

VTAD NEWS

NR 40

MITGLIEDER-MAGAZIN VEREINIGUNG TECHNISCHER ANALYSTEN DEUTSCHLANDS E.V.
D 6 EUR | AT 7 EUR | CH 10 SFR



INTERMARKET-ANALYSE

BÖRSENERFOLG MIT
HANDELSSYSTEMEN

FERRARIS,
BLOW & HOOKERS



FERRARIS, BLOW & HOOKERS ODER "HIGH GROWTH, TAIL HEDGED PROTOCOL"



THORSTEN ROLAND WEGENER
Ex-Partner Bear Stearns

Nach einem Studium der Rechts- und Wirtschaftswissenschaften in Berlin begann Thorsten seine Karriere als Options Market Maker bei der WestLB in Düsseldorf. Später arbeitete er als Partner für das Derivategeschäft bei Bear Stearns in London, bevor er sich in den Ruhestand zurückzog.

Zurzeit arbeitet er als Hausmann, Koch und Chauffeur und widmet sich in seiner spärlichen Freizeit verschiedenen Tätigkeiten. Er ist Fachautor, Investor und neuerdings auch als YouTube-Lehrer auf dem von ihm gegründeten Kanal "The Tactical Brief" aktiv, um mental fit zu bleiben.

Ich gehe davon aus, dass der gewählte Titel Ihre Aufmerksamkeit erregt hat und dass ich nun etwas ernsthafter in das Thema "Volatilität als Anlageklasse" einsteigen kann. Das "FBH-Protokoll" als elegante Erweiterung der traditionellen Asset-Allokationsprozesse geht auf ein Treffen zurück, das ich vor gut 25 Jahren mit zwei Portfoliomanagern eines großen niederländischen Pensionsfonds hatte. Seitdem ist mir das "FBH-Protokoll" unter verschiedenen Namen und Abkürzungen in der institutionellen Welt der Portfoliooptimierung begegnet.

DER FINANCIAL BETA HEDGE

Das FBH-Protokoll ist relativ einfach als ein Asset-Management-Prozess zu verstehen, der bewusst Assets mit einem hohen Beta übergewichtet, also höhere Risiken für höhere Renditen in Kauf nimmt und gleichzeitig eine dynamische Katastrophenversicherung des Portfolios betreibt. Politisch korrekt könnten wir also auch das FBH-Protokoll als Abkürzung für "Financial Beta Hedge Protokoll" verwenden, aber sicherlich ist es mir mit der Handelssaal-Variante gelungen, mehr Augenpaare auf diesen Artikel zu ziehen.

Natürlich bin ich nicht der Urheber dieses Ansatzes, nehme jedoch in Anspruch, den Ausdruck "FBH-Protokoll" eingeführt zu haben. Dabei hat mir sicherlich meine Ausbildung als Optionshändler geholfen, traditionelle Modelle der Asset-Allokation aus anderen Blickwinkeln zu betrachten als der klassische Portfolio-Manager, dessen Augenmerk hauptsächlich auf der Optimierung von markteffizienten Portfolios liegt.

SCHÖNHEITSWETTBEWERB DER ANDEREN ART...

Aber beginnen wir am Anfang. Meine Kollegen im Asset-Management-Bereich meines damaligen Arbeitgebers baten mich, sie zu einem sogenannten "Pitch-Meeting" in die Niederlande zu begleiten. Dabei handelte es sich im Grunde genommen um ein Vorstellungsgespräch, jedoch mit dem Unterschied, dass der "Bewerber" keinen Arbeitsplatz sucht und der "Beworbene" keinen Mitarbeiter einstellen möchte. Stattdessen versucht der potenzielle Asset Manager (in diesem Fall wir), einen Pensionsfonds davon zu überzeugen, uns einen Betrag im zweistelligen oder dreistelligen Millionenbereich anzuvertrauen. Das Ziel besteht darin, aus viel Geld noch mehr Geld zu machen, dabei so wenig unnötige Risiken wie möglich einzugehen und natürlich eine "bescheidene" Gebühr für unsere Arbeit zu verlangen.

Je größer der potenzielle Kunde ist, desto mehr Spezialisten wie Analysten und Portfolio-Manager sind in diese Schönheitswettbewerbe involviert. Wenn hohe Beträge, politisch wichtige Kunden oder beides im Spiel sind, werden oft Kollegen aus Handelsbereichen hinzugezogen, um dem Kunden einen umfassenden Überblick über unsere Fähigkeiten zur Bereitstellung erstklassiger Dienstleistungen zu geben.

Zu dieser Zeit war ich der Chefhändler für strukturierte Aktienprodukte in unserer Firma, was mir ein Bahnticket nach Holland einbrachte. Da seitens der Kunden Interesse daran gab, ein größeres Aktienportfolio als Mandat zu vergeben, und meine Kollegen richtigerweise vermuteten, dass das Thema Volatilität eine Rolle spielen dürfte. Die führenden Kollegen auf unserer Reise waren zwei leitende Portfolio-Manager, der Leiter der Researchabteilung und der Leiter des Vertriebs, der den potenziellen Kunden betreute, sowie der etwas ungeschliffene Optionshändler (Ich) für den Fall, dass der potenzielle Kunde näher am Markt sein sollte als allgemein bei diesen Begegnungen zu vermuten war.

Nach unserer Ankunft wurden wir von zwei charmanten Niederländern mit einem breiten Lächeln begrüßt, mit Kaffee versorgt und in einen Besprechungsraum geleitet, wo sich unser Pitch entfalten sollte. Unser Vertriebskollege leitete die Vorstellungsrunde ein und übergab dann an unseren Head of Research, der unter großem Interesse unsere Markteinschätzung präsentierte.

Nach etwa 60 Minuten lebhaften Gedankenaustauschs, bei dem sich unsere Gastgeber als veritable und erfahrene Marktveternanen zu erkennen gaben, übernahm der Leiter des Portfolio-Managements das Ruder, um unseren Gastgebern Einblick in den von uns angestrebten Vermögensallokationsprozess und Risikomanagementansatz zu geben. In der Regel fand der, zugegebenermaßen etwas langweilige, konservative Ansatz meines Kollegen großen Anklang, da Pensionsfonds in erster Linie an Kapitalerhalt interessiert sind und erst in zweiter Linie an überragenden Renditen.

DIE GEBURT DES FBH-MODELS

In diesem Fall schienen unsere freundlichen niederländischen Gastgeber jedoch eher gelangweilt von seinen Erläuterungen und Einsichten zu sein, was mich zu diesem Zeitpunkt überraschte - es war mittlerweile ziemlich warm geworden, und ich konnte mir noch keinen Reim darauf machen, warum dieses Meeting anders verlief als gewohnt. Das änderte sich erst, als sie ihre Sakkos auszogen und zwei Paar rote Hosenträger - Wall Street Style - zum Vorschein kamen. Unser "Volvo Safety Pitch" zur Asset-Allokation und zum Risikomanagement musste dringend überarbeitet werden, diese Gentlemen wollten Performance und waren bereit, Risiken einzugehen.

Meine Kollegen interpretierten dieses Zeichen in Form der roten Hosenträger korrekt. Offensichtlich interessierte sich der Kunde mehr für Performancesteigerung und war bereit, für höhere Renditen auch höhere Risiken in Kauf zu nehmen. Die Zeit für das "FBH-Protokoll" schien gekommen zu sein, und eine lebhaftere Diskussion entwickelte sich, wie man ein Portfolio strukturieren könne, das bewusst knappe Ressourcen in Wachstumsinvestments investiert, mehr als normalerweise, sprich konservativ, gerechtfertigt wäre, gleichzeitig aber zu hohe Risiken ausschließt oder zumindest verringert.

SAFETY FIRST...

Das klassische 60/40-Portfolio, Aktien gegen Anleihen, basiert auf der Annahme, dass Anleihen in schwachen Aktienmärkten eine bessere Performance erzielen und somit einen natürlichen Schutz bieten, wenn die Marktbedingungen den Aktien für eine Weile nicht wohlgesonnen sind. Der Aktienanteil hingegen sollte gut zwischen Wachstums- und Value-Investments diversifiziert sein. An den Rändern wird mit Bargeld und etwas Gold jongliert, und schon hat man das klassische Standardportfolio, das anscheinend nicht besonders interessant für unsere geschätzten niederländischen Gastgeber war, da sie bereits über genügend "Töpfe" mit erzkonservativen Anlageformen verfügten.

Die klassische Portfoliooptimierung basiert unter anderem auf der Annahme, dass die Korrelation und Volatilität von Finanzanlagen über längere Zeiträume hinweg relativ konstant bleiben, bis sie in der harten Realität der Finanzmärkte plötzlich nicht mehr sind. Mit anderen Worten: Wenn das gut diversifizierte Standardportfolio gegen Verluste absichern soll, versagt die Absicherung; im Gegenzug wird man während "normaler" Marktphasen mit eher langweiligen Renditen entschädigt.

Falls jedoch der konservative Ansatz im Ernstfall nicht die versprochene Absicherung liefert, kann man auch versuchen, die Renditeseite der Risk/Reward-Gleichung aggressiver zu gestalten. Unsere klugen potenziellen Kunden hatten diesen Zusammenhang erkannt und suchten nun nach der besten Möglichkeit, riskante Aktien mit hohen erwarteten Renditen in ihre Strategie einzubeziehen und sich dabei gleichzeitig gegen "Fat Tails" abzusichern.

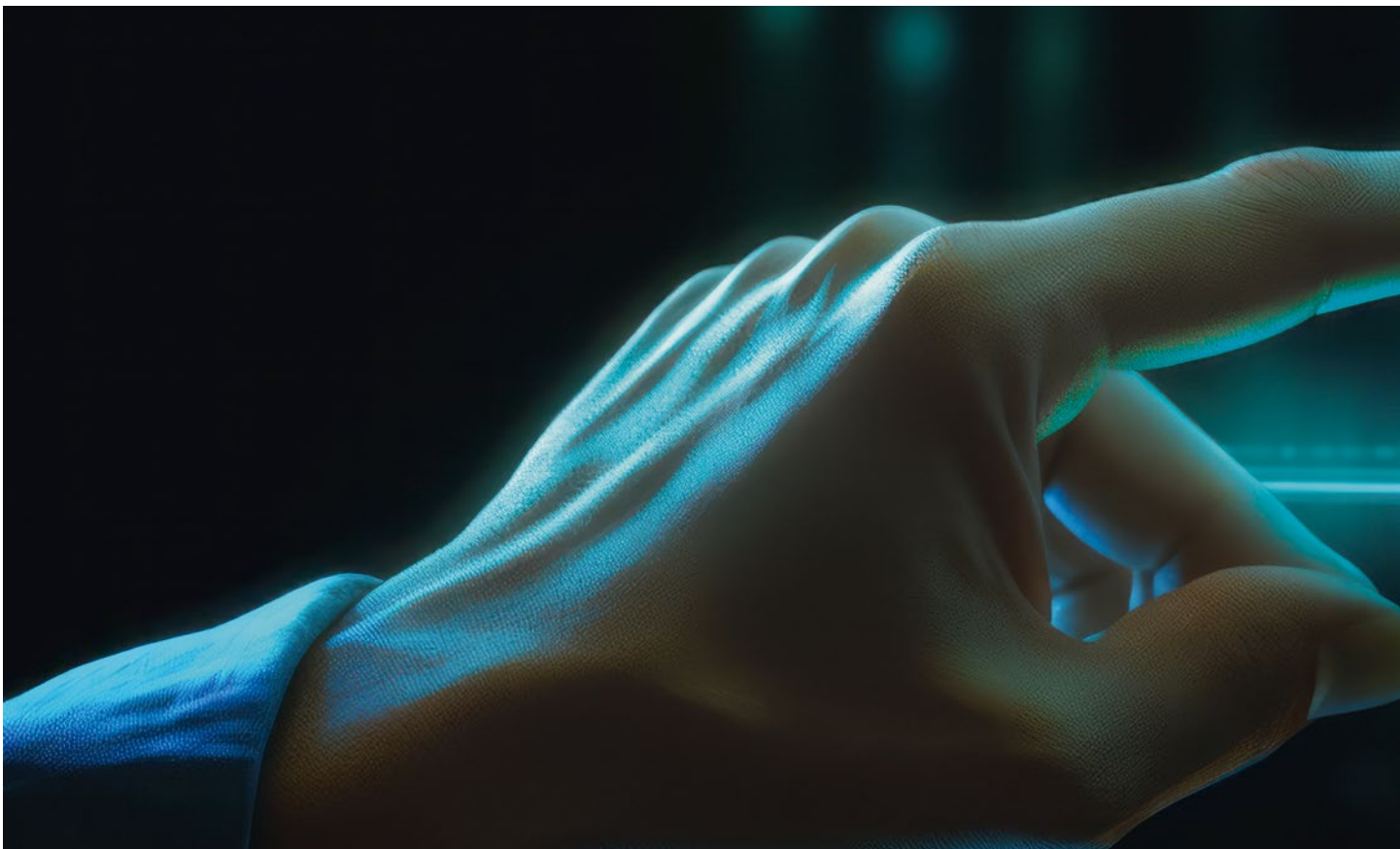
"Fat Tails" bezieht sich auf die katastrophalen Ausreißer, die Märkte gelegentlich produzieren. Das Standardmodell für die Verteilung von Renditen ähnelt der Form einer Glockenkurve. Viele kleine positive wie negative tägliche Renditen summieren sich in der Mitte, während seltenere, größere Ausschläge an den Enden der Kurve auftreten, wobei Investoren natürlich hauptsächlich ihr Augenmerk auf die linke Seite - die Crashes - richten. Vereinfacht gesagt basiert auf diesem Modell die Welt der Finanzmärkte, vom Risikomanagement bis hin zum Optionshandel, und es hat nur einen winzigen Nachteil: Es ist falsch.

HÄUFIGKEIT DER AUSREISSER

Wie jedem Modell liegen auch dem Standardmodell verschiedene fragwürdige Annahmen zur Realität zugrunde. Und obwohl sich der Großteil der Marktteilnehmer dessen bewusst ist, gibt es noch kein besseres Modell, zumindest keines, das sich im Markt etabliert hat, um die Realität der Märkte akkurater, mit geringerer Fehleranfälligkeit, zu beschreiben.

Zum Beispiel sollte gemäß der Theorie extreme Crash-Ereignisse, die wir in verschiedenen Anlageklassen mit einer gewissen Regelmäßigkeit erleben, nicht auftreten. Der große Crash von 1987, bei dem der S&P 500 während eines einzigen Handelstages um fast 30 % fiel - etwa 22 % auf Schlusskursbasis - sollte theoretisch in einer Billion Handelstagen nur einmal vorkommen. Hätten wir also in den letzten 13,8 Milliarden Jahren seit dem Urknall an jedem Wochentag, also 3,4 Billionen Handelstage, den S&P 500 beobachtet, hätte der Crash von 1987 etwa dreimal passieren dürfen. Genauso verhält es sich auch mit einzelnen Aktien. Wie viele +/- 20 %-Bewegungen haben Sie in den letzten Jahren gesehen? Eine ganze Menge.

Absicherungen, insbesondere Optionen, werden jedoch am Markt basierend auf dem Standardmodell bewertet, das von besagter Glockenkurve ausgeht. Das bedeutet, dass Absicherungen gegen Crashes dramatisch unterbewertet sind, weil ungewöhnliche Marktbewegungen viel häufiger vorkommen, als es das Modell suggeriert. Die schlechte Nachricht ist also, dass das "Tail-Risiko"



unterbewertet ist. Shit will happen. Die gute Nachricht hingegen lautet, dass sich diese Erkenntnis noch nicht bis zu den Versicherungsmaklern (Optionsverkäufern) herumgesprochen hat, weshalb die Preise für Absicherungen günstiger sind, als sie es nach der Häufigkeit der in der Realität vorkommenden Crash-Ereignisse eigentlich sein dürfen. Im Bereich bis zu drei Standardabweichungen ist das Modell relativ robust. Jenseits der drei Standardabweichungen ist die Realität nur unzureichend abgebildet. Here be Dragons.

Darüber hinaus haben Optionen den Vorteil, dass ihr Gewinn/Verlust-Profil nicht linear ist. Wenn beispielsweise der Kurs einer Aktie um 10 USD fällt, verliert man 10 USD. Bei Optionen hingegen kann der Wert der Absicherung je nach Absicherungsniveau um ein Vielfaches steigen und somit die Möglichkeit bieten, bewusst gewisse Kursrisiken einzugehen im Vertrauen darauf, im Worst-Case-Szenario für das eingegangene Risiko ausreichend kompensiert zu werden. Natürlich kostet Absicherung Performance, und diese sogenannte "Negative Carry" ist ein Faktor, warum relativ wenige Portfolios mit ausreichender Absicherung operieren.

WHAT'S NEXT...

Nun kann es Sinn machen, diese assoziierten Hedge-Kosten bei einem langfristigen High-Beta-Portfolio durch höhere, permanente Risikoallokation zu kompensieren. Die High-Beta-Investments erwirtschaften bei korrekter Selektion Überrenditen gegenüber dem 60/40-Portfolio,

da die knappe Ressource - Kapital - effizienter eingesetzt wird. Das damit einhergehende höhere Risiko wird über rollierende Absicherung verkürzt. Die Möglichkeit, permanent am Markt investiert zu sein, verringert gleichzeitig die Gefahr, in positiven Marktphasen unterinvestiert zu sein.

Im Durchschnitt verlaufen etwa 70% aller Marktbewegungen unter Schwankungen seitwärts. Die verbleibenden 30% tragen überdimensional zur Performance einzelner Assets bei. Ein Beispiel: Hätten Sie vor 20 Jahren in den S&P 500 investiert und die besten 10 Handelstage verpasst, wäre Ihre annualisierte Rendite von 9,8% auf 5,6% geschrumpft. Bei 30 Handelstagen wäre Ihre Performance flat, und bei 60 verpassten Tagen würde Ihr Portfolio eine negative jährliche Rendite von -4,2% aufzeigen.

Betrachtet man nun den Zinseszins-Effekt, der bei High-Beta-Investments noch dramatischer ins Gewicht fällt, wird das Risiko, in diesen Perioden nicht investiert zu sein, deutlich unterschätzt.

Die Möglichkeit, ein individuell angepasstes "FBH-Protokoll" umzusetzen, hängt allein von der Risikobereitschaft des Kunden ab - in welchem Umfang er sich für riskante Anlagen entscheidet, welches "Tail-Risiko" er zu tragen bereit ist und welchen Preis er bereit ist, für eine Absicherung zu zahlen.

Der Rest ist schlichtes Rechnen.

✉ twegener@thetacticalbrief.com

🌐 www.thetacticalbrief.com

