

Vola-Strategien: Wie Lupus Alpha in der Krise die Wettbewerber schlug

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 mit Hilfe von Optionen. Letzteres war Ende Februar Trumpf.



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

© Lupus alpha

Die letzte Februarwoche werden die Anbieter von Volatilitätsrisikostراتيجien sicherlich nicht so schnell vergessen. 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 folgende Bloomberg-Chart zeigt, wie sich die Fonds verschiedene Player in dem Krisenzeitfenster von 21. Februar bis 2. März 2020 verhielten.

Gold für Lupus Alpha

In besagtem Zeitfenster teilweise 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 am nächsten kommt der Allianz Volatility Strategy Fund (-4,55 Prozent), gefolgt vom 7orca Vega Return Fund (-5,17 Prozent). Glatte 6 Prozent gab der RP Gamma I ab, und der nicht im Chart enthaltene LRI Optopflex I 6,68 Prozent. Deutlich dahinter befinden sich der finccam Volatility Premium (-8,54 Prozent) sowie der Berenberg Volatility Premium mit einem Minus von 9,29 Prozent.



Reinheit und Reinheit liefern ungleiche Ergebnisse

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 Performance-Unterschied erstaunlicherweise relativ hoch, wo doch beide Anbieter fast dasselbe tun und sich nur in der technischen Umsetzung von einander unterscheiden.

Gründe für das bessere Abschneiden von Lupus Alpha

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 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 Oportflex, die bei einem entsprechenden Rückenwind des Aktienmarktes in den letzten Jahren durch das implizite Delta stärker profitieren als delta-neutrale 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.

Ausblick: Ergebnisse sind von der Aktienmarktentwicklung abhängig

Auch Alexander Raviol verfügt über keine Kristallkugel: "Was man aber generell sagen kann, ist, dass im Falle einer V-förmigen Erholung Ansätze mit ungehedgtem Delta - zum Beispiel Short Puts - am besten im Aufholprozess abschneiden, während Ansätze wie jener von Lupus Alpha nur einen Teil aufholen werden. Allerdings profitieren wir nach dem Abverkauf und der scharfen Erholung von der höheren impliziten Volatilität beim Aufsetzen neuer Positionen." Und was kann man bei Seitwärtmärkten

erwarten? Raviol dazu: "Short Put-Strategien ohne Delta-Hedge holen in diesem Szenario nicht auf, während dies der Lupus Alpha-Ansatz sehr wohl tut." Geht der Markt nach unten, werden Ansätze ohne Delta-Hedges leichter verlieren als es Lupus Alpha in dieser Gemengelage tut. Demnach sieht sich Raviol, von der Richtung des Marktes unabhängig, gut aufgestellt.

Fazit

Die Pfadabhängigkeit ist ein ständiger Begleiter aller Wettbewerber, die auf die eine oder andere Art die Aktien-Risikoprämie isolieren möchten. Ein flexibles Deta-Hedging, das auch intraday mehrmals im Ab- und Ausverkaufsphasen des Aktienmarktes zum Einsatz kommt, hat jedenfalls dann, wenn der Markt nur die Richtung nach Süden kennt, zweifellos seine Meriten. *(kb)*