

Doppelte Chance

Anders als der Aktienmarkt konnte die **Volatilitätsrisikoprämie** den Pandemie-Crash im Frühjahr 2020 bisher nicht abschütteln. Für die im Rennen verbliebenen Short-Volatility-Fonds, die dadurch wieder mehr Fahrt aufnehmen können, ist dies erfreulich.

Für einen oberflächlichen Beobachter der Börsen scheint die Aktienwelt schon lang wieder in Ordnung zu sein: Der schnellste Absturz der Börsengeschichte an den Aktienmärkten wurde prompt auch in Rekordzeit wieder aufgeholt (siehe Grafik „Pandemie vergessen gemacht“): Von den führenden Indizes befinden sich per Ende April 2021 sowohl MSCI World, MSCI Europe, DAX, Nikkei 225 als auch der S&P 500 Index auf einem Stand über jenem vom 18. Februar 2020, als die Pandemie-Diskussion begann, an den Börsen hochzukochen. Einzig der FTSE 100 Index hat seinen Ausgangsstand noch um einen guten Prozentpunkt verfehlt. Die Aufholjagden verliefen dabei regional unterschiedlich schnell. Den Vogel schoss Japan ab: In Tokio war der Drawdown schon Mitte Juni 2020 ab-

geschlossen, gefolgt von S&P 500 und dem MSCI World im August. Etwas müder bei der Aufholjagd präsentierten sich beispielsweise der DAX, der erst im Dezember 2020 alte Niveaus erreichte, beim MSCI Europe

Asset Manager Lupus alpha, rekapituliert: „Der S&P 500 verlor in nur 15 Tagen über 20 Prozent an Wert, das war die schnellste Korrektur in dieser Größenordnung seit Beginn der Indexberechnung im Jahr 1927.



» Die Risikoprämie für Volatilität ist seit März 2020 auf das Doppelte des langfristigen Durchschnitts gestiegen. «

Alexander Raviol, Head of Alternative Solutions bei der Lupus alpha Asset Management GmbH, Frankfurt a. M.

wartete man auf die vollständige Erholung sogar bis März dieses Jahres.

Soweit der äußere Anschein, aber wer genauer hinsieht, entdeckt mehr. Alexander Raviol, Head of Alternative Solutions beim

Besonders hervorzuheben ist nicht die absolute Höhe des Rückgangs, sondern vor allem die Geschwindigkeit und die extreme Volatilität, mit der sich diese Bewegung vollzogen hat. So war der Aktienmarktück-

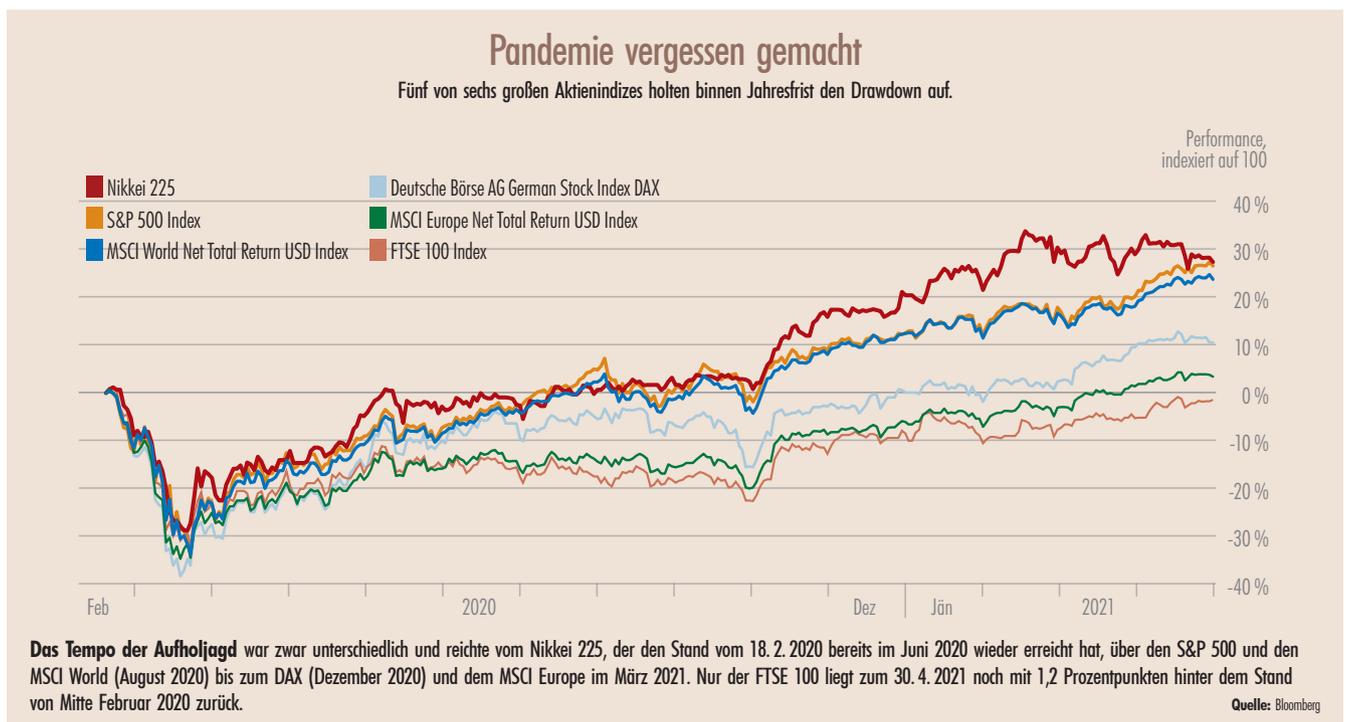


FOTO: © MARCUS BECKER, NEGRO ELKHA | STOCK.ADOBE.COM

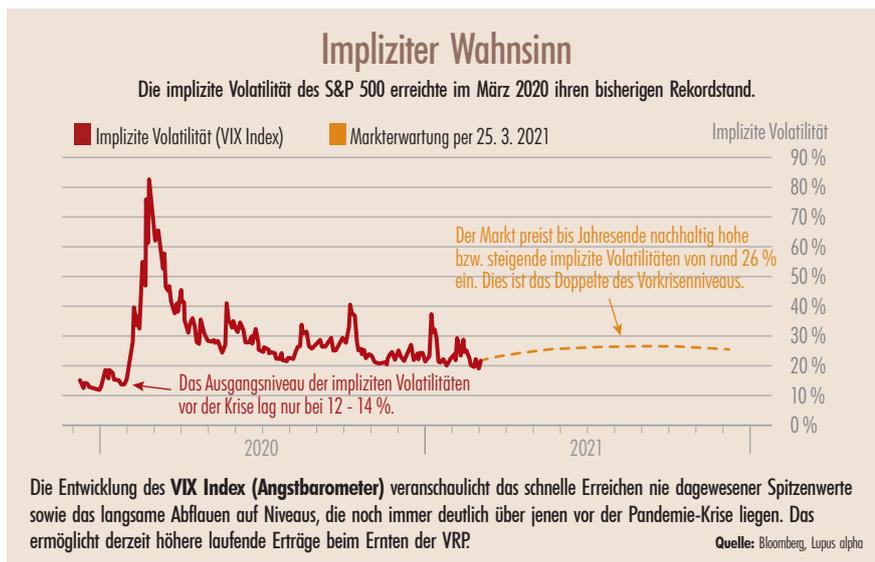


Der Corona-Schock liegt an den Aktienmärkten mehr als ein Jahr zurück, der Seismograf Volatilität hat sich aber bis heute noch nicht beruhigt. Die Unruhe, abzuleiten aus einer beim Doppelten des Vor-Stress-Niveaus liegenden Volatilitätsrisikoprämie, eröffnet aber Short-Volatilitätsstrategien Ertragschancen.

gang mit mehr als 33 Prozent in den USA beziehungsweise mehr als 38 Prozent in Europa zwar stark ausgeprägt, aber insge-

samt auch deutlich niedriger als etwa in den Jahren nach dem Platzen der Internetblase oder während der Finanzkrise 2008/09, als

Gesamtverluste von zwischenzeitlich fast 60 Prozent zu verzeichnen waren. Die realisierte Volatilität hingegen stieg im Jahr 2020 im historischen Kontext auf deutlich extremere Niveaus als während der letzten Krisen.“



Aus der Bahn geworfen

Und genau dieser exorbitant schnelle, steil nach oben führende Volatilitätsanstieg bereitete den Asset Managern Probleme, wobei ein Manager (RP Crest) beziehungsweise bestimmte Fondsprodukte auch anderer Asset Manager (RP Gamma, Allianz Structured Alpha Volatility, Berenberg Volatility Premium) aus der Bahn geworfen wurden. Auch die verbliebenen Kämpfer um die Ernte von Volatilitätsprämien mussten die eine oder andere Schramme hinnehmen. Das verwundert wenig, wies doch der S&P 500 in der Spitze eine realisierte Vola-

tilität (für einen Monat) von mehr als 96 Prozent auf, was über jener in den Krisen 2000 und 2008 lag. Alexander Raviol mit der Chronologie des Schreckens: „Damit lag die realisierte Indexvolatilität auf dem dritthöchsten je beobachteten Wert nach 1929 und 1987. Für europäische Aktien wurde mit rund 80 Prozent der zweithöchste jemals beobachtete Wert erreicht. Diese Extremwerte kamen dabei insbesondere aufgrund der erratischen Tagesbewegungen Mitte März zustande. So verlor der S&P 500 beispielsweise am 12. März 9,5 Prozent, um am nächsten Tag wieder um 9,3 Prozent zu steigen und am darauffolgenden Handelstag erneut um fast zwölf Prozent zu fallen.“ Infolge dieser heftigen Schwankungen stiegen auch die impliziten Volatilitäten stark an. So markierten der VIX mit einem Stand von mehr als 85 Prozent (siehe Grafik „Impliziter Wahnsinn“) und der VSTOXX mit rund 95 Prozent ihren jeweiligen Höchststand. Bei den impliziten Volatilitäten wurden die Extremwerte aus der Finanzkrise 2008 erreicht beziehungsweise in Europa deutlich übertroffen. Besonderes Augenmerk verdient auch bei den impliziten Volatilitäten die Geschwindigkeit, mit der sich der Anstieg vollzog. So lagen die realisierten und auch impliziten Volatilitäten nur wenige Wochen vor der Krise noch nahe ihren historischen Tiefstwerten. Beispielsweise handelte der VIX Mitte Januar 2020 bei knapp zwölf Prozent und versiebenfachte sich somit bis zum Höchstwert in nur wenigen Wochen.

Einfluss auf die VRP

Während in ruhigen Zeiten die Volatilitätsrisikoprämie (VRP), also die Differenz zwischen verkaufter impliziter und im Nachhinein realisierter Volatilität, positiv ist und die Short-Volatility-Fonds hieraus langfristig Erträge generieren können, sah es hier ganz anders aus, denn die Risikoprämie wurde durch den abrupten Wechsel aus einem niedrigen in ein sehr hohes Volatilitätsumfeld stark negativ und übertraf die Werte aus dem bisher schwersten Krisenjahr 2008 deutlich. Alexander Raviol dazu: „In der Spitze lag die realisierte Volatilität mehr

als 60 Prozentpunkte über der zuvor verkauften impliziten Volatilität. Während der Finanzkrise lag dieser Wert „nur“ bei zirka 50 Prozentpunkten. Auch hier zeigt sich noch einmal die besondere Schwere, mit der der Volatilitätsmarkt durch die Verwerfungen rund um Corona betroffen war.“

„Versicherungsfall“

Für die Fonds trat damit ein schlimmer „Versicherungsfall“ ein, wenn man ihre Rolle als Versicherungsgeber versteht, der

gegen Prämie Extremrisiken versichert. In aller Regel werden Investoren, die Absicherung suchen, bereit sein, Puts mit einem Volatilitätsaufschlag zu bezahlen, woraus sich laufende VRP-Einnahmen für die Short-Volatility-Fonds ergeben. In Phasen wie im März 2020 tritt jedoch der Schadensfall ein und Short-Volatility-Konzepte erleiden Verluste, deren Höhe davon abhängt, wie viele Versicherungsverträge man verkauft hatte und darauf Schadenszahlungen vornehmen musste. Die Skalierung des Risikos war der Schlüssel zum

Überleben in diesen schweren Zeiten. Wer sich sehr aggressiv aufgestellt hatte, musste Verluste schreiben, die über jene des Aktienmarktes hinausgingen.

Das Problem ist an und für sich nicht neu, aber doch anders als in der Vergangenheit. 2008 etwa zogen sich im Zuge der Finanzkrise viele Banken als systematische Volatilitätsverkäufer aus dem Markt zurück, und spezialisierte Short-Volatility-Fonds traten an ihre Stelle, um systematisch den Gegenpart zu den Volatilitätskäufern einzunehmen. Nun sind aber einige dieser Fonds

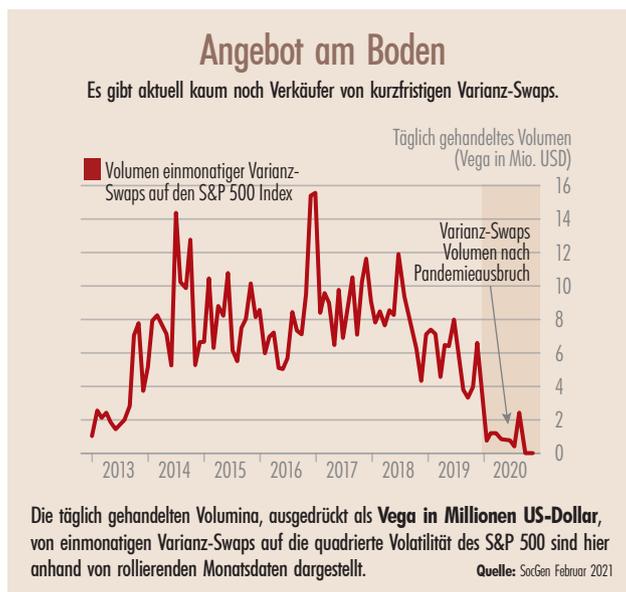
» Ähnlich wie in der Finanzkrise sind jetzt wieder deutlich höhere Erträge bei Short-Vola-Strategien zu erzielen. «

Alexander Raviol, Partner und Head of Alternative Solutions bei Lupus alpha in Frankfurt

durch die Coronakrise ausgeschieden. „Neben reinen Volatilitätsstrategien ist auch das verkaufte Volumen von impliziter Volatilität durch andere Marktteilnehmer wie (Call-) Overwriting-Strategien oder der Emission strukturierter Produkte signifikant kleiner geworden“, beobachtet Raviol.

Geschrunpftes Angebot

Diese Entwicklungen führten dazu, dass das Angebot an impliziter Volatilität nach dem März 2020 sehr viel kleiner geworden sei und in einigen Teilbereichen aktuell nur noch einen Bruchteil des Vor-Corona-Niveaus betrage. Die Grafik „Angebot am Boden“ illustriert die täglichen Handelsvolumina von Varianz-Swaps. Diese OTC-(Over-the-counter)-Produkte bieten die Möglichkeit, Volatilität in ihrer reinsten Form zu handeln, und werden daher hauptsächlich von spezialisierten Volatilitätsstrategien eingesetzt. Hier wird exemplarisch für viele Marktbereiche die nunmehr viel geringere Marktaktivität offenkundig. Über die letzten Wochen haben sich die Volumina in einigen Bereichen wieder leicht erholt, liegen aber immer noch deutlich unter dem Niveau vor



dem Ausbruch der Coronakrise. Eine nur sehr langsame Normalisierung wie nach 2008 erscheint Raviol hier als das wahrscheinlichste Szenario.

Alte und neue Nachfrage

Im Gegensatz zum geschrumpften Angebot ist die Nachfrage nach impliziter Volatilität allerdings ausgesprochen robust. Schließlich ist der Absicherungsbedarf der Marktteilnehmer angesichts rekordhoher Aktienstände nur zu verständlich. Auch dies ist allerdings ein typisches Muster nach Krisen und war nach 2008 für mehrere Jahre zu beobachten. Die rapiden Verluste und die über die letzten Monate immer noch unsichere Lage bezüglich der Virusentwicklung beziehungsweise den weiteren Maßnahmen auf fiskalischer und monetärer Seite haben hier zu einer nachhaltig erhöhten Nachfrage nach Optionalität und damit nach Volatilität geführt. Dabei waren von institutionellen Investoren insbesondere Instrumente zur Absicherung gegen weitere Markteinbrüche, etwa weit aus dem Geld liegende Puts, gefragt. Zusätzlich zu diesem wahrscheinlich längerfristigen Trend bei Institutionellen führt aktuell auch das sprunghaft gestiegene Handelsvolumen von amerikanischen Privatanlegern zu einer starken Nachfrage nach impliziter Volatilität. Die Spekulation mit Call-Optionen auf Einzeltitel ist seit der Senkung der Handelskosten auf null und dem Auftreten von neuen Brokern à la Robinhood um ein Vielfaches gestiegen. Besonders nach dem März 2020 beschleunigte sich diese Entwicklung und fand mit den Spekula-

tionen auf kleine, stark leerverkaufte Aktien Anfang 2021 ihren vorläufigen Höhepunkt. Wie nachhaltig diese Entwicklung ist, kann heute noch nicht endgültig gesagt werden. Laut Raviol erscheint eine mittelfristig höhere Nachfrage nach impliziter Volatilität allerdings plausibel. Summa summarum trifft also eine hohe Nachfrage nach impliziter Volatilität auf ein geringeres Angebot an ebendieser. Konsequenz daraus ist, dass die Normalisierung des Volatilitätsmarktes diesmal wahrscheinlich längere Zeit als in der Vergangenheit benötigen wird. Der Ausgleich von Ungleichgewichten bei Angebot und Nachfrage führt wie bei allen Gütern, wo noch der freie Markt regiert, über den Preis, sprich: die Versicherungsprämie (VPR) ist mangels einer größeren Anzahl vom Versicherungsunternehmen (Short-Volatility-Fonds) eine höhere, und zwar so lange, bis deren relative Attraktivität neue Player auf das Spielfeld lockt, die wieder mehr Versicherungsverträge schreiben. Bis dahin können die im Markt verbliebenen Player höhere Volatilitätsrisikoprämien lukrieren. Das tun diese selbstredend nur allzu gern, können sie dadurch doch die Verluste aus dem Schadensfall vom Februar/März 2020 schneller wieder aufholen.

Doppelte Prämie

Betrachtet man die Volatilitätsrisikoprämie, also die Differenz aus impliziter und realisierter Volatilität, über die letzten 15 Jahre, so betrug diese im Schnitt 3,6 Prozent im Jahr. Von März bis Dezember 2020 war das Niveau der VPR allerdings deutlich

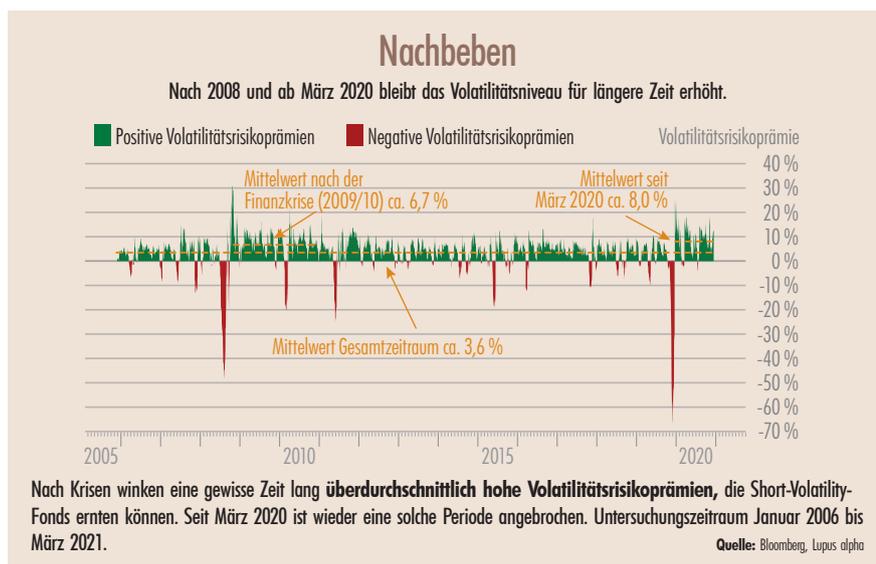
erhöht und betrug zirka acht Prozent. Damit lag sie sogar höher als nach der Finanz- und Wirtschaftskrise 2008, denn in den beiden Folgejahren 2009 und 2010 belief sie sich durchschnittlich auf 6,7 Prozent. In den ersten Monaten 2010 ist ein leichter Rückgang auf rund 7,7 Prozent zu beobachten, was aber noch immer einem mehr als doppelt so hohen Niveau wie im Langfristschnitt entspricht.

Das alles illustriert die Grafik „Nachbeben“. Wie es scheint, braucht es eine gewisse Zeit, bis die Nachwirkungen solcher Verwerfungen ausklingen und Angebot und Nachfrage am Volatilitätsmarkt analog zur Zeit nach der Finanz- und Wirtschaftskrise wieder auf das Niveau vor der Krise zurückfinden. So wie 2009 und 2010 sollten auch jetzt noch in der nächsten Zeit mit Short-Volatility-Strategien überdurchschnittliche Renditen geerntet werden können.

Stress ist unter der – oberflächlich ruhigen – Börsenlandschaft für Aktien noch immer genug vorhanden. Da helfen auch Ankaufprogramme von Notenbanken und eine überschwapende Liquiditätsversorgung nichts. Der Seismograf Volatilität hat sich noch nicht beruhigt, die Unruhe, abzuleiten aus einer beim Doppelten des Vor-Stress-Niveaus liegenden Volatilitätsrisikoprämie, eröffnet aber Neueinsteigern auf mittlere Sicht in Short-Volatility-Strategien Rückenwind durch höhere Ertragschancen bis zur endgültigen Marktberuhigung. Dazu kommt, dass diese Abklingphase diesmal sogar länger als nach 2008 dauern könnte, da die Risikotragfähigkeit vieler Marktteilnehmer gelitten hat und eine Erhöhung des Angebots von Verkäufern impliziter Volatilität wohl noch länger auf sich warten lassen wird. Wie in anderen Assetklassen gilt auch für die Volatilität, dass man als Investor eine „Buy the Dip“-Strategie verfolgen sollte: Denn abnormale Umstände, wo die realisierte Volatilität über der impliziten liegt und die VPR negativ ist, gehen in aller Regel rasch vorüber, weil sich ja sonst niemand mehr fände, der das Volatilitätsrisiko versichert. Zudem hätte man mit dieser Strategie bereits ab März 2020 an den deutlich fetteren Volatilitätsrisikoprämien partizipieren können.

Abgesehen davon hat Volatilität auf jeden Fall als Assetklasse im Rahmen der Asset Allocation als zusätzliche alternative Risikoprämie ihre Daseinsberechtigung.

DR. KURT BECKER



Nach dem Schadensfall

Seit dem März 2020 befindet sich die Peergroup von Fonds mit Short-Volatilitätsstrategien im Aufholprozess. Es lebe der kleine Unterschied.

Genauso wenig, wie die Wettbewerber im Februar/März 2020 im Gleichklang südwärts schritten, gestaltet sich die Aufholjagd synchron. Während einige schon in positivem Terrain sind, haben andere noch einen Teil des Weges vor sich. Das hängt auch damit zusammen, dass die Short-Vola-Strategien durchaus unterschiedlich sind: einmal betreffend der eingesetzten Instrumente, zum anderen im Hinblick auf die Risikokalibrierung. So baut der Lupus alpha Volatility Risk-Premium, der auf die Höhe des Aktienrisikos skaliert ist, mit gelisteten Optionen Varianz-Swaps nach und fängt das Risiko mit einem flexiblen Delta-Hedging ein, finccam operiert hingegen mit OTC-Varianz-Swaps. „Während Varianz- und Volatilitäts-Swaps einen eingebauten Delta-Hedge besitzen, müssen Anbieter, die mit Optionen operieren, Delta-Hedges aufsetzen, um am Ende des Tages Delta-Neutralität hergestellt zu haben“, weiß Alexander Raviol, Leiter des Bereichs Alternative Solutions bei Lupus alpha. Trotzdem sind sich die Produkte dieser beiden Anbieter am ähnlichsten.

2020 ist die mit Abstand stärkste. Die Chancen stehen gut, 2021 neue Hochs zu erreichen.“

Dr. Wolfgang Mader, Partner bei finccam investment in München, hält fest: „Unsere Umsetzung der Volatilitätsrisikoprämie (VPR) ist ebenfalls auf die Höhe der Aktienrisikoprämie kalibriert. Das Verhalten liegt genau im Rahmen der Erwartun-

Aufholung des Rückschlags aus dem Corona-Sell-off soll in der zweiten Jahreshälfte 2021 abgeschlossen sein.

Einen anderen Weg verfolgt der Assenagon Alpha Premium, der sich im Zeitfenster vom 10. 12. 2019 bis 28. 4. 2021 in seiner Peergroup mit einem Plus von 1,7 Prozent am besten schlug und gemeinsam mit dem 7orca Vega Fonds den Ausgangs-



» Wir unterscheiden uns dadurch, dass wir die Korrelationskomponente des Index zum Investmentobjekt machen.«

Matthias Kunze, Managing Director und Head of Distribution bei Assenagon Asset Management in München

gen. Nach dem Drawdown in Höhe von rund 50 Prozent des Aktienverlustes konnten wir seit Mitte März 2020 überdurchschnittlich performen und die Verluste weitgehend kompensieren. Damit lagen wir im Mittelfeld der Peergroup. Gerade im aktuellen Volatilitätsumfeld ist die Vereinnahmung der Volatilitätsprämie über Varianz-Swaps besonders attraktiv.“ Die

wert bereits wieder übertreffen konnte (siehe Grafik „Das Sixpack in der Aufholjagd“). Im Assenagon Alpha Premium verkauft man Aktienindexvolatilität und kauft parallel Volatilitäten auf die Einzelaktien im Index entsprechend der Indexgewichtung. Dahinter steht die Beobachtung, dass die VRP bei Indexoptionen hoch, bei Einzelaktienoptionen jedoch

Problem der Vergleichbarkeit

Generell schnitten gerade jene Strategien vergleichsweise gut ab, die ein offenes Aktienmarktrisiko (Delta) haben. Ursache dafür ist die „v-förmige“ Erholung der globalen Aktien auf neue Hochs. Betrachtet man unabhängig von der Portfoliokonstruktion nur die Performanceentwicklung, so werden sehr verschiedene Risikoskalierungen miteinander verglichen. Der Lupus alpha Volatility Risk-Premium ist auf ein aktienähnliches Risikoniveau skaliert. Folglich war der zwischenzeitliche Verlust vergleichsweise hoch. Raviol: „Das Jahr 2020 wurde mit einem Verlust von minus 9,14 Prozent insgesamt im Mittelfeld dieser Vergleichsgruppe abgeschlossen. Im Gegenzug ist aber auch die Rendite in normalen Marktphasen viel höher, und auch die Gesamtpformance seit März

Das Sixpack in der Aufholjagd

Zwei der sechs Wettbewerber haben bereits im November 2020 die Scharte wieder ausgewetzt.



Während Assenagon und 7orca die Aufholjagd bereits letztes Jahr beendet und die Ausgangswerte vom 10. Dezember 2019 wieder erreicht haben, müssen die anderen Anbieter noch kämpfen, wobei der Großteil des Weges zurückgelegt ist und bis Ende 2021 wohl abgeschlossen sein wird.

Quelle: Bloomberg

gering ist. Matthias Kunze, Head of Distribution bei Assenagon, führt aus: „Die gekaufte Einzelaktienvolatilität konnte im ersten Quartal 2020 signifikant positive Beiträge zur Fondsperformance liefern und den Drawdown deutlich reduzieren. Gegen Ende des ersten Quartals haben wir immer deutlicher die Chancen gesehen, die sich durch die historischen Prämienhöchststände ergaben. Diese haben wir genutzt, um das Exposure deutlich zu erhöhen.“ Böse ist man über die Nagelprobe im Februar/März 2020 nicht: „Mit einem Kursrückgang von zehn bis 15 Prozent muss man im Short-Vola-Segment bei einer derartig explosiven Volatilitätsentwicklung rechnen. Der Corona-Sell-off lag im Rahmen. Da wir antizyklisch das Exposure erhöht haben, konnten wir die Erholung auf das Vor-Corona-Niveau schon im November 2020 abschließen. Für 2020 konnten wir insgesamt eine positive Performance von 1,8 Prozent erreichen, und das trotz der anspruchsvollen Märkte und obwohl die Prämien nach wie vor merklich erhöht sind.“ Dem Optionsmarkt steckt die Corona-Krise also nach wie vor noch in den Knochen. Kunze merkt an, dass die bisherige Erholungsphase in Kombination mit dem Sell-off ein guter Test für die Robustheit der Strategie gewesen sei. Damit helfe man sich über den kurzen Track Record dieses Produkts hinweg.

Zweiter Sieger mit einer positiven Performance von 1,48 Prozent im Zeitfenster der Grafik ist der 7orca Vega Return. Hier wird mit Short Straddles gearbeitet, das Delta lässt man innerhalb strikt definierter Grenzen schwanken, bevor zum Delta-Hedging gegriffen wird. Die Pfadabhängigkeit der Ergebnisse ist hier wieder eine andere als in den vorhin genannten Fällen. 7orca ist so etwas wie der heimliche Sieger, hatte der Fonds doch sogar einen etwas geringeren Drawdown als jener von Assenagon zu verzeichnen und konnte seine Aufholphase einige Wochen früher abschließen. CEO Tindaro Siragusano dazu: „Die Reaktion unserer Strategie lag innerhalb des zu Erwartenden. Während der Fahrt nach unten konnten unsere breite Diversifikation und unsere Delta-Cap-Strategie die Verluste begrenzen. Wir betrei-

ben Delta-Hedging ab einem Delta größer als plus 0,25 beziehungsweise kleiner als minus 0,25, und zwar dann zurück auf ein Delta von plus/minus 0,25.“ Die sehr gute Performance seit April 2020 sei vor allem im stringenten Festhalten am Konzept und in einer deutlich attraktiveren VRP begründet. Die Maximum-Drawdown-Periode des Vega Return umfasst 420 Tage.



» Mit den Short-Vola-Assets befinden wir uns seit Herbst 2020 wieder auf einem deutlichen Wachstumspfad.«

Thomas Altmann, Partner und Head of Portfolio Management bei QC Partners in Frankfurt



» Seit dem Corona-Crash legten wir um 34 Prozent zu und haben Aussichten, neue Hochs zu erreichen.«

Alexander Raviol, Partner und Head of Alternative Solutions bei Lupus alpha in Frankfurt

Wieder etwas anders ist der Warburg – Defensiv – Fonds aufgestellt, den Dr. Björn Borchers, Leiter Multi Asset & Liquid Alternatives bei Warburg Invest in Hamburg, managt: Hier verfolgt man einen globalen Ansatz. Borchers: „Die Vorteile unseres globalen Ansatzes, die 2018 sichtbar waren, konnten aufgrund der globalen Krise nicht greifen. Dieses Verhalten ist identisch mit der Finanzkrise 2008.“ Anders als die Peers hat man in den letzten Monaten relativ wenig Dynamik beim Aufholen gezeigt: Minus 5,63 Prozent stehen hier noch zu Buche. Laut Borchers habe 2020 die Notwendigkeit und Sinnhaftigkeit des Delta-Hedgings deutlich gezeigt: „Insbesondere die deutlichen Kurslücken über Nacht und über das Wochenende zeigten sich als große Herausforderung im Hedging. Dennoch war dieser Baustein sowohl im starken Rückgang im März 2020 als auch im weiteren Verlauf des Jahres für deutlich positive Performancebeiträge verantwortlich.“

Der sechste im Bunde ist Thomas Alt-

mann, Head of Portfoliomanagement und Partner bei QC Partners in Frankfurt. Dort verwaltet man mehrere Short-Vola-Strategien. Im QCP PremiumIncome wird eine Put-Collar-Strategie verfolgt, indem man systematisch regelbasiert kurzlaufende Puts auf weltweite Aktienindizes verkauft und gleichzeitig eine konsequente Downside-Absicherung durch den Kauf von

Puts mit niedrigeren Strikes umsetzt. Bei Eingehen einer Eröffnungsposition mit mindestens vier Wochen Laufzeit beträgt der Sicherheitspuffer des verkauften Puts mindestens 2,5 Prozent, der Basispreis des gekauften Puts liegt maximal fünf Prozent tiefer. A und O ist auch hier natürlich das Risikomanagement. Altmann: „Der maximale Drawdown lag bei zwölf Prozent, das illustriert den risikobegrenzenden Charakter unserer Collar-Strategie. Vom Tiefpunkt weg konnte der QCP PremiumIncome bislang etwa zehn Prozent zulegen und hat damit einen Großteil seines Drawdowns wieder aufgeholt. Innerhalb der Peergroup weisen wir den geringsten Drawdown auf, was auf einen defensiveren Strategieansatz hindeutet.“ Trotzdem konnte der Fonds auch in der Erholungsbewegung mithalten. In der Sechser-Runde ist man Bronzemedallengewinner, hat aber 1,62 Prozent aufzuholen, um auf den Stand vom 10. 12. 2019 zu kommen. Bei einer konservativen Zielrendite von vier Prozent pro Jahr strebt man entsprechend

eine Aufholen dieser schwachen zwei Prozent für 2021 an.

Kaum Änderungen

So wie es Institutionelle erwarten, führen die Anbieter ihre Short-Vola-Strategien unverändert fort. Beim Assenagon Alpha Premium wurde angesichts fetter Volatili-

niger negative Ergebnisse produzieren. Die Art der Umsetzung verbessert die langfristige Renditeverteilung der Strategie bei stabiler Renditeerwartung.“

Nach dem Wash-out bei Short-Volatility- und Tail-Risk-Positionen, der mit Fondsschließungen einherging, erhebt sich die Frage nach strukturellen Änderungen an den Märkten. Borchers: „Die reduzierte

tilitätsrisikoprämie, verbunden mit deutlich weniger Anbietern und Investoren und dadurch einem merkbareren Angebotsüberhang an Optionalität. Altmann wiederum sagt, man habe 2020 zwar eine ausgeprägte Schockphase an den Börsen erlebt, jedoch keine strukturelle Veränderung: „Die Volatilitäten haben sich nach einem explosionsartigen, durchaus auch historischen Anstieg mittlerweile wieder ihren langjährigen Mittelwerten angenähert. Die Liquidität an den Aktien-, Options- und Volatilitätsmärkten war 2020 durchgehend hoch und ist es aktuell auch weiterhin.“

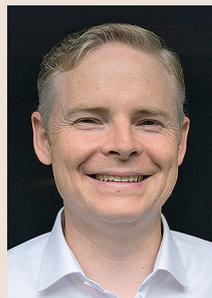
» Unsere Assets in Short-Volatility-Strategien stiegen von 300 Millionen Ende 2019 auf nun 600 Millionen Euro.«

Tindaro Siragusano, CEO von Torca Asset Management in Hamburg



» Aus unserer Sicht ist der Markt für Volatilitätsrisikoprämien durch die Coronakrise attraktiver geworden.«

Dr. Wolfgang Mader, Partner der finccam investment in München



Wie geht es weiter?

Mader: „Aus unserer Sicht ist der Markt durch die Coronakrise attraktiver geworden. Die Angebots-Nachfrage-Situation hat sich deutlich verbessert, da einige große Anbieter ausgeschieden sind und sich gleichzeitig die Nachfrage bei Endinvestoren nach Absicherung tendenziell erhöht hat. Dies zeigt sich in den zuletzt sehr hohen VRPs. Die Gegenparteien unserer OTC-Geschäfte konnten uns vor diesem Hintergrund sehr attraktive

tätsrisikoprämien nach dem Höhepunkt der Krise lediglich die Investitionsquote antizyklisch deutlich erhöht. Beim QCP PremiumIncome beträgt die Investitionsquote im Durchschnitt weiterhin 150 Prozent des Fondsvolumens. Alles beim Alten bleibt auch bei Lupus alpha. Alexander Raviol: „Das Delta-Hedging wird unverändert umgesetzt und erfolgt je nach Marktbewegung auch mehrmals am Tag. Schon seit mehreren Jahren vermeiden wir das Handeln der Futures – also den Delta-Hedge des Replikationsportfolios – in der Zeit um den Tagesschluss, da hier die Flows der systematischen Produkte und weniger flexible Marktteilnehmer die Volatilität zum Tagesende massiv verstärken können. Dies war in der Krise im März 2020 besonders ausgeprägt.“ Ein wenig am Risikomanagement gearbeitet hat man bei finccam. Mader: „Als Reaktion auf die beispiellose Marktsituation 2020 mit extremen Ausschlägen konnten wir unser Risikomanagement noch einmal nachschärfen. Extremsituationen werden damit we-

Zahl der Anbieter von Volatilitätsstrategien sollte sich nicht negativ auf die VRP auswirken, wobei die Unterschiedlichkeit in der Herangehensweise nicht zu jeder Zeit einen Crowding-Effekt erzeugt haben sollte. Das allgemeine Interesse an der VRP wird sich nicht strukturell verändern, allerdings werden institutionelle Kunden individuellere Lösungen vollziehen.“ Kunze meint dazu: „Die Reduktion der Peergroup bedeutet, dass sich diejenigen, die die Assetklasse weiterhin strategisch vorantreiben, auch das Investorenvertrauen gegenüber der Assetklasse zurückgewinnen müssen. Ein anderer Effekt dieses Wash-outs spiegelt sich im Prämienniveau wider, das weiterhin erhöht ist.“ Laut Mader setzt sich der Trend weiter fort, dass Märkte und insbesondere die zugehörigen Volatilitäten noch schneller reagieren als in der Vergangenheit. Für Alexander Raviol ist 2020 so wie 2008 ein Umbruchsjahr am Volatilitätsmarkt. Tindaro Siragusano sieht eine klare strukturelle Verschiebung und somit auch ein strukturelles Repricing der Vola-

Prämien für die Risikoübernahme bieten. Hier hat sich auch unsere große Anzahl an potenziellen Handelspartnern ausgezahlt. Viele der Marktteilnehmer, die früher überwiegend absolute Extremrisiken übernommen haben, werden dem Markt auch noch geraume Zeit fern bleiben. Wir sehen daher weiterhin attraktive Risikoprämien.“ Laut Kunze erholt sich der Markt typischerweise von solchen Schocks: „Nach einiger Zeit kommt es zu neuen Produktlancierungen, Marktteilnehmer kommen zurück und Prämien zeigen eine Mean Reversion zu Vorkrisenniveaus. Die Geschwindigkeit der Normalisierung ist schwer vorherzusehen. Schreitet die Normalisierung schneller voran, macht sich dies auch schneller in einer positiven Performance bemerkbar.“ Keine signifikanten Abweichungen zur Vor-Corona-Zeit im aktuellen Umfeld sieht Altmann: „Wir sehen weiterhin ein ausgeprägtes Interesse von Investoren an Optionsstrategien. Es lässt sich registrieren, dass Absicherungsvarianten im Rahmen der Strate-

gierungsetzung für die Investoren an Bedeutung noch gewinnen.“ Nach einer Rückkehr alter Zeiten sehnt sich Siragusano überhaupt nicht: „Wir finden die aktuelle Marktberingung eher positiv. 2020 ist vergleichbar mit einem Meteoriteneinschlag, der etliche ‚fragwürdige‘ Konzepte aus dem Markt genommen hat. Die Branche sollte an dieser Stelle selbstkritisch die Marketingversprechen an ihre Kunden überdenken. Wenn Short-Volatility-Konzepte als Absolute-Return-, Total-Return- oder Allwetterfonds vermarktet wurden, dann wurden fahrlässig die wahren Eigenschaften von Short Volatility Investing verschwiegen und eine falsche Erwartung geweckt.“ Volatilität allgemein und gerade die extremen Tails handeln immer noch auf gestressten Niveaus, findet Alexander Raviol. Dies gelte sowohl im Vergleich zu den Volatilitätsniveaus vor Corona als auch insbesondere im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie riskanten Bond- oder Aktieninvestments: „Diese haben sich durch die fiskalischen und monetären Eingriffe sehr viel schneller erholt. Die Erfahrungen aus dem März 2020 führten zu einer starken Selektion der Anbieter, und auch die Nachfrage von Investoren ist noch nicht wieder auf dem Vorkrisenniveau. Hervorzuhaben ist insbesondere die erfolgte Erholung in den letzten Monaten, die die Nachhaltigkeit und die Attraktivität der Risikoprämie noch einmal unterstreichen. Insofern ist das Interesse von Kunden gerade vor dem Hintergrund der nachhaltigen niedrigen Zinsen und der nur begrenzten Anzahl alternativer Renditequellen weiter vorhanden, eine Entwicklung hin zu den Gegebenheiten von vor Corona ist jedoch noch lange nicht erfolgt.“

Institutionelles Feedback

Wie haben Institutionelle auf Absturz und Aufholprozess der Short-Volatility-Strategien reagiert? Kunze von Assenagon dazu: „Wir haben unseren Assenagon Alpha Premium im Dezember 2019 aufgelegt. Für uns hat die Krise die Track-Record-Anforderungen, die an den Alpha Premium gestellt werden, eher verkürzt. Wir sind im Dezember 2019 mit etwas

über 80 Millionen Euro gestartet, freuen uns seitdem über Zuflüsse und stehen jetzt bei knapp unter 130 Millionen Euro.“

Natürlich sei kein Investor über negative Performancezahlen glücklich, so Altmann. „Wir haben über die Jahre jedoch die Erfahrung gemacht, dass in der Assetklasse Volatilität typischerweise sehr breit aufgestellte und professionelle Anleger



» Aktuell steigt die Zahl der Gespräche um die Prämie und eine sinnvolle Implementierung auf Portfolioebene.«

Dr. Björn Borchers, Leiter Multi Asset & Liquid Alternatives bei der Warburg Invest KAG in Hamburg

aktiv sind. Vor diesem Hintergrund haben diese die Thematik 2020 durchaus kritisch hinterfragt, aber letztlich auch positiv begleitet. Das zeigt sich auch an der Asset-Entwicklung: Nach einer Delle befinden wir uns seit Herbst 2020 wieder auf einem deutlichen Wachstumspfad.“ Aktuell hat man einen Fonds in der Auflage, der auf der Managementstrategie des Premium-Income aufsetzt, jedoch die Rentenmärkte als Basisassetklasse nutzt. Rund um diese auch als Publikumsfonds erhältlichen Varianten stehen dem institutionellen Investor unterschiedlichste Abwandlungen für eine individuelle Umsetzung zur Verfügung. Für beides verzeichnet man bei QC Partners im Moment hohes Interesse.

Mader von finccam reflektiert: „Eine der Lektionen aus der nie dagewesenen Situation im Februar/März 2020 war, dass Investoren, die nach der Krise ein Rebalancing oder gar eine Aufstockung der Assetklasse durchführen konnten, sehr attraktive Ergebnisse erzielten. Das Interesse für die Risikoprämie ist aufgrund des aktuellen Umfelds mit hohen Aktienbewertungen und geringen Zinsen und Spreads weiterhin hoch. Als wichtig erweist sich in diesem Zusammenhang ein stringentes Risikomanagement. Unsere Assets konnten seit der Krise zulegen.“

Die Reaktion der Institutionellen in der Krise habe die komplette Bandbreite gezeigt, führt Raviol aus. „So gab es Anleger, die aufgrund von erreichten Risiko-

budgets entweder ihre Gesamtallokation an Risky Assets abbauen beziehungsweise den Baustein Volatilität reduzieren mussten. Es gab aber auch Investoren, die die Chance erkannt und aktiv in die Assetklasse Volatilität investiert haben. Teilweise wurden direkt Gelder investiert, teilweise wurde das Rendite-Risiko-Profil bestehender Spezialfondsallokationen massiv

erhöht und ein sehr viel höheres Exposure zur Risikoprämie aufgebaut. Insgesamt folgten im Publikumsfondsbereich auf starke Zuflüsse vor dem März 2020 Abflüsse im zweiten Halbjahr 2020 und insgesamt leicht niedrigere Assets unter Management. Gerade diese Entwicklung bestätigt das Potenzial der Assetklasse, da die Allokation aller Marktteilnehmer signifikant geringer als vor der Krise ist.“

Bei Warburg ist die überwiegende Mehrheit der Investoren der Volatilitätsrisikoprämie treu geblieben. Borchers: „Eine antizyklische Investition in die Prämie konnten wir hingegen nicht feststellen. Aktuell steigt die Zahl der Gespräche um die Prämie und eine sinnvolle Ausgestaltung und Implementierung im Rahmen des Portfolios wieder an, sicherlich auch aufgrund der stabilen Wiederaufholung.“

Klare Transparenz und eine bedarfsgemäße, eng getaktete und unaufgeregte Kommunikation rückt Siragusano von 7orca in den Fokus: „Dadurch haben wir weiter Vertrauen aufgebaut. Heute sind unsere Kunden mehr denn je von der Volatilitätsrisikoprämie überzeugt.“ Das spiegelt sich auch in den Assets unter Management von 7orca in Short-Volatility-Strategien wider. Diese stiegen von zirka 300 Millionen Euro Ende 2019 auf aktuell über 600 Millionen Euro, wobei 7orca sowohl Aufstockungen von Bestandskunden als auch Investitionen von Neukunden verzeichnete. DR. KURT BECKER