

Das systematische Management diversifizierter Chancen und Risiken

Möglichkeiten am Beispiel europäischer und globaler Aktienportfolios



Martin Weinrauter
Geschäftsführer der
Grohmann & Weinrauter
VermögensManagement GmbH

Natürlich fließt das Management von Risiken mittlerweile in die Arbeit fast aller professionellen Verwalter privater und institutioneller Vermögen mehr oder weniger ein und es gibt eine Vielzahl von fundamentalen und markttechnischen Möglichkeiten, auf deren Grundlage die entsprechenden strategischen und auch taktischen Anlageentscheidungen getroffen werden. In den meisten Fällen erfolgt die Umsetzung des aktiven und dynamischen Managements von Risiken im Anschluss an die Entscheidungsfindungsprozesse durch ein Overlay-Management des gesamten Portfolios. Longpositionen in Aktien stehen temporär Shortpositionen von Futures oder vergleichbare Optionsstrategien gegenüber.

G&W hat sich mehr als 20 Jahre lang ebenfalls auf diesen Wegen bewegt und hat dabei u. a. 1991 als Trendsetter den ersten vermögensverwaltenden Fonds mit aktivem Risikomanagement in Deutschland etabliert. Viel Zeit ist seither vergangen, Zeit, in der tagtäglich die Erfahrung gemacht wurde, wie Risikomanagement sich in guten und schlechten Zeiten anfühlt. Gute Zeiten für Risikomanager entsprechen den schlechten Zeiten an den Börsen, und G&W wurde in diesen Jahren mit bisher neun Awards für herausragende Ergebnisse ausgezeichnet. Der Impuls, sich aus dieser

gewohnten Zone herauszubewegen, wurde zufällig gesetzt. Ein Austausch mit IT-Spezialisten und Physikern im privaten Umfeld löste ein Projekt aus, das wir heute in der Firmengeschichte als „Quantensprung“ bezeichnen. Das Wort wurde ursprünglich in der Physik verwendet. Dort kam es ein wenig aus der Mode, hat dafür aber im allgemeinen Sprachgebrauch eine Bedeutung erlangt, die als eine disruptive Veränderung verstanden wird, und so passte es gut zu der Situation, in der wir als Quants an den Börsen (mathematisch geprägte Steuerung von Kapitalmarktentscheidungen) über unseren Schatten gesprungen sind, als wir das bis dahin auch für uns als unumstößliche Wahrheit angesehene Overlay-Management als Handwerkszeug eines Risikomanagers hinter uns gelassen haben und vom Portfolio als der Summe des Ganzen zur eigentlichen Quelle der Chancen und Risiken im Gesamtportfolio gegangen sind.

Letztendlich haben wir nichts Neues erfunden. Das, was sich uns als die Lösung der üblichen Problemzone eines prozyklischen (trendfolgenden) Risikomanagers präsentierte, ist in letzter Konsequenz nichts anders als der allseits bekannten Diversifikationseffekt und die Erkenntnis, dass auf dieser Ebene eine Lösung liegt, mit der wir die systemimmanenten

*Chancen-
management
als Turbolader*

Konsequenzen jedes Risikomanagements künftig erträglicher als bisher gestalten können. Ausgangslage des Suchens und Findens war eine der beiden Fragen an unsere vor fünf Jahren gegründete Forschungseinheit Absolute Investments Research Center (AIRC): Wie können wir es schaffen, in langfristigen Aufwärtsbewegungen der Börsen unterwegs nicht so viel Performance zu verlieren, dass der Nutzen, den das Risikomanagement in den extremen Phasen der Märkte unstrittig erzielt, im Laufe der Jahre, in denen es eigentlich keines Risikomanagements bedurft hätte, sich nicht in Luft auflöst? Dieses Phänomen entsteht zwangsläufig, denn das Risiko einer Kapitalanlage kann nur dann reduziert werden, wenn man sie nicht mehr hat. Man muss sie verkaufen oder durch ein Gegengeschäft sichern (Hedging). Doch genau in dem Moment, in dem man nicht mehr im Risiko weiter fallender Kurse steckt, hat man sich im Risiko steigender Kurse verfangen. Denn wenn man verkauft hat, um dem Verlustrisiko im fallenden Markt zu entgehen, ist man unweigerlich dem Risiko ausgesetzt, an steigenden Kursen nicht partizipieren zu können. Das klingt banal, macht aber das gesamte Problem des aktiven Risikomanagements aus. Reagiert man nicht und lässt alle Kursveränderungen des Marktes passiv über sich er-

gehen, dann verursacht man keine Handelskosten und trifft auch keine Fehlentscheidungen. Nichts zu tun ist die sicherste Möglichkeit, nichts Falsches zu tun.

In dem Moment, in dem man mit dem Ziel aktiv wird, das Risiko großer Marktabwärtsbewegungen zu reduzieren, wird man immer wieder neu auch mit dem Risiko konfrontiert, dann verkauft zu haben, wenn Kurse steigen. Es ist jederzeit möglich und daher wird es auch immer wieder geschehen, und die einzige Auflösung dieses Problems kann nur ein erneuter Kauf sein. Die Fortsetzung der Geschichte muss nicht ausführlich erzählt werden, denn auch Aktien, die gekauft wurden, müssen nach dem Kauf nicht weiter steigen, sondern können fallen. Es ist ein klassisches Dilemma. Die von unserem Fondsmanagement-Team an unsere Forschungseinheit AIRC gestellte Frage nach der Unterperformance in lange andauernden Aufwärtstrends der Märkte betraf also zunächst das Grundproblem des aktiven Risikomanagements auf dem ersten Level des Settings. Die gesteigerte Form dieses Grundproblems sind trendlose Phasen der Börsenkurse, in denen sich jeder Positionierung durch Kauf oder Verkauf nahezu unverzüglich gegen den Disponenten richtet. Die Antwort auf die Frage nach einer Lösung für die Unterperformance in langfristigen Aufwärtstrends ist letztendlich einfach: Wenn wir in ein Portfolio investieren, das stärker steigt als der Markt, dann sollte dieses Portfolio in der Lage sein, die vielen kleinen Hedgeverluste des Risikomanagements im steigenden Markt auszugleichen. Mit dem Ergebnis aus höheren Kursgewinnen vermindert um anteilige Sicherungsverluste sollte das Portfolio per saldo mit dem Markt steigen können.

Überträgt man diesen Lösungsansatz auf ein Bild aus der Motorentechnik, dann wird das Portfolio – durch das höhere Grundrisiko dieses dynamischen Portfolios im Zusammenspiel zwischen dem Turbolader des Chancenmanagements und den Bremsen und dem Getriebe des Risikomanagements – in ein neues und leistungsstärkeres Gleichgewicht

gebracht. Die primäre Eigenschaft dieses Portfolios ist eine relativ höhere Dynamik in Aufwärtsbewegungen als zuvor. In der Fachsprache der Börsenmathematik wird dies als ein hohes Beta der Aktien und des Portfolios bezeichnet. Die beiden wichtigsten Konsequenzen aus der Investition in ein dynamisches Kernportfolio sind ein deutlich erhöhter Portfolioumsatz durch den regelmäßigen Austausch der Einzelwerte und nachgelagert die Notwendigkeit des Verzichts auf den kosteneffizienten Einsatz von Futures-Kontrakten zur exakten Steuerung der Investitionsquote des Portfolios. Während der Kostennachteil durch die notwendig hohe Handelsfrequenz bleibt, hat die Notwendigkeit des Verzichts auf die Möglichkeit des Futures-Overlays die letztendlich entscheidende Tür zu dem Faktor geöffnet, den wir neben der Verknüpfung von Chancen- und Risikomanagement als die zweite entscheidende Erkenntnis unseres Quantensprung-Projekts ansehen.

Die Konsequenz aus dem Futures-Verzicht ist die Notwendigkeit, die Investitionsquote des Portfolios durch den Kauf und Verkauf der Aktien selbst steuern zu müssen. Zunächst als reiner Kostennachteil angesehen, ergab sich daraus unverhofft die Möglichkeit, das Risikomanagement von der Portfoliobetrachtung – und damit der Summe des Ganzen – auf jede einzelne Aktie selbst zu verlagern. Das systemimmanente und unumgängliche Grundproblem im prozyklischen Risikomanagement ist die Unterperformance in langfristigen Aufwärtstrends. Das größere Problem aber sind Seitwärtsbewegungen, also Phasen, in denen es keinen Trend gibt. Diesen Zeiten folgt für prozyklische Risikomanager der nachhaltigste Performancenachteil. Wenn aber die Signalgebung auf der Ebene jeder einzelnen Aktie liegt, dann verliert dieses Risiko maßgeblich an Bedeutung, denn es ist ausgesprochen unwahrscheinlich, dass sich alle Aktien zeitlich in einer Seitwärtsbewegung wiederfinden. Die Berechnung der jeweils zugestandenen Risikobudgets für die einzelnen Aktien lässt sich jetzt durch einen Vergleich mit einem risikolosen Investment ermitteln.

Es ist unwahrscheinlich, dass sich alle Aktien zeitlich in einer Seitwärtsbewegung wiederfinden

Fazit: Der entscheidende Schritt für die Abstimmung der Chancen und Risiken auf die Erwartungshaltung jedes einzelnen Kunden ergibt sich aus drei Perspektiven, die G&W für seine Kunden im Management von Aktienstrategien einnehmen kann. Wir können Aktienportfolios mit einem reinen Risikomanagement steuern, mit einer Kombination aus Chancen- und Risikomanagement oder auf Wunsch auch mit der reinen Performance-Engine ohne das Getriebe und die Bremsen des Risikomanagements, wobei unsere Kunden sich häufig nicht für eine einzelne Vorgehensweise entscheiden, sondern je nach individueller Risikoneigung und Ertragsersparnis eine Aufteilung ihres liquiden Vermögens auf mehrere Unterdepots und Anlagestrategien vornehmen. Der große Vorteil einer Aufhebung der klassisch-abstrakten vertikalen Allokationsgrenze zwischen Aktien und Anleihen ist ein sehr konkretes Verständnis von privaten Vermögensverwaltungskunden für die Chancen und Risiken ihrer Kapitalanlagen durch die dynamisch-horizontale Steuerung der Pegel aus Aktien und Anleihen mit drei diversifizierten Managementstilen unter Chancen- und Risikogesichtspunkten in unterschiedlichen Portfolios. Ein Bild, das die Effekte recht anschaulich beschreibt, ist eine Autobahn mit drei Spuren. Die Fahrt auf der rechten Spur entspricht dem Einsatz eines reinen Risikomanagements. Die durchschnittliche Anleihenquote dieser Portfolios wird relativ hoch und die Drawdowns werden relativ niedrig sein. Die Konsequenz einer Fahrt auf der linken Spur ist offensichtlich. Ein reines Chancenmanagement wird langfristig den höchsten Ertrag erbringen und wir müssen aufgrund der uns vorliegenden Erfahrungswerte davon ausgehen, dass ein Chancenmanagement über dynamische Kernportfolios in der Lage ist, langfristig den Ertrag des zugrunde liegenden Gesamtmarktuniversums zu übertreffen. Der Preis dafür werden Drawdowns sein, die denen der Märkte selbst entsprechen. Der sinnvolle Kompromiss scheint grundsätzlich die Kombination von Chancen- und Risikomanagement zu sein und eine Fahrt auf der mittleren Spur.