



## Anspruch und Wirklichkeit

*Thomas Böckelmann, Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH*

Die mehrjährige Niedrigzinsphase setzt insbesondere sicherheitsorientierten Anlegern zu. Nahezu wehrlos und ausgeliefert scheinen sich einige defensive Investoren zu fühlen, liest man deren Stellungnahmen zur aktuellen Situation. Dabei ist diese nicht neu, wenn man die Realverzinsung, also die durchschnittliche Verzinsung abzüglich der Inflation, betrachtet. Seit den 70er Jahren ist diese in Deutschland für kurze Laufzeiten immer wieder und auch für lange Zeiträume negativ. Insofern eignen sich kurzlaufende Zinsanlagen bereits seit Jahrzehnten nicht für den realen Vermögenserhalt, auch wenn dieser bislang nominal gewährleistet schien. Aber selbst die niedrige durchschnittliche Inflationsrate von 2%, die von allen internationalen Notenbanken als heilsbringend und notwendig erachtet wird, bedeutet immerhin eine Preisverdopplung innerhalb von 30 Jahren. Insbesondere bei langlaufenden Altersvorsorgeverträgen oder langfristig ausgerichteten Stiftungsaktivitäten halbiert sich damit automatisch die Kaufkraft des Vermögens. Dies schließt auch werterhaltende Konzepte und Garantien ein.

Die Wirklichkeit bedarf dringend der Anpassung und dabei ist der uns Deut-

schon liebe Minimax-Ansatz der falsche. Wer nur ein minimales Risiko eingehen kann oder will, darf keine maximale Rendite erwarten. Dies klingt wie eine Binsenweisheit, ist als Grundhaltung jedoch weit verbreitet. Prinzipiell stellt der Begriff „Risiko“ den Anleger vor die große Herausforderung, die eigene Risikobereitschaft oder Verlusttragsfähigkeit – emotional wie materiell – zu bestimmen.

### Die Wahl des passenden Risikoparameters

Hilfreich ist hier ein Blick in die Kapitalmarktstatistiken als ersten Hinweis für den Zusammenhang von Rendite und Risiko. Mitnichten sind Rendite und Risiko zwei Seiten derselben Medaille – Rendite und Risiko sind vielmehr asymmetrisch verteilt. Aber zunächst müssen wir definieren, was „Risiko“ eigentlich ist. Die in die Jahre gekommene Portfoliotheorie betrachtet als Risiko die Volatilität, also die Wertschwankung um eine erwartete Rendite. Dieser Wert hat an sich erstmal nichts mit dem effektiven Verlustrisiko zu tun, ist aber sehr einfach zu messen und nahezu unbegrenzt als statistische Zeitreihe verfügbar. Das langfristige Verhältnis von Rendite zu Volatilität ist ungefähr 1:2, d.h.



Thomas Böckelmann ist leitender Portfoliomanager der Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH

wer eine Rendite von 5% erwartet, muss mindestens das Doppelte an Wertschwankungen aushalten können. Da durchschnittliche Wert-

schwankungen aber nur bedingt aussagekräftig im Hinblick auf zu erwartende Maximalverluste sind, sollten diese auch nur als informativ betrachtet werden.

Geht es um Sicherheitskonzepte für eine Vermögensanlage und die Spezifizierung von Risiken im Rahmen der Anlagerichtlinien einer Investmentstrategie, geht es im Wesentlichen um eins – um die Bestimmung eines maximalen „Drawdowns“ als Vorgabe für ein strenges Risikobudget. Dabei entspricht der maximale „Drawdown“ dem einmal erfahrenen Verlust, der über den geplanten Anlagehorizont nicht mehr verdient werden kann und somit zu verkraften ist. Der defensive Anleger ist geneigt, seine maximale Verlusttragsfähigkeit meist über ein Jahr mit 0% zu beziffern – der prinzipielle Zusammenhang zwischen eingegangenem Risiko und zu erwartender Rendite darf aber nicht ignoriert werden. Aus heutiger Sicht scheint auch für defensive Investoren eine Verlusttragsfähigkeit unter 5% als wenig realistisch für eine Kapitalmarktanlage – andere Aussagen sind eher im Bereich von Märchen oder Marketing anzusiedeln.



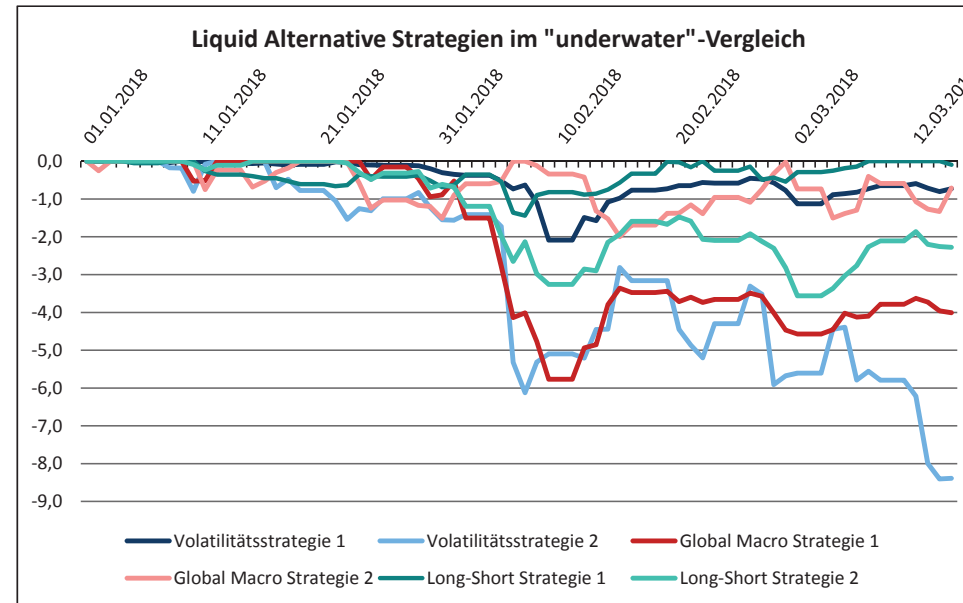
### Risikobegrenzung in Stressphasen

Modernes Portfoliomanagement bietet einige Werkzeuge, um Risiken nicht nur zu messen, sondern auch erkennen und bewerten zu können. Wir setzen im Rahmen der Portfoliokonstruktion auf eine Kombination aus bewährten Value-at-Risk-Ansätzen und Monte-Carlo-Stresssimulationen. Es bleibt aber die Natur der Kapitalmärkte, dass diese oft überraschend und daher nur bedingt prognostizierbar sind. Insbesondere für defensive Investoren ist es daher ratsam, sich nicht nur auf ein Weltbild oder eine Prognose zu verlassen. Vielmehr müssen sich in einem Portfolio unterschiedliche Szenarien abbilden, die den Entwicklungen der Zukunft die Überraschung nehmen und somit für eine weitgehend marktunabhängige, stabile Wertentwicklung sorgen können.

### Von Multi-Asset- zu Multi-Strategie-Lösungen

Durch detaillierte Analysen und Erfahrungen der letzte Jahre sind wir zu der Überzeugung gelangt, dass eine Streuung über unterschiedliche Anlagestrategien unter Rendite-Risiko-Gesichtspunkten bessere Ergebnisse liefert als eine quotale Streuung über Anlageklassen. Der Vorteil zeigt sich insbesondere in Marktstressphasen, in denen sich eine Multi-Strategie-Lösung belastbarer, d.h. mit niedrigeren Drawdowns präsentiert.

Die Kombination geeigneter Investmentstrategien von ausgewählten Spezialisten in einem



Quelle: Morningstar, Zeitraum 01.01.2018 - 15.03.2018.

Neben der Berechnung von Korrelationstabellen für unterschiedliche Marktphasen sind kumulierte Drawdown-Charts für die Einschätzung der Investmentstrategien und deren Verhalten in Marktszenarien sehr hilfreich. Beigefügte Grafik vergleicht seit Jahresbeginn exemplarisch je zwei Manager für eine Liquid Alternative Strategie, wie sie gerne in Absolute Return Portfolien eingesetzt werden. Dabei werden dann die täglichen Wertentwicklungen kumuliert, sobald und solange diese im negativen Bereich liegen („underwater“). Neben einem etwaigen Gleichlauf der Finanzprodukte in Stressphasen lässt sich auch ein Eindruck zu deren Recovery-Verhalten gewinnen.

optimierten Portfolio bieten nur aktive fondsbaasierte Vermögensverwaltungen und Dachfonds. Der Mehrwert für den Anleger liegt in Allokation und Selektion unterschiedlicher Investmentprozesse und Anlagestile, die – richtig eingesetzt – jedem denkbaren Marktszenario gerecht

werden und somit der Verstärkung marktneutraler Erträge dienen. Die Evolution von einem klassischen Multi-Asset-Ansatz zu einem Multi-Strategie-Ansatz ist daher eine belastbare strategische Alternative für den defensiv ausgerichteten Investor im von Niedrigzinsen und hoher

geopolitischer Unsicherheit gekennzeichneten Umfeld.

Der Analyseaufwand für Multi-Strategie-Lösungen ist quantitativ wie qualitativ sehr hoch. So werden die meisten Datenbanken durch ihre pauschalen Fondskategorisierungen dem individuellen Charakter zahlreicher Produkte nicht gerecht. Neben einer Neusegmentierung des Fondsuniversums ist der detaillierte Einstieg in die zugrundeliegenden Investmentprozesse zwingend. Ferner müssen sich ausgewählte Strategien und selektierte Manager durch einen Mehrwert in Marktstressphasen auszeichnen. Dieser wird durch niedrigere Drawdowns sowie eine stabile Verbesserung des Korrelationsverhaltens im Portfolio erzielt. Neben umfangreichem Zahlenmaterial bleibt aber das Gespräch mit dem Manager das entscheidende Selektionskriterium.

Weitere Informationen: [www.euroswitch.de](http://www.euroswitch.de)

#### KONTAKT:

Vermögensmanagement EuroSwitch! GmbH  
Schwindstraße 10  
60325 Frankfurt am Main  
Tel +49 69 33 99 78-26  
Fax +49 69 33 99 78-23  
E-Mail: [info@euroswitch.de](mailto:info@euroswitch.de)  
Web: [www.euroswitch.de](http://www.euroswitch.de)