



„Strategie-Overlays  
verbessern das  
Ertrags/-Risikoprofil  
von Multi-Asset  
Portfolios“

Q4 2022

**LBΞBW Asset Management**

TELOS GmbH

---

## Strategie-Overlays verbessern das Ertrags-/Risikoprofil von Multi-Asset Portfolios

Durch den Einsatz von Strategie-Overlays steigt die Wahrscheinlichkeit, auch in ungünstigen Kapitalmarktsituationen positive Erträge zu erwirtschaften.

**Von Dr. Peter Oellers und Matthias Bruckmeir, Portfoliomanager bei der LBBW Asset Management**

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld stellt institutionelle Investoren vor ein Problem: Klassische Fixed-Income Mandate, aber auch Multi-Asset Mandate mit einem signifikanten Anteil an Rentenbeständen werden sich in Zukunft nicht mehr derart positiv entwickeln wie in den zurückliegenden Jahren.

Die Situation könnte sich verschärfen, wenn die Renditen weiter steigen und damit der Druck auf die Bewertung von zinssensitiven Anlagen zunimmt.

Wie können Investoren diesem Dilemma entkommen? Eine Möglichkeit ist sicherlich die Hinzunahme von Anlageklassen mit höheren Risiken. Dafür spricht auf den ersten Blick das Argument, dass sich durch die Berücksichtigung weiterer Anlageklassen eine höhere Diversifikation im Portfolio erreichen lässt. Die Marktbewegung im 1. Quartal dieses Jahres hat jedoch gezeigt, dass bei ausgeprägten Marktschwächen oftmals alle Assetklassen gleichzeitig Verluste generieren und somit die positiven Diversifikationseffekte verpuffen.

Damit sind die Effekte von negativen Korrelationen bei den Standard-Anlageklassen wie Anleihen und Aktien nur von begrenztem Nutzen: In relativ ruhigen Marktphasen wirken sie positiv auf die Volatilität und das Drawdown-Verhalten eines Portfolios. Allerdings verschwindet der Nutzen gerade in turbulenten Marktphasen, in denen eine negative Korrelation zwischen den Anlageklassen eigentlich dringend benötigt werden würde.

Doch es gibt einen anderen Weg: Strategie-Overlays, die wenig korreliert sind zu den Standard-Anlageklassen. Dabei spielen vor allem die folgenden Fragen eine wichtige Rolle:

1. Welche Strategie-Overlays generieren einen positiven Ertrag, unabhängig von den Bewegungen an den Kapitalmärkten?
2. Lässt sich durch Hinzunahme mehrerer verschiedener Strategie-Overlays ein zusätzlicher Diversifikationseffekt erzielen?
3. Wie lassen sich diese Strategie-Overlays in bestehende Multi-Asset-Portfolios integrieren und welcher Nutzen hinsichtlich Ertragserwartung und Risikoprofil kann dadurch gerade in ausgeprägten Schwächephase erzielt werden?

## Strategie-Overlays im Überblick

Unter einem Strategie-Overlay versteht man einen Ansatz, der sich auf ein Gesamtportfolio bezieht und der grundsätzlich mit Derivaten umgesetzt wird.

Im Vergleich zu einem Risiko-Overlay, bei dem die Risikoreduktion des Gesamtportfolios im Vordergrund steht, verfolgen Strategie-Overlays das Ziel, positive Renditen bei möglichst geringer Volatilität und geringen Preisrückschlägen zu erwirtschaften – unabhängig von den Bewegungen des Marktes. Diese Anforderung kann nur dann erfüllt werden, wenn die eingesetzten Strategie-Overlays zu den klassischen Anlageklassen wie Aktien und Renten gering korreliert sind.

Die folgende Tabelle gibt eine Übersicht möglicher Strategie-Overlays und ihre Merkmale:

Strategie	Kategorie	Basisrisiko	Ziel
<b>Laufzeitenstrategie (Lz Credit)</b>	Relative Value	Credit Investment Grade (Credit IG)	Realisierung des Zeitwertes auf der Kreditkurve
<b>Volatilitätsstrategie Investment Grade Credit (Vol IG-Credit)</b>	Volatilität	Credit Investment Grade (Credit IG)	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der IG-Corporates
<b>Volatilitätsstrategie High Yield Credit (Vol HY-Credit)</b>	Volatilität	Credit High Yield (Credit HY)	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der HY-Corporates
<b>Volatilitätsstrategie Aktien (Vol Aktien)</b>	Volatilität	Aktien	Realisierung der Volatilitätsprämie im Bereich der Aktien

Basis unserer Strategien auf Credit Investment Grade (Credit IG)-Risiken ist der iTraxx® Europe Main und die darauf gehandelten Credit Default Swaps (CDS). Dieser Index besteht aus einem Portfolio von 125 europäischen Investment Grade Adressen, der alle sechs Monate hinsichtlich Liquidität und Bonität der Indexadressen neu angepasst wird. Darüber hinaus wird der Index in den Laufzeiten über drei, fünf, sieben und zehn Jahren sehr liquide gehandelt. Neben den europäischen Indizes existiert auch ein US-amerikanisches Pendant, der sogenannte CDX N.A.I.G.-Index, welcher ebenfalls sehr gute Liquiditätseigenschaften besitzt.

Über die Investmentgrade-Indizes hinaus nutzen wir für unsere Strategien auch Non-Investmentgrade Indizes wie zum Beispiel den iTraxx® Europe Crossover Index, der ebenfalls wie der iTraxx® Europe Main Index alle sechs Monate neu zusammengestellt wird und aus 75 Adressen besteht.

Einige Strategie-Overlays haben sich als besonders wirksam erwiesen.

## **Laufzeitenstrategie: positiver Zeitwert durch durationsneutrale Positionierung auf der Kreditkurve**

Mit einer durationsneutralen Positionierung auf der Kreditkurve einen positiven Zeitwert zu generieren – das ist die grundlegende Vorgehensweise der Laufzeitenstrategie. Der Zeitwert hat dabei zwei Komponenten. Zum einen den „Carry“, der aus der Spreadzahlung für das eingegangene Risiko besteht, und zum anderen der „Rolldown“, der definiert ist als die Marktwertveränderung des CDS-Kontraktes bei einer Restlaufzeitverkürzung des Kontraktes um ein Jahr und sonst gleichbleibenden Marktparametern.

Wenn wir von Durationsneutralität sprechen, möchten wir uns genau so auf der Kreditkurve positionieren, dass eine Parallelverschiebung der Spreadkurve keinen Einfluss auf die Marktbewertung der Gesamtposition hat.

Dazu berechnen wir für alle liquiden Laufzeiten (drei Jahre, fünf Jahre und zehn Jahre) den beschriebenen Zeitwert und nehmen auf Basis dieser Analyse die entsprechende Positionierung auf der Kreditrisikokurve vor. Konkret wird dabei in die Laufzeit mit dem positivsten Zeitwert investiert (Verkauf von Absicherung) und gleichzeitig in die Laufzeit mit dem geringsten Zeitwert desinvestiert (Kauf von Absicherung).

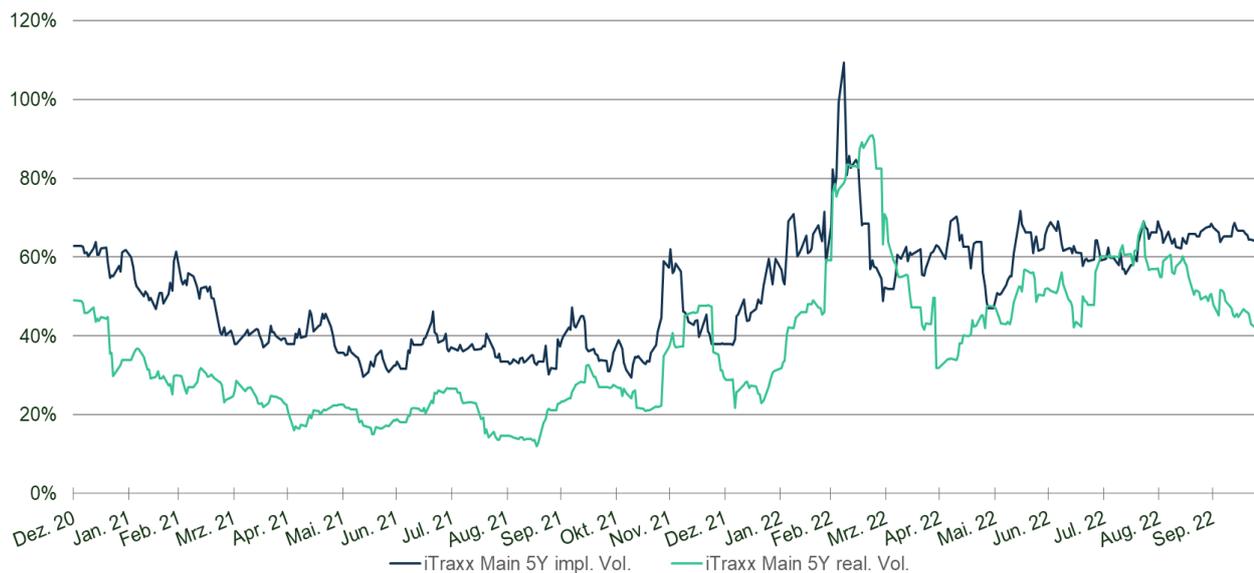
## **Volatilitätsstrategie IG-Credit: Volatilitätsprämien am Kreditmarkt realisieren**

Bei der Volatilitätsstrategie IG-Credit spielen Optionen eine wichtige Rolle. Das lässt sich anhand der Grundprinzipien von Optionen auf den iTraxx® Europe Main Index erläutern. Entsprechendes gilt auch für andere Indizes, wie beispielsweise den iTraxx® Europe Crossover Index, der die Basis für die Volatilitätsstrategie HY-Credit bildet.

Die am Optionsmarkt des iTraxx® Europe Main Index gehandelten Optionen umfassen im Wesentlichen Receiver- und Payer-Optionen. Bei einer (europäischen) Payer-Option erwirbt der Käufer das Recht, zu einem definierten Zeitpunkt in der Zukunft (dem Ausübungstag), eine Absicherung auf den iTraxx® Europe Main Index zu einem definierten Spread (Strike) zu kaufen. Dagegen erwirbt der Käufer einer (europäischen) Receiver-Option das Recht, eine Absicherung auf den iTraxx® Europe Main Index zu einem definierten Zeitpunkt in der Zukunft zu einem festen Spread (Strike) zu verkaufen. Die Marktkonvention sieht eine physische Lieferung vor – das heißt, dass es bei Ausübung zwischen den Vertragsparteien zu einem CDS-Geschäft kommt. Aus diesen Definitionen wird ersichtlich, dass der Marktwert einer Payer-Option ansteigt, falls sich der Spread des iTraxx® Europe Main Indexes ausweitet, bei sonst gleichbleibenden Marktparametern. Entsprechend steigt der Marktwert einer Receiver-Option an, falls der Spread sinkt, bei ansonsten ebenfalls gleichbleibenden Marktparametern.

Hat ein Investor eine Payer-Option gekauft und der Creditspread liegt am Ausübungstag unterhalb des Strike-Preises, so lohnt es sich für den Käufer der Option nicht, diese auszuüben. Damit ist maximal sein durch den Kauf der Option eingesetztes Kapital verloren. Umgekehrt verhält es sich für den Kauf einer Receiver-Option.

Wie in anderen Märkten auch beobachtet man an den Kreditmärkten eine Volatilitätsprämie – das bedeutet, dass die zu Beginn einer Optionsperiode gehandelte implizite Volatilität mit einer hohen Wahrscheinlichkeit über der folgenden realisierten Volatilität handeln wird. Begründet liegt diese Prämie in der Risikoaversion der Marktteilnehmer. Die folgende Grafik zeigt, dass es am europäischen Kreditmarkt eine Volatilitätsprämie gibt. Über weite Phasen handelt die implizite über der realisierten Volatilität.



Quelle: LBBW Asset Management

Wie lässt sich die Volatilitätsprämie vereinnahmen? Wir verkaufen kurzlaufende Receiver- und Payer-Optionen zum selben Strike (Straddle) auf den iTraxx® Europe Main Index und sichern die durch die Marktbewegung induzierte Delta-Position aus den Optionen auf einer täglichen Basis ab. Falls nach Ablauf der Optionsperiode die realisierte Volatilität unterhalb der impliziten Volatilität beim Periodenstart liegt, verbleibt ein positiver Ertrag. Da dies sehr häufig der Fall ist, gelingt uns die Vereinnahmung dieser Volatilitätsprämie am Kreditmarkt.

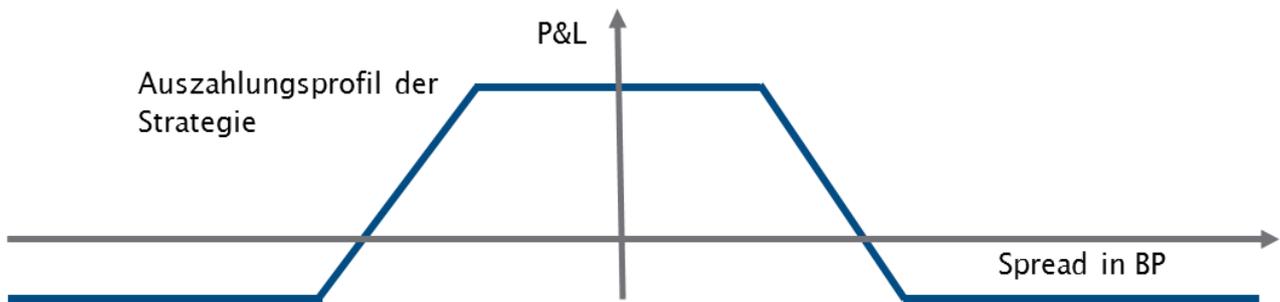
### **Volatilitätsstrategie auf Aktien: Verkauf kurzlaufender Varianzswaps eröffnet Renditemöglichkeiten**

Auch im Aktienmarkt existiert nachweislich eine Volatilitätsprämie. Um an dieser Prämie zu partizipieren, werden kurzlaufende Varianzswaps verkauft. Bei diesem Finanzprodukt „tauscht“ man die anfänglich festgelegte implizite Varianz gegen die am Ende der Kontraktlaufzeit tatsächlich eingetretene realisierte Varianz. Je nach relativer Attraktivität wird der Euro Stoxx50® oder der S&P500® als Underlying gewählt.

Mit Hilfe von Trendindikatoren auf Basis der realisierten Volatilität und der zugrundeliegenden Aktienindizes wird die Positionierung gesteuert, im Extremfall wird die Strategie auch ausgesetzt.

### **Volatilitätsstrategie HY-Credit: Den maximalen Verlust in den Fokus nehmen**

Bei der Volatilitätsstrategie HY-Credit ist das Basisinstrument der iTraxx® Europe Crossover Index. Die Strategie verkauft dabei einen Strangle (Payer- und Receiver-Option zu unterschiedlichen Strikes) auf den iTraxx® Europe Crossover Index. Dabei hängen die Strikes von der aktuellen (realisierten) Volatilität ab. Bei einer hohen Volatilität werden die Strikes konservativer gewählt, das heißt der Abstand zwischen den beiden Strikes ist größer. Umgekehrt ist bei einer geringeren Volatilität der Abstand der Strikes geringer. Das Auszahlungsprofil der Optionspositionierung ist in der folgenden Abbildung dargestellt:



Quelle: LBBW Asset Management

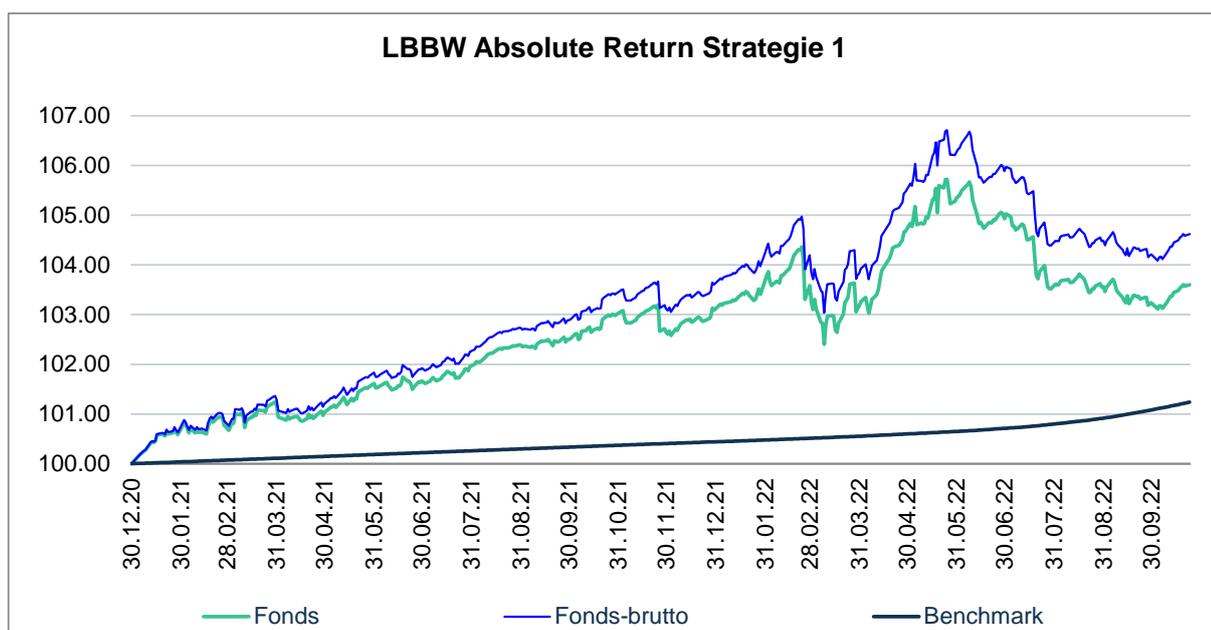
Wie im Schaubild zu erkennen ist, werden die Tail-Risiken durch einen Kauf von Payer- und Receiver-Optionen abgesichert. Dadurch ist innerhalb einer Optionsperiode von Beginn an ein maximal möglicher Verlust definiert.

Der Abstand zwischen den Strikes im Auszahlungsprofil wird jeweils zu Beginn einer Optionsperiode festgelegt. Wie oben beschrieben, bestimmt die realisierte Volatilität zum Periodenstart, wie weit die Strikes voneinander entfernt sind.

Die Höhe des Nominalvolumens in der Strategie hängt von der Relation der Prämieinnahme zum maximalen Verlust ab. Je geringer der Quotient aus der Prämieinnahme im Vergleich zum maximalen Verlust ist, desto höher kann das abgeschlossene Volumen in der Strategie sein. Bei einem sehr geringen Quotienten wird die Strategie ausgesetzt.

### Eine Kombination von Strategie-Overlays ist besser als jedes einzelne Strategie-Overlay

Welches der verschiedenen Strategie-Overlays verspricht den größten Nutzen? Am besten ist eine Kombination von mehreren. Die folgende Grafik zeigt die Performance des LBBW Absolute Return Strategie 1, einem Publikumsfonds, der eine solche Kombination in der Praxis umsetzt und hier als sichtbare Referenz dienen soll. Selbstverständlich steht einem institutionellen Anleger auch die Umsetzung eines solchen Ansatzes mittels eines Spezialfonds zur Verfügung.



Quelle: LBBW Asset Management

Die Frage nach der Leistungsfähigkeit des vorgestellten Konzepts in schwierigen Marktphasen beantwortet eigentlich ein kurzer Blick auf die Performance-Übersicht dieses Jahres.

<b>Assetklasse</b>	<b>Rendite von 30/12/2020 bis 24/10/2022</b>
<b>EUR Government.</b>	-19,6 %
<b>EUR Corporates</b>	-16,1 %
<b>EURO Stoxx 50</b>	+4.5%
<b>LBBW Absolute Return Strategie I</b>	+3,6 %

Die Jahresperformance des LBBW Absolute Return Strategie I zeigt somit zum einen ganz offensichtlich ein hohes Maß an Unkorreliertheit und war zum anderen auch noch positiv.

#### **Kontakt:**

**LBBW Asset Management**  
Investmentgesellschaft mbH  
Fritz-Elsas-Straße 31  
70174 Stuttgart  
Tel.: +49 (0)711 22910-3000  
Website: [www.lbbw-am.de](http://www.lbbw-am.de)

#### **Ansprechpartner für das institutionelle Geschäft:**



Dr. Helmuth Conrad  
Leiter Consultant Relationship  
Tel.: +49 (0)711 22910-3204  
Fax: +49 (0)711 22910-9098  
E-Mail: [helmuth.conrad@lbbw-am.de](mailto:helmuth.conrad@lbbw-am.de)



Panagiotis Patzartzis  
Leiter Institutional Clients  
Tel.: +49 (0)711 22910-3211  
Fax: +49 (0)711 22910-9298  
E-Mail: [panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de](mailto:panagiotis.patzartzis@lbbw-am.de)

## **Wichtiger Hinweis**

Die Informationen in dieser Publikation sind ausschließlich für institutionelle Investoren und Finanzintermediäre bestimmt und nicht für Privatanleger.

Für den Inhalt sind ausschließlich die jeweiligen Anbieter verantwortlich. Die TELOS GmbH übernimmt keine Gewähr und/oder Haftung für die Richtigkeit der Angaben. TELOS GmbH übernimmt keine Haftung für Verluste oder Schäden aufgrund von fehlerhaften Angaben. Weder die dargestellten Kennzahlen noch die bisherige Wertentwicklung ermöglichen eine Prognose für die Zukunft. Die dargestellten Strategien und Auswertungen stellen kein Angebot und keine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf dar.

Vervielfältigung und Verbreitung nur mit Zustimmung der Autoren!

TELOS GmbH

Biebricher Allee 103

D-65187 Wiesbaden

Tel. +49 (0)611 9742 100

E-Mail: [info@telos-rating.de](mailto:info@telos-rating.de)

Web: [www.telos-rating.de](http://www.telos-rating.de)