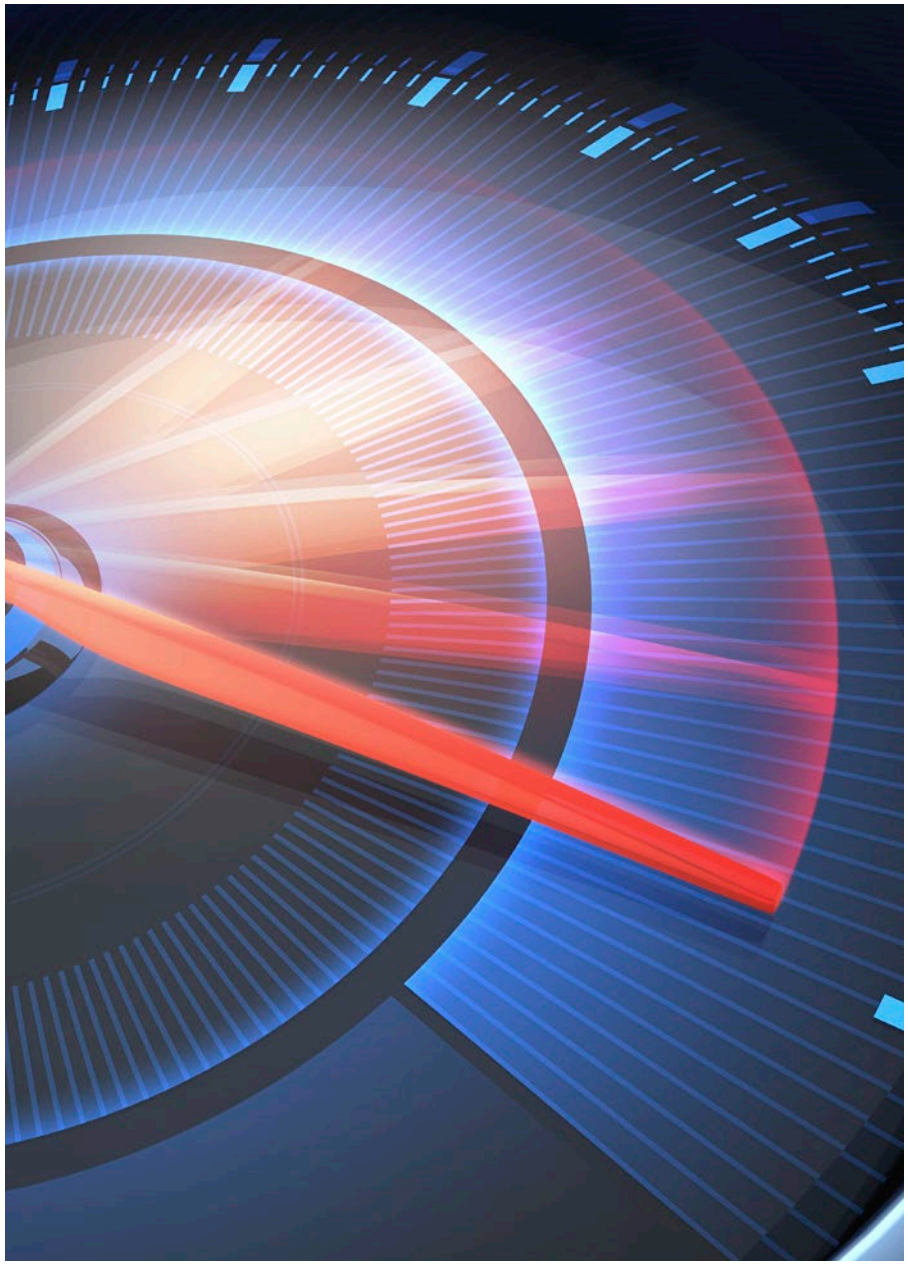
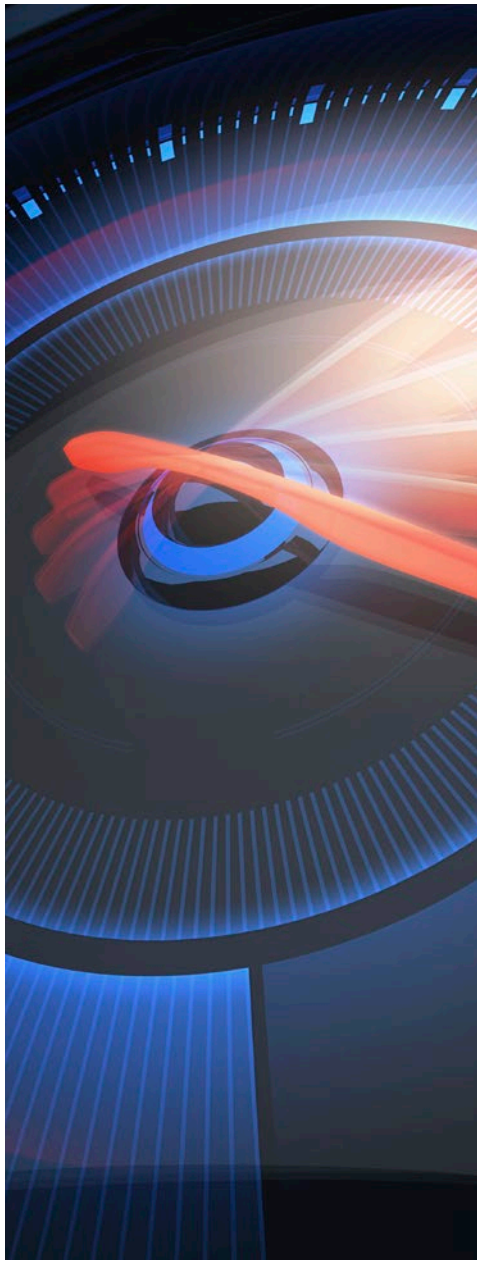


Intelligente Overlay-Ansätze

Eine analytische Identifikation der angemessenen risikoadjustierten Overlay-Benchmark

White Paper / 8.2020

Der Einsatz eines Overlays ermöglicht aus Sicht des Investors durch das eingebaute Sicherheitsnetz eine chancenorientiertere Strategische Asset-Allokation (SAA). Es gibt jedoch besondere Faktoren, von denen die Wertentwicklung beeinflusst wird: Durch die oftmals stringentere Beschränkung des Maximalbudgets kann häufiger der Sicherungsfall auftreten. Dennoch besteht für den Investor die Möglichkeit, durch die chancenreichere SAA bei geringerem Risikobudget eine höhere Performance zu erzielen – verglichen mit einer defensiveren SAA, die auf ein Overlay verzichtet. Um die Performance eines Overlays richtig einordnen zu können, ist es deshalb wichtig, die richtige Vergleichsbenchmark zu wählen. Das ist im Normalfall nicht die SAA, die sich der Investor ohne Overlay möglicherweise mit seinem Risikobudget gar nicht leisten könnte. Aber welche Benchmark ist stattdessen angemessen? Dieses White Paper geht der Frage aus verschiedenen Blickwinkeln nach.



1.

Die Global Investment Performance Standards (GIPS)

Im „Guidance Statement on Overlay Strategies“ der vom CFA Institute herausgegebenen Global Investment Performance Standards (GIPS) heißt es dazu: „Es ist nicht unüblich für Overlay-Strategien, eine Custom-Benchmark zu wählen. Die Vergleichsbenchmark eines Overlays dient nicht immer dazu, die Performance des Overlay-Managers zu bewerten, wie das bei einer Non-Overlay-Strategie der Fall wäre. Eine Overlay-Vergleichsbenchmark ist möglicherweise kein angemessenes Maß zur Evaluierung der Overlay-Strategie. Asset Manager können deshalb unterschiedliche Ansätze bei der Wahl einer Benchmark für Overlay-Composites verfolgen. Einige Firmen benutzen Marktindizes als Benchmark, andere Absolute Return Targets.“

Als Beispiel für eine SAA-Overlay-Benchmark wird hier gerade der zugrundeliegende SAA-Allokationsmix (Rebalancing auf monatlicher Basis) angeführt. Hierbei handelt es sich um eine bei Asset Ownern beliebte und naheliegende Möglichkeit, die aber kontrovers betrachet werden sollte.

Im Rahmen einer kritischen Auseinandersetzung damit, ob sich gerade die SAA selbst als Overlay-Benchmark eignet, wären insbesondere Performance und Risiko im Kontext, wie im nächsten Abschnitt aufgezeigt, zu betrachten.

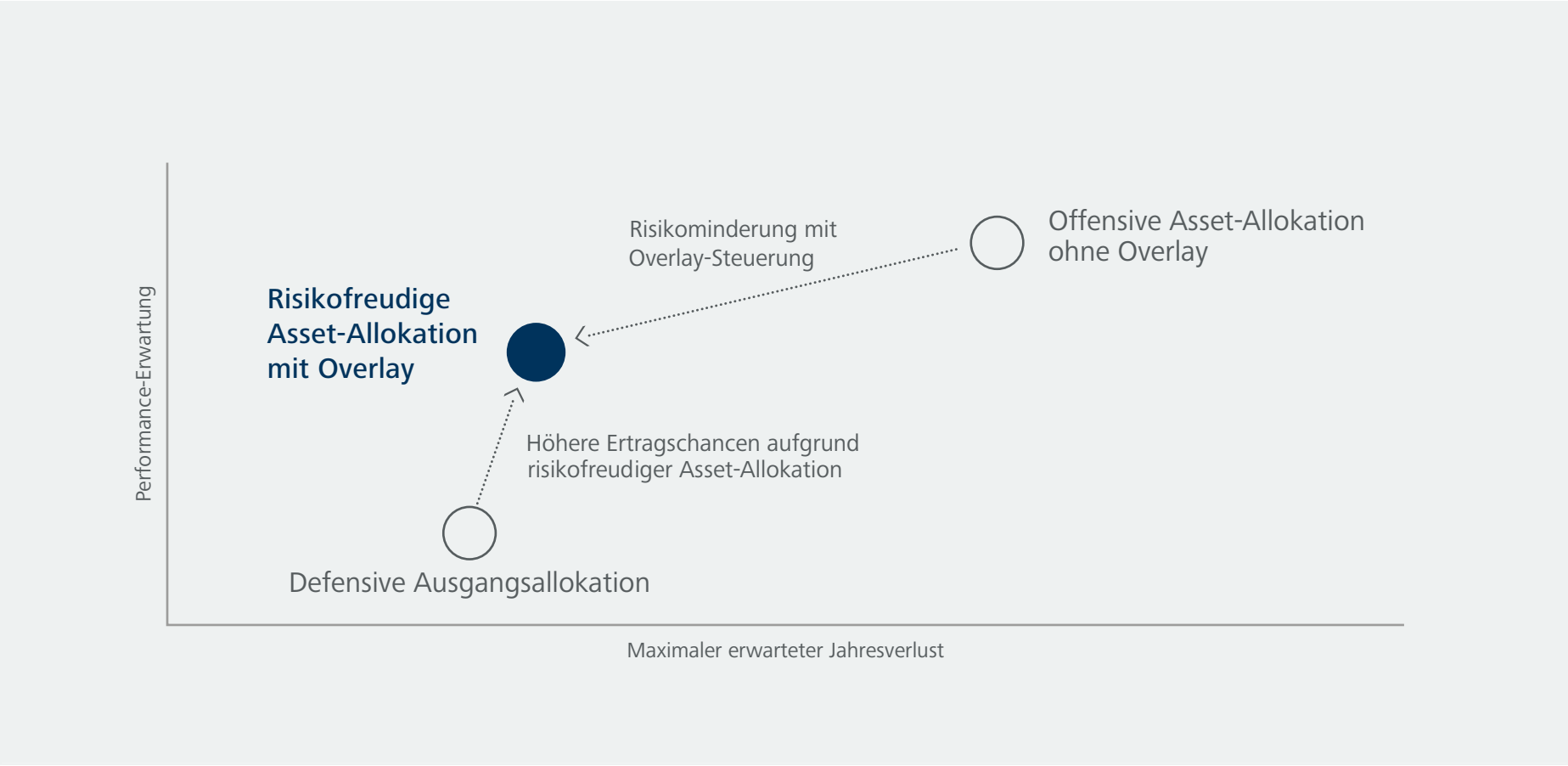
2.

Vergleichskriterium: Risikoadjustierte Performance

Der reine Vergleich der Performance einer SAA mit und ohne Overlay berücksichtigt nicht die verschiedenen Risikoprofile, mit denen die jeweilige Performance erzielt wird. Das bedeutet, **ein Investor kann eine höhere Performance erzielen, indem er eine risikofreudigere Asset-Allokation fährt, während er gleichzeitig seine Risiken mittels der Overlay-Strategie auf ein tragfähiges Niveau begrenzt** (siehe Abbildung 1 auf der Folgeseite).

Die Performance, die mit diesem Ansatz erreicht wird, müsste demnach mit einer Asset-Allokation ohne Overlay mit vergleichbarem – und das heißt defensiverem – Risikoprofil verglichen werden. Und das ist im Normalfall nicht die SAA des Investors.

Abb. 1: Mit Overlay: Risikofreudigere Asset-Allokation möglich



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

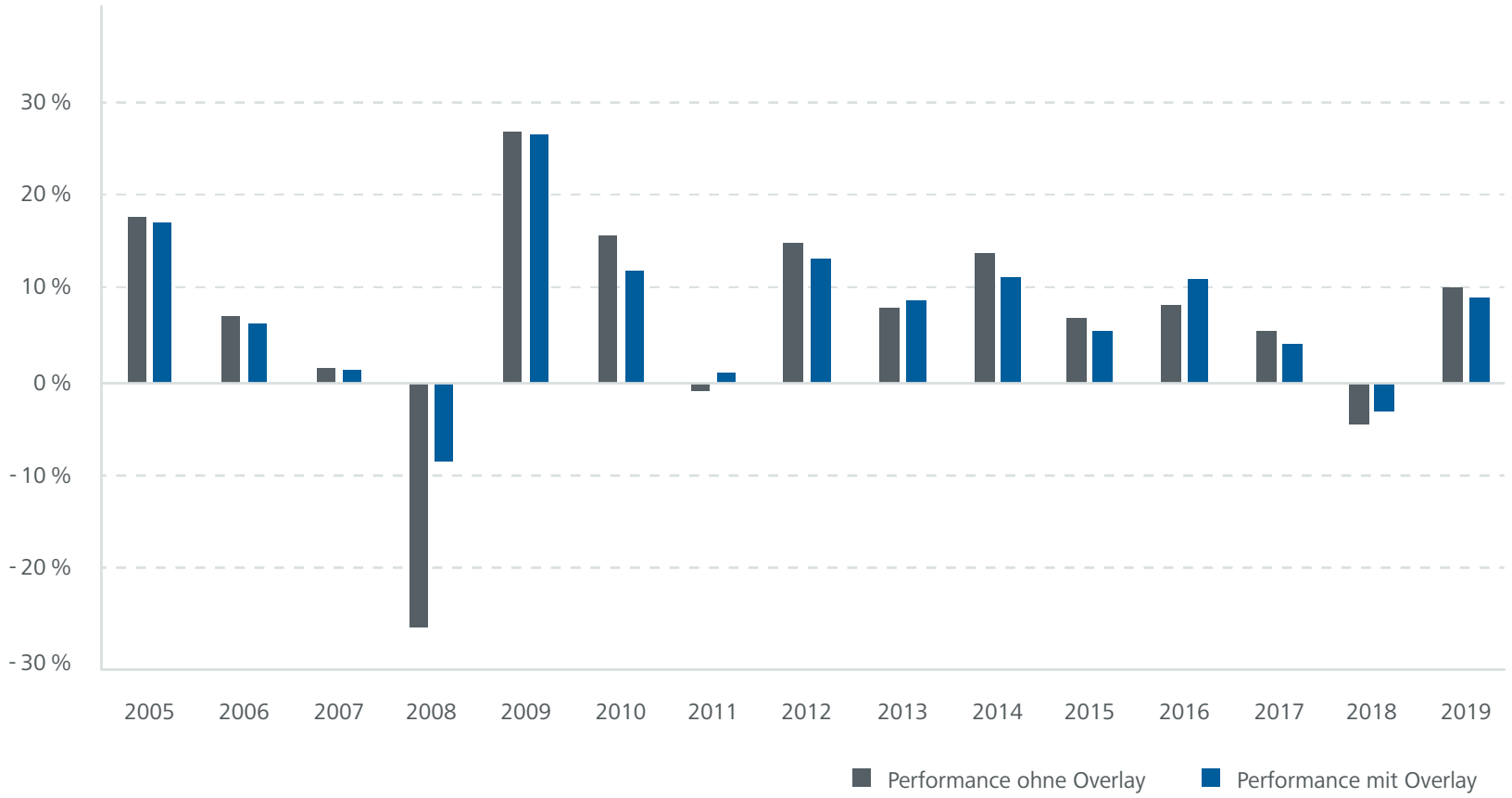
Um die in der Abbildung 1 illustrierten konzeptionellen Überlegungen auch am konkreten Beispiel zu verdeutlichen, betrachten wir exemplarisch eine SAA bestehend aus ca. 60 % Aktien Global und ca. 40 % Renten Global Developed Markets (DM) & Emerging Markets (EM). Nach einer Risikobudgetierung mit hierarchischer Cluster-Analyse wird ein modulares Overlay mit taktischen Signalen auf den zwei Risikomodulen aufgesetzt.[1] Die taktischen Signale werden hier ausschließlich zur Steuerung und Freigabe von (maximalen) Risikobudgets pro Modul sowie für Sponsoring und Wiedereinstieg angewandt (Overlay-Variante B).[2]

Abbildung 2 auf der Folgeseite zeigt das Ergebnis einer Analyse der Performance in einem Backtest nach Kalenderjahren.

[1] Siehe White Paper „State-of-the-Art-Risikobudgetierung mit hierarchischer Clusteranalyse“

[2] Siehe White Paper „Risiko- und Renditesteuerung mit maßgeschneidertem Overlay“

Abb. 2: Beispiel-SAA aus 60 % Aktien und 40 % Renten (Performance pro Kalenderjahr)



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

In zehn der letzten 15 Kalenderjahre liegt das Portfolio mit Overlay in dieser Darstellung knapp hinter dem offensiv ausgerichteten Portfolio. In diesem Zusammenhang kommt oftmals das Thema Opportunitätskosten auf und die Frage nach dem Mehrwert des Overlays. Letzterer zeigt sich naturgemäß vor allem in Zeiten extremer Drawdowns wie 2008. Aber auch der Zugewinn an risikoadjustierter Rendite sollte im Fokus stehen. Dieser Zugewinn würde sich deutlicher manifestieren, wenn die Performance in Abbildung 2 mit einer risikoadjustierten Benchmark verglichen wird, die sich der Investor ohne Overlay leisten könnte. Variiert man dazu die Allokation entsprechend, könnte dafür eine 50 %/50 %- oder 40 %/60 %-Benchmark infrage kommen. Mit einer derart angepassten Vergleichsbenchmark dürfte sich die Wahrscheinlichkeit dergestalt erhöhen, dass in der deutlichen Mehrheit der Kalenderjahre die Performance der risikoreicheren SAA mit Overlay vorne liegt. Diesen Zusammenhang untersucht der nächste Abschnitt genauer.

3.

Der Weg zu einer angemessenen Benchmark: Anschaulich und analytisch

Vergleichen wir die risikoadjustierte Rendite (Sharpe Ratio) und ihre Komponenten der 60 %/40 %-Beispiel-SAA mit und ohne Overlay mit entsprechenden 50 %/50 %- und 40 %/60 %-Alternativen, ergibt sich folgendes Bild:

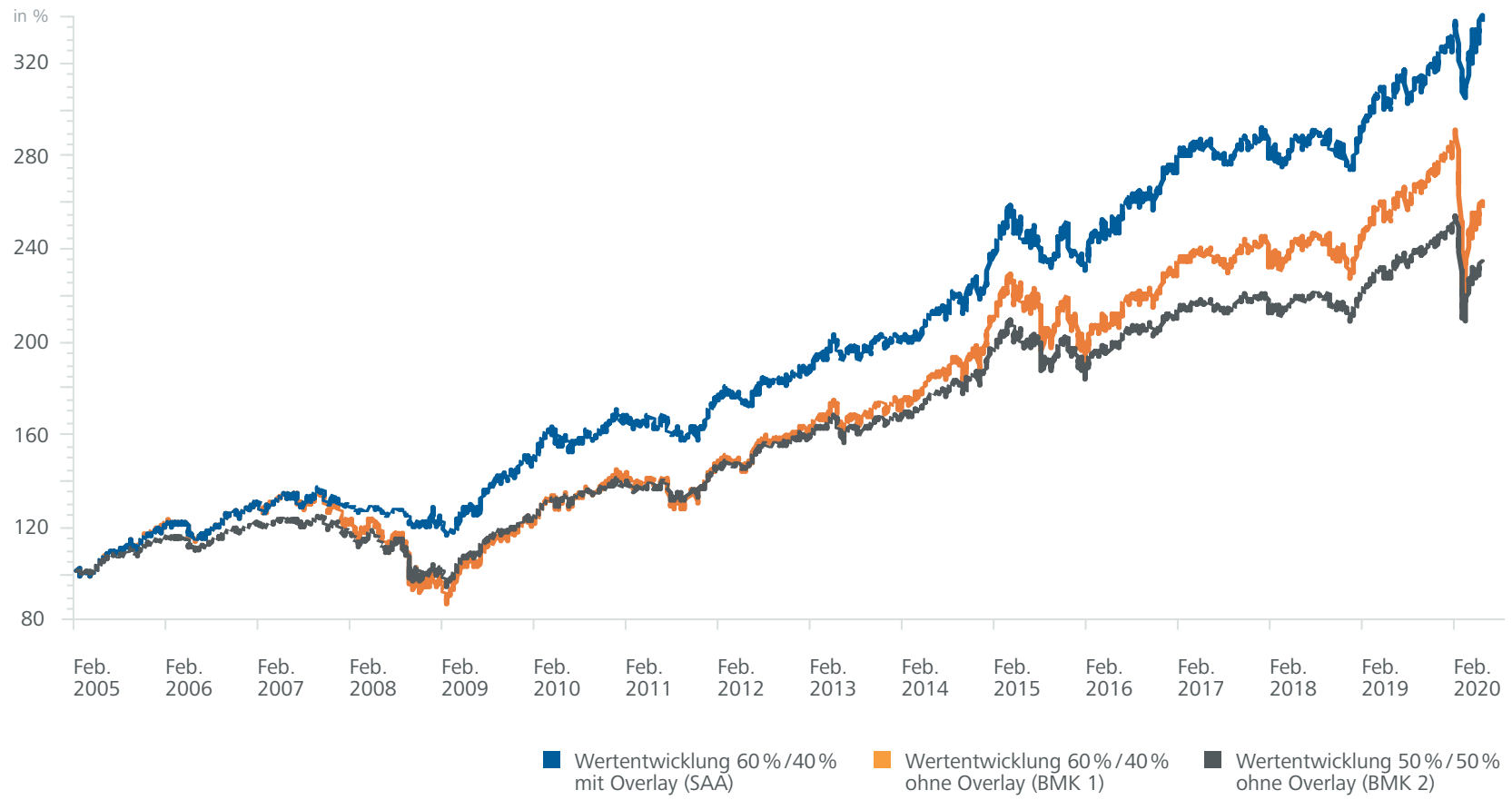
Abb. 3: Risiko und Rendite der Beispiel-SAA mit Overlay und alternativer Benchmarks

	SAA 60 % / 40 % mit Overlay	BMK 1 60 % / 40 % ohne Overlay	BMK 2 50 % / 50 % ohne Overlay	BMK 3 40 % / 60 % ohne Overlay
Max. Drawdown	-14,9 %	-36,1 %	-24,9 %	-20,7 %
Sharpe Ratio	1,16	0,72	0,99	1,15
Jahresrendite	8,1 %	6,9 %	6,1 %	5,8 %
Volatilität	7,0 %	9,6 %	6,2 %	5,1 %
VaR	3,2 %	4,1 %	2,7 %	2,2 %

Analysezeitraum 28. Februar 2005 bis 30. September 2019
Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Bei näherer Betrachtung der Tabelle in Abbildung 3 auf der vorangegangenen Seite wird erkennbar, dass die 60 %/ 40 %-SAA ohne Overlay mit deutlich erhöhter Volatilität und einem erhöhten VaR bei erheblich reduzierter Sharpe Ratio wie erwartet eine gänzlich andere Risiko-Rendite-Charakteristik aufweist als die 60 %/ 40 %-SAA mit Overlay. Als Vergleichsbenchmark bietet sich unter den Alternativen deshalb die entsprechende 50 % / 50 %-SAA an, die von den Volatilität / VaR-Risikokennzahlen ebenso wie von der Sharpe Ratio der Beispiel-SAA wesentlich näher steht. Die kumulierte Performance unterstreicht dieses Ergebnis: Die 50 %/ 50 %-SAA verliert zwar im Aufwärtstrend aufgrund der um 10 % reduzierten Aktienquote gegenüber der 60 %/ 40 %-SAA mit und ohne Overlay, sie weist jedoch eine ähnlich strukturierte Volatilität wie die 60 % / 40 %-SAA mit Overlay auf.

Abb. 4: Kumulierte Performance der Beispiel-SAA mit Overlay und alternativer Benchmarks



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Neben der bisherigen szenariobasierenden Herangehensweise gibt es analytische Wege zur Konstruktion einer risikoadjustierten Benchmark. **Variante 1** dieses Vorgehens wäre, ex post die Volatilität bzw. den VaR der SAA mit Overlay heranzuziehen und das x in der Benchmark-Allokation [x % Aktien / (1-x) % Renten] so zu bestimmen, dass die resultierende Allokation ein(e) nahezu identische(s) Volatilität/VaR besitzt. Gegebenenfalls ist die so bestimmte Benchmark dann noch mit dem zur Verfügung stehenden Risikobudget zu skalieren. Zu beachten ist, dass Volatilitäten, VaRs und Risikobudgets Marktgegebenheiten unterworfen sind und sich im Laufe der betrachteten Periode verändern, während für die Berechnung der risikoadjustierten Benchmark die Kennzahlen zu einem bestimmten Stichtag (z. B. Jahresanfang) herangezogen werden.

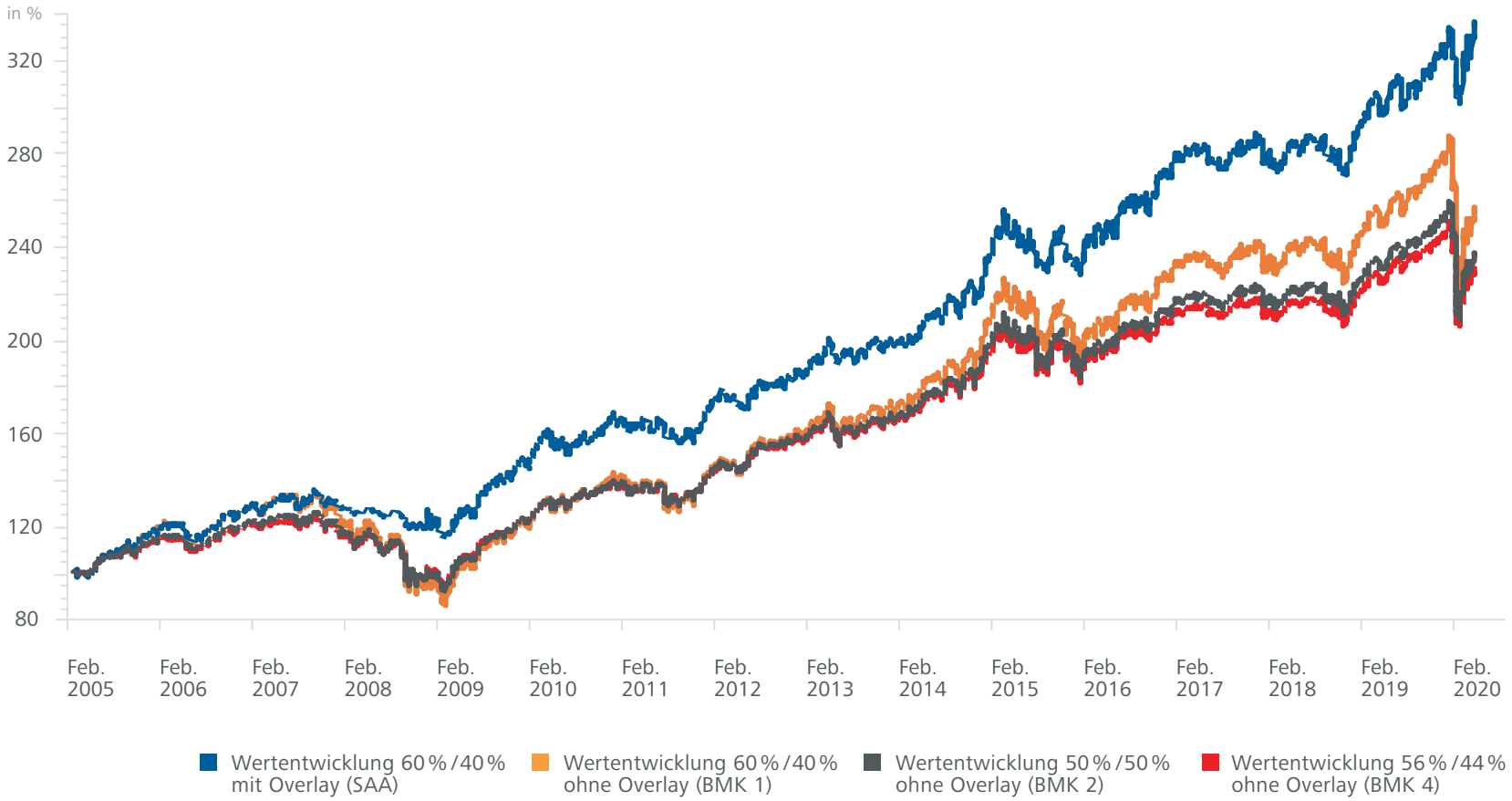
In unserem Beispiel-Case führt diese **Variante 1** – Suche einer Benchmark mit einer Volatilität von 7 % – zu x = 56 bzw. zur Allokation 56 % Aktien, 44 % Renten (Details in Abbildung 5).

Abb. 5: Risiko und Rendite der Beispiel-SAA mit Overlay und analytischer Benchmark

	SAA 60 % / 40 % mit Overlay	BMK 4 56 % / 44 % ohne Overlay
Max. Drawdown	-14,9 %	-27,5 %
Sharpe Ratio	1,16	0,91
Jahresrendite	8,1 %	6,3 %
Volatilität	7,0 %	7,0 %
VaR	3,2 %	3,2 %

Analysezeitraum 28. Februar 2005 bis 30. September 2019
Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

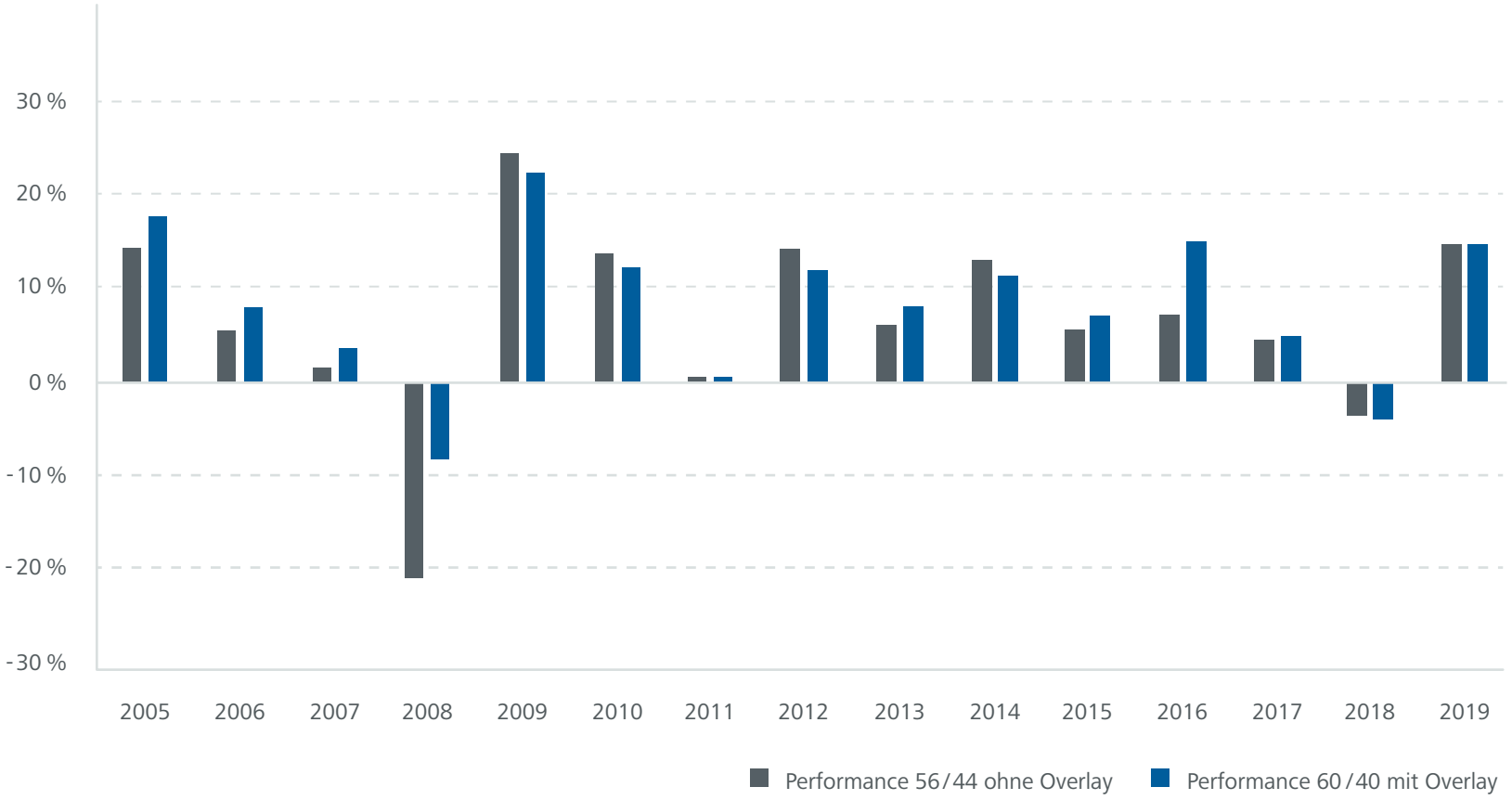
Abb. 6: Kumulierte Performance der Beispiel-SAA mit Overlay und alternativer Benchmarks



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Ausgehend vom Performanceüberblick in Abbildung 6 auf der Vorseite betrachten wir nun noch einmal die Performance pro Kalenderjahr. Wir vergleichen dabei die 60 %/40 %- SAA mit Overlay und die analytisch ermittelte risikoadjustierte 56 %/44 %- Benchmark ohne Overlay: Die SAA mit Overlay liegt (mit Ausnahme der Recovery nach der Krise von 2008, wo sich ein leichter Rückstand ergab) in zehn der letzten 15 Kalenderjahre mindestens so gut wie die Benchmark. Dies ist das exakte Spiegelbild des Vergleichs mit der SAA ohne Overlay aus Abbildung 2. Diese Beobachtung unterstreicht den Mehrwert, den die Verwendung eines Overlays liefern kann: Verglichen mit der angemessenen, risikoadjustierten Benchmark weist die SAA mit Overlay in zwei von drei Jahren des gesamten Analysezeitraums eine bessere Performance auf.

Abb. 7: Performance 56 %/44 %-Benchmark und 60 %/40 %-SAA mit Overlay (nach Kalenderjahr)



Quelle: Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Alternativ kann als **Variante 2** wie folgt vorgegangen werden: Das prozentuale Verhältnis aus vorgegebenem Risikobudget und annualisierter Volatilität der SAA wird wiederum angewandt auf die SAA und ergibt so die Benchmark. In unserem Beispiel-Case ergäbe demnach ein Risikobudget von 6 % bei einer Volatilität von 10 % (6 : 10 = 0,6) eine Benchmark von 60 % der SAA. Bei Veränderungen von Risikobudget bzw. Volatilität wäre die Benchmark entsprechend anzupassen – üblicherweise zu Jahresbeginn. Beide Varianten (1 und 2) werden in der Praxis des Overlay Managements mit dem Ziel der Performance-Optimierung eingesetzt.

Overlay Management

Ob segmentübergreifendes Overlay Management für Portfolios auf der eigenen oder einer externen Plattform, ob Overlay Management im Outsourcing oder als administrierende KVG: Universal-Investment verfügt über langjährige Expertise in der Umsetzung von Overlay-Management-Konzepten – individuell, modular und erprobt.

Universal-Investment ist die größte unabhängige Fonds-Service-Plattform im deutschsprachigen Raum und Marktführerin unter den Master-KVGs.

© 2020. Alle Rechte vorbehalten. Dieses White Paper richtet sich ausschließlich an professionelle oder semiprofessionelle Investoren und ist nicht zur Weitergabe an Privatanleger bestimmt. Es dient ausschließlich zu Informationszwecken. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Alle Aussagen geben die aktuelle Einschätzung des Verfassers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses White Papers oder dessen Inhalts. Vervielfältigungen, Weitergaben oder Veränderungen dieser Veröffentlichung oder deren Inhalts bedürfen der vorherigen ausdrücklichen Erlaubnis von Universal-Investment.