

1. Ausgangslage

„Die Leute im Risikomanagement halten lediglich solche Dinge für riskant, die ihnen in der Vergangenheit Nachteile einbrachten, wobei sie nicht bemerken, dass diese negativen Ereignisse in der Vergangenheit, bevor sie passierten, präzedenzlos gewesen waren und sich sämtlichen Standarderklärungen entzogen hatten.“

Nassim Taleb (2012)

Der Mathematiker Nassim Taleb beschreibt das Scheitern klassischen Risikomanagements in der Vermögensverwaltung (*Antifragile. Things That Gain from Disorder*, 2012) und es hat sich seit 2012 nichts geändert. Die Qualität von Modellen wird anhand historischer Daten geprüft, als „sicher“ gilt, was in historischen Krisen funktioniert hätte. Damit wird weiter ignoriert, dass *„das größte Verlustrisiko im Asset Management das Modellrisiko ist“* (André Horowitz, 2019). Nach Taleb folgt daraus die Notwendigkeit „antifragiler Modelle“ im Portfoliomanagement.

„Das beste Modell für eine Katze ist eine Katze; möglichst dieselbe Katze“

Norbert Wiener (1955)

Ich zitiere Nassim Taleb im Kontext der Antifragilität trotz seiner internationalen Popularität nur ungerne. „Antifragilität“ ist eine Neubezeichnung für das Phänomen der „Ultrastabilität“ in dynamischen Systemen. Die mathematischen Grundlagen ultrastabiler System wurden schon in den 1950er Jahren u.a. von Norbert Wiener und Heinz von Foerster erarbeitet. Sie untersuchten offene Systeme, deren Dynamik nicht über lineare Kausalketten erklärbar ist. „Sicherheit“ in solchen Systemen setzt voraus, dass sie mehrere Gleichgewichtszustände besitzen (= Regimes), auf denen sie sich nach Stressereignissen (Stress = Störung des bestehenden Gleichgewichts von außen) einpendeln können. Heinz von Foerster konnte 1960 zeigen, unter welchen Voraussetzungen Stress in solchen Systemen zu einer Zunahme der Ordnung führt.

Die Entwicklung eines *ultrastabilen Portfolios* startete mit der Frage *„Was ist das risikoärmste Wertpapierdepot für sehr lange Fristigkeiten?“*. Die Frage war unbeantwortet, da Risiko im Portfoliomanagement/WpHG die laufende Verlustgefahr bezeichnet und kurzfristig ausgerichtet ist. Je niedriger der risikolose Zins, desto aussageloser sind die Kennzahlen (Value-at-Risk, Volatilität, MDD, ...) bezogen auf die langfristige Sicherheit von Portfolios. Zudem setzen fast alle Veröffentlichungen der letzten Jahrzehnte für langfristiges Risikomanagement einen positiven Zins als gegeben voraus. Ohne diese Voraussetzung verlieren diese Arbeiten ihre Gültigkeit. Seit 2018 sind die Umlaufrenditen 10jähriger-Bundesanleihen negativ. Wir befinden uns auf unbekanntem Gelände.

2019 haben das Bankhaus Krentschker und wir ein ultrastabiles Portfolio entwickelt, welches keine Rücksicht auf kurzfristige Risikokennzahlen nimmt und dessen Validität nicht auf der Analyse historischer Kursdaten basiert (das ist notwendig, um die von Taleb beschriebene Problematik zu vermeiden). Zur Funktionsweise ultrastabiler Portfolios verweisen wir an dieser Stelle auf die Kurzstudie *„Ultrastabilität – Anlagestrategie für die Lange Frist“* vom Institut für Vermögensaufbau und Index Capital, 2019.

Im Folgenden betrachten wir konkret die Funktionsweise des Risikomanagements während der Corona Krise in einem Portfolio, welches vom Bankhaus Krentschker als institutioneller Fonds im November 2019 initiiert wurde.

2. Kurzdarstellung des ultrastabilen Portfolios:

Das Anlageuniversum besteht aus zwei Bausteinen:

„**Die Welt AG**“: Investition in ca. 7000 Unternehmen weltweit, inkl. kleiner und mittlerer Unternehmen. Industrie- und Schwellenländer. Steuerung der Gewichtung unter Berücksichtigung der Unternehmensgewinnen und –Bewertungen. Damit möglichst umfassende Abbildung der Erträge der Weltwirtschaft im Portfolio. Dank der breiten Streuung wird dieser Baustein als ausfallsicher eingestuft.

„**Investitionsreserve**“: Investition in langlaufende sichere Staatsanleihen, AA und AAA. Diese Reserve liefert selbst keinen Renditebeitrag. Sie steht als Liquidität zur Verfügung, um in Krisen antizyklisch in die Welt AG umgeschichtet zu werden.

Regimes und Gewichtung der Bausteine:

A „**Normal**“ (Risikokapitalkosten der Welt AG sind auf Normalniveau):
80% Welt AG / 20% Investitionsreserve

B „**Eigenkapitalknappheit**“ (Risikokapitalkosten der Welt AG sind deutlich erhöht):
90% Welt AG / 10% Investitionsreserve

C „**Eskalation der Eigenkapitalknappheit**“ (Risikokapitalkosten der Welt AG sind extrem hoch):
100% Welt AG

Steuerung der Regimes in Krisen (vereinfacht):

A→B: Aktienmarktverlust zum Dreijahreshoch > 20%

B→C: Aktienmarktverlust seit Regimewechsel A→B oder C→B > 25%¹

C→B: Aktienmarktgewinn zum Dreijahrestief > 50%

B→A: Aktienmarktgewinn seit Regimewechsel A→B oder C→B > 25%

Auswirkung auf die langfristige Rendite. Beispielrechnung

Wir gehen hier nicht auf die Grundlagen der Ultrastabilität ein, zeigen aber den konkreten Effekt anhand einer vereinfachten Rechnung. Entscheidend für die Überlegung ist die „Rentabilität des eingesetzten Kapitals“, womit die thesaurierten Unternehmensgewinne und Zinserträge im Portfolio bezeichnet werden. Gelingt es, diese Kennzahl über Krisen hinweg möglichst konstant zu halten, so schafft der Zinseszinsseffekt langfristige Sicherheit.

1 Mio. Euro wird in einer normalen Marktphase investiert (Regime A: 80% Welt AG/20% Investitionsreserve). In solchen Phasen liegt die Rentabilität auf das eingesetzte Kapital am Aktienmarkt im Bereich von ca. 6% (das entspricht einem KGV 17² (G = zukünftige mittlere Gewinne des MSCI AC World IMI)). Die Rentabilität der Anleihen setzen wir auf 0%. Das

¹ Ausgehend vom Dreijahreshoch befindet sich das Aktienportfolio somit nach den Regimewechseln A→B und B→C zu 40% im Verlust ($0,80 \times 0,75 = 0,60$).

² Das durchschnittliche KGV am weltweiten Aktienmarkt war attraktiver, jedoch berücksichtigen wir mit dieser Annahme die veränderten Inflation/Zinsniveaus.

bedeutet aufgrund der (80/20) Allokation, dass der Investor im Portfolio **4,8% p.a. innere Rentabilität bzgl. seines Startkapitals von 1 Mio. Euro** hat.

Unterstellen wir in einer extremen Krise (Wechsel in Regime C) einen Einbruch am Aktienmarkt von -40%. Vom Startkapital 1 Mio. Euro sind dann 320 TEuro durch den Einbruch verloren gegangen. Im Portfolio führt der Regimewechsel zur Auflösung der Investitionsreserve und Umschichtung in 100% Aktien. Allerdings steigt in solchen Phasen die Rentabilität des Aktienmarktes auf einen Bereich von ca. 9% (das entspricht einem KGV ca. 11³).

Das bedeutet aufgrund der antizyklischen (100/0) Allokation, dass der Investor jetzt im Portfolio **6,1% p.a. innere Rentabilität bzgl. seines Startkapitals von 1 Mio. Euro** (= Kapital vor Beginn der Krise) hat.

Der Zinseszins bezogen auf das Kapital vor einer Krise wird über die Krise verstetigt. Damit kann der Zinseszins seine langfristig exponentielle Kraft entfalten⁴. Die langfristige Rendite wird planbar und unabhängig von Krisen während des Anlagehorizontes.

3. Die Corona Krise:

Die Märkte in der Krise

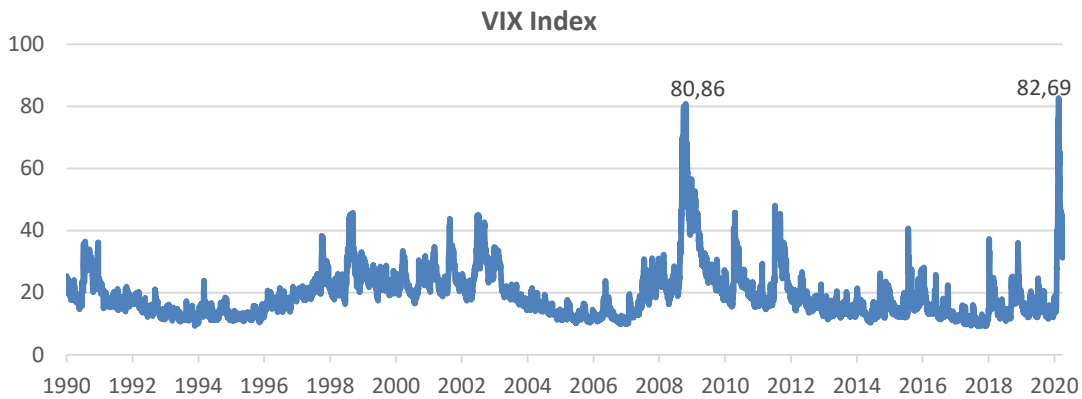
Ab dem 20.2.2020 begann ein starker Einbruch, der seinen Tiefpunkt bei Aktien am 18. März und bei Unternehmensanleihen am 23. März erreichte:

Index	Maximum Drawdown (in Q1/2020) in lokaler Währung
DAX 30 Index	-39%
Stoxx 600 (Europa) Index	-35%
S&P 500 Index	-34%
Nikkei Index	-28%
Emerging Markets Index	-31%
Globale Unternehmensanleihen IG	-11%
Globale High Yield Anleihen	-22%

³ Das hier unterstellte gesunkene KGV in Krisen lässt sich nicht nur anhand historischer Daten aufzeigen. Es ist vielmehr eine ökonomische Notwendigkeit, dass Risikokapitalkosten für Unternehmen in Krisen sprunghaft ansteigen. Siehe z.B: *Stock Prices, Earnings, and Expected Dividends*, Robert Shiller/John Campbell 1988

⁴ Ein stetiger Zinseszins führt zu einem exponentiellen Vermögenswachstum. Zum Beispiel bei 5% Zins p.a. werden aus 1 Mio. Euro in 50 Jahren 11,5 Mio. Euro.

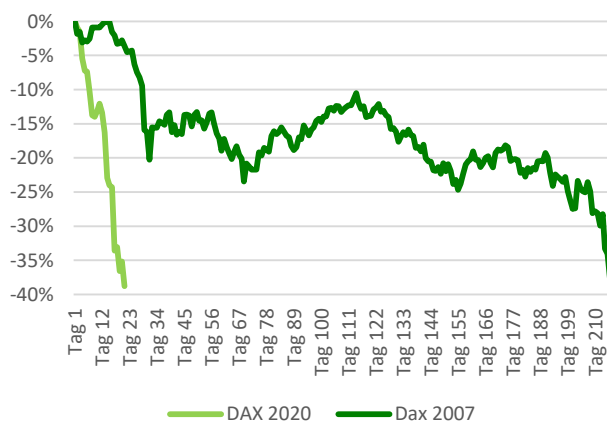
Die Panik an den Aktienmärkten war mit der Finanzkrise vergleichbar:



Die Geschwindigkeit des Einbruchs war jedoch präzedenzlos:



Der S&P 500 verlor in Q1 2020 in 24 Handelstagen 34%. Während der Finanzkrise dauerte es 261 Tage, um den gleichen Verlust zu generieren.



Der DAX verlor in Q1 2020 in 21 Handelstagen 39%. Während der Finanzkrise dauerte es 217 Tage, um den gleichen Verlust zu generieren.

Quelle: Acclivis Investment-AG / Deutsche Börse / Bloomberg

Portfolioverhalten in der Krise:

Zunächst war lange unklar, wie ansteckend und bedrohlich das neuartige Corona Virus ist. Erst am 30.1. rief die WHO eine „gesundheitliche Notlage von internationaler Tragweite“ aus. Dennoch stiegen die Aktienmärkte der Industriestaaten bis 20.2. (MSCI World). Dann begann ein starker Einbruch.

Bis zum 2.3. beliefen sich die Verluste im MSCI World auf -15%, von einer Krise im Sinne der Eigenkapitalknappheit konnte man zu dieser Zeit aber noch nicht sprechen. An den Märkten brachen vor allem die Unternehmen ein, deren Geschäftsmodell direkt von den Auswirkungen der Pandemie betroffen war. Es gab noch keine marktweite Flucht aus Aktien, die Risikoprämien hatten sich noch nicht allgemein ausgeweitet (siehe unsere Erläuterungen zur Dramaturgie von Krisen vom 2.3.: <https://www.youtube.com/watch?v=mK6sh3f4TDU&t=2680s>)

Am 9.3. hatten sich die Verluste auf -20% ausgeweitet. Damit wurde für die Steuerung des Portfolios eine wichtige Marke für einen Regimewechsel von Normal (A) zu Eigenkapitalknappheit (B) gerissen. Diese Bedingung ist für den Regimewechsel notwendig, jedoch nicht hinreichend. Insbesondere die Risikoprämien von Unternehmensanleihen hatten sich am 9.3. noch nicht signifikant ausgeweitet. Erst am 15.3. war dies der Fall, so dass man von Eigenkapitalknappheit im eigentlichen Sinn sprechen konnte.

Im Portfolio haben wir am 20.3. den Regimewechsel vollzogen und die Aktienquote auf 90% erhöht. Wir haben damit zu extrem günstigen Konditionen Eigenkapital der Welt AG eingekauft, indem wir unsere Investitionsreserven reduzierten. Die zeitliche Verzögerung vom 15.3. zu 20.3. erklärt sich daraus, dass die Liquidität am Markt teilweise zusammengebrochen war. Marktteilnehmer mussten noch verkaufen (da ihr Risikobudget ausgegangen war), konnten dies jedoch selbst zu stark gefallen Preisen nicht. Erst am 19.3. zeigten die Handelsaktivitäten ein Abklingen der Zwangsverkäufe. Der Aktienmarkt hatte inzwischen ca. -35% verloren (siehe unsere Erläuterungen und ausführliche Begründung zum Wechsel in des Regime B „Eigenkapitalknappheit“ vom 22.3.: <https://www.youtube.com/watch?v=WtLwT9cxaXQ&t=2065s>).

Aufgrund der sehr breiten Streuung und ausgewogenen Gewichtung der Aktieninvestition im Portfolio besteht kein relevantes Ausfallrisiko. Die Investitionsreserve wurde in sicheren liquiden Staatsanleihen gehalten. Nur aus diesen beiden Gründen war es möglich, die Krise durch antizyklisches Handeln zu nutzen. Selbst wenn sich Ursache und Verlauf dieser Krise von den Krisen der letzten Jahrzehnte unterscheidet – auch diese Krise gehorcht den grundlegenden ökonomischen Prinzipien.

Seit dem 24.3. sind die Aktienmärkte in den folgenden Tagen teilweise so stark gestiegen, wie seit 1930 nicht mehr. Im Portfolio konnten wir diesen Effekt aufgrund der antizyklischen Investition überproportional nutzen. Dies muss jedoch als zufälliges Ereignis gewertet werden. Entscheidend für die Aufstockung der Aktienquote auf 90% war, dass die Unternehmen zu bisherigen Konditionen kein Eigenkapital mehr bekommen haben und deutlich mehr bieten mussten. Die Kapitalkosten der Unternehmen sind langfristig gerade die Renditen der Investoren. Ob es dabei schnell zu einer Erholung der Märkte kommt oder nicht, ist irrelevant.

Obwohl wir uns noch mitten in der Pandemie befinden mehren sich inzwischen die Anzeichen, dass die Märkte das Regime „Eigenkapitalknappheit“ schon wieder verlassen und auf „Normal“ zurückschalten. Im Portfolio bedeutet dies aktuell, dass wir absehbar wieder auf 80% Aktienquote zurückfahren und die Investitionsreserve auf 20% aufstocken.

Performance

Der Kursverlauf des Portfolios 31.12.2019 bis 1.5.2020 zeigt einen Verlust YTD von -7,97% (Graphik). Insgesamt liegt das Portfolio noch im Verlust, aber das Konzept der Ultrastabilität nimmt explizit keine Rücksicht auf kurzfristige Schwankungen. Wesentlich ist, dass die Krise für den Zukauf von Eigenkapital zu außergewöhnlich attraktiven Konditionen genutzt wurde.



Quelle: Liechtensteinische Landesbank (Österreich) AG

Zum Vergleich dieses Wertes mit einem Portfolio dessen Risikomanagement über Value-at-Risk gesteuert wird, betrachten wir den aktuell erfolgreichsten Robo-Advisor. Dieser bietet Value-at-Risk gesteuerte Portfolios an, arbeitet wissenschaftlich hochwertig im klassischen Sinne und seine Resultate sind quartalsweise über www.brokervergleich.de einsehbar. Das Portfolio in der Kategorie „Ausgewogen“ erlitt vom 31.12. bis 27.4 (Daten liegen bei Erstellung dieses Berichts bis zu diesem Datum vor) einen Verlust YTD von -18,9% (Quelle: www.brokervergleich.de).

Besonderheit der Krise

In der Kurzstudie „Ultrastabilität – Anlagestrategie für die lange Frist“ wird davon ausgegangen, dass ein Regime wenigstens ein Jahr Bestand hat. Hintergrund ist, dass Investoren nach Krisen relativ lange brauchen, bis sie ihre Anforderungen an die Eigenkapitalrentabilität der Unternehmen wieder lockern können bzw. über Risikobudget verfügen. Ungewöhnlich an dieser Krise ist die schnell Teilerholung der Märkte, bedingt durch eine noch nie dagewesene Aktivität der Staaten und Zentralbanken zur Unterstützung der Wirtschaft. Betrachtet man zum Beispiel die Zentralbank der USA, so hat diese in der Finanzkrise von 2008 bis 2014 den Markt mit ca. 4.500 Milliarden USD gestützt. Jetzt belaufen sich die von der FED beschlossenen Maßnahmen zur Behebung der Corona Krise nur für das Jahr 2020 auf über 6.500 Mrd. USD. Gleichzeitig wurde von der FED jetzt auch in den USA das Zeitalter der Nullzinsen eingeläutet.

Es ist naheliegend, dass dies die Aktienmärkte beeinflusst. Wer in der Vermögensverwaltung weiter auf die Rückkehr der Zinsen wartet, muss vermutlich noch sehr lange warten.

Dr. Andreas Beck, Index Capital GmbH

Wichtige Hinweise:

Bei dieser Unterlage handelt es sich weder um eine Marketingmitteilung noch um eine Anlageempfehlung für ein konkretes Finanzinstrument.

Die Ausführungen untersuchen in methodischer Weise die Auswirkungen der Thesen der Ultrastabilität auf Portfoliomanagementansätze. Ob sich die in der Studie enthaltenen Annahmen tatsächlich auf die Rendite von Finanzinstrumenten in der geschilderten Art und Weise auswirken, kann erst im Zeitablauf nachgewiesen werden.

Die Rückrechnungen und Prognosen wurden nicht gemäß der geltenden Rechtsvorschriften für die Rückrechnungen und Prognosen von konkreten Finanzinstrumenten erstellt.

Anleger, die beabsichtigen, ein Finanzinstrument von einem Rechtsträger zu erwerben, welcher die in dieser Studie enthaltenen Annahmen in einem Portfoliomanagementansatz umsetzt, sollten vor einer Investition die gesetzlich vorgeschriebenen Dokumente und Risikohinweise des jeweiligen Finanzinstrumentes beachten bzw. sich darüber beraten lassen.