



Volatilitätsstrategien

AlphaDossier 011 Volatilität als Anlageklasse: Unverzichtbar.



THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha

Lupus alpha. Köpfe für innovative Alpha-Strategien.

Als eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft steht Lupus alpha seit über 18 Jahren für spezialisierte Investmentlösungen. Lupus alpha ist ein Pionier für europäische Nebenwerte und heute gleichzeitig einer der führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten. Mehr als 80 Mitarbeiter, davon 30 Spezialisten im Portfolio-Management, engagieren sich für eine überdurchschnittliche Performance und einen Service, der ganz auf die individuellen Anforderungen unserer Investoren abgestimmt ist. Unser Ziel: durch aktive, innovative Anlagestrategien einen nachhaltigen Mehrwert für eine intelligente Portfolio-Diversifikation zu liefern.

Mehr unter www.lupusalpha.de

Management Summary

Effektive Portfoliodiversifikation ist mehr denn je eine Herausforderung für Investoren. Erodierende Erträge aus Anleihen im anhaltenden Niedrigzinsumfeld, sinkende Erwartungen an Aktienrenditen in der Spätphase des Konjunkturzyklus, immer weniger verlässliche Korrelationen zwischen den klassischen Anlageklassen Aktien und Anleihen: Wer Renditeziele mit vertretbaren Risiken erreichen möchte, muss Alternativen in Betracht ziehen.

Volatilität als eigene Anlageklasse im Portfolio wird genau aus diesem Grund zunehmend unverzichtbar. Mit ihren Korrelationseigenschaften gegenüber Aktien und Anleihen kann sie zur effektiven Portfoliodiversifikation eingesetzt werden und einen Beitrag zur Verbesserung und Verstärkung von Portfoliorenditen leisten.

Die Volatilitätsrisikoprämie ist dabei mit einer Versicherungsprämie vergleichbar, die Marktteilnehmer zu zahlen bereit sind, um sich gegenüber einem Risiko (unerwünscht hohe Volatilität) abzusichern. Wie bei einer Versicherung ist die Schadenssumme geringer als die Summe der Prämien. Die Volatilitätsrisikoprämie bewegt sich folgerichtig seit Jahrzehnten auf konstant positivem Niveau. Mit geeigneten Strategien lässt sie sich einfach und effizient vereinnahmen.

Die Summe aus begründbarer Risikoprämie und attraktiven Korrelationseigenschaften macht Volatilität zu einer Anlageklasse für sich.

Lupus alpha gehört mit mehr als 10 Jahren Erfahrung zu den Pionieren und führenden Anbietern von Volatilitätsstrategien in Deutschland. Wir haben uns darauf spezialisiert, die Volatilitätsrisikoprämie effizient mithilfe von liquiden börsengehandelten Optionen zu vereinnahmen. Aktuell verwaltet Lupus alpha etwa 2 Mrd. Euro in reinen Volatilitätsstrategien, die jeweils nach Investorenwunsch skaliert sind.

Inhalt	Seite
Volatilitätsstrategien: Erträge nach dem Vorbild einer Versicherung	5
Nachhaltige Erträge, bessere Stressresistenz, attraktive Korrelationen	8
Unser Investmentprozess: Volatilitätsrisikoprämie in Reinform	16
Unsere Strategien: In Volatilität mit skalierbarem Risiko investieren	28

Volatilitätsstrategien: Erträge nach dem Vorbild einer Versicherung

„Marktteilnehmer sind bereit, für die Absicherung gegen unerwünschte Volatilität eine Prämie zu zahlen. Diese ist ökonomisch wie eine Versicherungsprämie: den langfristigen Vorteil haben die Versicherungen – oder eben Investoren, die diese Prämie für sich vereinnahmen.“

Alexander Raviol, Partner, Head of Portfolio Management Alternative Solutions



Volatilität als eigene Anlageklasse? Wer als Investor Volatilität in seine strategische Allokation in Form einer eigenständigen Größe einbeziehen will, sollte sich zuallererst mit der ökonomischen Begründung auseinandersetzen. Eine eigenständige, begründbare und nachhaltige Risikoprämie ist Grundlage jeder Anlageklasse. Bei Aktien erhalten Investoren für die Übernahme eines unternehmerischen Risikos eine

Prämie. Bei Volatilität als Anlageklasse tritt an diese Stelle die Volatilitätsrisikoprämie.

Volatilitätsrisikoprämien sind Versicherungsprämien

Doch warum gibt es überhaupt eine Volatilitätsrisikoprämie? Sie existiert nachhaltig, weil sie auf Erträgen nach dem ökonomischen Vorbild einer Versicherung

1. Erträge wie die einer Versicherungsgesellschaft
 Das ökonomische Prinzip der Volatilitätsrisikoprämie

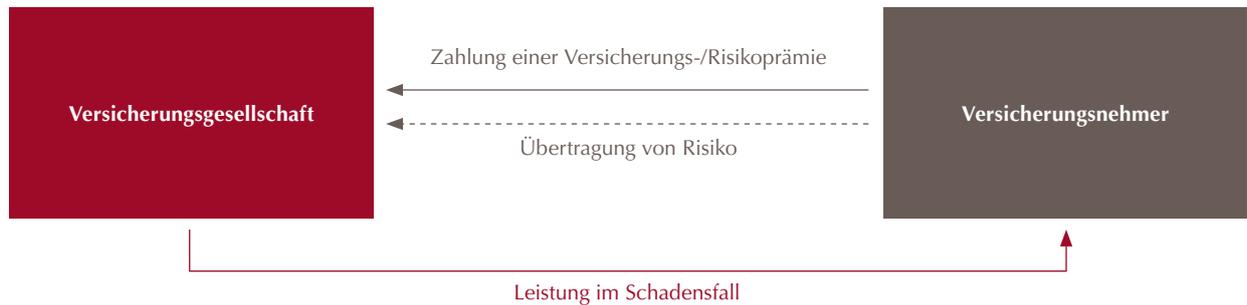


Abbildung zur Illustration

beruht. Eine Versicherungsgesellschaft bietet Versicherten die Absicherung im Schadensfall an. Wenn Hausbesitzer zum Beispiel eine Feuerversicherung abschließen, tun sie dies, um bei einem Brand eine Leistung zu erhalten.

Genauso ist das bei Anlegern, die ihre Portfolios gegen unerwünschte Auswirkungen von Marktschwankungen absichern wollen. Gegen Zahlung einer Prämie erhalten sie eine Leistung bei zu starken

Schwankungen. Diese Prämie ist die Volatilitätsrisikoprämie. Sie fließt dem zu, der das Volatilitätsrisiko übernimmt.¹ Die Volatilitätsrisikoprämie ergibt sich wie eine Versicherungsprämie so, dass langfristig die Summe der vereinnahmten Prämien die Zahlungen im Schadensfall übersteigt. Das macht den Gewinn für den Verkäufer der Versicherung aus – in dem Fall für den Anleger, der anderen Marktteilnehmern Volatilitätsrisiken abnimmt (siehe Abbildung 1).

2. Wie eine klassische Versicherung
 Strukturen im Detailvergleich



Abbildung zur Illustration

¹Ge, W., Understanding the Sources of the Insurance Risk Premium, Parametric Research Brief, Dezember 2014.

Die Volatilitätsrisikoprämie ist nachhaltig. Denn diese Prämie kann beim Handel von Volatilität eingefordert werden, da Marktteilnehmer in ihrem Verhalten in der Regel risikoavers sind und sich daher tendenziell gegen potenzielle Risiken absichern möchten. Dafür sind sie bereit, eine Prämie zu zahlen, die Verkäufer dieser Versicherung vereinnahmen können. Am Markt gehandelt werden kann Volatilität über Derivate mit fester Laufzeit – liquide und reguliert zum Beispiel über Optionsgeschäfte. Was bei der Versicherung das mathematische Modell ist, das Versicherer zur Berechnung von langfristig auskömmlichen Prämien zugrunde legen, ist beim Handel von Volatilität das finanzmathematische Modell zur Berechnung von Optionspreisen. All diese Eigenschaften machen deutlich: Die Volatilitätsrisikoprämie kann für regelmäßige und nachhaltige Erträge sorgen – systematisch ganz wie diejenigen, von denen Versicherer profitieren (siehe Abbildung 2).

Technischer lässt sich das damit unterlegen, dass der Käufer von (einer Versicherung gegen) Volatilität ein asymmetrisches Auszahlungsprofil erhält: Verluste sind im Gegensatz zu Gewinnen begrenzt (die Volatilität kann nicht niedriger als null sein). Der Käufer befindet sich somit in einer „angenehmen“ Position. Die Position des Verkäufers von Volatilität (also des „Versicherers“) ist hingegen „unangenehm“. Um überhaupt bereit zu sein, eine solche Position einzugehen, muss der Verkäufer für das Risiko mit einer Prämie entschädigt werden.

Genau diese Kompensation drückt sich in der Volatilitätsrisikoprämie aus.

Nachhaltige Erträge, bessere Stressresistenz, attraktive Korrelationen

„Die Volatilitätsrisikoprämie ist Quelle langfristiger Erträge. In Stressphasen hat sie sich durch moderate Rückschläge und schnellere Wertaufholung ausgezeichnet. Die niedrige Korrelation zu traditionellen Anlageklassen macht sie zur attraktiven Portfolioergänzung.“

Stephan Steiger, CFA, CAIA, Portfolio Management Alternative Solutions



Wie hoch sind die Erträge in der Anlageklasse Volatilität? Diese basieren grundsätzlich auf der Volatilitätsrisikoprämie. Deren Höhe errechnet sich aus der Differenz zwischen der impliziten und der realisierten Volatilität. Die realisierte Volatilität ist historisch messbar. Die implizite Volatilität spiegelt die Erwartung der Marktteilnehmer für die Zukunft wider. Sie ist an der Entwicklung der Optionspreise eines Basiswerts ablesbar. Der Unterschied zwischen den beiden

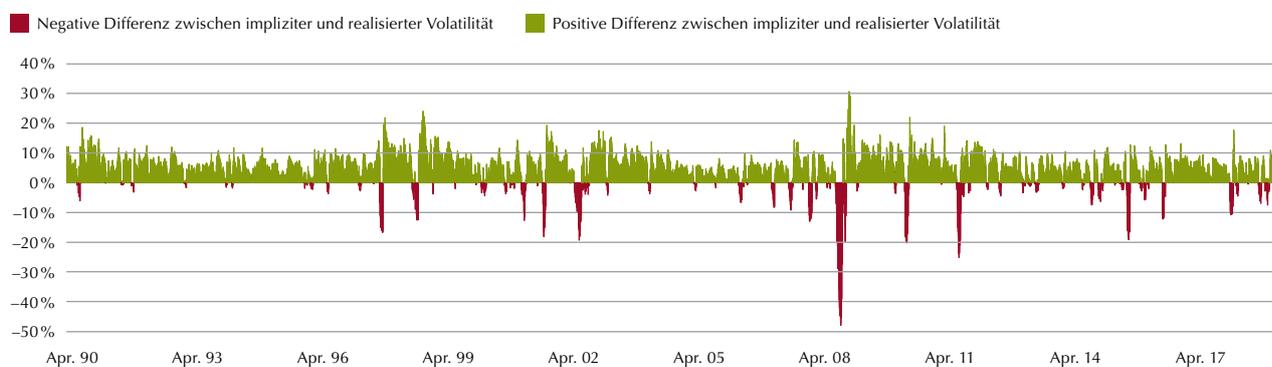
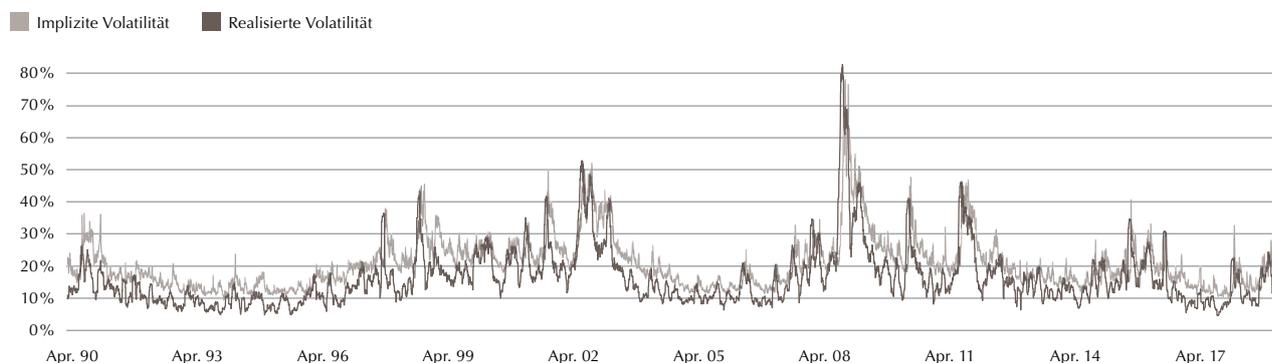
Größen ist also vergleichbar mit dem Unterschied zwischen der Wettervorhersage und dem tatsächlichen eintretenden Wetter.

Implizite Volatilität übertrifft realisierte

Interessant für Investoren ist nun, dass die tatsächliche Volatilität in der Regel überschätzt wird. Die implizite Volatilität ist im langfristigen Mittel systema-

3. Volatilitätsrisikoprämie: Langfristig positiv

Implizite Volatilität übertrifft realisierte – unabhängig von der absoluten Höhe



Betrachtung der Volatilität: Mittelwert S&P 500 und EURO STOXX 50 (vor 01.01.1999: ausschließlich S&P 500).
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Apr. 1990–Mrz. 2019

tisch höher als die realisierte. Das heißt: Im Mittel wird eine höhere Volatilität erwartet, als sie dann tatsächlich auftritt. Übertragen auf das Wetter: Viele tragen einen Regenschirm umsonst mit – denn es bleibt dann doch trocken.

Über lange Zeiträume besonders gut belegt ist die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität am Aktienmarkt: So liegt die implizite Volatilität für Aktienmärkte, etwa beim EURO STOXX 50 oder beim S&P 500, typischerweise im Mittel bei etwa 4% über der realisierten. Diese Differenz hat sich über lange Zeiträume als stabil erwiesen. Sie ist die Basis, auf der Volatilitätsstrategien skalierbare Erträge für Anleger

erzielen können. In extremen Marktsituationen kann diese Differenz zwar kurzfristig ins Negative drehen, im Mittel und langfristig bleibt es aber dabei. Beides lässt sich an Abbildung 3 ablesen. Mit der Konstanz in der Höhe steht die Volatilitätsrisikoprämie im Gegensatz zu anderen Anlageklassen, deren Renditeerwartung abwärts tendieren (siehe auch Exkurs „Ausnahme: eine konstante Ertragsquelle“ auf der nächsten Seite).

Weniger Stress in Stressphasen

Kräftige Rückschläge an den Aktienmärkten können Portfolios unter Druck bringen. Das gilt insbesondere dann, wenn die Korrelationen zu anderen Anlage-

Exkurs:

Ausnahme: Eine konstante Ertragsquelle

Staats- und Unternehmensanleihen stehen im Zeichen der Ertragserosion, die Aussichten für Aktien haben sich eingetrübt. Für die Anlageklasse Volatilität hat

sich dagegen die Volatilitätsrisikoprämie als langfristig konstante Ertragsquelle erwiesen.

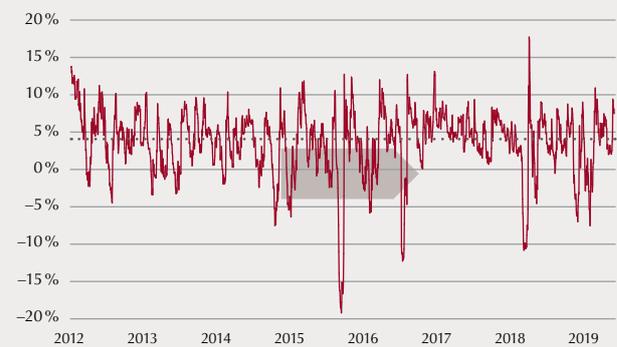
Anlageklassen im Zeichen der Ertragserosion

Rendite 5-jähriger Bundesanleihen



Volatilität mit nachhaltiger Ertragsquelle

Differenz implizite vs. realisierte Volatilität



Spread europ. Unternehmensanleihen (Investment Grade, 5 Jahre)



Aktien KGV (Mittelwert EURO STOXX 50/S&P 500, Bloomberg Schätzungen, invertierte Skala)



klassen stärker in Richtung 1 gehen und Diversifikation nicht mehr effektiv gewährleistet ist.

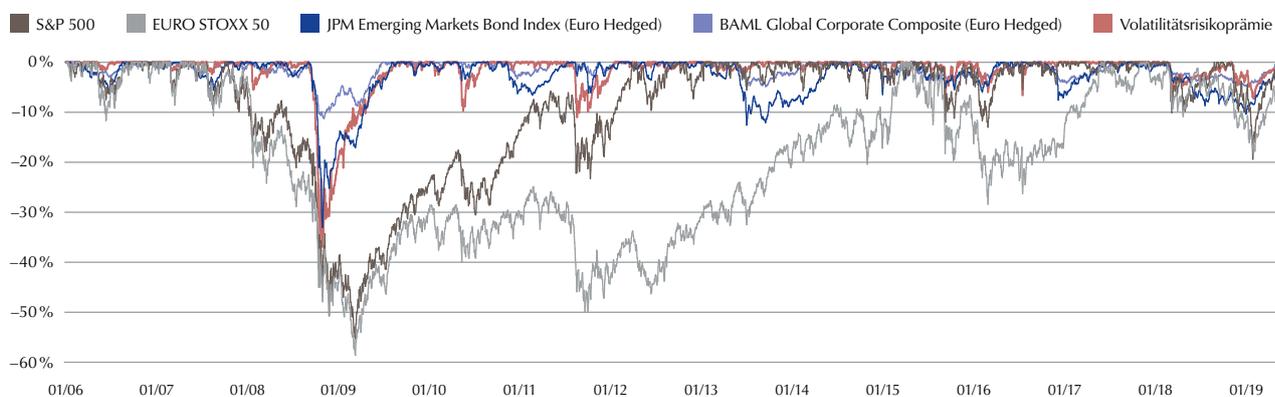
Oft gewähltes Beispiel: die globale Finanzkrise im Jahr 2008. Aktienmärkte rund um die Welt verzeichneten scharfe Rückschläge und brauchten Jahre, um sich wieder zu erholen. Das Bild bei der Volatilitätsrisikoprämie ist ein anderes. Aus Risikosicht zeichnete sie sich in den größten Stressphasen des Jahrtausends durch moderatere Rückschläge im Vergleich zu großen Aktienmärkten aus – und eine schnellere Wertaufholung. Das lässt sich in Bezug auf die „Krisenjahre“ 2008 und 2011 auch an Abbildung 4 gut ablesen.

Der Grund: Bei heftigen Aktienmarkteinbrüchen müssen Optionen zwar bedient und Zahlungen geleistet werden. Der Versicherer gegen Volatilität

muss also Leistungen erbringen. Gleichzeitig sind solche Szenarien aber auch Treiber für die Strategie: Die Unsicherheit unter den Marktteilnehmern nimmt dann typischerweise zu. Wie bei einer Versicherung, die nach einem Schadensereignis die Prämien erhöht, sind sie daher bereit, höhere Prämien für eine Absicherung gegen weitere Volatilitätsrisiken zu bezahlen. Ein Hochschnellen der impliziten Volatilität ist die Folge. Das kommt der Differenz zur realisierten Volatilität in aller Regel zugute. Es kann eine höhere Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmt werden. Daher wird die Verlustzone schnell durchschritten. Die Praxis hat jedenfalls gezeigt: Kurzfristig kann es bei deutlichen Marktschwankungen im positiven wie im negativen Bereich zwar zu Verlusten kommen, doch nach einigen Monaten sind diese Verluste im Normalfall wieder aufgeholt.

4. Volatilitätsrisikoprämie aus Risikosicht

Moderatere Rückschläge und schnellere Wertaufholung



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2006–Mrz. 2019

Attraktive Korrelationen zu klassischen Anlageklassen

Wesentlicher Grund für die strategische Allokation weiterer Anlageklassen in Portfolios ist die Diversifikation. Auch hierzu kann Volatilität als Anlageklasse wertvolle Beiträge leisten. Die Korrelationen zu Ak-

tien und Anleihen als den klassischen Anlageklassen, die viele Portfolios noch immer dominieren, sind attraktiv.

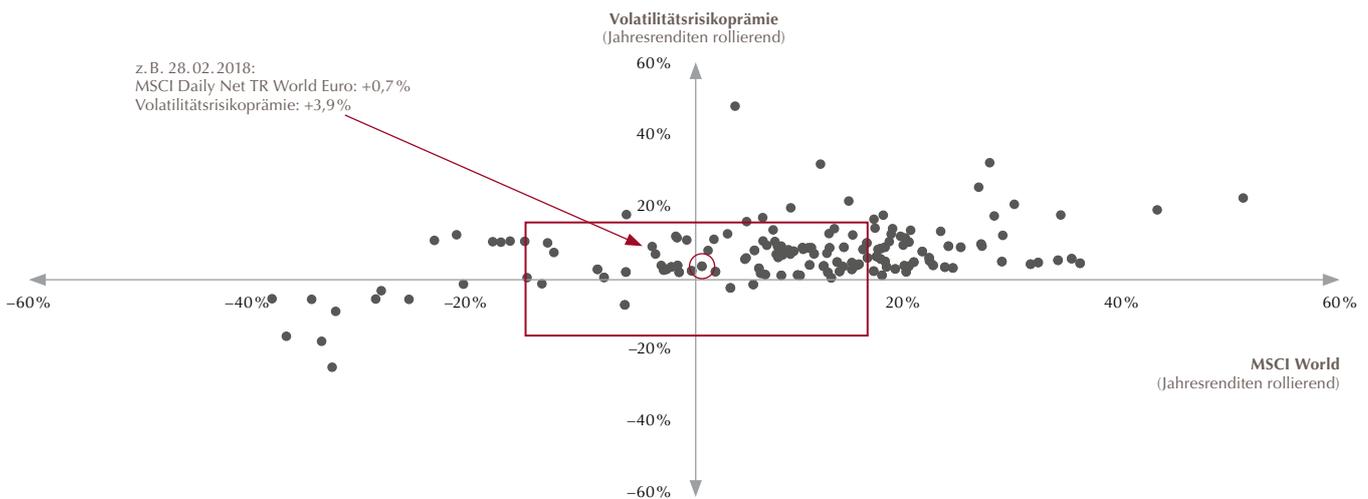
Die Volatilitätsrisikoprämie hat sich über lange Zeiträume als weitgehend unabhängig von globalen Aktien wie auch von Anleihen erwiesen. Abbildung 5

belegt die attraktiven Korrelationen zu Aktien am Beispiel des MSCI World. Besonders interessant für Investoren: Gerade bei seitwärts tendierenden Aktienmärkten konnte die Volatilitätsrisikoprämie positive Renditebeiträge leisten. In Marktphasen,

in denen Aktien also ihre Rolle als Renditequellen für das Portfolio nicht ausfüllen, kann die Volatilitätsrisikoprämie zur Verstetigung von Portfoliorenditen beitragen.

5. Volatilitätsrisikoprämie: Attraktiv gegenüber Aktien

Mit positiven Ergebnisbeiträgen in Seitwärtsmärkten



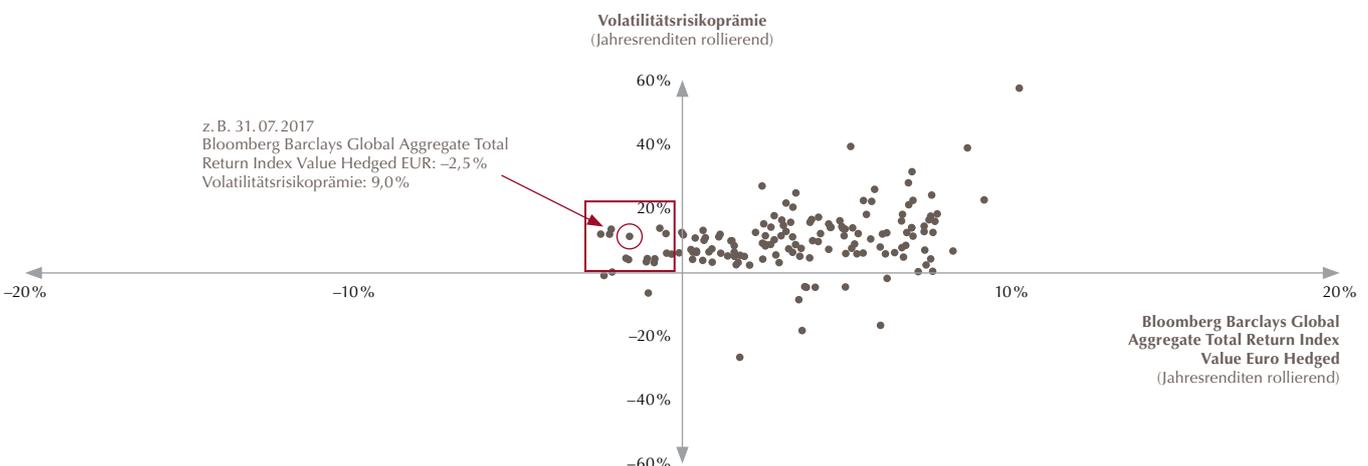
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2006–Mrz. 2019

Durch die Unabhängigkeit gegenüber Anleihen konnte die Volatilitätsrisikoprämie in der Vergangenheit ihre Vorzüge besonders in vielen kritischen Zeiträumen ausspielen, in denen Anleihen ihre Funktion als Portfoliostabilisatoren nicht erfüllten. In rollieren-

den Jahreszeiträumen, in denen Anleihen Verluste hinnehmen mussten, konnte die Volatilitätsrisikoprämie durch positive Renditen zur Kompensation beitragen. Abbildung 6 macht dies am Beispiel globaler Anleihen deutlich.

6. Volatilitätsrisikoprämie: Attraktiv gegenüber Anleihen

Mit Kompensation bei negativen Anleiherenditen



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2007–Mrz. 2019

Mit Volatilität Portfolios diversifizieren

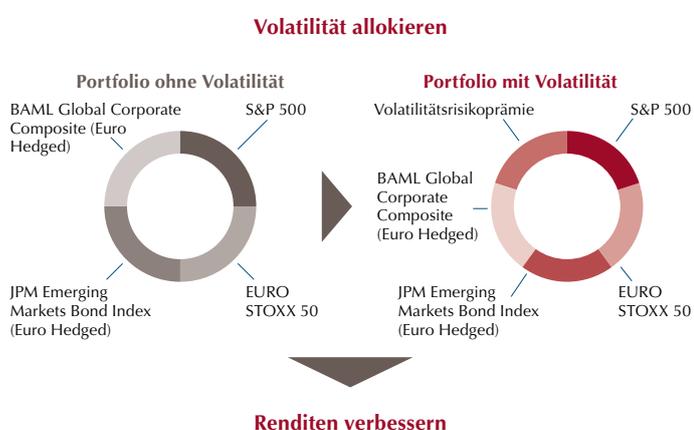
Aufgrund der Korrelationseigenschaften der Anlageklasse kann Volatilität tatsächlich das risikoadjustierte Ergebnis von Portfolios verbessern. Auch hierzu ein Beispiel, bei dem der risikobehaftete Teil eines exemplarischen Portfolios institutioneller Investoren betrachtet werden soll: Ausgangspunkt ist ein balan-

ciertes Portfolio, das zu je 50% aus Anleihen und Aktien besteht, wobei die Aktien je zur Hälfte auf US-amerikanische und europäische Werte und die Anleihen je zur Hälfte auf europäische Unternehmens- und Schwellenländeranleihen entfallen.

Dies wird mit einem Portfolio verglichen, dem Volatilität als weitere Anlageklasse beigemischt ist. Die vorgenannten Aktien und Anleihen sowie Volatilität sind gleichgewichtet zu je 20% enthalten (siehe auch Abbildung 7).

7. Höhere Renditen, verminderte Risiken

Beispiel: Ergänzung einer Portfolioallokation um Volatilität



	Ohne Volatilität	Mit Volatilität
Rendite p. a.	5,8 %	6,1 %
Volatilität p. a.	9,9 %	9,2 %
Sharpe Ratio	0,5	0,56
Max. Drawdown	-35,8 %	-32,7 %

Das Ergebnis: Langfristig übertrifft die Portfoliovariante mit Allokation der Anlageklasse Volatilität die Renditen des Ausgangsportfolio. Auch bei den wesentlichen Risikoparametern konnte das Ausgangsportfolio durch die Berücksichtigung von Volatilität in der Allokation verbessert werden: Die Volatilität des Portfolios konnte reduziert, die Sharpe Ratio verbessert und der Maximalverlust vermindert werden.

Fazit

Die Anlageklasse Volatilität als Teil institutioneller Portfolios zu allokkieren bietet wesentliche Vorteile:

- langfristig attraktive Performance-Beiträge durch die Vereinnahmung einer zusätzlichen und nachhaltigen Risikoprämie
- geringere Drawdowns im Vergleich zu anderen riskanten Assets und besonders Aktien
- sehr schnelle Anpassung an das aktuelle Marktumfeld und damit vergleichsweise kurze Erholungsphasen nach Verlusten
- langfristig niedrige Korrelation zu Aktien und Anleihen sowie
- Potenzial auf attraktive Renditen auch in seitwärts laufenden Aktienmärkten bzw. in Verlustphasen

Exkurs:

**Erfahrungen mit Volatilität als Anlageklasse
in institutionellen Portfolios**

„Nachvollziehbarkeit
und Erklärbarkeit sind
ein Grund, weshalb wir
auf Short-Vola setzen.“



Im Interview: Manfred Bubenheim, Vorstand Kapitalanlagen, Deutsche Post Pensionsfonds AG. Manfred Bubenheim ist seit 2013 für die Steuerung der Kapitalanlagen des Pensionsvermögens der Deutschen Post AG verantwortlich. Zu seinen Tätigkeitsschwerpunkten zählen Auswahl und Monitoring der Asset Manager für die verschiedenen deutschen Pensionsvehikel sowie die Entwicklung von Konzepten zur strategischen Asset Allocation.

Mit Manfred Bubenheim sprach Anna-Maria Borse.

Herr Bubenheim, Sie investieren seit Längerem in Volatilitätsstrategien. Unter welchen Prämissen haben Sie sich zu diesem Schritt entschieden?

Manfred Bubenheim: Sicherlich ist die Entscheidung für Volatilitätsstrategien durch das Niedrigzinsumfeld beschleunigt worden. Andere Investoren haben ihre Risiko- bzw. Aktienquoten erhöht, wir haben hingegen traditionelle Staatsanleihen durch Absolute Return-Investments ersetzt – darunter auch Volatilitätsstrategien.

Welche Erwartungen hatten Sie an Volatilitätsstrategien und haben sich diese erfüllt?

Manfred Bubenheim: Zu Anfang stand der Wunsch nach einer weiteren Portfoliodiversifikation im Vordergrund. Bei unserer Recherche haben wir schnell festgestellt, dass man als Verkäufer von Aktienvolatilität langfristig einen positiven Ertrag erzielen kann. Und die Erwartungen hinsichtlich Diversifikation und Rendite haben sich erfüllt.

Welche Rolle spielen Volatilitätsstrategien in Ihrem Portfolio?

Manfred Bubenheim: In den vergangenen Jahren haben wir den Absolute Return-Baustein in unserem Portfolio immer weiter erhöht und innerhalb dieser

Gruppe machen Volatilitätsstrategien einen beachtlichen Anteil aus. Perspektivisch wird der Anteil vermutlich eher steigen als fallen.

Setzen Sie auf unterschiedliche Volatilitätsstrategien?

Manfred Bubenheim: Zu Anfang wollten wir das Thema Volatilität sowohl auf der Short- als auch der Long-Seite abbilden. Unter der Annahme, dass sich die Short-Vola-Strategie bei fallendem Aktienmarkt und steigender Volatilität negativ entwickelt, sollte eine Long-Vola-Strategie eine Ergänzung bieten. Das hat aber nicht funktioniert: Als etwa die Volatilität im Februar 2018 sprunghaft anstieg, konnten die Verluste der Short-Vola-Strategie durch die Long-Vola-Strategie nicht kompensiert werden.

Die Nachvollziehbarkeit und Erklärbarkeit, die nach unserer Erfahrung die Short-Vola-Strategie ausmachen, haben sich für die Long-Vola-Strategie nicht bestätigt. Das ist der Grund, weshalb wir mittlerweile nur noch auf Short-Vola setzen. Wir versuchen, Stressphasen auszuhalten und die Prämie langfristig zu verdienen.

Welche Erfahrungen haben Sie mit Verlusten bei Aktienmarkteinbrüchen gemacht?

Manfred Bubenheim: Unsere Verluste mit der Short-Vola-Strategie waren deutlich geringer als die am Aktienmarkt, was an unserer „vernünftigen“ Skalierung liegt. Anleger, die hochskaliert investiert haben, dürften beim plötzlichen Anstieg der Volatilität 2018 wohl große Verluste eingefahren haben.

Wie haben Sie sich als großer Investor dem Thema Volatilitätsstrategien genähert, wie haben Sie Know-how aufgebaut?

Manfred Bubenheim: Als wir uns entschieden haben, den Absolute Return-Baustein auszubauen, haben wir mit einer ganzen Reihe von Asset Managern mit langem und erfolgreichem Track Record gesprochen und versucht, die einzelnen Strategien zu verstehen.

Wir haben festgestellt, dass es auch im Short-Vola-Bereich sehr unterschiedliche Strategien gibt. Einige Anbieter verkaufen nur Aktienvolatilität, andere Aktien- und Währungsvolatilität, mal mit, mal ohne strukturelle Aktienmarktexponierung. Auch die technische Ausgestaltung ist vielfältig: Während einige Anbieter versuchen, die Differenz zwischen impliziter und realisierter Aktienvolatilität zu vereinnahmen, konzentrieren sich andere auf die implizite Volatilität.

Eine ausführliche Auseinandersetzung mit dem Thema war nötig. Wir haben uns letztlich dafür entschieden, die Volatilitätsprämie möglichst rein zu vereinnahmen, ohne Aktienmarkt-Beta.

Für Volatilitätsstrategien gibt es keine Benchmark, anhand derer der Erfolg gemessen werden könnte. Wann sind Sie zufrieden mit Ihrer Position?

Manfred Bubenheim: In der Tat gibt es keine Benchmark. Der Vorteil gegenüber anderen Absolute Return-Strategien ist aber, dass man die Entwicklung im Nachhinein sehr gut erklären und nachvollziehen kann. Das heißt: Solange sich das Mandat entsprechend der Volatilität an den Aktienmärkten verhält und damit erklärbar und nachvollziehbar ist, sind wir zufrieden.

Herr Bubenheim, wir danken Ihnen für das Gespräch.



Anna-Maria Borse

Anna-Maria Borse arbeitete nach ihrem Studienabschluss als Diplom-Volkswirtin im internationalen Kreditgeschäft einer deutschen Großbank. Seit 1996 ist sie als freie Finanz- und Wirtschaftsjournalistin tätig mit zahlreichen Beiträgen in renommierten Fachzeitschriften und -magazinen.

Unser Investmentprozess: Volatilitätsrisikoprämie in Reinform

„Lupus alpha nutzt einen integrierten Investmentprozess. Von der Auswahl der Anlageklassen über die Steuerung der Exponierung bis zur Implementierung folgen wir einem Prinzip: Fokus auf eine attraktive Volatilitätsrisikoprämie bei systematischer Risikosteuerung.“

Mark Ritter, CFA, CAIA, Portfolio Management Alternative Solutions



Als einer der Pioniere für Volatilitätsstrategien in Deutschland haben wir mit der Erfahrung aus über einem Jahrzehnt ein klares Bild der Möglichkeiten und Risiken dieser Strategien entwickelt. Unsere Überzeugung: Investoren erschließen sich die Vorzüge der Anlageklasse Volatilität am besten, indem sie die Volatilitätsrisikoprämie möglichst rein verein-

nehmen, um alle ihre Diversifikationsmöglichkeiten und Renditechancen möglichst eindeutig für sich nutzen zu können. Dieser Leitgedanke steht über dem gesamten Investmentprozess, der bis hin zu Implementierung und Trading durch erfahrene, spezialisierte Teams integriert und kontrolliert im Hause Lupus alpha angesiedelt ist.

8. Der Investmentprozess im Überblick

In die Anlageklasse Volatilität investieren: mit Lupus alpha



Quelle: Lupus alpha. Nur zur Illustration.

Konzentration auf Anlageklassen mit höchsten Prämien

Investoren, die sich mit Volatilität als eigener Anlageklasse eine weitere Ertragskomponente ins Portfolio holen möchten, tun gut daran, sich auf wenige Anlageklassen und deren Volatilität zu konzentrieren. Nur in Bezug auf diese sollten sie als „Versicherer“ auftreten und die Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmen.

Hier haben sich Aktien und Anleihen in der Vergangenheit als besonders attraktiv erwiesen. In Bezug auf diese

beiden Anlageklassen war die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität besonders ausgeprägt, eine hohe Volatilitätsrisikoprämie konnte also vereinnahmt werden (siehe auch Abbildung 9). Eine positive Differenz zwischen realisierter und impliziter Volatilität gibt es zwar grundsätzlich auch in anderen Anlageklassen. Abseits der Aktien- und Anleihemärkte fällt sie aber niedriger aus. Das liegt daran, dass neben dem reinen Preis für die Asymmetrie auch die markt-spezifische Angebots- und Nachfragesituation eine wichtige Rolle spielt (siehe Exkurs „Welche Märkte lohnen sich?“).

Exkurs:

Welche Märkte lohnen sich?

Es sind vor allem diejenigen Märkte zur Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie attraktiv, die einen „Drift“ aufweisen, also eine langfristig eindeutige Richtung. Beispiele sind Aktienmärkte, die aufgrund von Wachstum und Wertsteigerung der Unternehmen eine langfristige Wachstumsperspektive bieten. Das galt auch über Jahrzehnte an den Anleihemärkten, in

denen ein sinkendes Zinsniveau tendenziell für Kurs- und Renditepotenziale in Bezug auf Anleihen sorgte. Im anhaltenden Nullzinsumfeld ist dieser Drift insbesondere in der Eurozone außer Kraft gesetzt. Rohstoffe und Währungen sind dagegen typische Beispiele für Märkte ohne einen Drift – man denke an die wechselhafte Geschichte des Euro-US-Dollar-Verhältnisses.



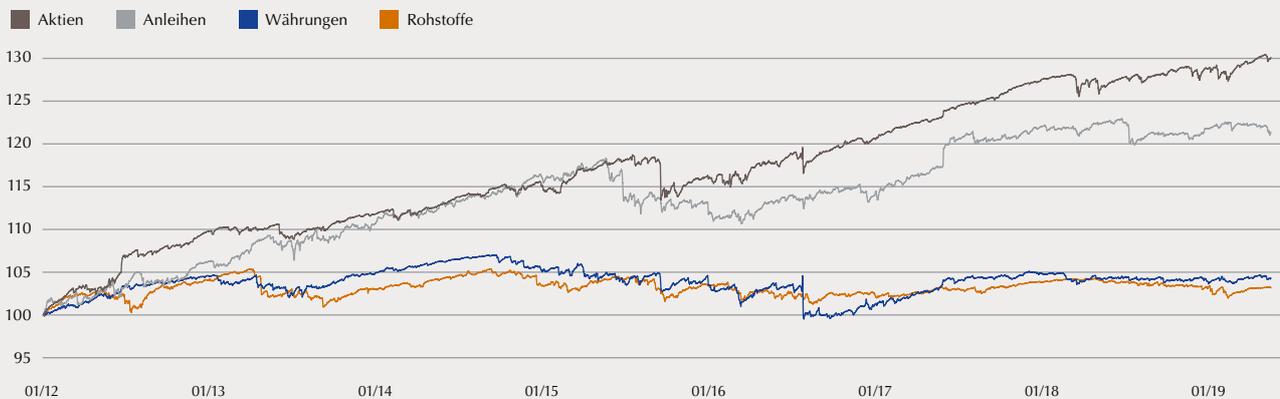
Exkurs (Fortsetzung): Welche Märkte lohnen sich?

Dass die Differenz in den Aktienmärkten absolut und relativ am höchsten ist, lässt sich auch mit der Anzahl von Marktteilnehmern erklären, die Aktien kaufen und ihre Bestände gegen Volatilität absichern möchten. Dieser großen Zahl von Nachfragern nach

Absicherung stehen dann vergleichsweise nur wenige Verkäufer von Absicherung bzw. Volatilität gegenüber, die dementsprechend eine attraktive Prämie erzielen können.

9. Aktien und Anleihen besonders geeignet

Die Volatilitätsrisikoprämie unterschiedlicher Anlageklassen



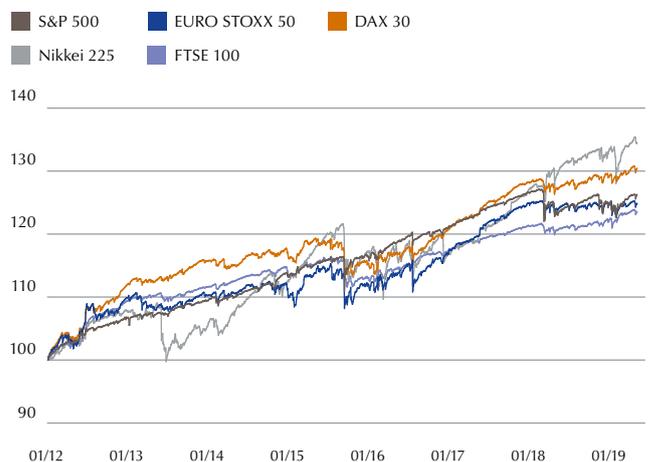
Systematischer Verkauf von 1-Monats-Variance Swaps, jeweils auf die gleiche Volatilität skaliert.
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2012–Mrz. 2019

Selektion einzelner Märkte nach Liquidität und Handelbarkeit

Wenn Aktien und Anleihen die Anlageklassen sind, in Bezug auf die sich eine besonders attraktive Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmen lässt, bleibt die Frage, ob einzelne Märkte interessanter sind als andere. Vorstellbar wäre beispielsweise, dass die Prämien bei europäischen oder japanischen Aktien höher sind als bei US-amerikanischen. Historische Vergleiche zeigen jedoch wie in Abbildung 10 ein eindeutiges Bild: Die Volatilitätsrisikoprämien von Aktienmärkten aus aller Welt sind hoch korreliert. Eine Präferenz für einen Aktienmarkt aufgrund der Wertentwicklung der erzielbaren Volatilitätsrisikoprämie ist kaum zu begründen.

10. Wichtige Aktienmärkte hoch korreliert

Volatilitätsrisikoprämie: Wertentwicklung, versch. Aktienmärkte

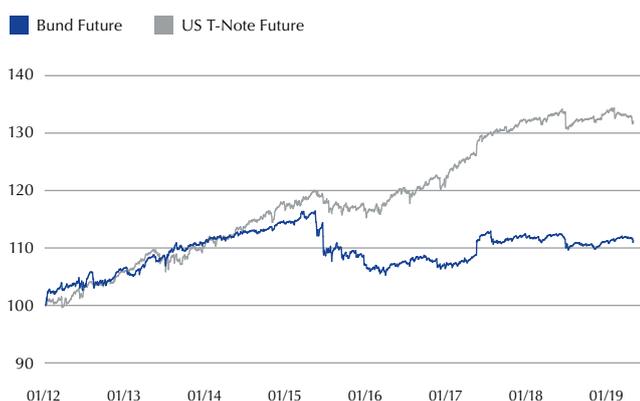


Systematischer Verkauf von 1-Monats-Variance Swaps, jeweils auf die gleiche Exponierung skaliert.
Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2012–Mrz. 2019

Wichtiger ist demnach die Frage, bei welchen Aktienmärkten Akteure besonders aktiv im Handel von Derivaten sind. Denn für eine Volatilitätsstrategie, die auf transparente und effiziente Preisbildung und hohe Fungibilität angewiesen ist, erweisen sich diese Eigenschaften als unverzichtbar. Hier zeichnen sich der S&P 500 und der EURO STOXX 50 aus – Liquidität und Handelbarkeit sind bei diesen sehr ausgeprägt. Das ist der wesentliche Grund, aus dem sich Lupus alpha aktienseitig derzeit ganz auf US-Aktien (aus dem S&P 500) und europäische Aktien (aus dem EURO STOXX 50) konzentriert.

11. Anleihen: US-Staatsanleihen bevorzugt

Volatilitätsrisikoprämie: Wertentwicklung, versch. Anleihemärkte



Systematischer Verkauf von 1-Monats-Variance Swaps, jeweils auf die gleiche Exponierung skaliert. Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2012–Mrz. 2019

Auf der Anleihe Seite zeichnen sich US-Treasury Notes vor Bundesanleihen aus. Hier haben sich die US-Staatsanleihen in jüngerer Vergangenheit auch als wesentlich ertragsträchtiger in Hinsicht auf die mit ihnen zu vereinnahmende Risikoprämie erwiesen als ihre deutschen Pendanten. Der wesentliche Grund dafür dürfte – wie auch im Exkurs dargelegt – das Versiegen eines Drifts bei Bundesanleihen im Zeichen der anhaltenden Nullzinspolitik sein (siehe dazu auch Abbildung 11).

Steuerung von Exponierung und Risiko

Eine wesentliche Frage bei Investments in Volatilitätsstrategien betrifft die Skalierung des systemati-

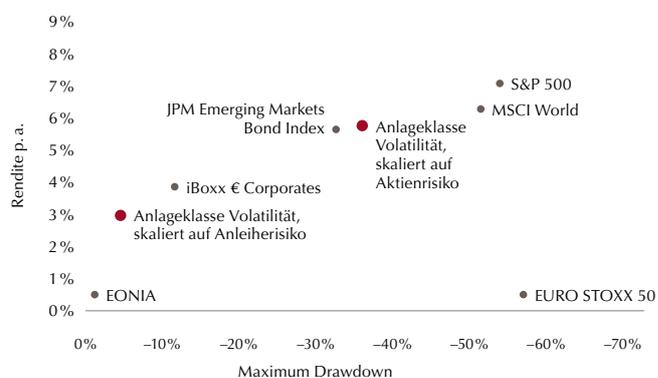
schen Verkaufs der Volatilitätsposition. Denn sie entscheidet darüber, welches Risiko Investoren bei der Investition in die Anlageklasse Volatilität eingehen.

So lassen sich etwa bei der Skalierung von Volatilitätsstrategien auf durchschnittliche Risiken von globalen Aktien- oder Anleihemärkten attraktive Rendite-Risiko-Profile in der Anlageklasse Volatilität realisieren. Abbildung 12 verdeutlicht: Bei Skalierung auf Anleiherisiko können Erträge im Bereich globaler Anleihen erzielt und gleichzeitig Drawdown-Effekte wesentlich reduziert werden.

Wer langfristig auf Aktienrendite abzielt, konnte diese ebenfalls mit einer entsprechend skalierten Exponierung gegenüber der Anlageklasse Volatilität erzielen – bei ebenfalls deutlich geringeren Drawdowns im Vergleich zu Aktien.

12. Volatilitätsstrategien: Exponierung skalierbar

Rendite-Risiko-Profil (2007 – 2019)



Die Ergebnisse der Anlageklasse Volatilität mit den jeweiligen Risikoskalierungen auf Aktien- bzw. Anleiheniveau werden wiedergegeben durch die Entwicklung des Lupus alpha Volatility Risk-Premium (inkl. rückgerechneter Erträge der Strategie) bzw. des Lupus alpha Volatility Invest.

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Auflage Lupus alpha Volatility Invest (Okt. 2007)–Mrz. 2019

Die Wünsche des Investors entscheiden

Letztlich muss eine Anlage in Volatilität als Anlageklasse also nicht risikoreicher sein als ein Investment in Aktien oder eines in Anleihen. Das gewünschte Rendite-Risiko-Profil des Investors entscheidet. Entspre-

chend dieser Vorgabe können Volatilitätsstrategien sinnvoll und zuverlässig skaliert werden.

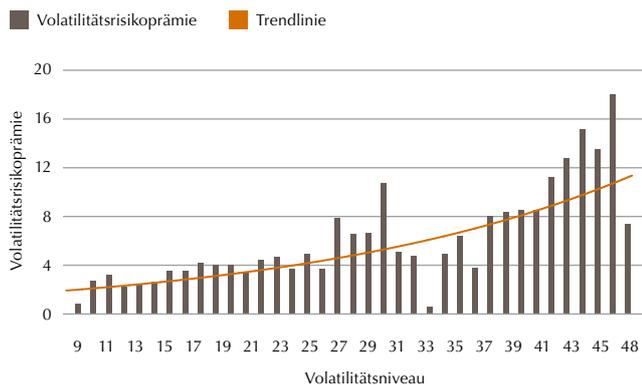
Systematisch antizyklisch investieren

Entscheidend ist bei der Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie nicht nur die Höhe der Skalierung der Exponierung. Auch die Frage, wie bzw. nach welcher Methode die Positionsgrößen skaliert und aktiv angepasst werden, verdient besondere Beachtung.

Es lässt sich nämlich empirisch zeigen, dass hohe Werte für die implizite Volatilität tendenziell mit einer hohen Volatilitätsrisikoprämie einhergehen (siehe dazu auch Abbildung 13). Die einfache Erklärung: Ähnlich einer Versicherung, die nach einer Schadensserie die Versicherungsprämien erhöht, können am Finanzmarkt die Verkäufer von Volatilität nach einer Phase von Marktstress einen größeren Puffer gegen (weitere) Verluste verlangen.

13. Höhere Prämien bei höherem Volatilitätsniveau

Volatilitätsrisikoprämien in Abhängigkeit von der Volatilität



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2011–Mrz. 2019

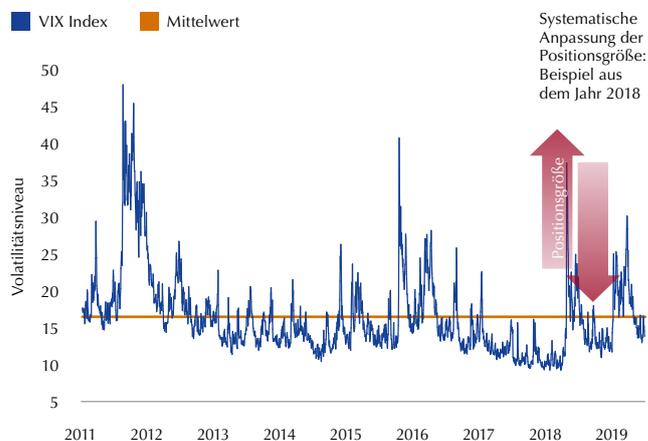
Wer die Volatilitätsrisikoprämie als Basis einer eigenen Anlageklasse Volatilität vereinnahmen möchte, wird in der Regel versuchen, diesen Vorteil höherer Prämien zu nutzen. Mit einer entsprechenden systematischen Strategie, wie sie Lupus alpha anwendet, können Erträge weitestgehend unabhängig von der Markt-

richtung des Basiswerts vereinnahmt werden. Dabei wird in Phasen niedriger impliziter Volatilitäten eine relativ geringe Exponierung zur Volatilitätsrisikoprämie eingegangen. In Phasen hoher impliziter Volatilitäten werden dagegen automatisch größere Volatilitätspositionen veräußert. So wird beispielsweise nach einem Volatilitäts-„Spike“ bei den dann hohen und attraktiven impliziten Volatilitäten mehr verkauft. Das entspricht den in der Regel erhöhten Einnahmen einer Versicherung, wenn viele Haushalte ein mögliches Risiko absichern wollen (etwa weil mehr Wasserschäden an Häusern durch erwartete Starkregenereignisse befürchtet und zu hohen Prämien versichert werden).

Mit dieser systematischen und aktiv antizyklischen Vorgehensweise machen sich Investoren die Mean Reversion-Eigenschaft von Volatilität besonders stark zunutze, also die Rückkehr zum Durchschnittswert. Sie ist in Abbildung 14 dargestellt. Auf Übertreibungen der erwarteten (impliziten) Volatilität folgte historisch in aller Regel die Rückkehr in Richtung des historischen Durchschnitts. Gerade in Phasen großer Rückschläge – die typischerweise bei einem plötzlichen Wechsel von Niedrig- zu Hochvolatilitätsphasen auftreten – können Verluste durch einen antizyklischen Aufbau von Posi-

14. Aktive systematische Antizyklizik

Systematische Anpassung statt ungewissem Krisentiming



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Betrachtungszeitraum: Jan. 2011–Mrz. 2019

tionen (und Vereinnahmung von dann höheren Prämien) reduziert werden. Auch die Recovery-Phasen können durch den antizyklischen Aufbau der Exponierung deutlich verkürzt werden. Für Investoren, die Volatilität als Anlageklasse strategisch im Portfolio allokkieren möchten, sind dies entscheidende positive Eigenschaften.

Kontra „Marketing Hedges“

Durch Skalierung und antizyklische Anpassung der Positionen in der beschriebenen Weise lassen sich Volatilitätsstrategien in ihrem Risiko entsprechend den Erwartungen von Investoren anpassen. Darüber hin-

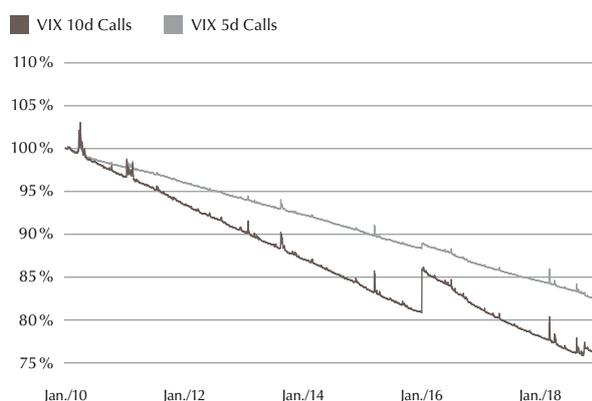
ausgehende Hedges, die gegen einzelne, kurzzeitige Abschlüsse in der Wertentwicklung von Volatilitätsstrategien zusätzlich absichern sollen, sind nach unserer Erfahrung nicht sinnvoll. Denn ihre Absicherungswirkung ist begrenzt.

Die laufenden Kosten sind dagegen extrem hoch und mindern durch ihren konstant negativen Wertbeitrag den Ertrag der Strategien erheblich (wie in Abbildung 15 belegt). Absicherungsversprechen, die bei der Vermarktung einer Anlagestrategie zunächst interessant erscheinen mögen, würden sich damit langfristig negativ auf die erzielbaren Anlageergebnisse auswirken.

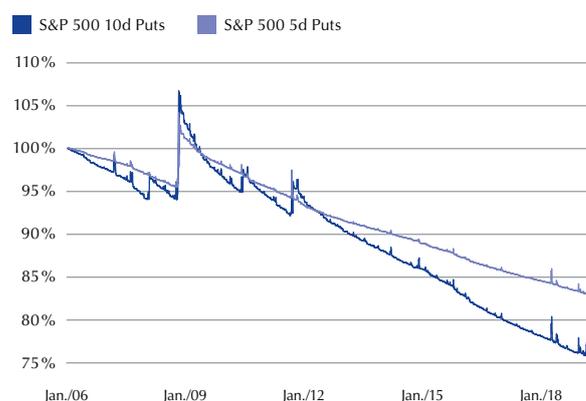
15. Typische Absicherungsstrategien sind zu teuer

Deutlich negativer Wertbeitrag mindert Erträge

Kauf von VIX Call-Optionen



Kauf von Aktien Put-Optionen



Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; je nach Datenverfügbarkeit verschiedene Betrachtungszeiträume, per 29.03.2019

Auf Reinheit und Vollständigkeit achten

Auch bei der Implementierung der Strategie müssen größte Sorgfalt und das Augenmerk darauf gelegt werden, die Volatilitätsrisikoprämie möglichst in Reinform zu vereinnahmen. Denn nur so kann sie ihre diversifizierende Wirkung als eigenständige Anlageklasse im Portfolio vollständig entfalten.

Voraussetzung dafür ist, dass bei der Implementierung der Strategie „artfremde“ Risiken weitestgehend ausgeschlossen werden. Das Basisportfolio für die

Volatilitätsstrategien von Lupus alpha besteht daher aus kurzlaufenden, besicherten Anleihen sehr guter Bonität, die kaum weitere Risikoaspekte hinzufügen. Aktien- und Durationsrisiken, die im Optionsportfolio zur Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie entstehen, werden mithilfe von Futures neutralisiert. Das trägt wesentlich zu einer Volatilitätsrisikoprämie in Reinform bei.

Auch die Vollständigkeit verdient besondere Beachtung: Nicht jede Umsetzungsform vereinnahmt die komplette Risikoprämie. Der Variance Swap (von

Lupus alpha als breites Portfolio hochliquider börsengehandelter Optionen umgesetzt) ist der Weg, die komplette Risikoprämie am reinsten und nachhaltigsten zu verdienen. Im Gegensatz zum Verkauf von Straddles oder Strangles werden

im Variance Swap nämlich nicht nur einzelne Punkte, sondern es wird die gesamte Volatilitätskurve gehandelt (Details dazu finden Sie im Exkurs „Variance Swaps mit börsengehandelten Instrumenten replizieren“).

16. Effiziente Implementierung à la Lupus alpha

Für eine Volatilitätsrisikoprämie in Reinform



Exkurs:

Variance Swaps mit börsengehandelten Instrumenten replizieren

Die Volatilitätsrisikoprämie lässt sich einfach als Differenz (Spread) zwischen impliziter Volatilität, gemessen am jeweiligen Volatilitätsindex (beispielsweise dem VIX Index für den S&P 500), und der realisierten Volatilität des zugrunde liegenden Index (eben des S&P 500) ausdrücken. Um diesen Spread vollständig zu vereinnahmen, gibt es **zwei wesentliche Umsetzungswege**.

Zum einen kann ein Kontrakt gehandelt werden, der unmittelbar die Differenz der quadrierten Volatilitäten nach Ablauf der Laufzeit auszahlt: ein **Variance Swap**. Zwar liefern Variance Swaps das gewünschte Ergebnis direkt mithilfe eines einzigen Anlageinstruments, sie

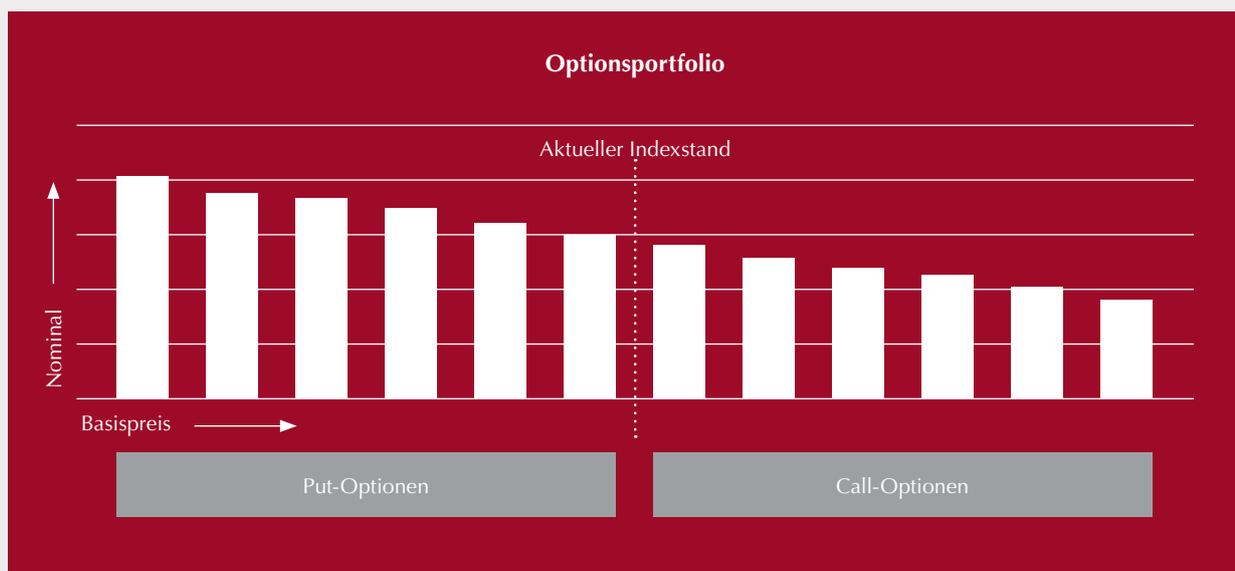
bringen aber entscheidende Nachteile mit: Als OTC-Instrumente beinhalten sie ein Kontrahentenrisiko und in Stressphasen sind sie deutlich illiquider als börsengehandelte Instrumente.

Die alternative Umsetzungsform vermeidet diese entscheidenden Nachteile. Die Umsetzung erfolgt hierbei über ein Replikationsportfolio eines Variance Swaps. Dieses Replikationsportfolio entspricht exakt dem **Portfolio von Optionen**, das genutzt wird, um den zugrunde liegenden Volatilitätsindex zu berechnen. Es besteht aus der gesamten Bandbreite von Optionen: von weit aus dem Geld liegenden Puts bis hin zu weit aus dem Geld liegenden Calls.

Exkurs (Fortsetzung): Variance Swaps mit börsengehandelten Instrumenten replizieren

17. Das Optionsportfolio im Detail

Ohne Pfadabhängigkeit, da gesamte Bandbreite gehandelt wird



Verkauft man dieses Optionsportfolio, erhält man eine Summe von Optionsprämien und handelt damit implizite Volatilität. Um kein direktionales Marktrisiko bezüglich der zugrunde liegenden Aktien- oder Anleihemärkte (Delta) aufzubauen, wird dieses Optionsportfolio mittels Futures gehedged. Das Marktrisiko wird auf diese Weise neutralisiert. Da dieser Delta-Hedge auf der realisierten Volatilität beruht, ergibt sich aus der Differenz von vereinnahmter Optionsprämie und Hedgeergebnis der Implied Realised Spread.

Die Replikation von Variance Swaps durch börsengehandelte Optionen hat somit folgende Vorteile:

- **Kein OTC-Risiko**
- **Risikobeschränkung in Extremsituationen möglich**
- **Flexibilität im Hinblick auf die Wahl und die Optimierung der Hedgezeitpunkte**

Der letzte Punkt bedarf der Erläuterung: Bei geringen Schwankungen baut sich Marktrisiko teilweise erst nach einigen Tagen auf, sodass hier die Frequenz reduziert werden kann. In sehr stressigen Marktphasen hingegen kann ein regelmäßiges und in hoher Frequenz durchgeführtes Delta-Hedging tatsächlich Drawdowns merklich reduzieren.

Diese beiden vorgestellten Wege sind die einzige Möglichkeit, die Volatilitätsrisikoprämie vollständig zu vereinnahmen. Werden nur einzelne Optionen anstelle der gesamten Bandbreite gehandelt, so kann zum einen nicht die gesamte Prämie vereinnahmt werden. Zum anderen exponiert man sich gegenüber unerwünschter Pfadabhängigkeit, ist also einseitig davon abhängig, welche Option(en) ausgewählt wurde(n).

Kontinuierlich Risiken messen und managen

Für das aktive Management von Risiken bei Instrumenten mit nicht linearem Auszahlungsprofil sind belastbare, hochqualitative Daten von zentraler Bedeutung. Das Quantitative Analysis-Team von Lupus alpha verwaltet eine proprietäre Volatilitätsdatenbank mit Daten zu allen relevanten globalen Derivatemärkten. Modelle und Entscheidungsgrundlagen werden primär auf Basis von internem Research und dieser proprietären Datenbank weiterentwickelt.

Portfolio-Management und das unabhängige Risikomanagement arbeiten eng zusammen. Bedingt durch die asymmetrischen Auszahlungsprofile der Derivate, müssen sie zu jedem Zeitpunkt ex ante in der Lage sein, den Einfluss von Marktveränderungen auf die unterschiedlichen Strategien zu simulieren. Nur so kann sichergestellt werden, dass Investmententscheidungen immer basierend auf einem Höchstmaß an Information und verantwortungsbewusst getroffen werden. Für Lupus alpha gehören die effektive Steuerung der Risiken sowie die systematische Erfassung der Bedürfnisse der Investoren zum Betreuungskonzept. Unter Berücksichtigung von regulatorischen und kundenspezifischen Anforderungen optimieren wir die Nutzung vorhandener Risikobudgets, um für unsere Kunden das bestmögliche Ergebnis zu erzielen.

Die wesentlichen zur Implementierung notwendigen Prozesse finden zur besseren Kontrolle und stringenteren Ausrichtung komplett im Hause Lupus alpha statt. Der Trading Desk ist integraler Bestandteil des ganzheitlichen Portfolio-Management-Prozesses. Im Rahmen der Implementierung der Strategien achtet Lupus alpha auf eine sorgfältige Auswahl und Überwachung der Handelspartner, um eine bestmögliche Ausführung von Transaktionen zu gewährleisten (Best Execution-Prinzip). Als Kontrahenten stehen uns sämtliche global agierenden Investmentbanken und ein direkter Marktzugang zur Verfügung. Durch unsere langjährige Markterfahrung und Unabhängigkeit sind wir in der Lage, die jeweils besten Kontrahenten zu

Exkurs: Volatilitätsstrategien, eine systematische Übersicht

Investoren finden bei Volatilitätsstrategien ein äußerst heterogenes Angebot vor. Wer Volatilität als eigene Anlageklasse im Portfolio allokkieren möchte, sollte sich der systematischen Entscheidungen bewusst werden, die den jeweiligen Strategien zugrunde liegen.

Auf den unterschiedlichen Ebenen von der Zielsetzung bis zur Ausformung und Implementierung der Strategie gibt es Wege, die mehr oder weniger gut geeignet sind, wenn es Investoren darum geht, die Volatilitätsrisikoprämie möglichst rein zu vereinnahmen.

Nicht jede Volatilitätsstrategie eignet sich für das Investieren in Volatilität als eigene Anlageklasse. Es sind ausschließlich Short-Volatilitätskonzepte, mit denen sich die Volatilitätsrisikoprämie (als Entschädigung für die Versicherung des Volatilitätsrisikos anderer Marktteilnehmer) eindeutig vereinnahmen lässt. Nur bei diesen steht das Erzielen von Erträgen im Vordergrund.

Die spiegelbildliche Zielsetzung verfolgen Long-Volatilitätsansätze. Hier wird Volatilität gekauft, um in Stressphasen eine Hedgewirkung zu erzielen. Solche Strategien sind daher aus Investorensicht nur geeignet, um Portfolios gegen Volatilitätsrisiken abzusichern. Zur Realisierung von Volatilität als eigener Anlageklasse eignen sie sich naturgemäß nicht. Letztlich sind solche Strategien die Zahler der Volatilitätsrisikoprämie und mit entsprechenden Kosten verbunden.

Die dritte große Gruppe sind Long-Short-Strategien, also Mischungen der beiden zuvor beschriebenen Strategien. Hierbei handelt es sich meist um diskretionäre Ansätze. Aussagen über die Nachhaltigkeit der erzielten Ergebnisse sind daher nur bedingt möglich. Zugleich

gilt auch hier: Bei den Long-Komponenten schlägt sich die Volatilitätsrisikoprämie ertragsmindernd auf der Kostenseite nieder.

Systematisch oder diskretionär?

Investoren, die Volatilität als weitere Anlageklasse allokatieren und ihre Korrelationseigenschaften im Portfolio konsequent nutzen möchten, sollten von diskretionären Short-Vola-Strategien Abstand nehmen. Je reiner und systematischer die Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmt wird, desto eindeutiger und kontrollierbarer ist ihr Beitrag zur Diversifikation.

Wahl der Asset-Klassen

Grundsätzlich besteht der Zusammenhang zwischen Verkauf von Absicherung im Gegenzug zur Vereinnahmung einer Prämie in Bezug auf alle Anlageklassen. Ohne die Entschädigung durch eine Risikoprämie wäre kein Marktteilnehmer bereit, als Versicherer einzutreten, Volatilität zu verkaufen und somit ein „unangenehmes“ Auszahlungsprofil einzugehen. Investoren, die kontinuierliche Erträge aus ihrer Anlage in Volatilität erzielen möchten, sollten sich daher auf Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie in den Anlageklassen konzentrieren, in denen sie besonders hoch ist.

Skalierung von Positionen

Um die Mean Reversion-Eigenschaft von Volatilität bestmöglich auszunutzen, wird bei hohen Niveaus (also während bzw. nach Marktschocks) mehr Volatilität als bei niedrigen Niveaus verkauft. Die von Lupus alpha genutzte Skalierung erreicht dieses Ziel optimal. Bei hohen Volatilitätsniveaus werden die Positionen automatisch höher skaliert und bei einem erfolgten Rückgang wieder reduziert.

Einzelmärkte

Die Volatilitätsrisikoprämien in Bezug auf einzelne Aktienmärkte sind hoch korreliert. Da die Strategien beim Handel von Volatilitätsrisi-



Exkurs (Fortsetzung): Volatilitätsstrategien, eine systematische Übersicht

koprämien relativ viele Derivatekontrakte einsetzen, stellt eine Konzentration auf wenige, höchst liquide Märkte die bestmögliche Selektion dar.

Umsetzungsformen

Mit welchen Instrumenten die Volatilitätsrisikoprämie konkret abgeschöpft werden sollte, richtet sich nach deren Effektivität. Nur für die komplette Übernahme des Risikos wird auch die volle Risikoprämie am Kapitalmarkt vereinnahmt.

Marktrisiken regelmäßig neutralisieren

Die regelmäßige Neutralisierung des Marktrisikos zugrunde liegender Anlagemärkte ist zwingend erforderlich, wenn man Volatilität rein handeln will. Nur wenn dies erfolgt, ist nicht die Richtung des zugrunde liegenden Markts, sondern rein das Verhältnis von vereinnahmter Versicherungsprämie und

eingetretenen Schadensfällen (verkaufter zu ex post realisierter Volatilität) entscheidend. Zudem sind nur bei einer Neutralisierung des Marktrisikos die vollen Diversifikationseffekte erzielbar.

Andere, „artfremde“ Risiken ausschließen

Volatilitätsstrategien werden über Derivate umgesetzt, sodass sich die Frage stellt, wie das Kapital des Fonds investiert wird. Eine genaue Analyse des Basisportfolios beim Vergleich unterschiedlicher Volatilitätskonzepte ist dabei unerlässlich, um das Anlageergebnis korrekt vergleichen zu können. Außerdem ist es essenziell, keine zusätzlichen Risiken (wie z. B. Durations- oder Ausfallrisiken) einzugehen, die ohnehin bereits im Portfolio vieler Anleger enthalten sind, da es sonst zu einer Verunreinigung der Risikoprämie kommt und die Diversifikationseffekte unter Umständen stark gemindert werden.

berücksichtigen. Dabei kommt uns unsere Unabhängigkeit zugute. Es gibt keinerlei Interessenkonflikte mit anderen internen Handelsbereichen im Unternehmen.

Der Erreichungsgrad der Performance-Ziele unserer Kunden wird fortlaufend kontrolliert. Dies geschieht sowohl auf Gesamtportfolioebene als auch im Rahmen einer Attributionsanalyse, aufgegliedert nach einzelnen Strategien. So können die verschiedenen Renditetreiber genau analysiert und auf ihre Attraktivität im Portfoliokontext überprüft werden. Dadurch wird ein Höchstmaß an Transparenz geschaffen.

Erfahrung und Spezialisierung zählen

Systematische Investition in die Anlageklasse Volatilität erfordert hohe Kompetenz bei der Analyse und Interpretation der Daten sowie beim Handel der Instrumente. Lupus alpha steht als einer der Pioniere in Volatilitätsstrategien für eingespielte Teams, langjährige Erfahrung und eine gewachsene erstklassige Infrastruktur.

Bereits seit mehr als 15 Jahren managt Lupus alpha optionsbasierte Strategien für institutionelle Investoren. Wir stellen innovative Konzepte und passgenaue

Bausteine zur Verfügung, mit denen Sie Ihre langfristigen Investmentziele erreichen können. Lupus alpha ist damit einer der größten und erfahrensten Anbieter für optionsbasierte Strategien in Deutschland.

Die entscheidenden Kompetenzen, die Voraussetzung für den Einsatz optionsbasierter Strategien sind, haben sich im Hause Lupus alpha etabliert und langjährig bewährt. Dazu gehört unter anderem ein Quantitative Analysis-Team, das mit einer proprietären Volatilitätsdatenbank den Kern des professio-

nellen Research bildet. Dazu gehören ebenso ein erfahrenes, hoch spezialisiertes Portfolio-Management-Team, ein methodisch sicheres, effizientes Risikomanagement sowie die vollständige Kontrolle aller Trading-Prozesse.

Bei Lupus alpha arbeiten Portfolio-Manager und Quantitative Analysten eng zusammen. Dadurch werden alle relevanten Informationen gebündelt und können optimal in den Anlageentscheidungsprozess eingebracht werden.

18. Spezialisierung, Erfahrung und Integration

Das Team von Lupus alpha für Volatilitätsstrategien

Alternative Solutions

Head: Alexander Raviol



Alexander Raviol
Head of Alternative Solutions



Stephan Steiger, CFA, CAIA
Portfolio Management



Mark Ritter, CFA, CAIA
Portfolio Management



Marvin Labod
Portfolio Management



Sabrina Landsknecht, CAIA
Portfolio Management



Tobias Meyer, CFA
Portfolio Management

Quantitative Analysis

Head: Dr. Maciej Kocan



Dr. Maciej Kocan
Head of Quantitative Analysis



Ben Wottge, CAIA
Quantitative Analysis



Santiago Rojas, CAIA
Quantitative Analysis

Portfolio Implementierung



Heiko Felzmann
Portfolio Implementierung



Reiner Hessler
Portfolio Implementierung



Alexander Pril
Portfolio Implementierung



Matthias Rosenberger
Portfolio Implementierung

Unsere Strategien: In Volatilität mit skalierbarem Risiko investieren

„Nie war es wichtiger, die Diversifikations- und Ertragsmöglichkeiten von Volatilität als eigenständiger Anlageklasse im Portfolio zu nutzen. Wir bieten Investoren Strategien, die mit gezielt skalierbarem Risiko eine strategische Allokation ermöglichen.“

Marvin Labod, Portfolio Management Alternative Solutions



Lupus alpha bietet aus der Erfahrung von über einem Jahrzehnt im aktiven Management optionsbasierter Strategien für die verschiedenen Bedürfnisse von Investoren eine ganze Bandbreite unterschiedlicher Lösungen. Die spezialisierten Angebote für institutionelle Anleger reichen bis hin zu individuellen Absicherungsstrategien und optionsbasiertem Risiko-Overlay für die gesamten Kapitalanlagen, die ein institutioneller Investor verantwortet.

Im Zentrum stehen jedoch Lösungen, mit denen sich die Volatilitätsrisikoprämie in Reinform vereinbaren und so eine Exponierung gegenüber Volatilität als eigenständiger Anlageklasse im Portfolio realisieren lässt. Die Erfahrung von Lupus alpha in der Skalierung der Exponierung und damit des Risikobeitrags dieser Strategie zu Portfolios von Investoren ist auch durch den Track Record zweier Publikumsfonds belegt.

Lupus alpha Volatility Risk-Premium

Die Strategie des Lupus alpha Volatility Risk-Premium erschließt Anlegern alle Vorteile einer systematischen Investition in die Anlageklasse Volatilität:

- Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie in ihrer reinsten Form mittels börsengehandelter Instrumente
 - Regelmäßiger Verkauf kurzlaufender Optionen und tägliche Neutralisierung des Aktienrisikos: Replikation von Variance Swaps
 - Anlageuniversum: internationale Aktienmärkte
 - Langfristig mit traditionellen Asset-Klassen niedrig korrelierte Renditen
 - Im Vergleich zu Aktien meist geringere Verluste und deutlich kürzere Erholungsphasen bei vergleichbarer Volatilität
 - Attraktive Renditen, auch in Seitwärtsphasen an den Aktienmärkten
- **Die Volatilität des Fonds ist vergleichbar mit Aktieninvestments**

19. Track Record: Lupus alpha Volatility Risk-Premium

■ Lupus alpha Volatility Risk-Premium



Fondskennzahlen

Fonds

ISIN	DE000A1J9DU7
Auflegung	31. August 2015

Performance

Seit Auflegung	14,96%
Seit Auflegung p. a.	3,88%
YTD	6,69%

Risiko

Volatilität p. a.	6,74%
Sharpe Ratio	0,62

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen; Stand 30.04.2019

Lupus alpha Volatility Invest

Die Strategie des Lupus alpha Volatility Invest erschließt Anlegern alle Vorteile einer systematischen Investition in die Anlageklasse Volatilität:

- Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie in ihrer reinsten Form mittels börsengehandelter Instrumente
- Regelmäßiger Verkauf kurzlaufender Optionen und tägliche Neutralisierung des Aktien- und Anleiherisikos:
Replikation von Variance Swaps
- Anlageuniversum: internationale Aktien- und Anleihemärkte
- Langfristig mit traditionellen Asset-Klassen niedrig korrelierte Renditen
- Im Vergleich zu Aktien meist geringere Verluste und deutlich kürzere Erholungsphasen bei vergleichbarer Volatilität
- Attraktive Renditen, auch in Seitwärtsphasen an den Aktienmärkten

– Die Volatilität des Fonds ist vergleichbar mit Anleiheinvestments

20. Track Record: Lupus alpha Volatility Invest

■ Lupus alpha Volatility Invest



Fondskennzahlen

Fonds

ISIN	DE000A0HHGG2
Auflegung	15. Oktober 2007

Performance

Seit Auflegung	27,56 %
Seit Auflegung p. a.	2,13 %
YTD	4,15 %

Risiko

Volatilität p. a.	4,83 %
Sharpe Ratio	0,33

Quellen: Bloomberg, eigene Berechnungen: Stand 30.04.2019

Weitere Informationen zur Allokation von Volatilitätsstrategien?

Ihre persönlichen Ansprechpartner sind für Sie da:



Ralf Lochmüller
Managing Partner, CEO
ralf.lochmueller@lupusalpha.de



Dr. Markus Zuber
Partner, CSO
markus.zuber@lupusalpha.de



Dejan Saravanja
Senior Relationship Manager,
Institutionelle Investoren
dejan.saravanja@lupusalpha.de



Benjamin Wendel
Relationship Manager,
Institutionelle Investoren
benjamin.wendel@lupusalpha.de



Oliver Böttger
Partner, Senior Relationship Manager,
Institutionelle Investoren, und
Leiter Vertrieb Wholesale
oliver.boettger@lupusalpha.de



Saskia Bernhardt
Senior Relationship Manager,
Wholesale-Investoren Region Süd
saskia.bernhardt@lupusalpha.de



Laurin Regel
Relationship Manager,
Wholesale-Investoren Region Nord
laurin.regel@lupusalpha.de



Rachel-Bel Bongsi
Client Services
rachel-bel.bongi@lupusalpha.de



Anke Floeth
Client Services
anke.floeth@lupusalpha.de

Ihr Clients & Markets-Team
bei Lupus alpha erreichen
Sie telefonisch unter
+49 69 365058-7000.

www.lupusalpha.de

Disclaimer:

Es handelt sich hierbei um eine Werbemitteilung und nicht um ein investmentrechtliches Pflichtdokument. Die dargestellten Informationen stellen keine Kauf- oder Verkaufsaufforderung oder Anlageberatung dar. Sie enthalten nicht alle für wirtschaftlich bedeutende Entscheidungen wesentlichen Angaben und können von Informationen und Einschätzungen anderer Quellen/Marktteilnehmer abweichen. Für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität dieser Informationen wird keine Gewähr übernommen. Sämtliche Ausführungen gehen von unserer Beurteilung der gegenwärtigen Rechts- und Steuerlage aus. Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung des Portfolio-Managers wieder und können ohne vorherige Ankündigung geändert werden. Die vollständigen Angaben zu den jeweiligen Fonds sowie deren Vertriebszulassung sind dem jeweils aktuellen Verkaufsprospekt sowie ggf. den wesentlichen Anlegerinformationen, ergänzt durch den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht, zu entnehmen. Ausschließlich rechtsverbindliche Grundlage für den Erwerb von Anteilen an den von der Lupus alpha Investment GmbH verwalteten Fonds sind der jeweils gültige Verkaufsprospekt und die wesentlichen Anlegerinformationen, die in deutscher Sprache verfasst sind. Diese erhalten Sie kostenlos bei der Lupus alpha Investment GmbH, Postfach 11 12 62, D-60047 Frankfurt am Main, auf Anfrage telefonisch unter +49 69 365058-7000, per E-Mail unter service@lupusalpha.de oder über unsere Homepage www.lupusalpha.de. Für Fonds mit Vertriebszulassung in Österreich erhalten Sie den aktuellen Verkaufsprospekt sowie die wesentlichen Anlegerinformationen und den letzten geprüften Jahresbericht bzw. den letzten Halbjahresbericht darüber hinaus bei der österreichischen Zahl- und Informationsstelle, der UniCredit Bank Austria AG mit Sitz in A-1020 Wien, Rothschildplatz 1. Anteile der Fonds erhalten Sie bei Banken, Sparkassen und unabhängigen Finanzberatern.

Weder diese Werbemitteilung noch ihr Inhalt noch eine Kopie davon darf ohne die vorherige schriftliche Zustimmung der Lupus alpha Investment GmbH auf irgendeine Weise verändert, vervielfältigt oder an Dritte übermittelt werden. Mit der Annahme dieses Dokuments wird die Zustimmung zur Einhaltung der oben genannten Bestimmungen erklärt. Änderungen vorbehalten.

Lupus alpha Investment GmbH
Speicherstraße 49-51, D-60327 Frankfurt am Main
Telefon: +49 69 365058-7000
Fax: +49 69 365058-8000
E-Mail: info@lupusalpha.de

