

as gegenwärtige Zinsumfeld stellt insbesondere institutionelle Anleger vor eine Reihe von Herausforderungen, und das nicht nur in Bezug auf Ertragsperspektiven, sondern auch auf Portfolio-Risiken. Volatilität und Value at Risk geben leider keine Auskunft darüber, dass der "Diversifikationsnutzen" von Renten durch das niedrige Zinsniveau extrem zurückgegangen ist. In vergangenen Schwächephasen des Aktienmarkts sind die zehnjährigen Zinsen teilweise um mehr als 100 Basispunkte gefallen. Das hatte zweistellige Bond-Returns zur Folge und konnte somit den Rückgang der Aktien oft gut kompensieren. Der durchschnittliche Drawdown eines 70:30-Balanced-Portfolios (Deutschland) lag über diese Phasen bei lediglich vier Prozent. Hätten wir in Deutschland in dieser Zeit bereits "japanische Verhältnisse" am Rentenmarkt gehabt, läge der Drawdown bei nahezu acht

Prozent. Die Empfehlung vieler Berater lautet daher im Moment "mehr Aktien" und das Hauptargument dafür: "Dividenden sind der neue Zins."

Liquide Alternativen. Für bilanzierende und risikobudgetierende Investoren geht das Argument vollkommen in die falsche Richtung. Aus dem Blickwinkel von Risiko und Diversifikation wäre das Gegenteil angebracht – also "Aktien reduzieren". Wohin aber mit der freien Liquidität? Die Entwicklung der empirischen Kapitalmarktforschung, bessere Daten, erweiterte Möglichkeiten an den Derivatemärkten, verbesserte Risikomodelle sowie fallende Handelskosten haben in den letzten Jahren den Zugang zu Investments eröffnet, die bisher nur wenigen Großinvestoren oder Hedge-Fonds zugänglich waren. In den USA boomen Investments in "Liquid Alternative Risk Premia" bereits. In Europa

steckt dieser Ansatz noch in den Kinderschuhen. Google liefert beispielsweise 72 Millionen für "liquid alternatives" und für "ETF" 48 Millionen Treffer.

Was verbirgt sich dahinter? In den Anfängen der "modernen" Portfolio-Theorie gingen Sharpe und andere davon aus, dass die Preise von Assets, z.B. einzelnen Aktien, im Wesentlichen durch den Markt (Beta oder systematisches Risiko) und von unternehmensspezifischen Einflüssen (Alpha oder spezifisches Risiko) bestimmt werden. Im weiteren Verlauf erkannten zunächst Roll und Ross, später dann Fama, French und Carhardt, dass es noch weitere "systematische" Faktoren gibt, etwa Value, Size oder Momentum. Seit dieser Zeit wurden weitere Effekte nicht nur bei Aktien, sondern auch in anderen Asset-Klassen empirisch belegt.

Wie kommen die Prämien zu Stande? Das "economic rational" jeder Risikoprämie sollte für Investoren der Ausgangspunkt der Überlegung sein. Im Wesentlichen lassen sich alle Prämien aus drei Hauptkategorien ableiten. 1. Fundamental (oder "risk-based"), dazu gehören unter anderem Distress- oder Default-Prämien. 2. Behavioristisch, dazu gehören vor allem Momentum-Prämien. 3. Institutionell, diese Prämien ergeben sich zum Beispiel daraus, dass Investmentbanken ihre Volatilitäts- und Dividenden-Exposures aus strukturierten Produkten absichern.

Das führt dazu, dass es zwischen impliziter und realisierter Volatilität ausbeutbare Unterschiede gibt oder dass Dividenden-Futures über die längere Frist "zu billig" sind. Idealerweise sollten die Prämien akademisch und finanzwirtschaftlich erklärbar und anerkannt sein. Umstritten ist jedoch, wie nachhaltig diese Prämien

Riskante Staatsanleihen

Nach der Anleihen-Hausse der vergangenen Jahrzehnte haben vermutlich viele Anleger vergessen, dass selbst Investments in T-Bonds zu hohen Verlusten führen können. In den drei Jahrzehnten bis Anfang der 80er-Jahre litten langlaufende US-Staatsanleihen unter lang anhaltenden Verlustphasen. Auch in der Weltwirtschaftskrise kam es zu hohen Drawdowns.



Zunehmend beliebt

Low-Volatility- und Value-Strategien sind die beliebtesten Ansätze institutioneller Investoren, wenn es um alternative Risikoprämien geht. Das zeigt eine Umfrage des französischen Forschungszentrums Edhec unter professionellen Anlegern in Europa und den Vereinigten Staaten aus dem Jahr 2015. Immer mehr Profis wollen solche Strategien künftig nutzen.

Investitionsabsichten bei Strategien in Prozent der Befragten



sind. Da es sich um Preisfaktoren für Assets handelt, kann das insgesamt nur in Frage stehen, wenn keine Assets mehr gehandelt werden (z.B. bei Halte-Verbot, Enteignung oder Börsenschließung) und damit auch kein Risiko mehr vorhanden ist. Andererseits kann es sehr wohl sein, dass einzelne Prämien auch über Jahre hinweg keine positiven Returns oder gar Verluste liefern. Das war z.B. in der Dotcom-Zeit bei Low-Risk-Aktien der Fall (50 Prozent Kapitalverlust bei marktneutraler Implementierung) oder in den letzten Jahren bei verschiedenen Carry-Prämien am Bond-Markt. Bei traditionellen Risikoprämien ist das aber auch möglich. Die Risikoprämien für japanische Aktien sind seit mehr als 25 Jahren negativ. Wahrscheinlich weiß auch kaum ein Investor heute noch, dass eine Investition in zehnjährige US-Government-Anleihen von 1945 bis Ende der 80er-Jahre ebenfalls real im Drawdown war.

Die Risiken. Um diese Prämien (direkt) zu extrahieren, benötigen Investoren drei Dinge, die für viele Anleger zu den "Vier Reitern der Apokalypse" gehören: Derivate, Short-Positionen und Leverage. Die Abneigung gegenüber diesen Investmentvehikeln ist wohl auch ein Grund, warum die Prämien eben nicht ausgepreist werden. Alternativ bieten Investmentbanken oftmals fertige Strategien dafür an. Mit Long-Only-Investments in Anleihen und Aktien werden die Ertragspotenziale der klassischen Risikoprämien gehoben. Alternative Prämien lassen sich fast ausschließlich durch marktneutrale Positionierung (Assets long/Future short) oder Long-/ Short-Positionierung (Assets long und short) erschließen. Dadurch wird das systematische Risiko (Marktbeta) fast vollständig eliminiert und die Prämie extrahiert. So entstehen zu traditionellen Investments weitestgehend unkorrelierte Auszahlungsprofile, die im Portfolio-Kontext sehr gut diversifizieren, sich im Fall eines Drawdown relativ schnell erholen und liquide sind. Dadurch qualifizieren sie sich möglicherweise eher für ein Label "Absolute Return" als Wertsicherungskonzepte.

Risiken ergeben sich vor allem aus den asymmetrischen Auszahlungsprofilen, den bekannten Tail-Risiken, die als "Vierter Reiter der Apokalypse" ein Wesensmerkmal dieser Prämien sind. Damit stellen sich besondere Anforderungen an das Risikomanagement. Bei augenscheinlich gleicher Volatilität können die Tail-Risiken einzelner Prämien in unterschiedlichen Asset-Klassen sehr weit voneinander abweichen – klassische Risikokennzahlen wie Volatilität, Value at Risk oder auch Conditional Value at Risk sind daher kaum geeignet, diese Risiken transparent zu machen. Im Moment gibt es nur wenige Systeme, die auch diesem Anspruch gewachsen sind. Investoren sollten aber gerade diese Komponente vor einem Einstieg herausarbeiten.

Ein weiteres Risiko stellt die Komplexität vieler vorgefertigter Einzelstrategien der Investmentbanken dar. Eine "reine" Risikoprämienstrategie sollte keine Volatilitätsfilter, Stop-Loss-Begrenzungen oder ähnliche Komponenten enthalten. Viele dieser Strategien wurden mit dem Wissen der Finanzkrise entwickelt, enthalten einen erheblichen "Look-ahead-Bias" und werden sich mit hoher Wahrscheinlichkeit in der Zukunft anders entwickeln als vermutet. Genau das sollte man aber als Investor vermeiden. Hinzu kommt, dass die Strategien oft in dem Moment im "Risk-off-Modus" sind, wenn sie für Investoren attraktiv werden.

Im Aktienbereich werden viele dieser Risiko- oder Faktorprämien von verschiedenen Indexanbietern unter dem Label "Smart Beta" angeboten. Aber auch hier gilt, dass es zwischen den einzelnen Konzepten z.T. erhebliche Unterschiede gibt. Für einen Endinvestor macht es kaum einen Unterschied, von welchem Anbieter er seinen Dax-ETF kauft – weder vom Ertrag noch vom Risiko her. Bei Faktor-Indizes wird das anders sein. Je nach Konstruktion werden sich die Ergebnisse von Indizes (betabereinigt) auf den gleichen Faktor-Tilt (z.B. Value) nicht nur im Niveau, sondern auch im Vorzeichen erheblich unterscheiden. Qualitativ hochwertige Faktor-Indizes begrenzen die systematischen Risiken außerhalb des angestrebten Faktor-Tilt auf ein Mindestmaß. Alternativ dazu bieten sich von Spezialisten gemanagte Portfolios oder Fonds an. Der Markt dafür ist relativ jung, und in den letzten 15 Monaten sind einige lanciert worden. Das Gesamtvolumen im UCITS-Bereich beträgt aktuell ca. 1,5 Milliarden Euro. Man kann aber davon ausgehen, dass in den nächsten Monaten weitere Produkte auf den Markt kommen.

Schlussfolgerung. Ein großer Anteil der alternativen Risikoprämien ist "simple" im Design. Ein Mehr an "sophistication" ist auf der Einzelstrategieebene nur dort notwendig, wo viele Einzel-Assets zum Ausbeuten der Prämie benötigt werden, z. B. bei Aktien-Faktor-Prämien oder Optionen mit Delta Hedges. Alternative Risikoprämien sind eine der wenigen Möglichkeiten, im liquiden Bereich noch Erträge zu erzielen. Auf Grund ihrer spezifischen Eigenschaften (kleinere Drawdowns, schnelleres Recovery, weitestgehend unkorreliert) sind sie ein idealer "Bond-Ersatz". Große Pensionsfonds in Nordeuropa sind bereits vor einigen Jahren dazu übergegangen, erhebliche Teile ihrer Allokation in diese Richtung zu verschieben.

ULF FÜLLGRAF __ uf@alpha-centauri.com __

Moderne Alternative

Der Vergleich von traditionellen und alternativen Risikoprämien zeigt, dass die alternativen Prämien bei gleicher Volatilität unter erheblich weniger Drawdowns leiden als die traditionellen Prämien. Gleichzeitig gelingt dadurch die Erholung nach einem Einbruch schneller. Auch deshalb bieten sich alternative Risikoprämien als Ersatz für Anleihen an.



Der Autor

Ulf Füllgraf ist Geschäftsführer und CIO bei der Hamburger Investment-Boutique Alpha Centauri. Er war davor als Head of Portfolio-Management bei der SUVA (einer der größten institutionellen Investoren in der Schweiz). Zuvor hat er bei Deka Investment Multi-Asset- und Absolute-Return-Produkte entwickelt und die Investmentstrategie verantwortet. Alpha Centauri ist spezialisiert auf liquide alternative Risikoprämien, Aktien-Faktorprämien und Risikomanagement.



ULF FÜLLGRAFGeschäftsführer
und CIO von
Alpha Centauri