

VOLATILITÄT



Bild: Stockphoto



Volatilität schüttelt nicht nur zuweilen das Portfolio; es lässt sich auch in diese investieren. Dabei erhält man zwar kein Asset mit inhärentem Wert, aber dennoch eine relativ stabile Prämie. Sehr willkommen in Zeiten der Niedrigzinsphase! Komplex ist bloß die Bewirtschaftung. Komplex, und dann doch wieder einfach, auch die Veränderungen auf den Volatilitätsmärkten, welche den kommenden Drawdown beeinflussen könnten. Damit wird man sich für ein flexibel aufgestelltes Risikomanagement beschäftigen müssen – ob mit oder ohne Prämie.

Volatilität – Freund und Feind

Von Tim Büttner

Die Volatilitätsrisikoprämie hat sich als ausgewiesen stabil erwiesen. Zahlreiche Investoren und Anbieter drängt es in den Markt. Im Schatten dieser Entwicklung ergeben sich jedoch fundamentale Marktveränderungen, die Investoren im Auge behalten sollten.

Jeder Euro und Dollar, der mit den in diesen Artikeln vorgestellten Strategien verdient wird, untergräbt das Lebenswerk der Nobelpreisträger Myron Scholes und Robert C. Merton – und wäre dennoch ohne diese nicht verdient worden. Denn diese Strategien, welche auf strukturellen Ungleichgewichten der Optionsmärkte aufbauen, sind letztlich der renditebringende Beweis dafür, dass der Optionsmarkt nicht so funktioniert, wie diese ihn in der als Black-Scholes-Formel bekannten Formel beschrieben. Gemeinsam mit dem namensgebenden Fischer Black, dem sein eigener Tod im Jahre 1995 der Verleihung des Nobelpreises in die Quere gekommen war (Nobelpreise werden nicht post mortem vergeben), und mit wichtiger Unterstützung von Merton hatte Scholes erstmals eine geschlossene mathematische Formel für das Pricing von Optionen entwickelt. Eine erste Anwendung der Formel im Jahre 1970 an der Börse durch die Herren Black und Scholes höchstpersönlich endete aufgrund von mangelndem Risikomanagement desaströs. Eine Rückbesinnung auf ihre akademischen Wurzeln und die Veröffentlichung der Formel 1973 sicherte ihnen dagegen akademische Ehren und eine Rolle in der Praxis bis zum heutigen Tage.

Diese Rolle war allerdings nur bis zum Jahre 1987 so, wie sich dies die Wissenschaftler wohl vorstellten: Als exakte Beschreibung der rationalen Preisfindung auf effizienten Märkten. In der Tat war die Erklärungskraft erstaunlich. So stellte 1987 Stephan A. Ross in The

New Palgrave Dictionary of Economics fest: „Gemessen an ihrer Fähigkeit, die empirischen Daten zu erklären, ist die Optionspreistheorie die erfolgreichste Theorie nicht nur in der Finanzwelt, sondern in der gesamten Wirtschaftswissenschaft.“ Wie der Finanzsoziologe Donald MacKenzie 2005 in einem bahnbrechenden Artikel rekonstruiert hat, auch dank ihres Einsatzes in der Praxis. Mangels vor Ort einsetzbarer Computern orientierten sich Parkett Händler an auf Papier ausgedruckten Tabellen mit allen relevanten, aus der Formel abgeleiteten Daten, die Black selbst monatlich seinen Abonnenten für einen Preis von 300 Dollar zusandte. Der bei Entwicklung des Modells noch recht dürftige Modell-Fit verbesserte sich über die Jahre zunehmend bis nahe an die Perfektion.

Dies sollte sich mit dem Börsencrash von 1987 rapide ändern. Am 19. Oktober 1987 fiel der Dow Jones Industrial Average um 22 Prozent, die Volatilität stieg auf 150 Prozent. Die Wahrscheinlichkeit eines Preisverfalls von S&P 500 Index Futures in der realisierten Höhe lag nach Berechnungen von Jackwerth und Rubinstein bei 10⁻¹⁶⁰. Der offizielle Bericht der Brady Commission, der 1988 zur Prüfung des Crash erstellt wurde, stellte genau jene Optionen als eine der Ursachen der Krise fest: eine Strategie namens Portfolio Insurance, wobei Put-Optionen synthetisiert wurden, was in der Krise zu einem massiven Abverkauf von Aktien und Index-Futures führte. In der Folge trat an den Optionsmärkten eine Anomalie auf, der Skew: Optionen mit sehr niedrig liegenden Strike-Preisen wurden ungleich höher bepreist als Optionen mit nahe am aktuellen Kurs liegenden Preisen. Auch wenn es erst eine weitere Finanzkrise mit gewaltigen gesellschaftlichen Folgen brauchen sollte, damit Wirtschaftswissenschaftler und Finanzexperten zögerlich begannen, ihre eigenen Annahmen hinsichtlich normalverteilter

Returns und der Existenz von Schwarzen Schwänen zu hinterfragen: Die Optionsmärkte preisten von nun an partiell das Risiko eines außergewöhnlich starken Kursverfalls ein.

„Wenn Optionen zu ihrem fairen theoretischen Wert bewertet werden, sollte die in den Optionspreisen eingebettete Volatilität im Durchschnitt sehr nahe an der späteren ‚realisierten‘ Volatilität des S&P 500 liegen“, so der Wei Ge, Senior Researcher bei Parametric auf der Plattform Seeking Alpha. „Optionen wurden jedoch in der Vergangenheit etwa 4,4 Prozentpunkte über der späteren realisierten Volatilität gehandelt.“ Von diesem Pricing können Investoren nun profitieren, in dem sie implizite Volatilität verkaufen und so eine Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmen. „Die Volatilitätsrisikoprämie ist historisch sehr stabil und zudem nicht abhängig von steigenden Aktienmärkten“, zählt Alexander Raviol, CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha, die Vorzüge auf. Die Volatilitätsrisikoprämie ist empirisch nachweisbar und – zumindest historisch – in 87 Prozent der Zeit positiv. Die Höhe der Prämie schwankt und war insbesondere nach der Finanzkrise besonders ausgeprägt, so Raviol. Die gleitenden Mittelwerte lägen am aktuellen Rand jedoch im langfristigen Durchschnitt.

Komplexität der Anlageklasse

„Die Anlageklasse Volatilität wird oft missverstanden“, umreißt Tobias Knecht, Head of Volatility Management bei Assenagon, die Komplexität des Themas. „Es besteht seitens Investoren teils große Verwirrung, was sich denn eigentlich konkret im Portfolio befindet. Das ist ein Problem, zumal sich Volatilitätsstrategien sehr stark voneinander unterscheiden, weit mehr, als das etwa bei Long-Only-Aktienmandaten der Fall ist. Anhand einer Klassifizierung von CBOE, die auch entsprechende Indizes berechnen, gibt es vier verschiedene Strategien mit komplett unterschiedlicher Zielsetzung: Short Only, Long Only, Relative Value, welche je nach Opportunitäten long und short gehen, sowie Tail Hedges, welche reine Absicherungsfunktion besitzen.“

In Deutschland haben in den vergangenen Jahren vor allem Short-Volatility-Strategien von sich hören gemacht, was an der guten Performance dieser Strategien lag. Hätte man seit Ende der Krise 2009 kontinuierlich den Vix geshortet, hätte man eine Performance von über 100 Prozent erzielt. Dementsprechend große Beliebtheit genossen Short-Vola-Strategien. „Bei vielen Long Vola Funds gab es dagegen einen langsamen Tod“, kann Knechts Kollege Daniel Danon von Assenagon berichten. Denn für diese war der von QE unterstützte, sehr gleichmäßig ansteigende Aktienmarkt der vergangenen Jahre ein schwieriges Marktumfeld. Entsprechend ist die Anzahl der Fonds im Long-Vola-Segment im Zuge der positiven Marktentwicklung deutlich zurückgegangen.

Das Argument, Puts zu verkaufen, wird gestützt von einem CBOE-Whitepaper des University-of-Illinois-Professors Oleg Bondarenko.

Dieser verglich die historische Performance von sechs Indizes – darunter zwei Indizes, die monatlich mit Puts handelnde Strategien umsetzen. Der erste Index, der CBOE S&P 500 Put Write Index, bildet die Performance einer hypothetischen Strategie nach, die ein Portfolio von Treasuries kauft und monatlich At-the-money-Put-Optionen auf den S&P 500 verkauft. Der zweite Index, der CBOE-S&P-500-5%-Put-Protection-Index, verfolgt eine gegenläufige Strategie: Dieser hält eine Long-Position auf den S&P 500, welche über fünf Prozent out-of-the-money liegende Optionen abgesichert wird. Der Vergleich dieser beiden Strategien ist deutlich: Während der Put-Write-Index seit Juni 1986 um insgesamt 1.835 Prozent zulegen konnte, war der Anstieg der abgesicherten Strategie mit 708 Prozent deutlich verhaltener. Auch in Puncto Sharpe Ratio, Sortino Ratio und Stutzer Index war der Put-Write-Index deutlich überlegen, auch verglichen mit anderen Long-Only-Vergleichsindizes. Bei nur geringfügig niedriger Rendite (9,54 Prozent gegenüber 9,8 Prozent) lag die realisierte Volatilität des Put-Write-Indizes (9,95 Prozent) deutlich niedriger als die des S&P 500 (14,93 Prozent). Den Beitrag des Short Vola Exposures zur Outperformance bezifferte Bondarenko auf 0,29 Prozent monatlich, das Long-Volatility-Exposure der Put-Protection-Strategie kostete dagegen 0,17 Prozent.

Doch auch reine Short-Vola-Strategien unterscheiden sich stark untereinander, was es für den Investor nicht einfacher macht, sich zurechtzufinden. „Inhaltlich überfordert die Anlageklasse Volatilität viele Investoren, so Matthias van Randenborgh, CEO von RP Crest. „Es gibt Investoren, die mir überspitzt sagen, dass Volatilität 0,5 Prozent der gesamten Allokation ausmacht, aber 20 Prozent ihrer Zeit beansprucht.“ Wer in Volatilitätsstrategien investieren will, muss sich auf ein komplexes Thema einlassen – und griechisch lernen. Die wichtigsten sind Delta – die Abhängigkeit des Optionspreises vom Kurs des Underlying; davon abgeleitet Gamma, welches beschreibt, wie das Delta auf Änderungen des Basiswertes reagiert; und Vega, welches die Sensitivität bei Veränderungen des Niveaus der impliziten Volatilität darstellt. „Was vereinfacht als die Volatilitätsrisikoprämie bezeichnet wird, ist de Fakto ein Aggregat aus mehreren diversen Risikoprämien“, so van Randenborgh. „Jede dieser Risikoprämien hat ganz spezielle Eigenschaften und verhält sich auch in verschiedenen Marktphasen unterschiedlich.“ Viele Investoren verstünden unter der Anlageklasse Volatilität vereinfacht alles, was mit Optionen zu tun hat und wollen es der Einfachheit halber auch dabei belassen, beschreibt er das Kernproblem im Austausch darüber.

Inhaltlich gewachsen ist die Bayerische Versorgungskammer (BVK) der Asset-Klasse, die aber dafür in den vergangenen Jahren in der Personalpolitik einen stärkeren Fokus auf Quant-Spezialisten gelegt hat, wie Hendrik Kott, Leiter Aktieninvestments, zu berichten weiß. Drei Personen kümmern sich – wenn auch nicht ausschließlich – intern um die Volatilitätsstrategien. Die BVK setzt bereits seit 2009 Volatilitätsstrategien in Reinform um, davor haben diese eine gewisse Rolle im Bereich Multi-Asset- und Hedgefonds gespielt.

Die BVK baut internes Knowhow auf und betreibt Research, auch um weitere Risikoprämien zu identifizieren. Die Strategien selbst werden ausschließlich extern gemanagt. Zu den angelegten Volumina will Kott keine genaue Aussage machen, auch um die Ergebnisse nicht zu gefährden: „Die BVK ist ein recht großer Player. Wir haben in der Vergangenheit bei der Implementierung durchaus einen Market Impact gesehen.“ Grundsätzlich nennt er jedoch ein Prozent der 92 Milliarden Euro Kapitalanlagen (Marktwert Ende 2019) als Schwelle, unter der sich eine Bewirtschaftung nicht lohne. Wichtig ist dies auch bei der Managerselektion: „Wir können nicht nur zehn bis 20 Millionen Euro in eine Strategie geben. Auch wollen wir nicht der größte Investor im Fonds sein, gerade im Hinblick auf die Frage, ob wir wieder problemlos rauskommen, wenn wir Risiken abbauen wollen.“ Entsprechend wichtig ist die Kapazität des Anbieters, auch größere Summen bewegen zu können.

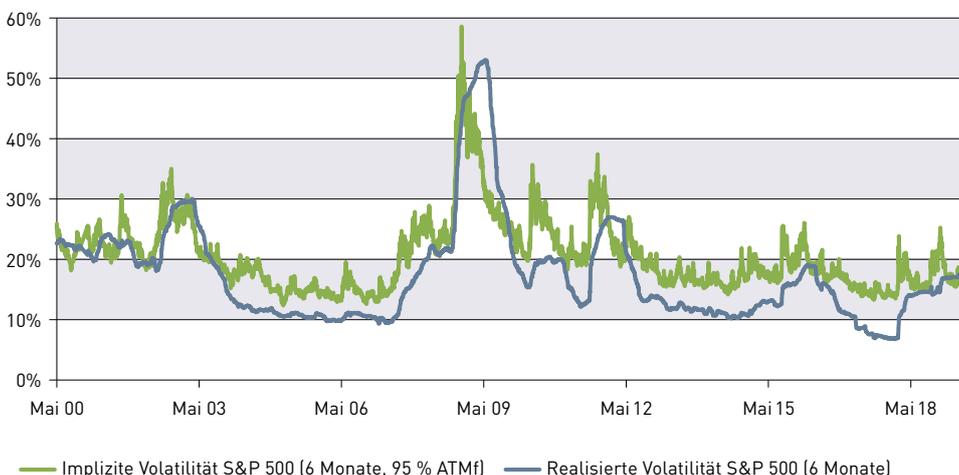
Die BVK hat die Berechtigung der Asset-Klasse erst kürzlich im Rahmen ihrer SAA überprüft – mit positivem Ergebnis. Zwar sei ein langfristig beobachtbarer Rückgang der Volatilitätsrisikoprämie festzustellen, allerdings tragen die Strategien weiterhin positiv zum Gesamtportfolio bei. Bei der Überprüfung stehen für Kott drei Fragen im Vordergrund: Erstens, ob es ein ökonomisches Rational hinter der Prämie gibt. Dies sei durch die erbrachte Versicherungsdienstleistung gegeben. Zweitens, ob sie signifikant positiv ist, was sich noch immer deutlich bejahen ließe. Und schließlich, in welchem Abhängigkeitsverhältnis sie zu anderen Portfoliobestandteilen steht. Dabei dürften keine zu hohen Maßstäbe angelegt werden: „Gibt es überhaupt Anlageklassen, die komplett unabhängig voneinander agieren?“ Eine Eins-zu-Eins-Reaktion dürfe es aber auch nicht sein, mit einer Korrelation von deutlich unter 0,5 sei die Versorgungskammer zufrieden.

Lupus alpha begann bereits 2007 mit ihrer Short-Vola-Strategie. Damals sei das noch für viele Investoren Neuland gewesen, so Alexander Raviol, CIO Alternative Solutions, der Erklärungsbedarf entsprechend hoch. Mittlerweile kämen viele Investoren direkt auf Lupus alpha zu, die Anlageklasse habe sich herumgesprochen. Alexander Raviol führt zwei Diversifikationsargumente ins Feld: Zum Einen funktionieren Short-Vola-Strategien auch in Seitwärtsmärkten. Denn nicht die absolute Höhe der Aktienmärkte und auch nicht die der Volatilitäten, sondern die Tendenz lässt sich kapitalisieren. Grob gesprochen profitieren die Strategien wesentlich von der Mean-Reversion-Eigenschaft der Volatilität, also der Eigenschaft sich ihrem langfristigen Mittelwert anzunähern. Zum Anderen könne historisch auch eine schnellere Erholung nach Drawdown-Phasen im Vergleich zu Aktienmärkten beobachtet werden. Grund ist, dass mit der gestiegenen Volatilität auch die Prämien rasant ansteigen, sodass sich in der Folge gute Erträge erzielen ließen, was die Verluste teilweise ausgleiche. Darum sei Volatilität im institutionellen Portfolio eine interessante Ergänzung zu Long-Only-Aktienstrategien. Allerdings, so Raviol, ist das Risikomanagement ungleich komplexer. Denn selbst für optionsaffine Investmentexperten sei aufgrund der Optionsstruktur nicht unmittelbar ersichtlich, wie viel Risiko-Exposure aufgebaut sei.

Starke Unterschiede in der Umsetzung

Bei der optimalen Umsetzung zur Abschöpfung der Volatilitätsrisikoprämie scheiden sich die Geister. Grundsätzlich lassen sich diese Prämien über Optionen und OTC gehandelte Varianz-Swaps vereinnahmen. Aufgrund der Counterparty-Risiken bei OTC gehandelten Varianzswaps hat die BVK eine Präferenz für Optionen, so Kott. Dies sei jedoch kein absolutes Kriterium. Wenn Manager

In den meisten Marktphasen ist die Volatilitätsprämie positiv



Quellen: Assenagon Equity Derivatives Database, Bloomberg; © portfolio institutionell

überzeugend nachweisen, dass sie mit diesen Risiken umgehen können, etwa über Diversifikation, können also auch diese Strategien gefahren werden. **Varianz-Swaps können auch mittels Optionen repliziert werden, wie von Lupus alpha umgesetzt. „Varianz-Swaps traden die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität und somit genau, worauf wir abzielen wollen. Der Vorteil einer Replikation mittels Optionen gegenüber dem Handel von Varianz-Swaps selbst ist, dass so durch untertägliches Delta-Hedging in Korrekturphasen erhebliche Performancevorteile erzielt werden können.“** Dabei verfolgt Raviol von Lupus alpha einen möglichst puristischen Ansatz. **„Das Ziel ist es, die Volatilitätsrisikoprämie zu isolieren. Andere Risiken wie Aktien- und Durationsrisiken haben die meisten unserer Investoren bereits zur Genüge im Portfolio.“**

Die meisten Short-Vola-Strategien hedgen das Delta. Sonst werde die Volatilitätsrisikoprämie von Aktienrisikoprämien überlagert, so Raviol. Bei einer Short-Put-Strategie ohne Delta-Hedging macht beispielsweise das Aktienrisiko 75 Prozent aus. Dies könne gewollt sein, sei aber dann in der Regel schwieriger in ein institutionelles Portfolio zu integrieren, so Raviol. „Viele Investoren besitzen bereits stark diversifizierte Aktienportfolien und wollen speziell die Volatilitätsrisikoprämie aufgrund ihrer Diversifikationseigenschaften im Portfolio haben.“ Daniel Lucke hat sich mit Feri dagegen bewusst gegen Delta-Hedging entschieden. **„Es gibt zwei Probleme mit Delta-Hedging: Zum einen nimmt man sich durch den Hedge auch immer das Recovery-Potenzial, was in V-förmigen Marktphasen keine schöne Eigenschaft ist. Zum anderen nimmt die Abhängigkeit vom Vega enorm zu. Skaliert man nun die Strategie entsprechend hoch, um die gleiche Renditeerwartung zu erreichen, so steigen andere mit dem Aktienmarkt korrelierte Risiken wie die Abhängigkeit zur impliziten Volatilität.“** Die Absicherung besteht bei Feri aus sehr weit aus dem Geld liegenden S&P500 Long Puts als Tail Hedge sowie Vix-Calls, die in turbulenten Marktphasen üblicherweise an Wert gewinnen und so potenzielle Verluste mit den geschriebenen Puts partiell kompensieren.

Mikhail Krayzler, Fondsmanager einer Short-Vola-Strategie von Allianz GI, hält aktives Risikomanagement im Rahmen einer Short-Vola-Strategie für enorm wichtig. Dabei setzt er auf eine dynamische Steuerung des Exposures sowie Tail-Risk-Hedging, um den risikokontrollierten Zugang zu Volatilität als Anlageklasse zu bieten. Auch weitere Risikomanagementansätze inklusive dynamische Put-Strategien sowie Intra-Day-Strategien, welche eine starke Momentumkomponente haben, kommen im Team bei einigen Mandaten zur Anwendung. Insgesamt sei Diversifizierung der Risikomanagementstrategien wichtig, auch weil klassische Zusammenhänge wie der von Aktienmarktentwicklung und Volatilität brüchiger würden. **„Es gibt inzwischen Phasen mit starkem Anstieg der Aktienmärkte, bei der die Volatilität recht flach bleibt und umgekehrt Phasen, in denen Aktien stark nachgeben, während die Volatilität nicht stark steigt.“** Das macht die Absicherung beispielsweise über Vix-Futures oder -Optionen herausfordernd.

Bei der Short-Vola-Strategie, mit der Assenagon erst seit kurzem auf dem Markt ist, gehe es darum, bestehende Strategien weiterzuentwickeln. **„Bei vielen der Strategien, die wir im Markt beobachten können, gibt es einen Disconnect zwischen Short-Positionierung und Hedge“,** kritisiert Danon. So gebe es zwar beispielsweise eine empirisch negative Korrelation zwischen S&P 500 und dem Vix, welcher jedoch nicht immer greife. **„Dem XIV Fund, der im Februar 2018 mit einem NAV von Null ausbuchen musste, hätten auch Optionen auf den S&P 500 kaum etwas genützt“,** glaubt er. Bei Assenagon setzen die beiden Experten deshalb auf eine unmittelbarere Verbindung, mithilfe derer abermals über den Kauf von Einzeltitelvolatilitäten der Verkauf von Indexvolatilität gehedged wird. Ergebnis sei, dass dadurch die um die Aktienprämie bereinigte Kernvolatilitätsprämie abgeschöpft werden kann, die sogenannte Korrelationsrisikoprämie.

Technologische Neuerungen

Sehr technologisch getrieben agiert inzwischen RP Crest, die den Investmentprozess des RP Gamma Fonds über die vergangenen zwei Jahre ganz wesentlich umgestellt haben. **„Gamma bleibt unseres Erachtens langfristig die stabilste Risikoprämie des Kapitalmarktes, weil sie sich vom Bewertungszyklus der Aktien am besten entkoppeln kann.“** Die Herausforderungen bei der Abschöpfung von Gamma sind jedoch gestiegen und bedingen eine starke Technologisierung des Handelsprozesses mit entsprechenden Senkungen der Handelskosten, um auch höherfrequentes Handeln zu ermöglichen. Dafür hat RP Crest massiv in die eigene Infrastruktur investiert, um Transaktionskosten zu minimieren und technologisch aufzuschließen. Denn angesichts der großen Konkurrenz durch hochkompetitive Market Maker sieht er die Asset-Management-Branche unter Handlungsdruck. **„Unsere bisherige Anlagestrategie hatte schlichtweg keine Zukunft mehr. Ab September letzten Jahres ist dies ein kompletter Neustart.“**

Denn van Randenborgh von RP Crest kann ein signifikantes Abschmelzen der Volatilitätsprämie über die vergangenen 20 Jahre, insbesondere in der vergangenen Dekade, deutlich erkennen. Implizite Volatilität handelt heute tiefer als früher bei vergleichbaren Marktbedingungen. Dies habe sicherlich auch mit der Niedrigzinsphase zu tun. Als Gründe sieht er mehr Konkurrenz am Optionsmarkt, wo sich eine Vielzahl von Optionsschreibern tummeln, aber auch einen fundamentalen technologischen Wandel. Letzterer habe jedoch bis jetzt weitestgehend außerhalb der Asset-Management-Industrie stattgefunden. Dieser technologische Wandel, der vor allem von privaten Hochfrequenzhändler vorangetrieben wird, die auch als Market Maker für Derivate agieren, ermögliche Risikomanagementtechniken, die mit tieferen impliziten Volatilitäten zurechtkommen. Dies erkläre die beobachtete strukturelle Senkung der Volatilitätsrisikoprämie bis hin zu Niveaus, die risikoadjustiert für Asset Manager nicht mehr attraktiv seien, wenn diese nicht selber technologisch aufrüsten.

„Die Volatilitätsrisikoprämie lässt sich in Reinform am besten über Varianz-Swaps vereinnahmen, aber womöglich will ich die Reinform ja gar nicht“, so Lutz Klaus, CIO von Tungsten Funds. Überhaupt hält Klaus es für sehr schwer, die Risikoprämie zu isolieren, ohne übermäßig Kosten zu produzieren oder unnötige Risiken einzugehen. „Es gibt kein richtig und kein falsch. Verschiedene Strategien haben bestimmte Vor- und Nachteile. Letztlich muss es ins Portfolio passen. Und ganz oft sehe ich, dass es letztlich nicht passt.“ Für Klaus spielt die Volatilitätsprämie vor allem in Multi-Asset-Fonds eine wichtige Rolle. „Die Volatilitätsprämie ist sehr stabil im zeitlichen Verlauf und ist ökonomisch begründbar und als solches hat sie einen Platz im Portfolio.“ Gleichzeitig warnt er ausdrücklich davor, Volatilitätsprämien als Bond-Ersatz ins Portfolio hinein zu kaufen, auch wenn die Versuchung aufgrund des positiven Carrys nahe liegt. „Die Volatilitätsprämie ist ganz klar ein Beta. Eine zu starke Positionierung führt im Portfoliokontext zu deutlicher Verschlechterung, Sie bekommen ein leptokurtisches Portfolio, also genau das, was sie nicht wollen – gerade nicht in der Niedrigzinsphase.“ Interessant ist für ihn der Einsatz von Optionen, um einen effizienteren Zugang zu anderen Risikoprämien, speziell Credit- und High Yields, zu erlangen.

Vola-Prämie als Beimischung

Die Volatilitätsrisikoprämie spielt so auch in anderen Strategien, etwa Multi Asset oder Put-Writing eine Rolle, ohne dass diese dann explizit isoliert wird. Die Bayerische etwa schreibt im Rahmen ihres Aktienportfolios Optionen als Yield Enhancement und um stetige Einnahmen zu generieren, wie CIO Marc Schwetlik im August 2017 im Investoreninterview gegenüber portfolio institutionell

berichten konnte: „Wir haben drei Mandate, bei denen vor allem über Dividenden und das Schreiben von Optionen laufende Ausschüttungen generiert werden. Schließlich brauchen wir als Versicherer die laufenden Erträge aus Dividenden und dem Schreiben von Optionen, um jährlich den Rechnungszins an die Kunden auszuzahlen und um die Out-of-the-money-put-Optionen zu finanzieren.“ Auch Daniel Lucke von Feri kann von Investoren berichten, die mittels der – natürlich völlig anders strukturierten, aber gleichwohl Optionen schreibenden Feri-Strategie – auf laufende Erträge abzielen: „Es gibt Investoren, die unsere Strategie quasi als Fixed-Income-Ersatz in ihr Portfolio integrieren. Andere verorten diese im Liquid Alternatives Bucket, wieder andere als Teil ihrer Aktienstrategie“, so Lucke zur Vielfalt von Anwendungen.

Neuberger Berman setzt eine Put-Write-Strategie um, welche auf den ersten Blick starke Ähnlichkeit mit Short-Vola-Strategien besitzt. Allerdings dominiert hier ganz klar das Aktien-Exposure, was auch das Ziel der Strategie ist: „Wir wollen aktienähnliche Renditen erzielen, bei gleichzeitig geringerer Volatilität und besserem Kapitalschutz“, so Derek Devens, Senior Portfoliomanager bei Neuberger Berman. Entsprechend ordnet er sich auch als Alternative zu Low-Vola-Faktorstrategien ein, die aus seiner Sicht allmählich überlaufen sind. „Der Boom bei Low-Vola-Strategien ist nicht unendlich. Alle sind in den vergangenen Jahre als Folge der Outperformance in diese Strategien gegangen.“ Die Strategie profitiert deutlich vom Pricing der impliziten Volatilität. „Durch das Schreiben von At-the-Money-Puts auf den S&P 500 können wir in normalen Marktphasen monatlich Prämien von 1,5 Prozent vereinnahmen – und das Up-Front. Auf das Jahr gesehen sind das bereits positive Cashflows von 18 Prozent.“

Die jüngere Historie spricht klar für Short-Vola-Strategien



Kauf 12M-Volatilität, Verkauf 1M-Volatilität und J.P.Morgan 100% US Dispersion (Theta)-Index, jeweils S&P 500

Quelle: Lupus alpha; © portfolio institutionell

Seine Argumentation gleicht der eines Versicherers, denn zu dessen Kerngeschäft bestehen große Ähnlichkeiten. „Puts sind ganz ähnlich wie Versicherungsprämien, welche auch so bepreist sind, dass Netto Versicherer profitieren.“ Vielleicht auch ein Grund, weshalb Versicherer zu den wichtigsten Kundengruppen gehören. „Durch ihr Kerngeschäft ist das Verständnis da bereits recht weit gediehen.“ Andere Gründe sind natürlich regulatorischer Natur, denn unter Solvency II hat die Frage, wie kapitaleffizient Aktienexposure aufgebaut werden kann, zentrale Bedeutung. Die angestrebte niedrigere Volatilität kommt hier zum Tragen. Devens kann von einer deutschen Versicherung berichten, die seit Jahren Inhouse Put-Writing-Strategien umsetzt und zusätzlich Neuberger Berman mit dem Management eines Teilportfolios mandatiert hat. „Für die Versicherung steht der Austausch im Vordergrund, wodurch sie auch Erfahrungswerte für ihre eigene Umsetzung gewinnen können.“ Aber auch Diversifikationsaspekte sind wichtig, denn jede Put-Write-Strategie ist verschieden. Durch die Kombination ergibt sich ein besseres Risiko-Rendite-Profil. In einem unterscheidet sich jedoch das Schreiben von Puts deutlich vom Versicherungsgeschäft: „Wenn der S&P 500 nachgibt, können wir unsere eigenen Puts zurückkaufen, womit wir Risiken nach unserem Ermessen effektiv beseitigen können. Wir haben so ein effizientes Risikomanagement-Tool.“

Kipp-Punkt 5. Februar 2018

Voll im Fokus standen Short-Volatilitätsstrategien am 5. Februar 2018. In der Tat wurden genau jene Strategien für das „Volmageddon“ verantwortlich gemacht, welches sich in einem scharfen Kursverfall und einem sprunghaften Anstieg der Volatilität ausdrückte. Als Grund wurde eine sehr starke Short-Positionierung einiger Marktakteure hinsichtlich Vix-Futures ausgemacht. Dabei ist es hilfreich sich vor Augen zu führen, dass man aus dem ruhigsten Fahrwasser der Aktienmärkte aller Zeiten im Jahr 2017 in das Jahr 2018 gekommen war. Die vom Vix gemessene implizite Volatilität lag sehr niedrig, noch niedriger war nur die realisierte Volatilität. Am 5. Februar 2018 erfolgte dann ein sprunghafter Anstieg, was einige Strategien ins Wanken brachte. Die von der Credit Suisse emittierte Velocity Shares Daily Inverse VIX Short-Term exchange-traded note (ETN) verlor an einem einzigen Tag 92 Prozent, nachdem sie laut Reuters am Handelstag zuvor noch 1,6 Milliarden Dollar Wert gewesen war, und wurde daraufhin eingestampft. Tatsächlich war der Anstieg des Vix mit 118 Prozent abrupt, bewegte sich allerdings im historischen Maßstab auf durchaus gewöhnlichem Niveau. „Alles, was passiv in Volatilitätsrisikoprämien investiert, geht tendenziell irgendwann den Bach runter“, so Daniel Lucke von Feri. „Entweder es explodiert oder es implodiert.“

Tatsächlich war es ein klassischer Fall von extremem Erfolg, der schließlich sein eigenes Grab schaufelte. Denn durch die extrem niedrige Volatilität, die sich durch das komplette Jahr 2017 durchgezogen hatte, performte das Produkt sowie weitere, ähnlich gestrickte

Produkte sehr gut und konnte dadurch recht schnell große Kapitalzuflüsse verbuchen. Mit den Volumina stiegen jedoch auch die Rebalancing-Erfordernisse, was zu einer Nachfrageresteigerung nach Vix-Futures sorgte. Am 5. Februar wurde dies nach einem starken Rücksetzer der Kurse aufgrund der einsetzenden Erwartung steigender Zinsen schlagend: Das Rebalancing war nur zu extrem kostspieligen Preisen möglich. CTAs und andere Strategien, welche Volatilität als Input-Faktor zur Ermittlung ihres Exposures benutzen, verstärkten diese Entwicklung noch, denn auch diese mussten sich aufgrund der angesprungenen Volatilität mit Vix-Futures eindecken oder aber Aktien verkaufen. Pravit Chintawongvanich, Equity Derivatives Strategist bei Wells Fargo, zog gegenüber Bloomberg folgendes Fazit: „Die zentrale Erkenntnis ist, dass es keine Strategie gibt, die im Verhältnis zu ihrem Markt nicht zu groß werden kann. Das sieht man bei diesen Option-Selling-Strategien, wenn diese Puts zurückkaufen und tiefer gehende verkaufen muss, was das, was bereits geschieht, noch verschlimmert.“ Sind also Short-Volatilität-Strategien in der Summe zu groß geworden?

In diese Richtung argumentierte der Hedgefonds Artemis Capital Management, dessen Strategie konträr zu Short-Volatilität-Ansätzen verläuft: „Es gibt nun einen gefährlichen Feedback-Loop zwischen extrem niedrigen Zinssätzen, Schuldenexpansion, Vermögenswertvolatilität und Financial Engineering, welches Risiko auf der Basis von Volatilität allokiert. In diesem selbstreflexivem Loop kann Volatilität sich sowohl höher als auch niedriger selbstverstärken.“ Auf 1,18 bis 1,48 Billionen Dollar, so schätzte Artemis 2017, belaufen sich Strategien, welche allein auf den US-Aktienmarkt einen expliziten oder impliziten Short Volatility Trade eingehen. Während explizit Volatilität handelnde Strategien mit 60 Milliarden Dollar nur einen kleinen Teil ausmachten, bringen Risk-Parity-Ansätze (400 bis 600 Milliarden Dollar), Volatility Control Funds (400 Milliarden Dollar), Risk Premia (250 Milliarden Dollar) sowie Long-Equity-Trendfolger (70 bis 175 Milliarden Dollar) ordentliches Gewicht auf die Waage. Die logische Begründung, diese aufzuzaddieren, ist relativ einfach: Auch wenn beispielsweise Risk-Parity-Strategien nicht explizit Volatilität verkaufen, handeln sie jedoch implizit mit den gleichen Risikofaktoren und agieren langfristig ähnlich auf einen Anstieg der Volatilitäten. Denn in diesem Fall sind sie gezwungen, sich von Risiko-Assets zu trennen, was zyklisch wird. Das akkumulierte implizite Short-Gamma-Exposure von Risk Parity, Volatility Control und CTAs ist gewaltig. Artemis schätzt, dass bei einem Rückgang des S&P 500 um zehn Prozent und einem Anstieg der impliziten Volatilität gemessen am Vix auf 28 dieses Gamma-Exposure Aktienverkäufe in Höhe von 600 Milliarden Dollar auslösen würden. „Volatilität ist nun die einzige unterbewertete Asset-Klasse der Welt“, stellt Artemis fest.

Das Paper stammt vom Oktober 2017 und entstand somit knapp vor dem Volmageddon, weshalb einiges in Perspektive gerückt werden muss. An der Short-Volatilitäts-Positionierung hat sich jedoch prinzipiell nichts verändert und auch Volatilität hat sich

wieder auf historisch sehr niedrigen Niveaus eingependelt. Die absolut niedrigen Niveaus sind aber nicht das eigentlich bemerkenswerte, so Artemis, sondern das Verhalten nach kurzen Anstiegen der Volatilität etwa nach dem Brexit und der US-Wahl 2017. So kehrte die Volatilität extrem rapide zu niedrigen Niveaus zurück. Für das Jahr 2017 stellte Artemis fest, dass der Vix drei bis vier Mal so stark auf Veränderungen im S&P 500 reagierte wie noch in Phasen ähnlich niedriger Volatilität Mitte der 1990er- und Mitte der 2000er-Jahre. Als Grund sieht Artemis, dass Volatilität – entgegen der Lehrmeinung der Modern Portfolio Theory – kein exogener Risikoindikator ist, sondern selbst Marktentwicklungen massiv beeinflusst. Denn sowohl systematische Strategien als auch Zentralbanken benutzten Volatilität als Entscheidungsmetrik, was stark selbstverstärkende Effekte mit sich brächte.

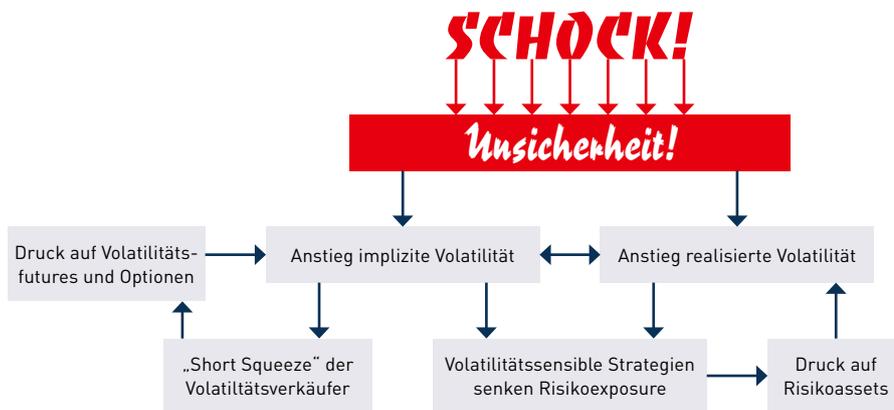
Strukturelle Marktveränderungen

„Die Volatilität der Volatilität wird größer, und zwar sowohl die der impliziten als auch die der realisierten“, so Krayzler von Allianz GI. „Früher sagte man, mit dem Aufzug hoch, die Stufen runter. Mittlerweile fährt man auch mit dem Aufzug wieder runter.“ Schlecht für die Fitness und vor allem auch schlecht für Strategien, die von einem langsamen Rückgang der Volatilität profitieren. Denn nun tritt ein starkes Zeitelement hinzu. Zur richtigen Zeit wieder Exposure aufzubauen, ist deutlich wichtiger geworden. Mit einer stark angestiegenen Anzahl von Trendverstärkern, zu denen Krayzler nicht nur CTA, Risk Parity, Leveraged ETF, sondern auch die Index- und Unit-linked Annuities zählt, von denen einige mittlerweile bei der Volatilitätssteuerung teils täglich reagieren, sieht er mögliche Volatilitäts-Squeeze-Szenarien in Stressphasen als recht wahrscheinlich. Allerdings nicht in dem Ausmaß, wie man es insbesondere im Februar 2018 gesehen hat.

„Volmageddon war ein Wachrütteln. Zu viele Investoren waren ziemlich blind in Short-Vola“, so Klaus von Tungsten Funds. Dabei haben sie unterschätzt, dass sich Risiken in Optionsmärkten, anders als in Aktienmärkten, nicht gleichmäßig, sondern schlagartig aufbauen. Viele Desks mussten sich mit Volatilität eindecken und waren dabei völlig preisunsensibel. „Die Hauptsache war, die Risikopositionen zu schließen.“ Das eigentlich interessante sei auf den Volatilitätsmärkten jedoch erst danach passiert, so Klaus: „Es gibt seitdem eine starke Kompression des Vix. Es braucht sehr viel, damit er über 25 steigt und es gibt – vielleicht noch erstaunlicher – eine recht fixe Untergrenze bei zwölf.“ Bei den Gründen kann er nur spekulieren: „Die 25 lassen sich noch relativ leicht mit dem Fed-Put begründen. Marktteilnehmer scheinen schlichtweg nicht mehr bereit, sich für eine Volatilität von 30 abzusichern, weil sie in diesem Falle mit einem starken Eingreifen der Zentralbanken rechnen.“ Die Untergrenze von zwölf könnte mit den im Februar gemachten Erfahrungswerten zu tun haben. Optionsschreiber seien bei extrem niedriger Volatilität wohl nicht mehr wie vorher bereit, die dann enorm hohen Risiken zu tragen. Die Konsequenz sei, dass die Volatilitätsrisikoprämie seit Volmageddon noch höher sei, weil die realisierte Volatilität weiterhin recht gering bleibe.

Ivan Mlinaric, Geschäftsführer beim Risikomanager Quant Capital, beobachtet die durch Short-Volatility-Squeezes entstehenden Risiken sehr genau. Seine Beobachtung: „Marktkrisen können viel stärker zu selbstverstärkenden Effekten führen als noch vor einigen Jahrzehnten.“ Er stützt sein Argument unter anderem mit einer Schätzung von JP Morgan, nach der nur etwa ein Zehntel des gesamten US-Tradingvolumens durch fundamental agierende Investoren exekutiert wird, während der Rest auf passive und quantitative Strategien entfalle. Aktuell stützten in turbulenten Marktphasen jedoch noch die Zentralbanken, die Liquidität bereit

Ein Crash in Volatilitätsmärkten kann auf andere Segmente überschwappen



Quelle: Quant Capital Management GmbH; © portfolio institutionell

stellten und so Bewegungen abfedern. Trotzdem müsse man mit dem Risikomanagement reagieren: „Risikomanagement muss schneller und flexibler werden. Sie sollten keine Angst haben, im Zweifelsfall zu früh zu sichern.“ Auch Long-Vola-Strategien seien prinzipiell ein wertvolles Mittel, um Verluste ausgleichen zu können. Vorteil sei hier, dass gut umgesetzte Strategien das Exposure lange durchhalten können. „Das Problem ist jedoch, dass Volatilität kein Asset mit inhärentem Wert ist, weshalb Sie gezwungen sind, taktisch zu agieren. Damit unterscheiden sich Volatilitätsstrategien grundlegend von Aktien- und Anleihemandaten.“ Entsprechend große Bedeutung kommt der Fähigkeit des Managers zur Steuerung zu.

Long-Vola-Strategien

Auch hierzulande setzen Anbieter Long-Vola-Strategien um, mit denen – so die Idee – im Falle von ähnlichen Ereignissen wie 2018 Rücksetzer ausgeglichen werden können, zum Beispiel Assenagon. Für eine Strategie, die in den meisten Marktphasen primär Kosten produziert, ist das Ziel klar: „Wir wollen Long Volatility Exposure aufbauen und gleichzeitig den Cost of Carry minimieren“, so Danon. Gegenüber dem CBOE-Eurekahedge-Long-Volatility-Index wurde in den vergangenen Jahren eine deutliche Outperformance erzielt. Diese ist auch nötig, denn dieser notiert aktuell bei minus 30 Prozent. „Unsere Investoren wissen zu schätzen, dass wir bei leicht positivem Return einen effektiven Hedge für Krisenzeiten aufrechterhalten“, so Knecht. Schwierig seien insbesondere Phasen der Compression, also der Phase, wenn Volatilitäten langsam absinken, wie es beispielsweise 2017 zu beobachten war. 2015 und 2016 waren dagegen gute Jahre für die Strategie. In der Umsetzung wird stark die Volatilität von Einzeltiteln mit einbezogen. Der Vorteil für Long-Vola-Strategien: „Die Prämien von Indizes liegen deutlich über denen von Einzeltiteln. Mithilfe einer Einzeltitel-selektion lassen sich so deutlich Kosten einsparen.“ Grund für die höheren Prämien seien einerseits eine größere Nachfrage, da Absicherungsstrategien meist über Derivate auf Indizes und nicht auf Einzeltitel umgesetzt werden. Aber auch das Zertifikategeschäft der Banken, welche den Verkauf von Einzeltitel-Volatilität als Return Boost einsetzen, lässt sich als Grund für die geringeren Prämien nennen. Diese Differenz zwischen Einzeltitel- und Indexprämien ließe sich so kostensenkend einsetzen, was in dem bisher schwierigen Marktumfeld für Long-Vola-Strategien nur willkommen ist.

Auch Klaus von Tungsten Funds sieht den größten Mehrwert für das institutionelle Portfolio darin, eine Long-Position einzunehmen und das Portfolio so abzusichern. Mit einem Fonds setzt Tungsten diese Strategie um, wobei vor allem extreme Drawdowns an den Aktienmärkten ausgeglichen werden sollen. „Unser Ziel ist es nicht, bei einem geringen Rückgang der Aktienmärkte einen Hedge anzubieten. Wir positionieren uns gegen die richtigen Schläge von zehn, 15, 20 Prozent. Dann wollen wir mit unserer Strategie genauso viel im Plus sein.“ Die Umsetzung ist deshalb

auf den möglichst effizienten und kostensparenden Aufbau von Gamma- und insbesondere Vega-Exposure abgestellt und bedient sich dabei je nach Marktbedingung verschiedenen Instrumenten. Speziell Ratio Spreads oder Calender Spreads seien interessant.

Long-Vola-Strategien hat die BVK 2017 eingestellt. „Das Verhältnis zwischen laufenden Kosten der Strategieimplementierung und den Gewinnen im Krisenfall war hier schlichtweg nicht mehr ausreichend.“ Um für Drawdowns vorzusorgen, sei es effektiver, auf Gesamtportfolioebene anzusetzen, anstatt einzelne, im Krisenfall gut laufende, aber Kosten produzierende Positionen aufzubauen. Intern managt die BVK – zusammen mit ihrer Master-KVG – taktische Absicherungen. „Systematische Wertsicherungsstrategien haben aktuell keinen Platz in unserem Portfolio.“ Temporär kommen jedoch durchaus Derivate zur Absicherung zum Einsatz, gerade wenn die Alternative heißt, sich von Aktien zu trennen, um Kursänderungsrisiken zu steuern. Doch können sich negative Wechselwirkungen mit den Short-Vola-Strategien ergeben? Theoretisch durchaus, ist sich Kott bewusst, gerade wenn die Absicherung über Optionen vorgenommen wird.

Auch aus diesem Grund verlangt die BVK von den Anbietern mindestens wöchentliche, inzwischen sogar idealerweise tägliche Transparenz über die Positionierung. So kann die BVK die Risiken aktiv steuern und dazu das durch die einzelnen Positionierungen aufgebaute Exposure monitoren. Transparenz ist für die BVK jedoch auch aus regulatorischen Gründen wichtig: „Wir stoßen hinsichtlich der Risikoanlagen nach der Anlageverordnung an unsere Grenzen. Wenn wir intransparente Strategien in unser Portfolio nehmen, müssten wir diese komplett den Risikoanlagen zurechnen.“ Anders wenn wie bei Ucits-Fonds eine Durchschau möglich ist und damit eine genauere Quotenzuordnung zum Anlagekatalog erfolgen kann.

In einem Aktienumfeld, welches von extremer Nervosität und potenziellen strukturellen Ungleichgewichten geprägt ist, fällt die Steuerung nicht leicht. Womöglich wird Investoren jedoch noch ein paar Monate Ruhepause gegönnt. Das zumindest glauben Alireza Mahallati und Enrico Stacchetti von Amundi mit Blick auf die akkomodierende Politik der Zentralbanken. „Zumindest bis zum Mai oder Juni rechnen wir mit weiter niedriger Volatilität. Die Zentralbanken sind weiter sehr Dovish.“ Eine Atempause sicherlich, bevor es gegen Ende des Jahres zu einer höheren impliziten Volatilität kommen kann, welche sich dennoch im langfristigen historischen Durchschnitt bewegen wird. Mit Blick auf die gestiegene Bedeutung, welche Volatilität im Rahmen der taktischen Risikosteuerung besitzt, und auf das gewaltige Potenzial für selbstverstärkende Effekte, welche sich daraus entfalten könnten, lohnt es sich bereits jetzt, sich mit den Volatilitätsmärkten vertraut zu machen. Für diejenigen Investoren, die in den vergangenen Jahren von den üppigen Volatilitätsrisikoprämien profitieren konnten, hat es sich das bereits.