

# Absolutreport

Neue Perspektiven  
institutionelle Investoren

Die  
**100.**

Ausgabe kostenlos  
anfordern!

06 | 2017

**Neue Perspektiven** im Asset Management | Herausforderungen für **Europa** im Jahr 2018  
| Nachhaltigkeit im Finanzsektor – **H4SF** | Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der  
**Aktienallokation** | **Factor Investing** in der institutionellen Kapitalanlage | **Risiko managen**  
– Innovative Ansätze für institutionelle Investoren | **Nowcasting** statt Forecasting



# Risiko managen – Innovative Ansätze für institutionelle Investoren



**HERWIG KINZLER**  
Partner und Chief Investment Officer  
Mercer  
Frankfurt am Main



**CÄCILIA LUGAUER**  
Consultant  
Mercer  
München



**MICHAEL SAULER**  
Senior Consultant  
Mercer  
München

Dem Niedrigzinsumfeld sind institutionelle Anleger in den letzten Jahren verstärkt mit Investitionen in ertragsorientierte Anlageklassen begegnet. Rekordstände an den Märkten werfen die Frage auf, wie Investoren ihre Portfolios vor einer möglichen Marktkorrektur schützen können. Herwig Kinzler, Cäcilia Lugauer und Michael Sauler von Mercer definieren die Aufgabe des Risikomanagements in diesem Umfeld neu und zeigen, wie Investoren den Herausforderungen begegnen können.

## Einleitung

Getrieben durch die niedrigen Zinsen der letzten Jahre haben sich institutionelle Investoren verstärkt auf die Suche nach auskömmlichen Erträgen begeben und die globale Ausrichtung der Portfolios weiter vorangetrieben. Die von der Unternehmensberatung Mercer unter institutionellen Investoren durchgeführte European Asset Allocation Survey 2017 zeigt deutlich, dass ehemalige Nischenthemen wie Schwellenländer-Anleihen, High-Yield-Anleihen oder auch Aktien aus den Schwellenländern heute wichtige Bausteine der strategischen Asset-Allokation darstellen (siehe **ABBILDUNG 1**).

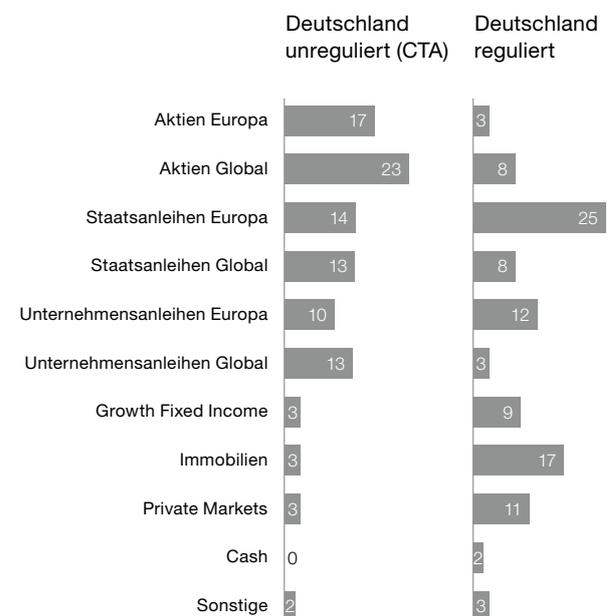
Durch die hohe Liquidität in den Märkten und die Nachfrage der Investoren eilen insbesondere die Aktienmärkte von Rekord zu Rekord, gleichzeitig befindet sich die Volatilität jedoch auf einem sehr niedrigen Niveau. Damit stellt sich grundsätzlich die Frage, wie Investoren ihre Portfolios vor einer Marktkorrektur schützen können und ob die in der Vergangenheit eingesetzten Absicherungsmaßnahmen auch weiterhin ihre Wirksamkeit behalten.

Um dieser Fragestellung auf den Grund zu gehen, werfen wir im Folgenden einen Blick auf vergangene Krisen, eingesetzte Absicherungsmaßnahmen und wie sich Investoren heute aufstellen können, um das Verlustpotenzial zu reduzieren.

## Risikomanagement 1.0: Gold

Die einfachste Absicherungsstrategie, um das Verlustpotenzial eines reinen Aktienportfolios zu reduzieren, ist die Beimischung von Gold. In Krisenzeiten, wenn Zweifel am globalen Währungs- und Wirtschaftssystem herrschen, wird Gold

### 1 | Mercer European Asset Allocation Survey 2017 Strategische Allokation der Anlagen



Quelle: Mercer

von Investoren oftmals als „sicherer Hafen“ oder „Kaufkraftversicherung“ wahrgenommen. Dies ist auf die historische Bedeutung von Gold zurückzuführen, das ursprünglich als Zahlungsmittel diente und später durch den Goldstandard als Sicherheit für das Papiergeld fungierte.

Investoren, die eine Beimischung von Gold in Betracht ziehen, stehen vielfältige Investitionsmöglichkeiten zur Verfügung. Generell können zwei Investitionskategorien unterschieden werden: direkte Investitionen (z. B. physisches Gold, Goldkonto bei einer Bank, „allozierte“ Gold-Positionen) und indirekte Investitionen (z. B. Derivate auf Gold, Gold-Aktien, Exchange-Traded Products). Ein Investment in alloziertes physisches Gold ist für unregulierte Investoren sicherlich die bevorzugte Möglichkeit, Zugang zur Anlageklasse Gold zu erlangen.

Institutionen, die dem deutschen Versicherungsaufsichtsgesetz (VAG) unterliegen, war es lange Zeit untersagt, in Rohstoffe zu investieren. Seit der Änderung der „Verordnung über die Anlage des gebundenen Vermögens von Versicherungsunternehmen“ (Anlageverordnung) im Jahr 2010 ist eine Investition in Rohstoffrisiken, sowohl durch Fondsinvestments als auch durch Wertpapiere, deren Wertentwicklung an Rohstoffe gekoppelt ist, gestattet, solange die physische Lieferung des zugrunde liegenden Rohstoffes ausgeschlossen ist. Exchange-Traded Products (ETPs) können eine effiziente Anlageform sein, um möglichst unmittelbar an der Entwicklung des Goldpreises zu partizipieren.

**Vorteile** – Betrachtet man die großen Krisen der letzten Jahre, so konnte die Beimischung von Gold im Portfolio einen gewissen Schutz bieten (siehe **ABBILDUNG 2**).

**Ansatzpunkte** – Da der Goldpreis grundsätzlich sehr volatil ist und Gold auch keine laufenden Ausschüttungen generiert, hat diese Absicherungsstrategie naturgemäß ihre Grenzen. Um diese grundlegenden Kritikpunkte zu adressieren, haben sich schon früh Staatsanleihen von solventen Ländern als Absicherungsinstrumente etabliert, die sich sowohl durch laufende Erträge als auch geringere Marktpreisschwankungen auszeichnen.

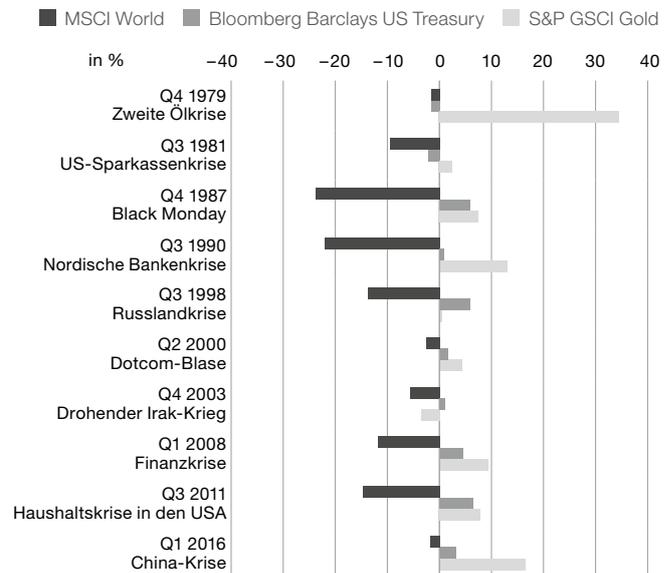
### Risikomanagement 2.0: Staatsanleihen und Gold

Als klassisches Absicherungsinstrument haben sich US-Treasuries schon zu Beginn des letzten Jahrhunderts durchgesetzt, und Staatsanleihen solventer Länder werden noch heute von Investoren häufig zum Schutz des Portfolios gegen Krisen verwendet. Ein Blick zurück auf vergangene Krisen verdeutlicht dabei, dass Staatsanleihen (zum Beispiel US-Treasuries) ihrem Ruf als Krisenwährung gerecht wurden.

**Vorteile** – Die negative Korrelation der Erträge von Staatsanleihen und Gold mit Aktien, die man in **ABBILDUNG 2** erkennen kann, hat Investoren in der Vergangenheit einen signifikanten Diversifikationsvorteil geboten.

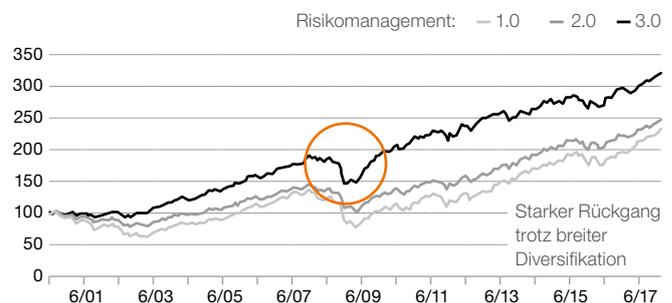
**Ansatzpunkte** – Der in einigen Ländern zu beobachtende Übergang hin zu einer restriktiveren Geldpolitik lässt die Ertragsaussichten von Staatsanleihen nach vorne blickend unattraktiv erscheinen. Daher stellt sich die Frage, ob attraktivere Formen zur Absicherung des Portfolios vorhanden sind.

## 2 | Historische Erträge von globalen Aktien, Gold und US-Treasuries (in USD)



Quellen: eigene Darstellung. Benchmark-Daten von MSCI, Bloomberg Barclays und S&P

## 3 | Rückrechnung der mit unterschiedlichen Risikomanagement-Ansätzen erzielten Erträge



Risikomanagement	1.0	2.0	3.0
Gold	10%	10%	10%
Globale High-Yield-Anleihen			10%
Globale Aktien	90%	60%	12%
Aktien Schwellenländer			12%
Aktien Europa			6%
Staatsanleihen		30%	15%
Euro-Anleihen			18%
Anleihen Schwellenländer			17%

Quellen: eigene Darstellung. Benchmark-Daten von MSCI, S&P, BofA Merrill Lynch, Bloomberg Barclays und JP Morgan

## 4 | Bausteine Risikomanagement 4.0



Quelle: eigene Darstellung

## Risikomanagement 3.0: Diversifikation

Die auf Harry M. Markowitz zurückgehende Portfoliotheorie aus dem Jahr 1952 macht sich zunutze, dass die Marktwertschwankungen einzelner Anlageklassen nicht immer zur gleichen Zeit in derselben Stärke und mit demselben Vorzeichen erfolgen. Durch eine intelligente Kombination verschiedener Anlageklassen ist es dadurch möglich, das Risiko des Portfolios zu senken, ohne Abstriche auf der Ertragsseite hinnehmen zu müssen.

Nach vorne blickend erscheint ein auf Basis der Markowitz-Portfoliotheorie optimiertes Portfolio daher robust gegenüber Kapitalmarktkrisen, da durch den erwarteten Diversifikationseffekt negative Phasen einzelner Anlageklassen durch positive Beiträge aus anderen Anlageklassen ausgeglichen werden sollten.

### Zeitweises Versagen des Diversifikationseffekts

Wie sich im Zuge der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 gezeigt hat (siehe **ABBILDUNG 3**), wurde der positive Diversifikationseffekt bei vielen Anlageklassen überschätzt. Durch die Globalisierung sind die unterschiedlichsten Wirtschaftsräume enger zusammengerückt und stärker miteinander verbunden. Somit konnte sich eine Krise, die anfangs auf den Sektor der Hypothekenkredite mit geringer Bonität beschränkt war, sehr schnell global ausweiten und verschiedenste Bereiche erreichen. Mathematisch ausgedrückt bedeutet dies, dass sich die Korrelation zwischen verschiedenen Anlageklassen in diesem Zeitraum gleichzeitig stark erhöht hat und deshalb der Diversifikationseffekt also genau im entscheidenden Moment versagte.

**Stärken** – Die Erschließung möglichst vieler unterschiedlicher Ertragsquellen für das Anlageportfolio ermöglicht eine attraktive Rendite bei gleichzeitiger Reduzierung des Verlustpotenzials im Fall einer Krise, die nur einzelne Anlageklassen betrifft.

**Schwächen** – Bei einer globalen Finanzkrise, wie wir sie im Jahr 2008 gesehen haben, hat der auf einer statischen Allokation beruhende Diversifikationseffekt zwischenzeitlich versagt.

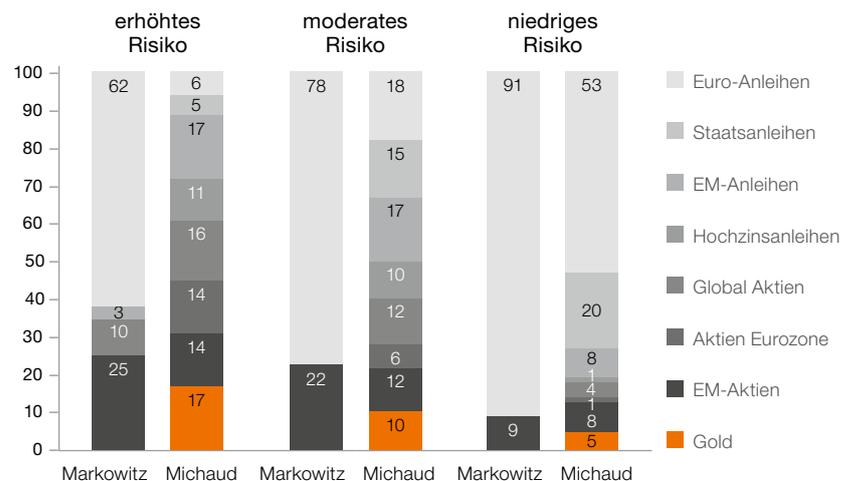
## Risikomanagement 4.0: Robustheit und Agilität

Die Anforderungen an ein Portfolio im heutigen Marktumfeld sind hoch: Erzielung attraktiver Erträge in allen Marktphasen bei geringer Volatilität. Hierfür ist ein ganzheitlicher Risikomanagement-Ansatz erforderlich, der bei der Ableitung der strategischen Asset-Allokation beginnt, eine flexible Portfoliokonstruktion berücksichtigt, dynamische Anpassungen der strategischen Asset-Allokation erlaubt und gleichzeitig vor extremen Marktbewegungen schützt (siehe **ABBILDUNG 4**).

### Robuste Portfoliooptimierung

An der Portfoliotheorie nach Markowitz ist vor allem zu bemängeln, dass die optimierten Portfolios wenig über Anlageklassen diversifiziert sind und dass die als optimal bestimmte Zusammensetzung des Portfolios sehr sensibel auf kleinste Änderungen in den getroffenen Annahmen für Ertrag, Volatilität und Korrelationen der Anlageklassen untereinander reagiert. Um diese Schwachstelle zu adressieren, entwickelte Richard Michaud im Jahr 1998 einen Resampling-Ansatz. Bei diesem Verfahren werden die für die Markowitz-Optimierung notwendigen Annahmen wiederholt simuliert, die Markowitz-Optimierung vielfach mit immer neuen Annahmen durchgeführt und als Ergebnis das Durchschnittsportfolio als optimales Portfolio verwendet. Bezieht man in diesen Ansatz noch mit ein, dass erwartete Erträge einzelner Anlageklassen keiner Normalverteilung folgen, sondern auch extreme Ereignisse mit einer signifikanten Wahrscheinlichkeit eintreten können, dann erhält man ein besser diversifiziertes Portfolio, das robuster gegenüber Schätzfehlern für die Rendite- und Risikoannahmen der Anlageklassen ist (siehe **ABBILDUNG 5**).

5 | Markowitz-Optimierung im Vergleich zur robusten Michaud-Optimierung (in %)



Quelle: eigene Darstellung

Nun lässt sich jedoch auch bei Verwendung einer robusten Portfoliooptimierung berechtigterweise kritisieren, dass auch ein mit diesem Verfahren abgeleitetes Portfolio nicht vor einem Versagen des Diversifikationseffekts geschützt ist. Laufen die Korrelationen zwischen verschiedensten Anlageklassen zusammen (d. h. gegen eins), dann kommt auch ein sehr ausgewogenes und breit gestreutes Portfolio an seine mathematischen Grenzen.

Wirft man jedoch einen genaueren Blick auf die Korrelationen zwischen unterschiedlichen Anlageklassen, so beruhen diese in der Regel auf investierbaren Benchmark-Indizes. Bei der Umsetzung der strategischen Asset-Allokation kann es daher von Vorteil sein, flexible Investmentstrategien in einzelnen Anlageklassen zu berücksichtigen, die sich nicht explizit an einer vorgegebenen Benchmark orientieren und da-

SEHEN, WAS WERT IST.



## Womit kann man heute eigentlich noch diversifizieren?

Liquid Alternatives bieten ein interessantes Diversifikationspotenzial. Die Kombination von alternativen Risikoprämien und Marktineffizienzen ermöglicht positive Erträge in jeder Marktphase: Während Risikoprämien zuverlässige Ertragsquellen in ruhigen Marktphasen sind, eignen sich Marktineffizienzen zur sinnvollen Diversifikation in kritischen Marktphasen. So ergibt sich ein Absolute-Return-Ansatz, der klassische Portfolios optimiert. Mehr dazu unter Telefon (069) 2104-532 und [www.metzler.com/asset-management](http://www.metzler.com/asset-management).

**METZLER**  
Asset Management

durch ein anderes Renditemuster aufweisen. Dies ist Aufgabe einer intelligenten Portfoliokonstruktion.

### Flexible Portfoliokonstruktion

Nachdem die strategische Asset-Allokation die Aufteilung des Portfolios vorgibt, obliegt es der Portfoliokonstruktion, einzelne Anlageklassen möglichst zielgerichtet umzusetzen. Neben der Erschließung attraktiver neuer Ertragsquellen liegt der Fokus insbesondere darauf, Volatilität entweder gezielt in Kauf zu nehmen oder, wo es sinnvoll ist, auch zu reduzieren. Im Kontext des Risikomanagements kann ein wesentliches Augenmerk zudem auch darauf liegen, Anlageklassen so umzusetzen, dass diese möglichst niedrig oder sogar negativ korreliert sind. Klassische Ansätze finden sich hier insbesondere im Bereich der Hedgefonds. Das Niedrigzinsumfeld der letzten Jahre hat jedoch auch im Bereich der Rentenanlagen dazu geführt, dass eine Vielzahl an flexiblen Rentenstrategien auf den Markt gekommen ist, nämlich die sogenannten Absolute-Return-Fixed-Income-Strategien. Darüber hinaus existieren z. B. auch Multi-Asset-Credit-Strategien, die speziell auf Darlehen und Unternehmensanleihen ausgerichtet sind.

Der Ansatz dieser Strategien hat zum Ziel, möglichst gering korrelierte Erträge zu erwirtschaften und durch ein bewusstes Risikomanagement das Verlustpotenzial gezielt zu begrenzen.

### Implementierung

Institutionelle Investoren erhalten zu diesen Strategien Zugang über eine breite Palette an angebotenen Fondslösungen. Auch für VAG-regulierte Anleger werden hierbei Lösungen angeboten, die die besonderen Anforderungen der Anlageverordnung berücksichtigen.

### Dynamische Asset-Allokation

Viele institutionelle Investoren stehen vor der Herausforderung, vorgegebene Ertragsziele sowohl langfristig als auch über kürzere Zeiträume zu erzielen. Speziell über kürzere Zeiträume, z. B. auf Sicht von einem Kalenderjahr, kann eine dynamische Allokationssteuerung dabei helfen, aufgelaufene Gewinne zu sichern und das Verlustpotenzial zu reduzieren.

### Regelgebundene Ansätze oder Market-Timing?

Die generelle Herausforderung einer dynamischen Allokationssteuerung besteht darin, starke Preistrends im Kapitalmarkt richtig vorherzusagen und unter Berücksichtigung von Transaktionskosten sinnvolle Umschichtungen vorzunehmen. Dass dies keine triviale Aufgabe ist, hat die Vergangenheit immer wieder gezeigt, denn auch speziell darauf ausgelegte Macro-Hedgefonds konnten dies bei Weitem nicht immer erfolgreich bewerkstelligen. Anstelle eines reinen Market-Timings sollte daher ein regelgebundener Ansatz gewählt werden, der sich an strategischen Zielen wie z. B. dem Ausfinanzierungsgrad bei Pensionszusagen oder auch an kurzfristigeren Zielen wie der bisher erzielten Jahresperformance orientiert.

**Unregulierte Anleger: Verpflichtungen als Ausgangspunkt**  
Unternehmen, die im Rahmen der betrieblichen Altersversorgung getätigte Direktzusagen über ein CTA (Contractual Trust Arrangement) teilweise ausfinanziert haben, können einen dynamischen, regelgebundenen Ansatz mit Blick auf die Unternehmensbilanz umsetzen. Als Zielgröße eignet sich hier z. B. der Ausfinanzierungsgrad. Steigt dieser durch die Marktpreisentwicklung der Kapitalanlagen, Änderungen des Rechnungszinses oder eine zusätzliche Ausfinanzierung an, dann kann systematisch das Risiko der strategischen Asset-Allokation zurückgefahren werden. Somit kann die Wahrscheinlichkeit reduziert werden, dass der Ausfinanzierungsgrad aufgrund einer negativen Entwicklung an den Kapitalmärkten künftig deutlich zurückgeht.

**Regulierte Anleger: Rechnungszins als Ausgangspunkt**  
Speziell für regulierte Anleger, die aufgrund externer Vorgaben den Fokus auch auf die in einem Geschäftsjahr erzielte Rendite legen müssen, kann ein regelgebundener Ansatz eine wichtige Komponente der Anlagestrategie darstellen.

#### – Szenario 1: Positives Marktumfeld

Laufen die Kapitalanlagen in einem Jahr gut und liegt die erzielte Rendite über der Zielrendite, so kann bewusst Risiko schrittweise reduziert werden. Kombiniert mit einer fundamentalen Einschätzung der Attraktivität einzelner Anlageklassen kann entschieden werden, welche Anlageklassen reduziert werden sollen und in welche Anlageklassen umgeschichtet werden soll.

Man kann nun zu Recht anmerken, dass Investoren bei diesem Ansatz zum Ende eines Geschäftsjahres vor der Frage stehen, ob zum Stichtag nun wieder Risiko aufgebaut werden soll, damit auch im folgenden Geschäftsjahr der Zieldertrag erreicht werden kann. Dies stellt in der Tat eine der größten Herausforderungen für regelgebundene Ansätze dar. Dynamische Anpassungen sollten deshalb stets relativ zur strategischen Asset-Allokation betrachtet werden, damit auch der langfristige Anlageerfolg nicht aus dem Blick verloren wird.

#### – Szenario 2: Negatives Marktumfeld

Betrachtet man den entgegengesetzten Fall, dass die Kapitalanlagen negativ in ein Geschäftsjahr starten, so steht man vor einem spieltheoretischen Problem: Risiko reduzieren, um weitere Verluste zu begrenzen, oder Risiko beibehalten, um an einer möglichen Aufwärtsbewegung zu partizipieren? Diese Entscheidung ist stets eng verknüpft mit der Risikotoleranz eines Anlegers. Regelgebundene Ansätze können jedoch auch in dieser Situation eine wichtige Entscheidungsstütze sein, um typische Verhaltensmuster zu durchbrechen. Bei einem regelgebundenen Ansatz, der nach einem Marktrückgang einzelne Anlageklassen wieder auf das strategische Gewicht zurückführt, kann durch dieses antizyklische Verhalten langfristig ein Mehrwert erzielt werden. Als erfolgreiche Beispiele lassen sich die Ereignisse des letzten Jahres wie das UK-Referendum oder die US-Präsidentenwahl nennen. Diese waren gekennzeichnet von einer kurzen Marktkorrektur, gefolgt von ei-

ner schnellen Markterholung. Bei diesen V-Bewegungen war es daher vorteilhaft, in ertragsstarken Anlageklassen investiert zu bleiben und damit an dem auf die Ereignisse folgenden Aufschwung zu partizipieren.

Das Problem an V-Bewegungen ist jedoch, dass man diese erst im Nachhinein erkennt. Führt man im Rahmen eines regelgebundenen Ansatzes z. B. die Aktienallokation wieder auf das strategische Gewicht zurück und kommt es dann in der Folge zu weiteren Rückgängen, so verstärkt dieser Ansatz die negativen Auswirkungen auf das Portfolio. Um auch für solch ein Szenario gewappnet zu sein, bietet sich der vierte Baustein des Risikomanagements 4.0 an, ein explizites Tail-Risk-Hedging.

Der in **ABBILDUNG 6** dargestellte Backtest veranschaulicht die grundlegenden Eigenschaften, die von einem auf diesem Prinzip basierenden regelgebundenen Ansatz zu erwarten sind.

**Vorteile** – Die schrittweise Reduzierung des Risikos bewirkt eine Reduzierung des Verlustpotenzials, wie sich insbesondere im Jahr 2008 oder auch 2015 gezeigt hat.

**Ansatzpunkte** – In einem kontinuierlich steigenden Marktumfeld gibt man etwas an Ertrag auf, wie sich anhand der Jahre 2003 bis 2007 erkennen lässt. Um auch für extreme Marktkorrekturen gerüstet zu sein, bietet sich ein explizites Tail-Risk-Hedging an.

### Tail-Risk-Hedging

Obwohl die meisten institutionellen Investoren ihre Portfolios in den letzten Jahren immer besser diversifiziert haben, sind Aktien auch weiterhin oftmals der dominierende Risikotreiber der Allokation. Die grundlegende Form einer derivativen Absicherungsstrategie ist der Erwerb einer Put-Option. Da eine Put-Option nichts anderes als eine Versicherung gegen Verluste

jenseits des Basispreises darstellt, wird eine Versicherungsprämie in Form der Optionsprämie fällig. Dass dies bei einem hohen Absicherungslevel relativ teuer werden kann, verdeutlichen Optionsprämien auf den MSCI World Index. Wollte man sich z. B. gegen Ende September 2017 über einen Zeitraum von 3 Jahren gegen einen Verlust größer als 10 % absichern, so betrug die dafür fällige Optionsprämie ca. 7 %, also ca. 2 % p. a.

### Put-Spread-Strategie

Im historischen Vergleich ist dies noch verhältnismäßig günstig, jedoch lässt sich die Optionsprämie durch die Wahl einer Put-Spread-Strategie senken. Hierfür muss man jedoch bereit sein, an größeren Verlusten wieder zu partizipieren: Man bekommt also nur eine Absicherung in einem vorgegebenen Korridor. Bei einer 70/90 Put-Spread-Strategie ist man vor Verlusten zwischen -10 % und -30 % geschützt, größere Verluste wirken sich jedoch in abgeschwächter Form auf das Portfolio aus. Dies folgt aus einem Verkauf einer Put-Option mit einem Strike-Preis von 70%. Im Gegenzug lässt sich die Optionsprämie im genannten Beispiel auf ca. 4% senken. Damit halbieren sich die Kosten auf ca. 1% p. a.

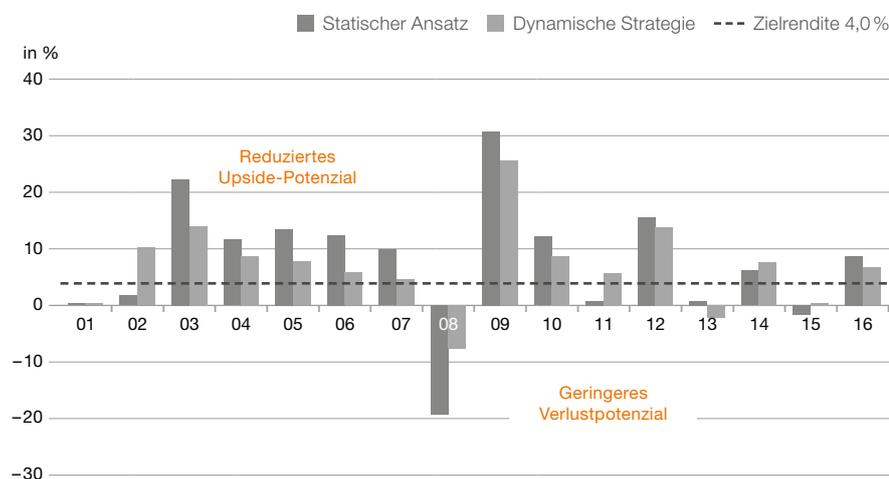
### Statische Put-Spread-Collar-Strategie

Ist man als Investor bereit, zusätzlich auch das Upside-Potenzial zu beschränken, dann lassen sich mittels einer Put-Spread-Collar-Strategie (siehe **ABBILDUNG 7**, Kombination einer Put-Spread-Strategie mit einem zusätzlichen Verkauf einer Call-Option) die Kosten noch weiter senken. Bei der Bereitschaft, lediglich bis zu einer Rendite von +15 % über 3 Jahre (d. h. +4,8 % p. a.) am Aktienmarkt zu partizipieren, lässt sich die Optionsprämie für 3 Jahre auf ca. 0,5 % p. a. reduzieren. Verluste sind hier wiederum für den Korridor ab -10 % und bis -30 % abgesichert.

### Systematische Optionsstrategien

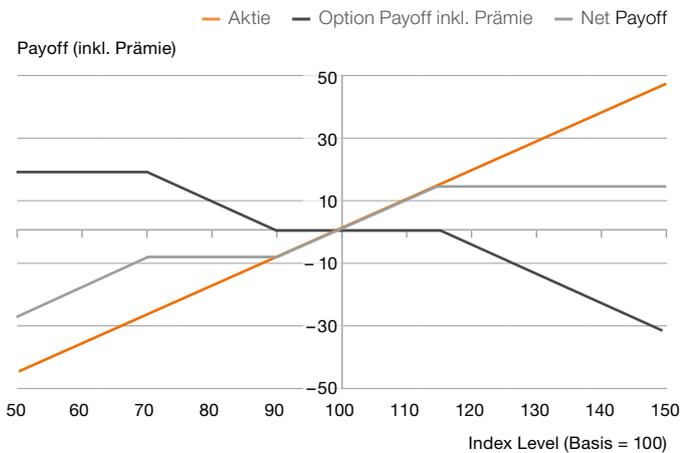
Eine Put-Spread-Collar-Strategie ist natürlich nichts Neues und wird seit vielen Jahren in unterschiedlichen Ausprägungen eingesetzt, historisch jedoch meist in Form einer statischen Strategie. Der Grund für die weite Verbreitung statischer Strategien liegt sicherlich in der Einfachheit der Struktur, da hier die notwendigen Put- und Call-Optionen einmalig für den gewünschten Zeitraum ge- bzw. verkauft und dann bis zur Fälligkeit gehalten werden. Neuere Ansätze folgen hingegen einem systematischen Ansatz, bei dem die Optionen mit sich überschneidenden Fälligkeiten gezeichnet werden. Dies ermöglicht ein Rollieren der Strategie, wenn z. B. jeden Monat Put-Optionen mit einer Laufzeit von einem Jahr erworben werden, die dann jeweils ein Zwölftel des Aktien-Exposures absichern. Dies ermöglicht ein systematisches, schrittweises Anpassen der Absicherungslevels an das sich verändernde Marktniveau.

## 6 | Historische Erträge der dynamischen, regelgebundenen Strategie im Vergleich zu einem statischen Ansatz



Quellen: eigene Darstellung, Benchmark-Daten von MSCI, S&P, BofA Merrill Lynch, Bloomberg Barclays und JP Morgan

## 7 | Auszahlungsprofil: Put-Spread-Collar-Strategie



Quelle: eigene Darstellung

Werden gleichzeitig noch Call-Optionen mit einer Laufzeit von ebenfalls einem Monat verkauft, kann auch das Upside-Potenzial stetig und in Abhängigkeit vom Marktumfeld angepasst werden. Durch die fortwährende Anpassung der Call-Optionen ist es zudem möglich, den Basispreis näher an das tatsächliche Marktniveau zu setzen und damit eine höhere Optionsprämie zu vereinnahmen. Ein zusätzlicher Verkauf einer Put-Option, wie dies im Rahmen der Put-Spread-Collar-Strategie vorgenommen wird, ist damit nicht notwendig. Das Verlustrisiko wird damit konsequent beschränkt.

### Implementierung

Investoren stehen unterschiedliche Implementierungsmöglichkeiten zur Verfügung. Bei vorhandenen internen Ressourcen und Expertise kann eine systematische Optionsstrategie definiert und über vorhandene Strukturen umgesetzt werden. Bei fehlenden internen Ressourcen oder auch komplexeren Strategien bietet es sich jedoch an, dies über externe Dienstleister umzusetzen. Diese können z. B. durch die Verwaltung eines eigenen Spezialfonds-Segments mit der Umsetzung betraut werden.

**Vorteile** – Dass systematische Strategien auch langfristig einen Mehrwert liefern können, zeigt sich anhand des in **ABBILDUNG 8** dargestellten Backtests. Am Beispiel des S&P

## 8 | Historischer Vergleich: systematische Optionsstrategie zu statischer Put-Spread-Collar-Strategie



Quellen: eigene Darstellung. Benchmark-Daten auf Basis des S&P 500

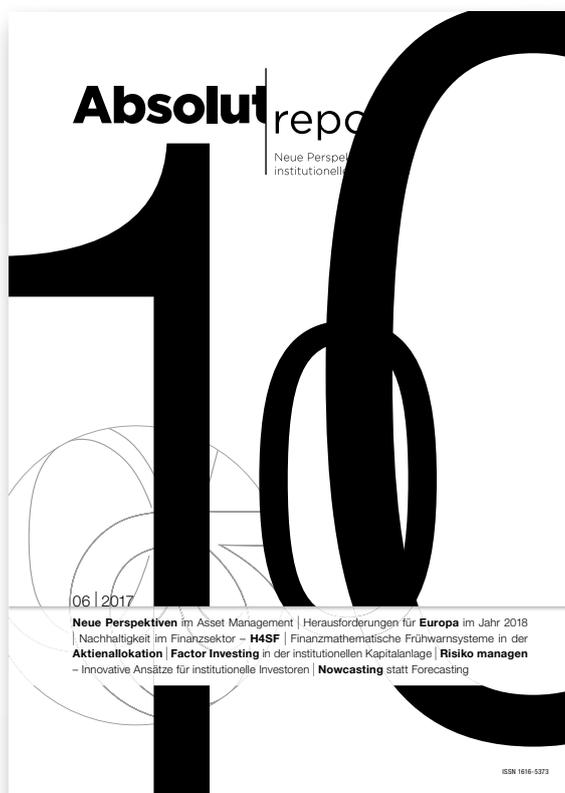
500 zeigt sich, dass eine systematische Strategie das Verlustpotenzial deutlich reduzieren kann und gleichzeitig durch ein stetiges Anpassen der Call-Optionen in Aufwärtsmärkten positive Ergebnisse liefern kann.

**Zu beachten** – Es zeigt sich jedoch auch hier, dass Absicherungsstrategien in einem stetig ansteigenden Marktumfeld auf Kosten der Rendite gehen. Systematische Strategien erfordern aufgrund der gegebenen Komplexität zudem Ressourcen und Expertise für die Umsetzung.

### Fazit

Ein erfolgreiches Risikomanagement sollte sich stets an den strategischen Zielen eines institutionellen Anlegers ausrichten und dabei sowohl kurzfristige Vorgaben als auch die vorhandenen internen und externen Ressourcen berücksichtigen. Durch die Kombination unterschiedlicher Bausteine wie der robusten Portfoliokonstruktion, der Umsetzung der Strategie durch flexible Investmentansätze, einer dynamischen Allokationskomponente oder einer expliziten Absicherung vor Extremszenarien lassen sich die Herausforderungen des aktuellen Marktumfelds adressieren und der Grundstein für einen nachhaltigen Erfolg legen.

## inhalt 06/2017



### kommentare

**DR. WOLFRAM GERDES** Kirchliche Zusatzversorgungskasse Rheinland-Westfalen  
**DR. JOCHEN KLEEBERG** alpha portfolio advisors GmbH, Kronberg im Taunus

### artikel

**Neue Perspektiven im Asset Management – Märkte im Wandel**  
**MICHAEL BUSACK** Absolut Research GmbH

**Nachhaltigkeit im Finanzsektor – Hub for Sustainable Finance**  
**PROF. DR. ALEXANDER BASSEN** Universität Hamburg  
**YVONNE ZWICK** Rat für Nachhaltige Entwicklung

**Herausforderungen für Europa im Jahr 2018**  
**DR. HEINZ-WERNER RAPP** FERI Cognitive Finance Institute

**Finanzmathematische Frühwarnsysteme in der Aktienallokation**  
**DR. OLIVER SCHLICK, MARKUS WAHL, PROF. DR. RUDI ZAGST**  
Technische Universität München

**Nowcasting statt Forecasting –  
ein Plädoyer für systematische Entscheidungsfindung**  
**ALEXANDER INEICHEN** IR&M

**Factor Investing:  
Implementierung in der institutionellen Kapitalanlage**  
**DR. HUBERT DICHTL, ULF SCHAD** dichtl research & consulting GmbH  
**PROF. DR. WOLFGANG DROBETZ** Universität Hamburg

**Risiko managen –  
Innovative Ansätze für institutionelle Investoren**  
**HERWIG KINZLER, CÄCILIA LUGAUER, MICHAEL SAULER** Mercer

### drei fragen an

**DAVID F. SWENSEN** Chief Investment Officer Yale University

Ja, ich möchte den Absolutreport 06/2017  
als **kostenloses** Printexemplar anfordern.

Bitte ausfüllen, scannen und senden an:  
info@absolut-research.de

Oder online ausfüllen:  
www.absolut-report.de/anf100



Absolut Research GmbH  
Große Elbstraße 277a, 22767 Hamburg

Vorname/Nachname

Bereich/Funktion

Unternehmen

Straße/Nr.

PLZ/Ort

Tel./Fax

E-Mail

Besuchte Veranstaltung