

EVERGREEN

# Wertsicherungsstrategien im Vergleich

Aktive Risikomanagement-Ansätze  
digitaler Vermögensverwalter im Vergleich

Whitepaper



# Inhaltsverzeichnis

Aktive Risikomanagement-Ansätze digitaler Vermögensverwalter im Vergleich .....	3
Dynamische Allokation und das asymmetrische Risiko-Chancen-Profil .....	4
ScalableCapital: Value-at-Risk (VaR) Ansatz .....	6
Whitebox: Mean-Conditional Value-at-Risk (M-CVaR) Ansatz .....	7
Passive Dynamic Investing (PDI) von EVERGREEN .....	9
Wertsicherungsstrategien als Absicherung in Zeiten der Krise .....	11
Der PDI Ansatz überzeugt im Vergleich der risikoreichen Portfolios mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil .....	15
Unterschiedliche Reagibilität beeinflusst die Absicherung .....	16
Weniger große Unterschiede im Vergleich der risikoarmen Portfolios .....	17
Zusammenfassung und aktuelle Betrachtung .....	18

# Aktive Risikomanagement-Ansätze digitaler Vermögensverwalter im Vergleich

Aktives Risikomanagement. Unter diesem Stichwort versuchen digitale Vermögensverwalter einen Mehrwert für ihre Kund:innen zu generieren, ohne dass diese hochpreisige Investmentfonds von klassischen Banken kaufen müssen.

.....  
Wenn das Thema Wertsicherung und Risikomanagement Neuland für Dich ist, lies gerne unseren Artikel zum Thema **Aktives Risikomanagement**. Hier findest Du Informationen darüber, wo Vor- und Nachteile des aktiven Risikomanagements gegenüber rein passiven Produkten liegen.  
.....

Der ultimative Stresstest für jede Wertsicherungsstrategie war zweifelsohne der Corona-Crash und die darauffolgende Erholung. Wie gut konnte das aktive Risikomanagement die Verluste reduzieren? Und wieviel hat das aktive Risikomanagement die Kund:innen in der Erholung gekostet? In Anlehnung an unseren Artikel „**Wertsicherungsstrategien im Crashtest**“ aus dem Vorjahr schauen wir uns erneut die Performance von ausgewählten Wertsicherungsstrategien infolge des Corona-Crashes an. Dieses Mal liegt der Fokus vor allem auch auf der Erholung in den letzten 12 Monaten und der Frage, wie die verschiedenen Wertsicherungsstrategien damit umgegangen sind.

In diesem Artikel schauen wir uns drei digitale Vermögensverwalter und ihre Risikomanagement-Ansätze genauer an:

- Scalable Capital: Value-at-Risk (VaR) Ansatz
- Whitebox: Mean-Conditional Value-at-Risk (M-CVaR) Ansatz
- EVERGREEN: Passive Dynamic Investing (PDI) Ansatz

# Dynamische Allokation und das asymmetrische Risiko-Chancen-Profil

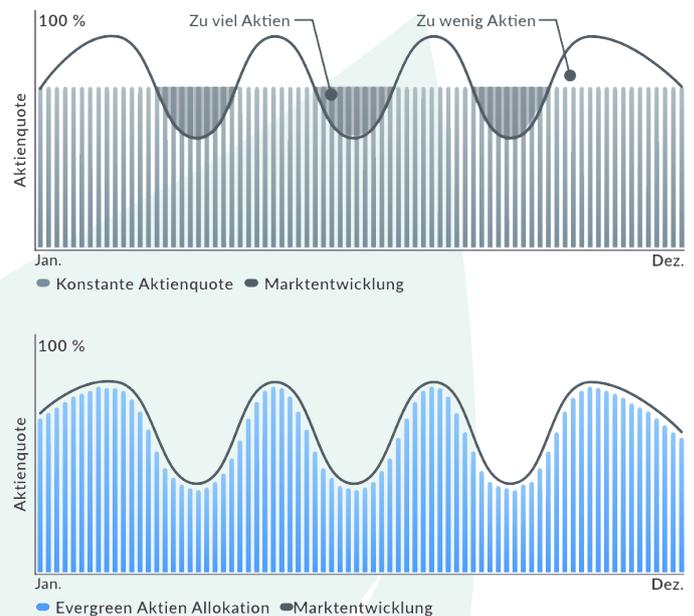
In Zeiten negativer Zinsen für festverzinsliche Anlagen führt für ertragsorientierte Anleger:innen kein Weg an deutlich risikoreicheren Aktieninvestments vorbei. Für eine langfristig höhere Rendite müssen dabei mögliche kurz- bis mittelfristige Wertschwankungen in Kauf genommen werden: Beispielsweise verlor der MSCI World zum Höhepunkt der Corona-Krise im März 2020 etwa 34 % seines Höchststandes.

Auch wenn sich die kurzfristigen Wertverluste über einen längeren Anlagehorizont meist wieder nivellieren, zeigt die Erfahrung, dass sich viele verunsicherte Anleger:innen nach einem Crash komplett aus dem Aktienmarkt zurückziehen und die anschließende Erholung verpassen. Zusätzlich kann vorab nicht realistisch prognostiziert werden, wann genau das angelegte Kapital tatsächlich benötigt wird. Fällt ein größerer Kapitalbedarf also genau in die Krisenzeit, so ist der realisierte Verlust vorprogrammiert.

Eine Antwort auf dieses Dilemma kann eine **Wertsicherungsstrategie** sein. Bei Wertsicherungsstrategien handelt es sich um professionelle Investmentansätze, welche die möglichen Kursverluste einerseits begrenzen sollen, während andererseits eine Partizipation an steigenden Märkten ermöglicht wird. Diese Konzepte sollen somit zu einem asymmetrischen Risiko-Chancen-Profil führen.

Ein solch asymmetrisches Rendite-Risiko-Profil wird meist über eine dynamische Allokationssteuerung realisiert. Wertgesicherte Portfolios bestehen aus risikoreichen Investments, zumeist

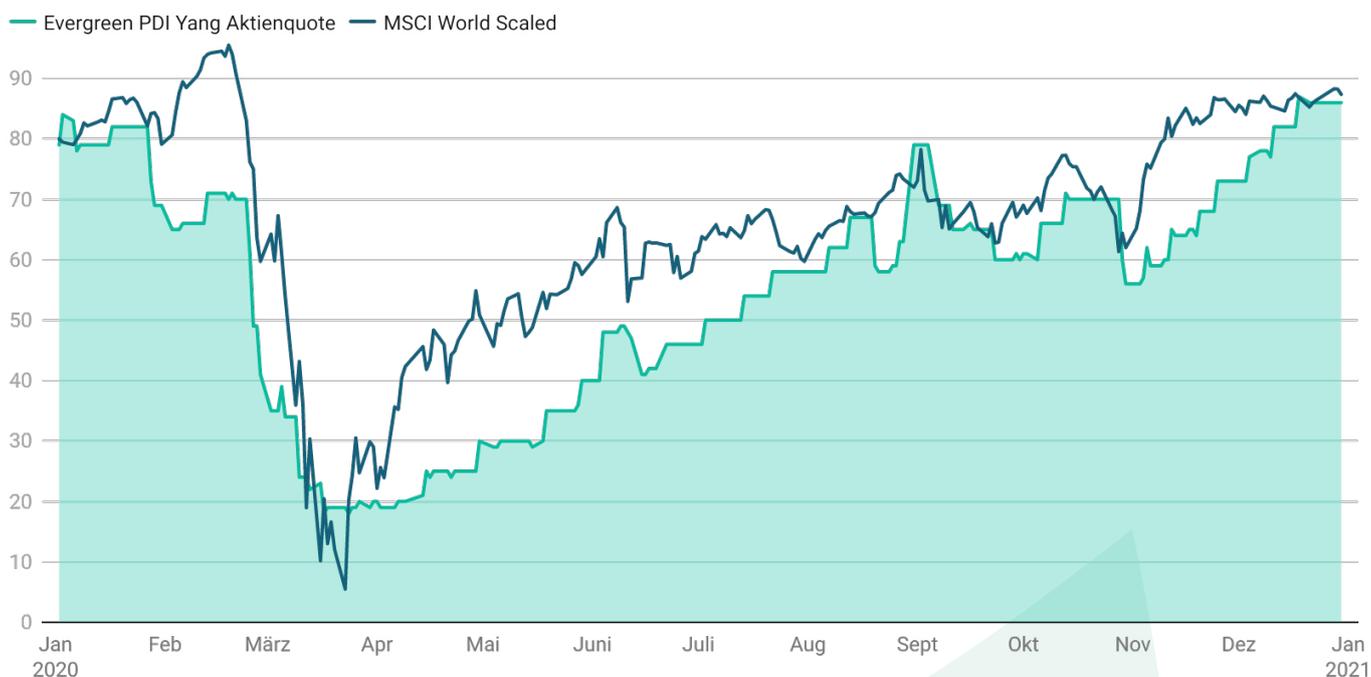
Aktien, und risikoarmen Investments, zumeist Anleihen. Bei einer statischen Allokation, welche bei ETFs und Standard Aktien-, Renten- oder Multi-Asset-Fonds genutzt wird, ergibt sich eine konstante Partizipation sowohl an positiven wie auch an negativen Marktbewegungen. Im Optimalfall will man jedoch während einer positiven Marktbewegung stärker an den Gewinnen partizipieren als während einer negativen Marktbewegung an den Verlusten. Dies führt zu einer dynamischen Allokation, wie die nachfolgende Grafik verdeutlicht.



Dieses Konzept ist weithin bekannt – Kaufe niedrig, verkaufe hoch. Die große Schwierigkeit dieser Vorgehensweise ist jedoch das Market-Timing. Eine gute Wertsicherungsstrategie ist weitestgehend prognosefrei und systematisch gesteuert – alles andere ist Spekulation.

Wie eine solche dynamische Allokationssteuerung praktisch aussehen kann, lässt sich anhand des Evergreen PDI Yang anschaulich visualisieren. Wir betrachten die Performance einer typischen Aktienbenchmark, dem MSCI World Index, sowie die Reaktion der Aktienquote des Evergreen PDI Yang im Jahr 2020.

## Dynamische Aktienallokation: Evergreen PDI Yang



Daten vom 01.01.2020 bis 31.12.2020. Beachte, dass der MSCI World in Euro konvertiert und zum 01.01.2020 indiziert wurde. Die Returns des indizierten MSCI World EUR wurden mit dem Faktor 2,5 skaliert.

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Bloomberg; Universal-Investment-Gesellschaft mbH; Eigene Berechnungen. • Erstellt mit Datawrapper

Anhand der Grafik wird sichtbar, dass die Aktienquote im Evergreen PDI Yang stets dynamisch auf die Marktentwicklung reagiert. So wurde zu Beginn des Corona Crashes die Aktienquote in schnellen Schritten von über 80 % auf knapp 20 % reduziert. Im Verlauf der Erholung wurde diese dann nach und nach wieder aufgebaut, sodass der Fonds unter Berücksichtigung der Risiken zunehmend an dem Erfolg partizipierte.

# Scalable Capital: Value-at-Risk (VaR) Ansatz

Der Value-at-Risk Ansatz ist eine von Banken häufig genutzte Strategie zur Überwachung von Risiken. Wie diese Strategie zur dynamischen Allokationssteuerung eingesetzt werden kann, beleuchten wir im Folgenden.

.....  
Es gilt zu beachten, dass der Value-at-Risk ein zufallsbehafteter Wert ist, der nur mit der Sicherheit des Konfidenzniveaus nicht überschritten werden kann. Wird beispielsweise ein Value-at-Risk von 10 % (bei einer Wertuntergrenze von 90 %) auf einem Konfidenzniveau von 95 % innerhalb eines Zeitraumes von einem Jahr festgelegt, so wird der Verlust innerhalb eines Jahres mit einer Wahrscheinlichkeit von 95 % nicht mehr als 10 % betragen. Das heißt im Umkehrschluss jedoch auch, dass in 1 von 20 Fällen der Verlust über dem Value-at-Risk liegen kann.  
.....

Die allgemeine Intuition des Ansatzes ist es eine Wertuntergrenze zu definieren (z.B. 90 %), die für ein bestimmtes Konfidenzniveau (z.B. 95 %) innerhalb eines Zeitraums (z.B. 1 Jahr) nicht unterschritten werden soll. Der Value-at-Risk gibt dabei die Verlustschwelle an, die innerhalb des gegebenen Zeitraums mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird. Wie hoch der Value at Risk ausfällt, wird je nach Risikoprofil des Anlegenden definiert.

Die Berechnung des Value-at-Risk ist eine der größten Hürden dieses Ansatzes. Alle Methoden zur Berechnung beruhen darauf, eine statistische Verteilung basierend auf historischen Werten zu schätzen, welche das Portfolio möglichst genau abbildet. Dabei wird oft auf sogenannte Monte Carlo Simulationen zurückgegriffen, mithilfe derer man durch Zufallsziehungen und analytischen Berechnungen von historischen Parametern wiederholt Ergebnisse simuliert und auswertet.

Ist der Value-at-Risk erst einmal definiert, wird versucht ein gewinnmaximierendes Portfolio zusammenzustellen, welches diesen Value-at-Risk besitzt. Im Allgemeinen gilt: Je höher die erwartete Rendite, desto höher das Risiko, desto höher der Value-at-Risk.

Scalable Capital, als Marktführer unter den deutschen digitalen Vermögensverwaltern, ist einer der prominentesten Nutzer des Value-at-Risk Ansatzes. Die Zusammenstellung eines Portfolios durch Scalable Capital basiert auf dem individuellen Value-at-Risk des Kunden. Scalable Capital deckt hier Values-at-Risk von 3 % bis 25 % ab, für einen Zeitraum von einem Jahr und einem Konfidenzniveau von 95 %. Basierend auf dem Value-at-Risk, sowie weiterer Nebenbedingungen wie Diversifikation und Kostenersparnis, wird ein gewinnmaximierendes Portfolio aus verschiedenen ETFs über Assetklassen wie Aktien, Anleihen, Cash und Gold zusammengestellt.

# Whitebox: Mean-Conditional Value-at-Risk (M-CVaR) Ansatz

Risikomanagement ist nicht gleich Risikomanagement. Diese Auffassung vertritt zumindest Whitebox und stellt klar: „Aktives Portfoliomanagement ist auch Risikomanagement“. Anders als Standard-Wertsicherungsstrategien, welche das vorherig erklärte asymmetrische Rendite-Risiko-Profil anstreben, verfolgt Whitebox einen Ansatz, bei welchem die Fundamentalanalyse und die Portfoliooptimierung für ein implizites Risikomanagement sorgen sollen. Hierbei löst sich Whitebox explizit von der allgemeinen Definition von Risiko, d.h. von Volatilität oder auch von Schwankungen der Märkte, und definiert Risiko aus Kundensicht als Risiko eines bleibenden Kapitalverlusts.

Ob man bei einem fundamentalen Value-Ansatz wirklich von Risikomanagement oder Wertsicherung sprechen kann, soll an diesem Punkt nicht weiter beleuchtet werden. Mangels einer einheitlichen Definition wäre eine solche Diskussion Haarspalterei. Wie Whitebox es bereits in seinem Anlageprozess klarstellt, kommt es am Ende auf das Verlustrisiko des Kunden sowie den potenziellen Ertrag an. Mit anderen Worten: Das Rendite-Risiko-Profil. Während Standard-Wertsicherungsstrategien also ein asymmetrisches Rendite-Risiko-Profil anstreben, strebt der Mean-Conditional Value-at-Risk (M-CVaR) Ansatz von Whitebox ein statisches, aber überdurchschnittlich gutes Rendite-Risiko-Profil an. Dabei bedeutet überdurchschnittlich entweder eine überdurchschnittliche Rendite gegeben eines äquivalenten Risikos oder eine äquivalente Rendite gegeben eines geringeren Risikos.

Um Verständnis darüber zu gewinnen, wie eine solche Risikominderung durch Fundamentalanalyse aussieht, wird der Anlageprozess an diesem Punkt genauer beleuchtet, ohne auf die Einzelheiten des Portfoliomanagementseinzugehen. Die Grundlage des M-CVaR Ansatzes bildet die Beobachtung, dass verschiedene Anlagemöglichkeiten verschiedene Rendite- und Risikoverteilungen aufweisen. Innerhalb der Fachliteratur besteht das grundlegende Verständnis, dass die Renditen einer Standard-Anlagemöglichkeit normalverteilt sind. Der M-CVaR Ansatz strebt an, solche Anlagemöglichkeiten auszuwählen, deren Renditeverteilung eine positive Schiefe, eine schmale Wölbung sowie eine geringe Varianz im Vergleich zur Normalverteilung aufweisen. Mit anderen Worten ein überdurchschnittliches Rendite-Risiko-Profil.

Zur Identifizierung solcher Anlagemöglichkeiten nutzt Whitebox den Conditional Value-at-Risk (CVaR), eine Abwandlung des Value-at-Risk (VaR). Während der VaR die Verlustschwelle angibt, die innerhalb des gegebenen Zeitraums mit einer bestimmten Wahrscheinlichkeit nicht überschritten wird, definiert der CVaR den durchschnittlichen Verlust außerhalb dieser Verlustschwelle. Wird beispielsweise eine Wertuntergrenze auf einem Konfidenzniveau von 95 % innerhalb eines Zeitraumes von einem Jahr festgelegt, so stellt der CVaR den durchschnittliche Maximalverlust der größten 5 % der Verluste innerhalb eines Jahres dar. Ähnlich wie beim VaR handelt es sich auch hier um einen zufallsbehafteten Wert, daher ist dieser nur innerhalb seines Konfidenzniveaus zuverlässig.

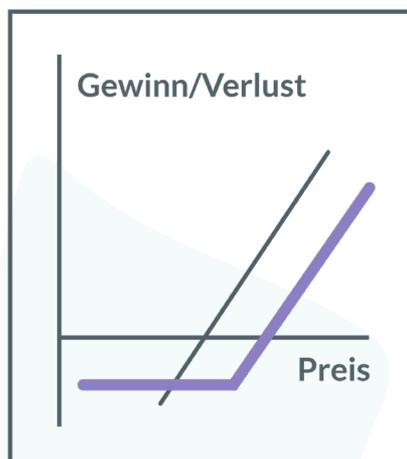
Der beschriebene CVaR wird nun als Substitut für das Risikomaß der Varianz in der sogenannten Mean-Variance Portfoliooptimierung – dem Standard für Portfoliooptimierung – genutzt: Es entsteht die Mean-Conditional Value-at-Risk (M-CVaR) Portfoliooptimierung. Whitebox verweist ebenfalls auf die qualitative Fundamentalanalyse aller ETFs, welche zur Risikominimierung beiträgt. Diese ist nicht zu verwechseln mit der Fundamentalanalyse von Einzeltiteln wie Aktien. Da eine gute Wertsicherungsstrategie aber, wie oben beschrieben, weitestgehend prognosefrei und systematisch gesteuert ist, wird dieser Aspekt nicht genauer beleuchtet.

# Passive Dynamic Investing (PDI) von EVERGREEN

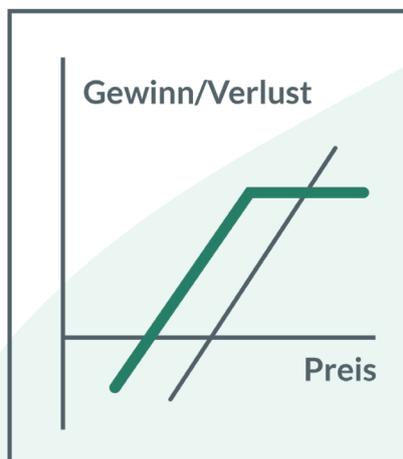
An diesem Punkt lösen wir uns von Standard Risikomaßen und Portfoliooptimierungen und bewegen uns in den Bereich der **synthetischen Optionsreplikation**. Passive Dynamic Investing (PDI) ist eine synthetische, optionsbasierte Wertsicherungsstrategie, welche bei EVERGREEN in den Fonds Evergreen PDI Yin und Evergreen PDI Yang eingesetzt wird.

Optionsbasierte Wertsicherungsstrategien kombinieren Kaufoptionen (Call) oder Verkaufsoptionen (Put) mit Wertpapieren, um asymmetrische Auszahlungsprofile zu erzeugen. Die nichtlineare Entwicklung des Options-Derivates ermöglicht Strukturen wie Kapitalschutz oder Renditeoptimierung. Eine Standard Options-Wertsicherungsstrategie ist die sogenannte Collar-Strategie, welche – wie der Name bereits sagt – einen Gewinn- und Verlustkorridor definiert.

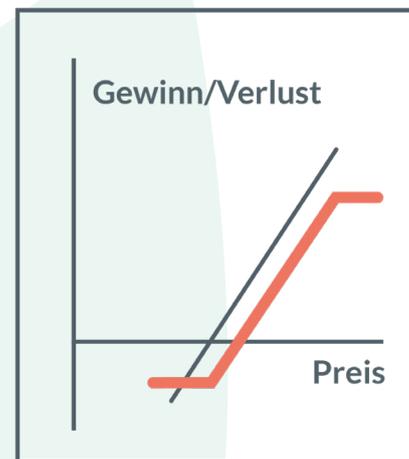
## Protective-Put-Strategie



## Short-Call-Strategie



## Collar-Strategie



» Die Auszahlungsprofile der drei Optionsstrategien auf einen Blick

Die **Collar-Strategie** kombiniert die Protective-Put-Strategie mit dem Verkauf von Out-Of-The-Money Call-Optionen. Durch den Prämienerslös der verkauften Calls kann die Put-Strategie zum Großteil oder sogar komplett finanziert werden. Der Protective-Put definiert somit eine feste Wertuntergrenze, welche vor Verlusten schützt, während der Short-Call eine Wertobergrenze definiert, welche die Gewinne begrenzt.

Der Vorteil des Short-Calls, d.h. der Begrenzung der Gewinne, besteht darin, dass eine solche Short-Position mit einer Optionsprämie vergütet wird. Von der Optionsprämie kann nun der Protective-Put finanziert werden. Mit anderen Worten: Auf das Kurssteigerungspotenzial über den Basispreis des Short-Calls wird zugunsten der Optionsprämie verzichtet.

Die PDI Wertsicherungsstrategie von EVERGREEN basiert auf einer solchen Collar-Strategie, welche um zwei zusätzliche Elemente erweitert wird. Eine Collar-Strategie wird auf ein definiertes Underlying angewendet. Im Falle von EVERGREEN ist dieses Underlying ein global diversifiziertes Universum von Aktien, Anleihen und Cash, welches über Indizes dargestellt wird. Anstatt Collar-Strategien über mehrere Assets oder Assetklassen aufzubauen, wird das global diversifizierte Universum zuerst in die drei Assetklassen (Aktien, Anleihen und Cash) eingeordnet, welche dann über eine Multi-Asset-Option zu einem Underlying zusammengefasst werden. Diese Multi-Asset-Option liegt der Collar-Strategie zugrunde. Es folgt eine zusätzliche Zeitdiversifikationskomponente über eine zeitliche Staffelung der Optionen, welche die Dynamik der PDI Wertsicherungsstrategie stabilisiert. Handelstäglich wird hier eine neue Optionsstruktur mit einer Restlaufzeit von einem Jahr hinzugefügt.

Die praktische Umsetzung der Optionsstruktur erfolgt dabei synthetisch, das heißt, dass keine realen Optionen gehandelt werden, sondern nur das Auszahlungsprofil mit Hilfe hochliquider Futures repliziert wird. Das Prinzip der Replikation beruht auf der Beobachtung, dass das Auszahlungsprofil bzw. die Marktreakibilität von Derivaten (wie z.B. Optionen) nur mithilfe der Underlying des Derivates, d.h. des zugrundeliegenden Wertes, repliziert werden können. Eine solche Replikation ist dann sinnvoll, wenn hohe Transaktionskosten am Optionsmarkt reduziert werden sollen. Weiterhin sind sie von Nutzen, wenn die gewünschten Optionsparameter am Markt schwer oder eben gar nicht handelbar sind. Auch häufig rollierende Strategien können synthetisch günstiger sein. Der Vorteil von Futures in einer solchen Strategie liegt dabei in ihren geringen Kosten und ihrer hohen Liquidität – diese ist notwendig, um schnell auf jede Marktbewegung reagieren zu können, besonders in Krisenzeiten.

# Wertsicherungsstrategien als Absicherung in Zeiten der Krise

Wie gut die verschiedenen Wertsicherungsstrategien funktionieren, lässt sich anhand des Corona-Crashes im Februar und März 2020 beobachten, als die Aktienmärkte mit bisher noch nie da gewesener Dynamik in die Tiefe rauschten. Nach Ausbildung der Tiefststände Mitte März, erfolgte im Anschluss eine ebenso bemerkenswerte schnelle Erholungsrallye. Erfolgreiche Wertsicherungsansätze müssen also gleichzeitig beide Grundeigenschaften nachweisen:

- Deutliche Reduzierung der Verluste im Crash
- Hohe Partizipation in der Erholung

## MSCI World vs Evergreen vs Whitebox vs Scalable Capital

Beachte: Es handelt sich hierbei um Approximationen, nicht um bestätigte Daten.

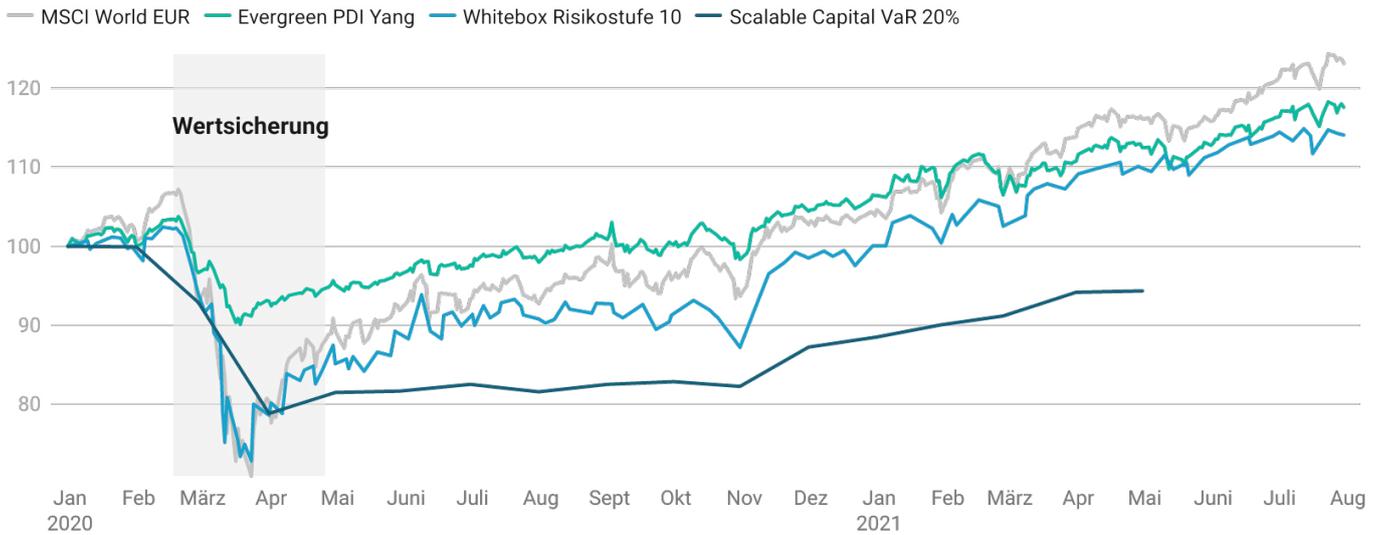


Beim MSCI World EUR, Evergreen PDI Yin und Evergreen PDI Yang handelt es sich um offizielle, öffentlich zugängliche Daten. Aufgrund nicht veröffentlichter täglicher Performance Daten handelt es sich bei der Whitebox Risikostrategie 1 & 10 sowie dem Scalable Capital Portfolio um Approximationen. Die Whitebox Daten wurden einer durch Whitebox veröffentlichten Grafik nachempfunden. Die Daten für Scalable Capital wurden dem Echtgeldtest von Brokervergleich entnommen. Fehlende Daten wurden linear interpoliert. Es ist nicht bekannt ob die Whitebox Performance Kosten beinhaltet, die Evergreen und Scalable Capital Performance versteht sich einschließlich aller üblich anfallenden Kosten. Die Daten wurden für den Zeitraum 01.01.2020 bis 31.07.2021 erhoben.

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Bloomberg; Whitebox (Stand: 26. August 2021); Brokervergleich Echtgeldtest (Stand: 26. August 2021); Eigene Berechnungen. • Erstellt mit Datawrapper

## Vergleich Risikoreicher Wertsicherungsstrategien

Beachte: Es handelt sich hierbei um Approximationen, nicht um bestätigte Daten.

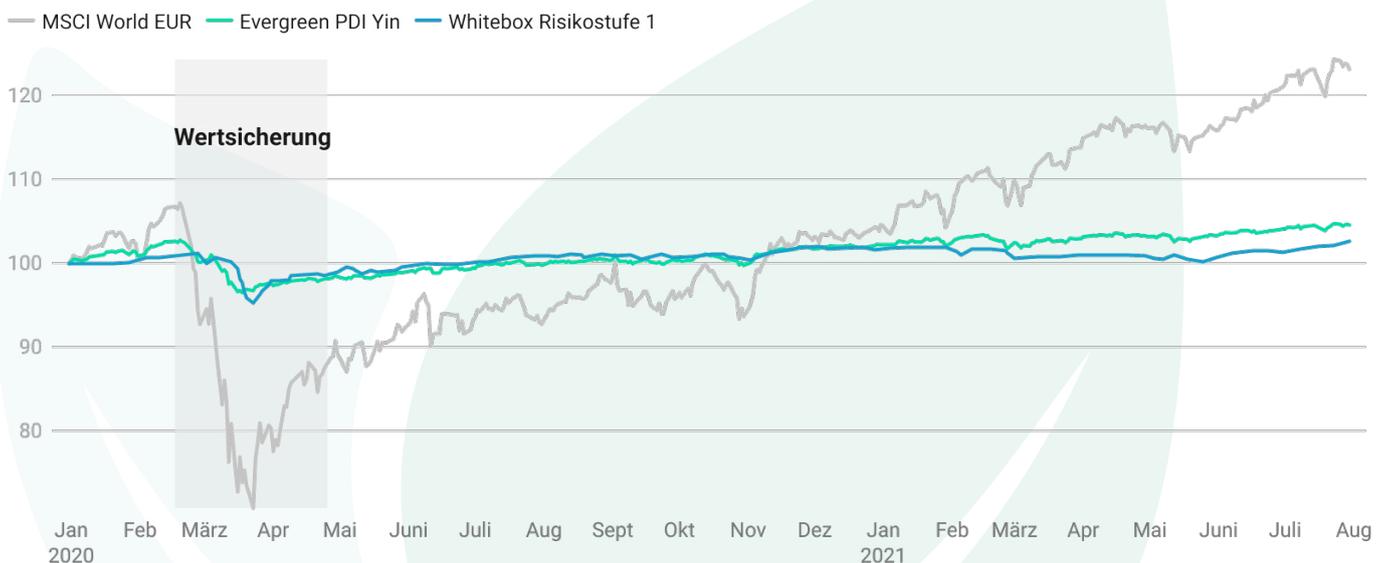


Die Daten wurden für den Zeitraum 01.01.2020 bis 31.07.2021 erhoben. Beim MSCI World EUR und Evergreen PDI Yang handelt es sich um offizielle, öffentlich zugängliche Daten. Aufgrund nicht veröffentlichter täglicher Performance Daten handelt es sich bei der Whitebox Risikostrategie 10 sowie dem Scalable Capital Portfolio um Approximationen. Die Whitebox Daten wurden einer durch Whitebox veröffentlichten Grafik nachempfunden. Die Daten für Salable Capital wurden dem Echtgeldtest von Brokervergleich entnommen. Fehlende Daten wurden linear interpoliert. Es ist nicht bekannt ob die Whitebox Performance Kosten beinhaltet, die Evergreen und Scalable Capital Performance versteht sich einschließlich aller üblich anfallenden Kosten.

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Bloomberg; Whitebox (Stand: 26. August 2021); Brokervergleich Echtgeldtest (Stand: 26. August 2021); Eigene Berechnungen. • Erstellt mit Datawrapper

## Vergleich Risikoarmer Wertsicherungsstrategien

Beachte: Es handelt sich hierbei um Approximationen, nicht um bestätigte Daten.



Die Daten wurden für den Zeitraum 01.01.2020 bis 31.07.2021 erhoben. Beim MSCI World EUR und Evergreen PDI Yin handelt es sich um offizielle, öffentlich zugängliche Daten. Aufgrund nicht veröffentlichter täglicher Performance Daten handelt es sich bei der Whitebox Risikostrategie 1 um eine Approximation. Die Whitebox Daten wurden einer durch Whitebox veröffentlichten Grafik nachempfunden. Fehlende Daten wurden linear interpoliert. Es ist nicht bekannt ob die Whitebox Performance Kosten beinhaltet, die Evergreen PDI Yin Performance versteht sich einschließlich aller üblich anfallenden Kosten.

Grafik: Evergreen GmbH • Quelle: Bloomberg; Whitebox (Stand: 26. August 2021); Eigene Berechnungen. • Erstellt mit Datawrapper

Anhand der Grafik sehen wir die Reaktion der verschiedenen Portfolios auf den Drawdown der Aktienmärkte sowie ihre Partizipation an der Erholung. Leider stellen die Anbieter Whitebox und Scalable Capital keine täglichen Performance-Daten Ihrer Portfolios zur Verfügung<sup>1</sup>. Daher lassen sich aus der obigen Grafik der generelle Trend, nicht aber genaue Vergleiche ablesen.

Um diesen Artikel jedoch auch mit belastbaren Daten zu unterlegen, folgt zusätzlich eine Auswertung anhand einer zeitraumsspezifischen Performance. Hierbei gilt es jedoch zu beachten, dass solche zeitraumsspezifischen Performancezahlen generell eher mit Vorsicht zu genießen sind, da sie einige, unter Umständen wichtige Informationen nicht beinhalten.

Portfolio	Risikostufe	Performance 01.01.2020 bis 31.12.2020	Maximum Drawdown (geschätzt)
MSCI World EUR		7,04 %	-34 %
Evergreen PDI Yang	10 / 10	6,43 %	-13 %
Whitebox Value 10	10 / 10	0,3 % <sup>2</sup>	-28 % <sup>3</sup>
Scalable Capital VaR 20	18 / 23	-0,4 %	-30 % <sup>4</sup>
Evergreen PDI Yin	1 / 10	2,25 %	-6 %
Whitebox Value 1	1 / 10	2,2 % <sup>5</sup>	-7 % <sup>6</sup>

» Quellen: Bloomberg; Whitebox; Scalable; Eigene Berechnungen; Brokervergleich.

Da es in diesem Artikel um die Effektivität von Wertsicherungsstrategien geht, wird bei der zeitraumsspezifischen Performance lediglich das Jahr 2020 mit seinen Sondereffekten betrachtet. Zusätzlich zu den Performance-Daten wird der Maximum Drawdown, also der höchstmögliche Verlust innerhalb des betrachteten Zeitraumes, hinzugezogen.

<sup>1</sup> Whitebox stellt ein Bild der täglichen Performance zur Verfügung aus welchem die Daten jedoch nicht genau abgelesen werden können. Stand: 26. August 2021

<sup>2</sup> Es ist nicht bekannt, ob die Performance Zahlen von Whitebox inklusive oder exklusive der Kosten sind. Die Zahlen von EVERGREEN und Scalable Capital verstehen sich inklusive aller möglichen anfallenden Kosten.

<sup>3</sup> Geschätzt - Whitebox stellt ein Bild der täglichen Performance zur Verfügung aus welchem die Daten jedoch nicht genau abgelesen werden können. Stand: 26. August 2021

<sup>4</sup> Daten wurden mangels anderer Quellen dem Echtgeldtest von Brokervergleich entnommen. Stand: 26. August 2021

<sup>5</sup> Es ist nicht bekannt, ob die Performance Zahlen von Whitebox inklusive oder exklusive der Kosten sind. Die Zahlen von EVERGREEN und Scalable Capital verstehen sich inklusive aller möglichen anfallenden Kosten.

<sup>6</sup> Geschätzt - Whitebox stellt ein Bild der täglichen Performance zur Verfügung aus welchem die Daten jedoch nicht genau abgelesen werden können. Stand: 26. August 2021

Aus der kombinierten Betrachtung der beiden Zahlen kann eine sinnvolle Schlussfolgerung gezogen werden. Generell sollte jedem Anlegenden davon abgeraten werden, sich beim Vergleich von Investments nur auf zeitraumspezifische Performancezahlen zu verlassen, da Anbieter hierbei für ihre Zwecke vorteilhafte Zeiträume wählen können und viele Informationen ohne vergleichbare tägliche Zeitreihen nicht sichtbar werden.

Das Ziel einer Wertsicherungsstrategie muss es sein, die Drawdowns im Vergleich zu einer passiven Benchmark zu reduzieren, jedoch langfristig eine vergleichbare, wenn nicht sogar höhere Performance aufzuweisen. Nun besitzt die Jahresperformance keine Aussagekraft darüber, wie die langfristige Entwicklung des Portfolios aussieht. Sie ist jedoch aussagekräftig darüber, wie sehr das Portfolio an der Erholung des Marktes partizipiert hat. Dies ist wichtig, denn eine einmal verpasste Performance lässt sich kaum wieder aufholen, insbesondere nicht bei passiv ausgerichteten Investmentansätzen.



# Der PDI Ansatz überzeugt im Vergleich der risikoreichen Portfolios mit attraktivem Rendite-Risiko-Profil

Im direkten Vergleich der risikoreichen Portfolios sehen wir, dass nur der PDI Ansatz eine signifikante Reduktion der Drawdowns im Vergleich zur statischen Benchmark erreichen konnte.

Die Drawdowns der Whitebox (-28 %) und der Scalable Capital (-30 %) Strategien reduzieren in der Tat den maximalen Drawdown, jedoch nur geringfügig im Vergleich zum -34 % Maximum Drawdown der statischen Aktienbenchmark. Dies wäre grundsätzlich ein positiver Effekt, wäre dort nicht der signifikante Unterschied aus Sicht der Jahresperformance. Während die statische Benchmark das Jahr 2020 mit 7,04 % Rendite beendete, erreichte Whitebox gerade einmal ein Gewinn von ca. 0,3 %. Bei Scalable Capital entstand sogar ein Verlust von -0,4 %. Hier ist klar erkennbar, dass die impliziten Kosten der Wertsicherungsstrategie, d.h. die verpasste Erholung im Vergleich zur statischen Benchmark, die Vorteile der Wertsicherungsstrategie, d.h. die Reduktion des Drawdowns, nicht aufwiegen konnten. Letztendlich kostet die Reduktion des Risikos zu viel der Performance, was sich in einem schlechten Rendite-Risiko-Profil widerspiegelt.

Der Evergreen PDI Yang hingegen schneidet im Vergleich der risikoreichen Strategien deutlich besser ab. Er konnte den Maximum Drawdown auf -13 % reduzieren, im Vergleich zu -34 % der statischen Benchmark, und gleichzeitig eine vergleichbare Jahresperformance zur statischen Benchmark aufweisen (6,4 % im Vergleich zu 7,04 %). Auch hier führt die Reduktion des Risikos zu einer Reduktion der Rendite, das Rendite-Risiko-Profil ist jedoch deutlich attraktiver als das der statischen Benchmark wie auch der anderen Wertsicherungsstrategien.

# Unterschiedliche Reagibilität beeinflusst die Absicherung

Der Grund, hinter dem doch beachtlichen Performance-Unterschied zwischen den Strategien liegt in der Dynamik der Ansätze, wie bereits in einem früheren [Vergleich von Wertsicherungsstrategien](#) beschrieben. Ein VaR-Ansatz oder auch ein CVaR-Ansatz, welche von der Berechnungsmethodik her sehr ähnlich sind, stellen ein träges Risikomaß dar. Sie beziehen sich auf einen definierten historischen Zeitraum, der in vollem Umfang in die Berechnung mit einfließt.

Im Markt gibt es jedoch die Beobachtung von sogenannten Volatilitätsclustern. Dies bedeutet, dass ein Ausschlag der Volatilität, z.B. durch einen schnellen Kurssturz, oft von weiterer hoher Volatilität gefolgt wird. Eine starke Reaktion des Marktes verursacht daher in einem kurzfristigen Zeithorizont eine hohe Dynamik im Markt. In solchen Situationen muss die hohe Volatilität der kurzfristigen Markthistorie der gemäßigten Volatilität der mittelfristigen Markthistorie vorgezogen werden. Dies kann ein fest definiertes Risikomaß wie der VaR / CVaR nicht umsetzen. Solch ein Risikomaß kann entweder für kurzfristige Reagibilität konfiguriert werden, welche in einem Standard-Marktumfeld unvorteilhaft ist, oder für mittelfristige Reagibilität konfiguriert werden, welche in einem Extrem-Marktumfeld unvorteilhaft ist. Daher sind solche Risikomaße als Wertsicherungsstrategie eher ungeeignet. Die Unvereinbarkeit von mittelfristig angemessener sowie kurzfristig auch deutlich höherer Reagibilität schließt ein solches Maß für die professionelle Wertsicherung aus. Dies bedeutet im Übrigen nicht, dass das Risikomaß in anderen Bereichen nicht hilfreich ist. Es ist lediglich für Wertsicherungsstrategien nicht geeignet.

Inwiefern unterscheidet sich der PDI Ansatz von solch einem trägen Risikomaß? Der PDI Ansatz legt wie bereits beschrieben über die Options-Collar-Struktur eine feste Wertuntergrenze fest. Wenn die Märkte stark fallen, so steigt das Risiko, dass die feste Wertuntergrenze unterschritten wird, rapide an. Der PDI Ansatz reagiert in der Theorie also sehr schnell, um die feste Wertuntergrenze einzuhalten. In der Praxis gibt es den sogenannten Replikationsfehler, d.h. der theoretische Ansatz reagiert sofort auf eine Schwankung, die Umsetzung dieser Theorie ist jedoch etwas langsamer.

Dies hat Vor- und Nachteile, liefert in Summe jedoch eine vergleichsweise sehr schnelle Reagibilität auf kurzfristig zurückliegende Marktbewegungen.

Bedeutet das nun aber, dass der Ansatz mittelfristig eine zu hohe Reagibilität aufweist? Diese Frage ist vor allem wichtig, da eine zu hohe kurzfristige Reagibilität, wie zuvor erläutert, auf mittelfristige Sicht oftmals unvorteilhaft ist. Im PDI Ansatz ist das jedoch weniger stark der Fall, da nur sehr starke Kursbewegungen eine starke Reaktion des Ansatzes auslösen. Marktbewegungen, welche sich vergleichsweise weit weg von der fest definierten Wertuntergrenze bewegen, führen zu deutlich schwächeren Reaktionen des PDI Ansatzes als starke Marktbewegungen. Durch die Zeitstaffelung der Optionen stellt EVERGREEN zusätzlich sicher, dass sich auch eine stetig fallende Marktbewegung nicht zu stark in Richtung der Wertuntergrenze bewegt, da diese laufend adjustiert wird. So wird gewährleistet, dass die Reagibilität des Ansatzes mittelfristig angemessen hoch ist, sich im Falle einer kurzfristigen, hohen Marktschwankung jedoch schnell anpassen kann.

## Weniger große Unterschiede im Vergleich der risikoarmen Portfolios

Im Vergleich des risikoarmen Portfolios fällt der Effekt der hohen Reagibilität weniger stark auf. Grund dafür ist, dass solche Portfolios, wie der Evergreen PDI Yin oder Whitebox Strategie 1, von vornherein eine hohe Allokation in risikoärmere Assets wie Cash oder Anleihen aufweisen. Damit wird bewusst auf Performance im Vergleich zur Aktienbenchmark zugunsten der risikoärmeren Assetklassen verzichtet. Die grundlegende Dynamik der beiden Ansätze bleibt damit zwar erhalten, jedoch wird diese relativ gesehen zum Portfolio nach unten skaliert. Es ist erkennbar, dass der PDI Ansatz den Drawdown ein Stück weit stärker verringern kann als der Mean-CVaR Ansatz und gleichzeitig auf Jahressicht eine höhere Performance liefert. Der Unterschied ist absolut gesehen aber sehr gering. Beide Ansätze haben jedoch einen entscheidenden Vorteil gegenüber herkömmlichen statischen und risikoarmen Portfolios wie einem Anleihenfonds. Beide Ansätze spiegeln eher das Rendite-Risiko-Profil eines Aktien- als eines Anleihenfonds wider und haben daher ein größeres Upside Potential im Vergleich zu einem statisch risikoarmen Fonds, der ein ähnliches Risikoprofil aufweist.

# Zusammenfassung und aktuelle Betrachtung

Wirft man einen Blick in das angebrochene Jahr 2021, so wird deutlich, dass die Ansätze sich nahezu identisch bewegen. In einem durchgehend positiven Marktumfeld fahren alle Ansätze eine maximal risikoreiche Allokation und daher eine Performance, die vergleichbar ist mit der einer statischen Aktienbenchmark, wenn auch etwas geringer aufgrund der

impliziten Kosten der Wertsicherung. Die verpasste Erholung vom Corona-Crash in Folge der verspäteten und ineffektiven Wertsicherung konnten die VaR und Mean-CVaR Ansätze im Vergleich zum PDI Ansatz jedoch sowohl in den risikoreichen als auch in den risikoarmen Portfolios nicht wieder ausgleichen.

Value at Risk / Mean-Conditional Value-at-Risk	Passive Dynamic Investing
Hohe Abhängigkeit von historischen Volatilitäten (in gewichteten Modellen besonders jüngerer Vergangenheit)	Betrachtung historischer Volatilität (besonders jüngerer Vergangenheit), jedoch nicht als ausschlaggebendes Maß
Basiert auf historischen Daten	Basiert auf aktuellen Marktdaten
Bildet einen Erwartungswert an die Zukunft basierend auf Daten der Vergangenheit	Bildet keinen Erwartungswert, sondern leitet eine Untergrenze (Floor) basierend auf Zufallssimulationen her
Diskrete Anpassungen an den Markt	Stetige Anpassung an den Markt (aber diskrete Replikationsfehler)
Nicht Zeitdiversifiziert	Zeitdiversifiziert

Bei unserem Vergleich der Wertsicherungsstrategien sehen wir einen klaren Unterschied in der Reagibilität der Strategien auf Marktturbulenzen in der Krise. Anhand des Corona-Crashes zeigt sich, dass der PDI Ansatz von EVERGREEN deutlich dynamischer sowohl auf Marktverluste als auch auf darauffolgende Erholungen reagiert als Value-at-Risk basierte Ansätze.

Aufgrund der modellspezifischen Trägheit des VaR Ansatzes kann hier das idealtypische asymmetrische Risiko-Chancen-Profil nicht erreicht werden. Auch die Vorstellung eines

Risikomanagements durch überdurchschnittliche Rendite-Risiko-Profile hat sich als Wertsicherungsstrategie nicht bewährt. Die bemerkenswerte Dynamik der Marktturbulenzen rund um die Corona-Krise und ihrer Erholung hat die theoretisch bereits bekannten Grenzen der VaR / CVaR Wertsicherungsstrategien auch in der Praxis aufgezeigt.

Mit Hilfe des PDI Ansatzes hingegen konnten Verluste im Crash wirksam begrenzt und anschließende Aufwärtsbewegungen anteilig mitgenommen werden.

# Quellen

[https://de.scalable.capital/assets/3odztfgndkxn/3GZgOJuj-16qE44qCGcQy4K/45ebc93e570b346dbaba3bce6bfd6920/Scalable\\_Capital\\_Whitepaper\\_WP05\\_DE.pdf](https://de.scalable.capital/assets/3odztfgndkxn/3GZgOJuj-16qE44qCGcQy4K/45ebc93e570b346dbaba3bce6bfd6920/Scalable_Capital_Whitepaper_WP05_DE.pdf)

<https://www.whitebox.eu/hubfs/website/pdf-downloads/whitebox-anlageprozess.pdf>

## Kontakt

Dittrichring 2  
04109 Leipzig  
Deutschland

+49 341 2425 0070

Montag bis Freitag  
9:00 bis 18:00 Uhr

hello@evergreen.de

## Autor

Leon Sommerfeld  
Portfoliomanagement  
Evergreen GmbH

Copyright © 2021 by  
EVERGREEN GmbH.