung steht, der kann eine auf seine spezifischen Bedürfnisse zugeschnittene Absicherungsstrategie installieren. Gleichzeitig bietet sich aber auch für Vermögen ohne harte Wertuntergrenze ein aus den anderen Bausteinen kombiniertes Risiko-Overlay an.

Die **Drawdown-Bremse** wirkt in fallenden Märkten fortlaufend, indem sie das Auszahlungsprofil von Optionen mittels Replikation in einer dynamischen Handelsstrategie nachbildet. Zu diesem Zweck wird mit Short Futures und Credit Default Swaps (CDS) ein Portfolio von Put-Optionen repliziert, das auf die unterschiedlichen Arten von Drawdowns bestmöglich reagiert. Die Replikation hat gegenüber dem direkten Einsatz von Optionen verschiedene Vorteile. So ist sie deutlich kostengünstiger, da die erwartete Volatilität, ein **wesentlicher Kostentreiber** des Optionspreises, hier keine Rolle spielt. Die hohe Flexibilität dieses Ansatzes ist zudem am besten geeignet, Drawdowns und so auch die Cash-Lock-Gefahr in vielen kleinen Schritten zu minimieren. Darüber hinaus ermöglicht die Replikation über Futures auch die Abbildung von Optionen unabhängig vom tatsächlich am Markt verfügbaren Optionsangebot. Ebenfalls kann durch den Ansatz von Korrelationseffekten zwischen verschiedenen Assetklassen profitiert werden. Durch ihre Konstruktion hat die Optionsreplikation nicht zuletzt den Vorteil, auch an V-förmigen Erholungen, wie sie nach dem Corona-Einbruch eintrat, partizipieren zu können.

Gegen seltener auftretende, dafür aber mit starken Verlusten verbundene Overnight- und Tail-Risiken helfen **Tail-Hedges**, weil diese unmittelbar auf plötzliche Marktveränderungen reagieren und so automatisch gegen schnelle, Drawdowns absichern. Wird ein Portfolio aus entsprechenden Optionen aufgebaut, ist man in vermeintlich ruhigen Phasen abgesichert, falls ein extremes Markt-Event auftreten sollte. Um einen solchen Tail-Risk Fallschirm bestmöglich einzusetzen, bedarf es eines tiefgreifenden Verständnis der Optionsmärkte.

Bei der **Währungsabsicherung** ist das Ziel Währungsrisiken kosteneffizient auf aggregierter Ebene zu sichern. Durch das Aggregieren auf Masterfondsebene lassen sich gegenläufige Währungspositionen unterschiedlichster Assetklassen zu einer Netto-Fremdwährungsposition zusammenfassen und es werden unnötige Handelskosten gespart. Ebenso vereinfacht das Währungsmanagement auf Masterfonds-Ebene spezifische Absicherungsquoten umzusetzen.

Alle diese Elemente, Drawdown-Bremse, Tail-Risk-Fallschirm oder Währungssicherung lassen sich in beliebigen Kombinationen implementieren und bei Bedarf um das Management einer harten Wertuntergrenze erweitern.

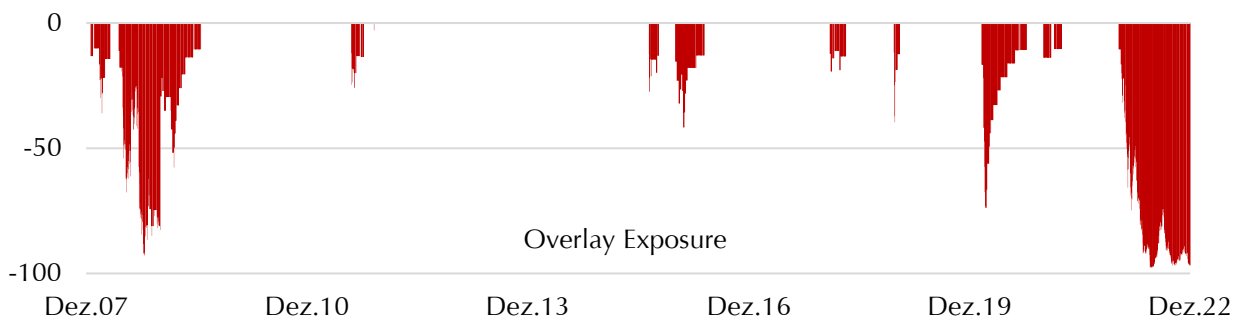
Unabhängig davon, welche dieser Elemente unseres Overlays genutzt werden, sie dienen allein dazu, Verluste zu begrenzen. In Jahren, in denen keine Absicherung nötig ist, sind daher zumindest geringe Kosten zu erwarten. Um dem entgegenzuwirken, lässt sich ein Overlay aber auch weiterdenken, indem es Risiko und Rendite als Einheit betrachtet. Mit einem Ertrags-Booster ist es möglich, die Kosten

der Absicherung zu reduzieren. Dem liegt der Gedanke zugrunde, dass die strategische Asset-Allokation eines Investors darauf ausgelegt ist, langfristig von Wertsteigerungen der Assets zu profitieren. Die zuvor beschriebene Systematik der Optionsreplikation wird daher genutzt, um Call Optionen auf die Asset Allocation nachzubilden. Auf diese Weise kann mit begrenztem zusätzlichem Risiko vom langfristigen Aufwärtstrend des Portfolios profitiert werden. Dadurch werden die Kosten der Absicherung langfristig deutlich reduziert oder sogar vollständig kompensiert. Selbstverständlich steht die Absicherung weiterhin im Fokus und die Ertrags-Komponente ist daher im Verhältnis deutlich geringer ausgeprägt.

Moderate Absicherung ohne Ertrags-Booster

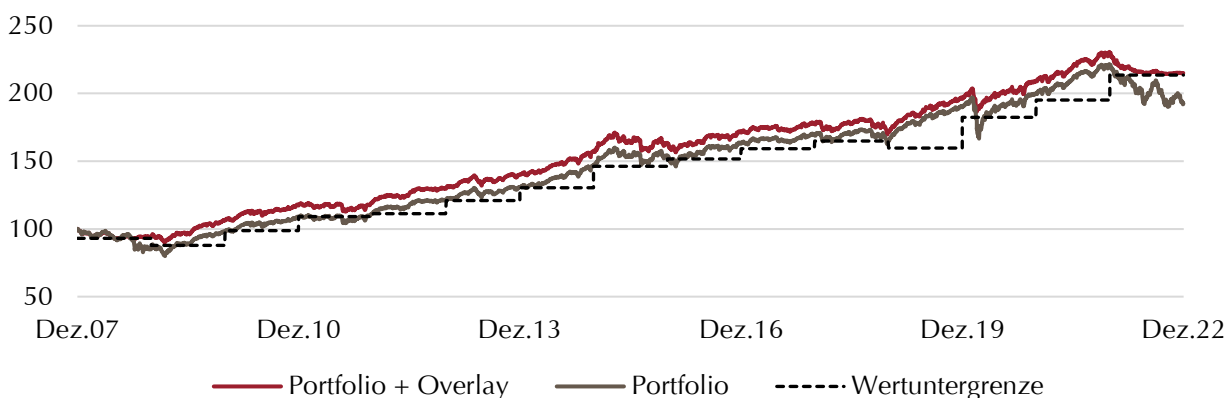
Nehmen wir beispielhaft ein institutionelles Vermögen an, mit einer klassischen Aufteilung in 60 Prozent Staats- und Unternehmensanleihen sowie 40 Prozent globale Aktien (folgend der „Masterfonds“). Zunächst zum „klassischen“ Overlay ohne Ertrags-Booster: Es soll eine harte Wertuntergrenze eingehalten und die Drawdowns merklich reduziert werden. Dafür wird mittels Short Futures und CDS ein Hedgeportfolio aus Put-Optionen repliziert, die Drawdown-Bremse, die das Gesamtportfolio gegen verschiedene Arten von Drawdowns absichert. Zusätzlich dient ein Portfolio aus VIX-Calls der Absicherung als Tail-Risk Fallschirm. Ergänzt wird dieses Portfolio um das Management der harten Wertuntergrenze. Grafik 2 zeigt, wie dieses Overlay in Krisenphasen das Exposure des Masterfonds zum Markt abbaut und so dessen Verluste begrenzt. Bei -100 ist das Marktrisiko für den Masterfonds zu 100 Prozent neutralisiert: Das Hedgeportfolio bewegt sich 1:1 gegenläufig zum Masterfonds.

Grafik 2: Overlay-Exposure zum Masterfonds ohne Ertragskomponente



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; Betrachtungszeitraum: 31.12.2007 – 31.12.2022

Grafik 3: Portfolio ohne Overlay (grau) versus Portfolio mit Overlay (rot)

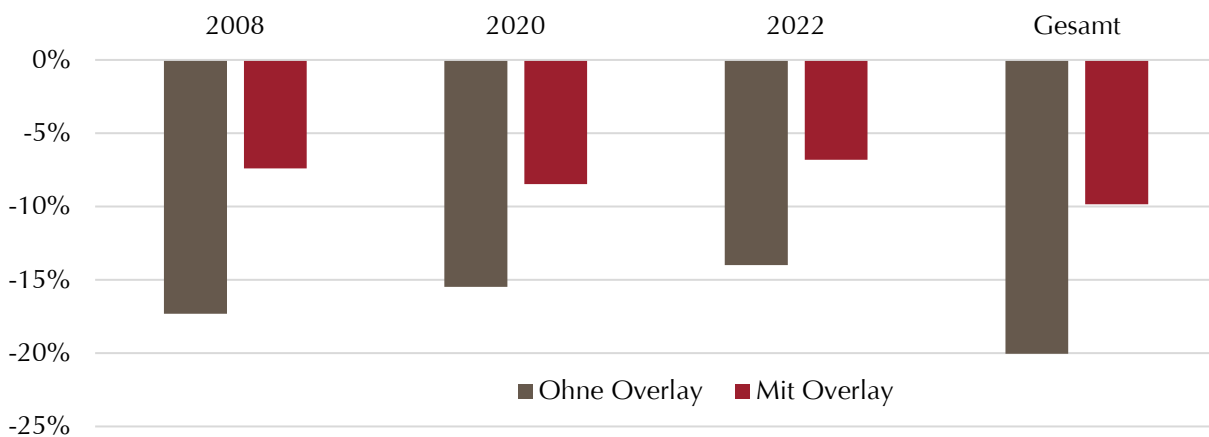


Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; Betrachtungszeitraum: 31.12.2007 – 31.12.2022

Grafik 3 zeigt für dieses beispielhafte 60:40-Portfolio, wie es sich mit und ohne Overlay entwickelt hat. Die positive Differenz (+0,8% p.a.) zugunsten des abgesicherten Portfolios kommt allein durch Verlustvermeidung zustande.

Dank der hohen Flexibilität, die eine Optionsreplikation erlaubt, passt sich das Hedgeportfolio optimal an jede Marktlage an. Gerade in den extremen Kapitalmarktjahren 2008 und 2022 ist gut zu erkennen, wie die Drawdown-Bremse die Kursrückschläge effektiv vermindert und zugleich die Wertuntergrenze wirksam den Floor sichert. In beiden Jahren kommt zudem der Tail-Hedge voll zum Tragen. 2022 führt die harte Wertuntergrenze zu einem stärkeren Aufbau von Absicherungspositionen und liefert damit einen deutlichen Hedge-Beitrag: Insgesamt kann wie in Grafik 4 zu sehen ist der maximale Drawdown des Portfolios halbiert werden (von -20,0% auf -9,8%), während die Sharpe Ratio um rund 0,4 Punkte verbessert wird.

Grafik 4: Portfolio Drawdown ohne Overlay (grau) versus Portfolio mit Overlay (rot)



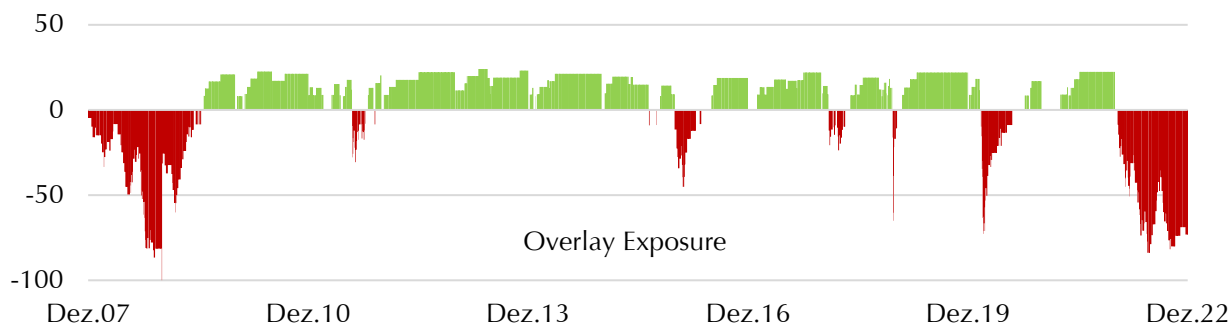
Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; Betrachtungszeitraum: 31.12.2007 – 31.12.2022

Dieses Beispiel zeigt anschaulich, wie durch die optimale Kombination der Module das Portfolio auch in unterschiedlichen Drawdown-Szenarien abgesichert ist und gleichzeitig die Cash-Lock-Wahrscheinlichkeit so gering wie möglich gehalten wird.

Moderate Absicherung mit Ertrags-Booster

Im folgenden Beispiel „Moderate Absicherung mit Ertrags-Booster“ geht es darum, Drawdowns zu minimieren und dabei die Kosten so niedrig wie möglich zu halten: Um am langfristigen positiven Trend des Masterfonds partizipieren zu können, wird als zusätzliche Komponente eine Long Position aufgebaut – der Ertrags-Booster. Ziel ist nicht die Sicherung einer „harten“ Wertuntergrenze, sondern die Optimierung von Risiko (Drawdown) und Rendite als Einheit. Im zusätzlichen Baustein werden Call-Optionen über Long Futures und CDS repliziert. Der Effekt wird in Grafik 5 deutlich: Wie schon Grafik 2 zeigt auch sie die Stärke der Absicherung gegenüber dem Masterfonds im Zeitverlauf. Im positiven grünen Bereich übersteigt das durch den Ertrags-Booster erzeugte Long-Exposure das Short-Exposure, zu sehen ist der Nettoeffekt als grüne Säulen. In diesen Phasen partizipiert das Hedgeportfolio stärker am positiven Markttrend als der reine Masterfonds. Das verstärkt die positive Wertentwicklung des Masterfonds und senkt die Kosten der Absicherung in nicht Krisenjahren. Zusätzlich kam in den Jahren 2008 (Finanzkrise) und 2020 (Corona) genau wie im Beispiel „ohne Ertrags-Booster“ der Effekt der Tail-Hedges voll zum Tragen.

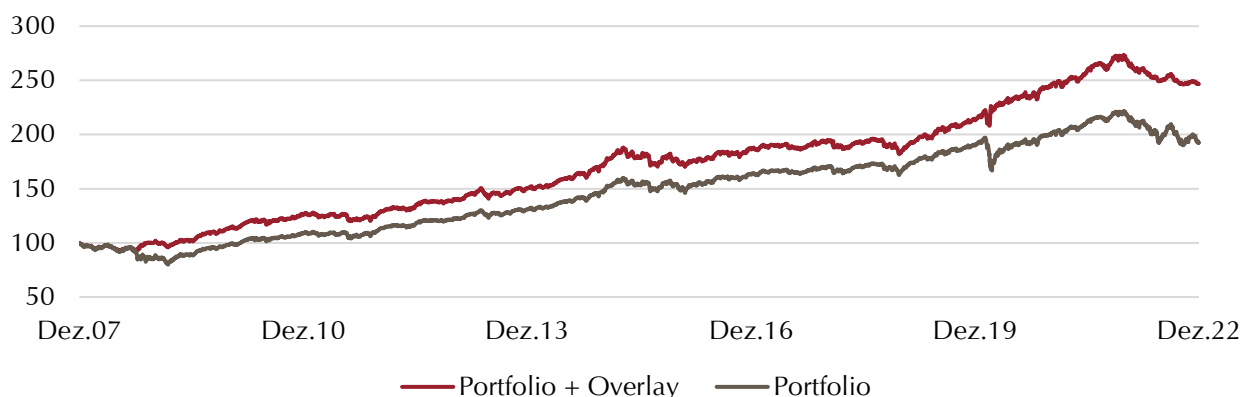
Grafik 5: Overlay-Exposure zum Masterfonds mit Ertragskomponente



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; Betrachtungszeitraum: 31.12.2007 – 31.12.2022

Grafik 6 zeigt den Masterfonds mit seinem musterhaften 60:40-Portfolio, wie er sich ohne das Overlay entwickelt hätte (grau) und wie mit Overlay inklusive Ertrags-Booster (rot). Im Zeitraum 2008 bis Ende 2022 hätte das Portfolio ohne Absicherung mit 4,5 Prozent p.a. performt. Inklusive Overlay wären es sogar 6,2 Prozent gewesen, eine Outperformance von 1,7% per Annum (und damit +0,9% besser als die Variante ohne Ertrags-Booster). Der maximale Drawdown konnte mit dem Lupus alpha Risiko-Overlay somit halbiert werden (von -20% auf -10%) bei einer Verbesserung der Sharpe Ratio von +0,4.

Grafik 6: Portfolio ohne Overlay (grau) versus Portfolio mit Overlay inklusive Ertrags-Booster (rot)



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung; Betrachtungszeitraum: 31.12.2007 – 31.12.2022

Anwendbar auf alle liquiden Märkte

Die hier beschriebenen Risiko-Overlay-Strategien bieten sich für institutionelle Investoren an, die ihre strategische Asset Allocation erfolgreich umgesetzt haben und sich ein Schutzniveau auf Gesamtportfolio-Ebene wünschen, das auf ihre spezifischen Anforderungen angepasst ist. Portfolios, auf die solche Risiko-Overlays implementiert werden, können alle liquiden Märkte umfassen – von reinen Aktien- oder Anleiheportfolios bis hin zu einem umfangreichen Masterfonds mit globalen Staatsanleihen, Unternehmensanleihen und Aktien. Die Kombination eines realen Investments mit einem maßgeschneiderten Risiko-Overlay erlaubt es Investoren, an der langfristig positiven Entwicklung von Wertpapiermärkten zu partizipieren und zugleich gegen zu große Volatilität oder extremen Marktereignissen geschützt zu sein. Erfolgt diese Absicherung darüber hinaus zu möglichst niedrigen Kosten, tut sie der Rendite auch in steigenden Märkten nicht weh. Unter diesen Bedingungen wird nicht nur Diversifikation, sondern auch das ganzheitliche Overlay zur Pflicht in jedem institutionellen Portfolio.

Lupus alpha ist derzeit der einzige Anbieter auf dem deutschen Markt, der alle relevanten Absicherungsstrategien in einem Modulbaukasten zusammengefasst hat und in flexibler Kombination auf die spezifischen Anforderungen eines institutionellen Vermögens anpassen kann. Die ganzheitliche Betrachtung dieses Ansatzes im Risikomanagement zeigt sich in der Berücksichtigung der Absicherungskosten und ihrer möglichen Minimierung über das Instrument des Ertrags-Boosters. Die wissenschaftliche Basis des Lupus alpha Risiko-Overlays bildet die Optionstheorie sowie mehr als 20 Jahre Options-Know-how im Management-Team.

DISCLAIMER: Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung zu allgemeinen Informationszwecken und nicht um ein investimentrechtliches Pflichtdokument. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers / der Vertreter wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden.

Weder diese Werbemitteilung noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH
Speicherstraße 49-51
D-60327 Frankfurt am Main