Volatilität pur

Die Münchner Investmentboutique Finccam Investment extrahiert die Aktien-Volatilitätsrisikoprämie im Gegensatz zu vielen Mitbewerbern in ihrer reinsten Form; in der jüngsten Korrekturphase bezahlte man dafür in Form eines stärkeren Rückschlags. An eine Strategieänderung denkt man dennoch nicht.

Die letzten Februartage dieses Jahres werden den meisten Marktteilnehmern voraussichtlich noch lang in Erinnerung bleiben. Wenige Tage nachdem der Dow Jones Industrial Average einen historischen Höchstwert erreichte, sorgten die Pandemieängste für einen abrupten Absturz. Eine Gruppe von Investoren wird sich dabei aber garantiert an das Ende des Karnevals 2020 erinnern, und zwar die „Jäger der Volatilitätsprämie". Deren Geschäftsmodell basiert auf dem Faktum, dass die implizite Volatilität, wie man sie aus den Optionspreisen ableiten kann, in der Regel über der realisierten Volatilität liegt. Die Unsicherheit über die weitere Entwicklung an den Märkten, die den Absicherungsbedarf von Investoren bestimmt, sorgt dafür, dass die via Optionspreisen bezahlte implizite Volatilität meist höher ausfällt als die dann effektiv realisierte Volatilität – die Betonung liegt hier allerdings auf „meist", denn selbstverständlich gibt es auch bei diesem Trade kein „Gratis-Mittagessen". In der Mehrzahl der Fälle funktioniert die Strategie „Verkaufe realisierte, kaufe implizite Volatilität". Mit dem Leerverkauf der Volatilitätsinstrumente werden geringe, aber regelmäßig zu erzielende Erträge erwirtschaftet, bis einer der seltenen Volatilitätsausbrüche auftritt – Die Volatilitätsindizes schießen dann nämlich so plötzlich nach oben, dass die mit dieser Strategie verwalteten Vermögen existenziell bedroht sein können, wenn das Risikomanagement versagt. Vor dem jüngsten Schock vor wenigen Wochen erlebte man das zuletzt Ende Januar 2018, einige gehebelte Fonds verloren damals ihr gesamtes Kapital und mussten liquidiert werden.

Dennoch versuchen immer wieder Vermögensverwalter die Volatilitätsprämie zu ernten. Es ist ihr Risikomanagementansatz, der sie hoffen lässt, in diesem tückischen Markt bestehen zu können.

Lackmustest Ende Februar

Das Extrahieren der Aktien-Volatilitätsrisikoprämie (VPR) kann durch Short Straddles mit Delta-Hedging oder Short Puts geschehen. Die reine VPR erhält man aber via Varianz-Swaps – oder wie Lupus Alpha durch die Nachbildung von Varianz-Swaps mithilfe von Optionen. Letzteres war Ende Februar Trumpf.

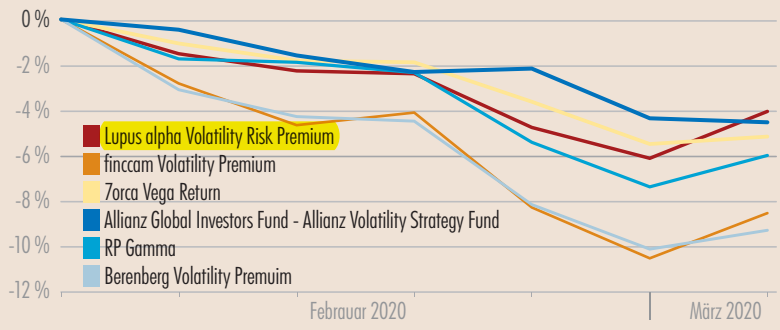
Die letzte Februarwoche zeigte: Wer Ähnliches macht, hat am Ende nicht zwangsläufig das gleiche Ergebnis. Die Pfadabhängigkeit der Ergebnisse tritt hinzu und lässt verschiedene Ansätze in Krisenzeiten und auch danach unterschiedlich performen. Der *Chart „Elchtest"* zeigt, wie sich die Fonds verschiedener Player im Krisenzeitfenster von 21. Februar bis 2. März 2020 verhielten. Trotz zweistelliger Aktienmarktrückgänge verlor der Ansatz von Alexander Raviol, Partner und Leiter des Bereichs Alternative Solutions bei Lupus alpha, lediglich 4,05 Prozent im Lupus alpha Volatility Risk-Premium Fonds. Ihm

»Unser flexibles Delta-Hedging, das wir nicht strikt auf Tagesschlusskursbasis durchführen, hat Ende Februar gegriffen.«

Alexander Raviol, Partner und Leiter des Bereichs Alternative Solutions bei Lupus Alpha, Frankfurt

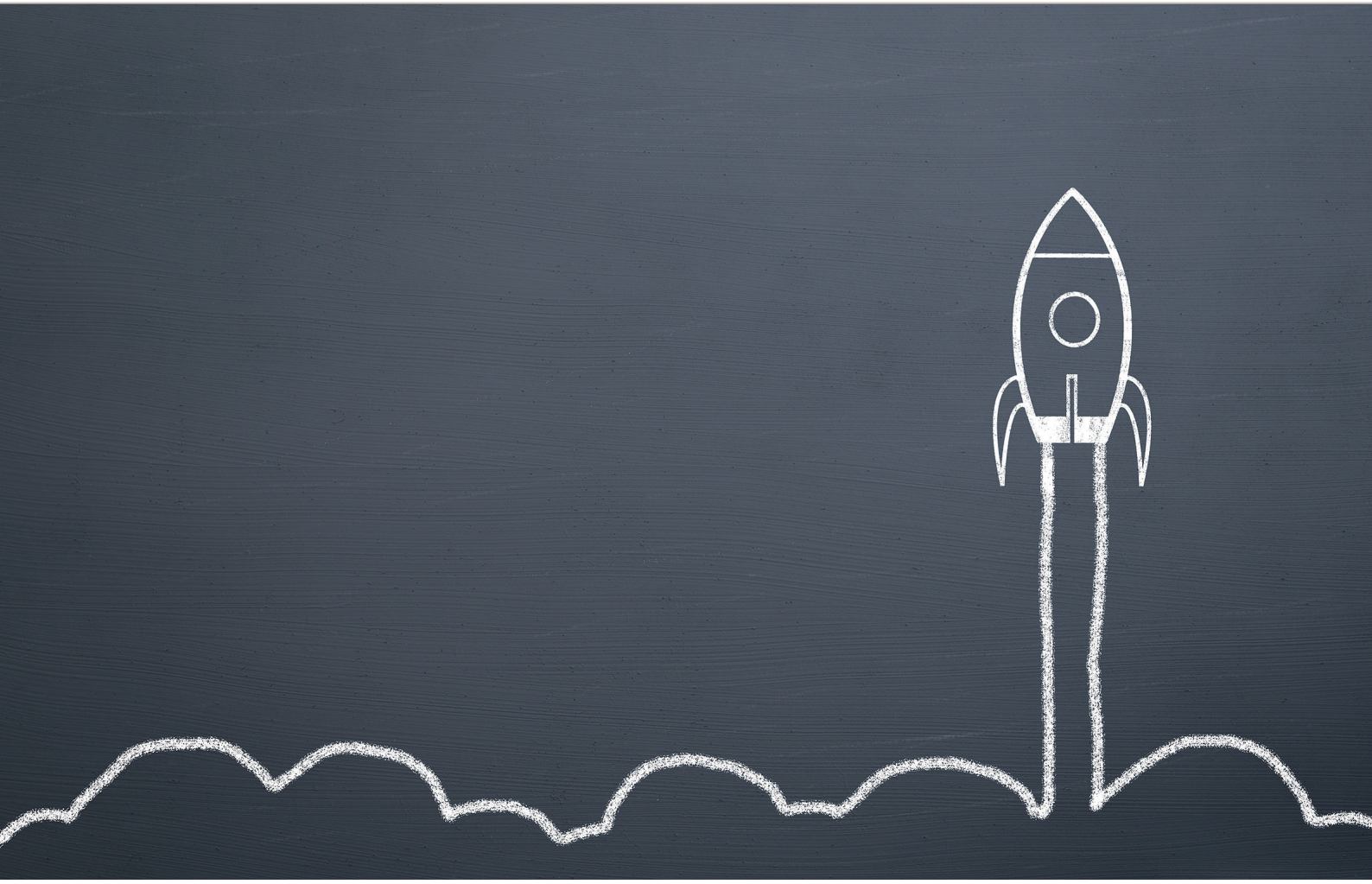
Elchtest

Wie sich die Fonds wichtiger Anbieter von Volatilitätsstrategien Ende Februar / Anfang März verhielten



Nur 4,05 % verlor der Lupus Alpha Volatility Risk-Premium im Zeitfenster von 21. Februar 2020 bis 2. März 2020. Ihm am nächsten kommt der Allianz Alpha Volatility Strategy Fund (–4,55 %), gefolgt vom 7orca Vega Return Fund (–5,17 %). Glatte 6 % gab der RP Gamma I ab, der nicht im Chartbild gezeigte LRI Optoflex I 6,68 %. Deutlich dahinter befinden sich der Finccam Volatility Premium (–8,54 %) und der Berenberg Volatility Premium mit –9,29 %. **Quelle:** Bloomberg

FOTO: © FRANK BLUEMLER, MEMED ÖZASLAN | STOCK.ADOBE.COM

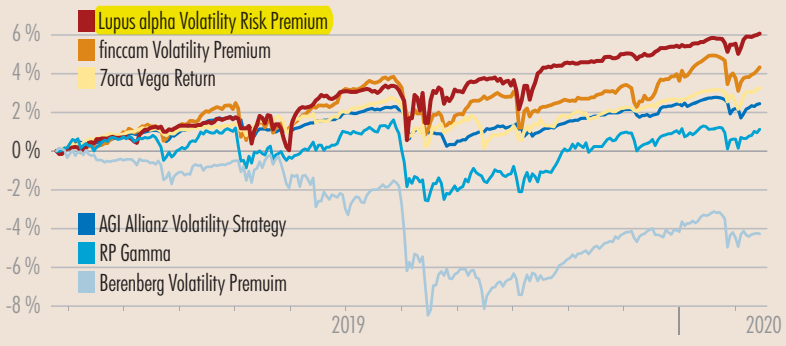


Strategien, die Volatilität verkaufen, verlocken seit jeher Manager, die glauben, dass sie die – nur selten auftretenden – Volatilitätsanstiege kontrollieren können. Wie der Volatilitätsschock Ende Februar 2020 gezeigt hat, gehen sie dabei zum Teil sehr unterschiedlich vor.

am nächsten kommt der Allianz Volatility Strategy Fund (-4,55 %), gefolgt vom 7orca Vega Return Fund (–5,17 %). Glatte sechs Prozent gab der RP Gamma I ab und der nicht im Chart enthaltene LRI Optoflex I 6,68 Prozent. Deutlich dahinter befinden sich der Finccam Volatility Premium (–8,54 %) sowie der Berenberg Volatility Premium mit einem Minus von 9,29 Prozent. Betrachtet man die beiden Anbieter, die das Thema Volatilitätsrisikoprämie am Aktienmarkt in seiner reinsten Form bespielen, nämlich über OTC-Varianz-Swaps (Finccam) respektive nachgebildet über börsengehandelte Optionen (Lupus Alpha), so ist der Performanceunterschied erstaunlicherweise relativ hoch, wo doch beide Anbieter fast dasselbe tun und sich nur in der technischen Umsetzung unterscheiden.

Short-Vola-Fonds im Vergleich: Da war die Welt noch heil

Im Kurzstreckenvergleich bis Mitte Februar liegen Lupus Alpha und Finccam vorn.



Lupus Alpha Volatility Risk-Premium führt mit 4,24 Prozent annualisierter Performance knapp vor dem Finccam Volatility Premium (4,10 %). Dritter ist der 7orca Vega Return (3,09 %) vor dem Allianz Volatility Strategy (2,33 %) und dem RP Gamma (1,07 %). Schlusslicht ist der Berenberg Volatility Premium mit minus 4,09 %. Vergleichszeitraum: 25. Januar 2019 bis 12. Februar 2020.

Quelle: Bloomberg

Warum Lupus Alpha vorn ist

Alexander Raviol führt aus: „Wir bilden Varianz-Swaps aus börsengehandelten Optionen nach, deren Pay-off bis auf kleine Abweichungen jenem eines Varianz-Swaps entspricht. Ein ganz zentrales Element ist dabei das flexible Delta-Hedging, das wir nicht strikt auf Basis von Tagesschlusskursen durchführen, sondern – wenn der Markt stark schwankt – auch mehrmals während des Tages. Zuletzt waren etwa Tagesbewegungen von vier Prozent am Aktienmarkt

zu beobachten. Wenn man hier zum Beispiel nach einem Kursrückgang von 2,5 Prozent das Delta auf null stellt, hat man weniger Verlust gemacht als jemand, der einen Varianz-Swap aufgesetzt hat, wo das implizite Delta erst am Tagesschluss gehedgt wird.“ Freilich, ein wenig Fortune war hier bei den Delta-Hedges schon gegeben, denn wäre der Markt nicht weiter gefallen, sondern hätte es einen Reversal intraday gegeben, wären die Kosten der flexiblen Delta-Hedging-Strategie höher ausgefallen. Hier wird also eine gewisse Pfadabhängigkeit sichtbar.

Die Krux mit dem Delta

Ein viel größeres Problem mit der Pfadabhängigkeit haben allerdings Ansätze, die das Delta nicht oder nicht konsequent hedgen. Wenn der Markt rasch verliert wie Ende Februar, wirkt ein Delta der Position verlustverstärkend. Umgekehrt gibt es Ansätze wie jenen des Optoflex, die durch das implizite Delta bei entsprechendem Rückenwind vom Aktienmarkt in den letzten Jahren stärker profitieren als deltaneutrale Strategien. Auch bei Ansätzen (7orca), die auf verkauften Straddles beruhen und das Delta innerhalb einer gewissen Bandbreite schwanken lassen, bevor Hedging-Maßnahmen gesetzt werden, gibt es eine Pfadabhängigkeit. Diese ist ein ständiger Begleiter aller Wettbewerber, die auf die eine oder andere Art die Aktienrisikoprämie isolieren möchten. Ein flexibles Delta-Hedging, das auch intraday mehrmals in Ab- und Ausverkaufsphasen des Aktienmarktes zum Einsatz kommt, hat jedenfalls dann, wenn der Markt nur die Richtung nach Süden kennt, zweifellos Vorteile.

„Alte Hasen“

Die Finccam Investment GmbH mit Sitz in München wurde im Juli 2018 von Bernhard Brunner, Reinhold Hafner und Wolfgang Mader gegründet. Die Gründer sind gleichzeitig Geschäftsführer und haben in der Zwischenzeit ein Team aufgebaut. Das Trio kennt sich seit vielen Jahren und durfte neben seiner akademischen Tätigkeit über die vergangenen 20 Jahre bei Risklab und Allianz Global Investors Erfahrungen sam-

Der Varianz-Swap: Funktionsweise und Charakteristika

Wer die reine Aktien-Volatilitätsrisikoprämie extrahieren möchte, kommt an Varianz-Swaps nicht vorbei.

Ein Beispiel für einen Varianz-Swap illustriert die Zusammenhänge: Nehmen wir an, ein Investor geht eine Short-Position in einem Varianz-Swap auf den S&P 500 Index mit einer Laufzeit von einem Monat ein. Dabei handelt es sich um einen OTC-Kontrakt, demzufolge der Verkäufer des Varianz-Swaps – wie etwa Finccam – eine Zahlung in Form des Strikes bekommt. Beim Strike handelt es sich um die erwartete Varianz (quadrierte Volatilität) des Swaps, gemessen am VIX Index.

Implizite versus realisierte Volatilität

Dieser leitet sich aus den impliziten Volatilitäten der Aktienindexoptionen ab. Man nennt diesen Teil des Swaps, den der Verkäufer erhält, das „Fixed Leg“. Er besteht aus dem Notional (Nennwert), multipliziert mit der impliziten Varianz. Der Varianz-Swap-Verkäufer zahlt dafür die im Folgemonat realisierte Varianz des S&P 500, multipliziert mit dem Nennwert des Kontrakts, und damit dem „Floating Leg“. Der den Varianz-Swap verkaufende Investor erzielt einen Gewinn, wenn die zukünftige realisierte Volatilität die zum Zeitpunkt des Abschlusses bestehende implizite Volatilität (die Swap Rate) unterschreitet. Daraus errechnet sich die in der Regel positive Volatilitätsrisikoprämie, die man mit einer Versicherungsprämie vergleichen kann.

Finccam übernimmt von anderen Marktteilnehmern wie etwa Investmentbanken das Aktien-Volatilitätsrisiko und versichert diese quasi gegen starke Volatilitätsanstiege (bis zu einem Cap) für den Erhalt einer Risikoprämie.

Quelle: Finccam Investment

Fällt die zukünftige realisierte Volatilität jedoch sehr viel höher aus als die aktuelle implizite Volatilität, fallen für den Varianz-Swap-Verkäufer Verluste an. Seit der Finanzkrise sind die Kontrakte mit einem Cap ausgestattet, der standardmäßig beim Zweieinhalbfachen des Strikes liegt. Damit sind Varianz-Swap-Verkäufer vor großen Vola-Spikes und vor allem sehr großen Bewegungen im Underlying geschützt, der maximal mögliche Verlust ist gedeckelt. Allerdings gilt: je niedriger der Cap, desto geringer sind die Verdienstmöglichkeiten. Varianz-Swaps sind, da sie standardisiert sind, nicht so illiquid, wie man meinen könnte.

meln. Dabei bekleideten sie eine Vielzahl von Funktionen vom Geschäftsführer, CIO Multi Asset & Solutions, CIO Multi Asset Alternatives & Hedging, Head of Risk Management Overlay bis hin zum Lead-Portfoliomanager für deutsche und internationalen Investoren. Als unabhängige inhabergeführte Investmentboutique ist man nur seinen Kunden und deren Zielerreichung verpflichtet. Die Kernkompetenzen von Finccam liegen auf Risikoprämienstrategien, Risikomanagementstrategien und der Gesamtportfoliokonstruktion. Basis ihres Angebots ist eine selbstentwickelte Analyseplattform. Angesichts der geballten Expertise, des großen Netzwerks und des Allianz-Backgrounds nimmt es nicht wunder, dass ihr erster Publikumsfonds, der Finccam Volatility Premium AK I, der am 25. Januar 2019 gemeinsam mit Universal-Investment aufgelegt wurde, innerhalb eines Jahres das verwaltete Volumen auf 314 Millionen Euro steigern konnte. Bei Allianz GI war man ob des Abgang des Teams alles andere als „amused", an eine Anschubfinanzierung in Form von Seed Money war daher nicht zu denken, und das Trio trat mit diesem Wunsch auch gar nicht an den ehemaligen Arbeitgeber heran. Umso bemerkenswerter ist es, dass der BaFin-regulierte Asset Manager Finccam per Ende 2019 bereits über 1,3 Milliarden Euro an Assets under Management und Overlay-Mandaten für institutionelle Anleger verwaltet. Konkret teilt sich die Milliarde außerhalb des Fonds in Risikomanagementmandate, dem anderen Geschäftsfeld von Finccam, und 200 Millionen Euro Exposure zur Volatilitätsstrategie in Masterfonds-Segmenten auf.

> »Die wenigsten Anbieter steuern die Prämie so rein an wie wir.«
>
> **Dr. Reinhold Hafner,** Mitgründer und Geschäftsführer der Finccam Investment GmbH, München

Reinheitsgebot gelebt

Warum haben sich die Finccam-Experten entschlossen, nur die Aktien-RP zu extrahieren und nicht auch jene aus anderen Assetklassen? Bernhard Brunner dazu: „Die Volatilitätsrisikoprämie auf Aktien ist die stärkste Prämie. Denn es existiert ein systematischer Nachfrageüberhang nach Puts, der zu erhöhten impliziten Volatilitäten beziehungsweise einem ausgeprägten Volatility Skew (Schiefe) führt. Gründe dafür sind unter anderem regulatorische Vorschriften für institutionelle Anleger und die generelle Verlustaversion von Investoren. Diversifikation macht hier keinen Sinn, da in der Regel Zins, Credit und Aktienbewegungen clustern, das heißt, dass große Bewegungen bei allen Assetklassen gleichzeitig auftreten. Zudem ist die Nachfrage nach Absicherungen bei Zinsen und Credit nicht so ausgeprägt. Bei FX ist der Skew / die Prämie aufgrund der Absicherung auf beiden Seiten (EUR/USD, USD/EUR) weniger ausgeprägt, da es schon Nettingeffekte gibt."

Im Gegensatz zu anderen Marktteilnehmern verfolgt Finccam eben den puristischen Ansatz, nicht nur im Hinblick auf die ausschließliche Extrahierung der Aktien-Volatilitätsrisikoprämie, sondern auch in Bezug auf die eingesetzten Instrumente. Wolfgang Mader führt aus: „Wir extrahieren die Volatilitätsrisikoprämie in Reinform, da wir das Volatilitätsexposure über den Verkauf von Varianz-Swaps aufnehmen. Damit gibt es bei unserem Ansatz kein Delta, das gehedgt oder aktiv gesteuert werden muss."

Das Risikomanagement ist das Um und Auf, damit eine Strategie langfristig erfolgreich sein kann. Die Finccam-Portfoliomanager haben viel Erfahrung im Strategiedesign für Volatilitätsrisikoprämien. Seit 2009 werden von den Teammitgliedern entsprechende Strategien entwickelt und umgesetzt. Das Risikomanagement findet ex-ante über die Exposure-Steuerung – dabei variieren die Finccam-Portfoliomanager die Menge an verkaufter Volatilität im Zeitablauf beziehungsweise machen in bestimmten Situationen gar keine Trades –, aber auch über die Caps und notfalls über Stop-Losses respektive Gegenpositionen statt.

Was bedeuten eigentlich die Volatilitätsschwankungen während der Laufzeit eines Varianz-Swaps? Tage mit höherer Volatilität und Tage mit geringerer Volatilität gleichen sich zum Teil aus. Durch das Quadrieren besteht aber ein Unterschied zulasten von Finccam, wenn die Volatilität durch starke Schwankungen erzielt wird. Dr. Bernhard Brunner dazu: „Wir handeln zudem sehr regelmäßig und sind so in der Lage, die höheren Prämien zu nutzen und über den Zeitablauf zu mitteln. Ein erhöhter Ausschlag, der zu einer höheren impliziten Volatilität führt, ist damit nicht per se negativ, sondern erhöht unsere anschließenden Erträge auf den neuen Varianz-Swaps."

Wenn langfristig eine höhere Rendite angesteuert wurde, ist in der Peergroup auch der Drawdown höher. Wir gehen das Thema wie besprochen nach dem „Reinheitsgebot" an und versuchen die Prämie möglichst isoliert in Kombination mit Risikomanagement zu vereinnahmen. Ein unterdurchschnittliches Exposure sowie die Caps konnten in der letzten Februarwoche die Risiken ohne den Abbau von Exposures effektiv begrenzen. Dies erlaubt anschließend die Teilnahme an der Markterholung, wie sich Anfang März zeigt. Auf den neuen hohen Niveaus konnten wir für Kunden zudem auf sehr attraktiven Swap Rates neue Geschäfte abschließen, was aber nur sehr risikokontrolliert umgesetzt wurde.

Varianz-Swaps

Varianz-Swaps *(Details siehe Kasten)* sind kein Buch mit sieben Siegeln, sondern ein Standardinstrument im Volatilitätshandel der Banken. Unter anderem auch deshalb, weil die Geldhäuser damit die Risiken im eigenen Buch steuern können. Aber wie sieht die Liquidität diese Verträge aus, und was geschieht, wenn es zu abrupten Volatilitätsanstiegen kommt? Mader führt aus: „Wir traden in der Regel jeden Tag im Best-Execution-Modus mit sieben bis acht Banken. Man könnte also im Extremfall bei einem raschen und starken Volatilitätsanstieg einen gegenläufigen Vertrag abschließen. Hier werden in der Extremsituation – wie auch bei den Optionen – die Preise allerdings nicht gerade attraktiv sein. Daher packen wir das Risikomanagement schon früher an und handeln nur Varianz-Swaps mit

FOTO: © FINCCAM INVESTMENT

einem Cap. Dies bedeutet, dass unsere maximale Auszahlung aus einem einzelnen Geschäft im Extremfall bereits beim Abschluss komplett feststeht. Das ist unser Tail Risk Hedge.“ Damit hat Finccam im Gegensatz zu anderen Strategien am Markt einen direkten Hedge auf den relevanten Risikofaktor und keinen indirekten Hedge über Aktien-Puts oder VIX-Calls. Letzteres machen etwa Daniel Lucke, Florian Astheimer und Steffen Christmann als Portfoliomanager im Rahmen der 1,4 Milliarden Euro schweren Feri-OptoFlex-Strategie.

Äpfel und Birnen

Wenn zwei Asset Manager Ähnliches machen, ist es noch lange nicht das Gleiche. Vergleicht man Finccams Volatility-Premium-Strategie mit jener des Feri OptoFlex, der mit Put-Spreads und VIX-Calls arbeitet, so sieht man einen ähnlichen Verlauf – laut Bloomberg liegt die Korrelation im Zeitfenster von 25. Januar 2019 bis 13. Februar 2020 bei 0,64 – und einen Performancevorsprung der Feri-Strategie *(siehe Grafik „Hinkender Vergleich“)*. Im Feri-Ansatz ist jedoch ein gewisses Aktienmarkt-Beta enthalten, das im aktuellem Marktumfeld ungemein hilfreich ist. Finccam zählt den Fonds auch nicht zu seiner direkten Peergroup, da es sich beim OptoFlex um eine Kombination verschiedener Risikoprämien handelt, um die jene Kunden von Finccam bewusst einen Bogen machen, die einen zu Aktien möglichst unkorrelierten Ansatz suchen. Die Vix-Calls im OptoFlex kosten langfristig Geld, glätten die Wertentwicklungskurve aber in den Phasen der Volatilitäts-Spikes. Den eigentlichen Risikofaktor, das Gamma beziehungsweise die Bewegung des Underlyings, adressieren die Calls nicht direkt. Das Risikomanagement von Finccam über Caps bei Varianz-Swaps setzt hingegen direkt am Risikofaktor an. Von der langen Aktienhausse mit seinem Beta-Exposure getragen, hat der OptoFlex profitiert. Interessant wird es, wenn es zu einem ausgeprägten Seitwärtsmarkt und insbesondere zu einem mittelfristigen Trend nach unten kommt. Denn dann kosten sowohl das Beta-Exposure als auch die Vix-Calls.

Geeignete Vergleichsfonds für den Finccam Volatility Premium AK I Fonds sind unter anderem Short-Vola-Fonds von AllianzGI wie der bis zum Abgang von Dr. Bernhard Brunner gemanagte Allianz Volatility Strategy Fund, der nun seit 1. Juli 2018 von Mikhail Krayzler, Rahul Malhotra und seit einem Jahr auch von Raymond Chan verwaltet wird, dann der Lupus Alpha Volatility Risk-Premium, RP Gamma, 7orca Vega Return sowie der Berenberg Volatility Premium. „Die wenigsten steuern hierbei allerdings die Prämie so rein an wie wir“, sagt Dr. Reinhold Hafner. „Hier ist meistens noch mehr oder weniger Beta aufgrund des dynamischen – oder auch weniger dynamischen – Delta-Hedges auf die jeweiligen Optionspositionen enthalten.“

Finccam ist seinem Volatility Premium Fonds eine Bereicherung des Short-Vola-Fondsuniversums. Was die Zukunftsaussichten für das Ernten der Aktien-Volatilitätsprämie anbelangt, ist Fondsmanager Brunner optimistisch: „Die Volatilitätsrisikoprämie als Prämie der impliziten Volatilität gegenüber der realisierten Volatilität war auch bei den bis Mitte Februar geltenden niedrigen Volatilitätsniveaus attraktiv. Einzelne Rücksetzer an den Aktienmärkten – es müssen ja nicht solche wie Ende Februar sein – sorgen für eine höhere Volatilitätsrisikoprämie und erweisen sich damit als Chance für nachhaltige Investoren.“

Unter den aktuellen Investoren sind insbesondere Einrichtungen der zweiten Säule wie Pensionskassen und Versorgungswerke, aber auch Versicherer, Corporates, Family Offices, Vermögensverwalter und Dachfonds aus dem Netzwerk der drei Gründer und Geschäftsführer. Aus dem Stand in weniger als zwei Jahren 1,3 Milliarden an Assets zu generieren, ist eine Leistung, die nur wenigen Teams in Deutschland gelingt. Sie spricht für die Kompetenz des Teams. Man muss kein Prophet sein, um der Boutique weitere deutliche Vermögenszuwächse trotz des Februar-Tauchers vorherzusagen. Dazu kommen generell die günstigen Korrelationseigenschaften der VPR-Strategien, die in einem 19-Jahres-Vergleich zu den Hauptassetklassen Renten und Aktien im Bereich von 0,02 bis 0,15 liegen.

DR. KURT BECKER

> **»** Varianz-Swaps ermöglichen eine direkte effiziente Vereinnahmung der gesamten Volatilitätsrisikoprämie. **«**
>
> **Dr. Bernhard Brunner,** Mitgründer und Geschäftsführer der Finccam Investment GmbH, München

Hinkender Vergleich

Feris OptoFlex performt besser, beinhaltet aber mehrere Risikoprämien.

Im Zeitfenster von 25. Januar 2019 bis 13. Februar 2020 erzielte der Finccam Volatility Premium Fonds mithilfe von Varianz-Swaps eine Performance aus der reinen Aktien-Volatilitätsrisikoprämie von annualisiert 4,05 Prozent, während der Feri OptoFlex I Fonds mit einem Beta-Exposure aufgrund von Put-Spreads und dem Einsatz von VIX-Calls auf 5,74 Prozent kam.

Quelle: Bloomberg

FOTO: © FINCCAM INVESTMENT