



Volatilitätsstrategien

AlphaDossier 013 Volatilitätsstrategien: Grundlagen im Überblick



THE ALPHA WAY TO INVEST

Lupus alpha

Lupus alpha. Köpfe für innovative Alpha-Strategien.

Als eigentümergeführte, unabhängige Asset Management-Gesellschaft steht Lupus alpha seit 20 Jahren für spezialisierte Investmentlösungen. Lupus alpha ist ein Pionier für europäische Nebenwerte und heute gleichzeitig einer der führenden Anbieter von liquiden alternativen Investmentkonzepten sowie spezialisierten Fixed Income-Strategien. Mehr als 90 Mitarbeiter, davon 35 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 institutioneller Anleger zu liefern.

Mehr unter www.lupusalpha.de

Management Summary

Volatilitätsstrategien vereinnahmen eine **nachhaltige Risikoprämie (VRP)**. Diese ist bereits **sehr lange am Markt beobachtbar und mit liquiden Instrumenten handelbar**. Da kein traditionelles, sondern ein alternatives Beta vereinnahmt wird, kann die VRP neben den **langfristig attraktiven Performancebeiträgen** auch einen entsprechenden Beitrag zur **Diversifikation einer breiten Asset Allocation** liefern.

Entscheidend für Investoren ist, die **VRP möglichst in Reinform** zu vereinnahmen. Geeignete Investmentstrategien sollten daher Marktrisiken weitestgehend absichern. Nur so können die Diversifikationsvorteile und regelmäßigen Ertragspotenziale der Anlageklasse ausgeschöpft werden.

Der Einsatz von Volatilität als sinnvollem Portfolio-Baustein geht – wie bei vielen alternativen Anlageklassen – mit einem größeren operativen Aufwand im Vergleich zu Investments in traditionellen Anlagen einher. **Entscheidend sind daher ein tief greifendes Verständnis der Wirkungsmechanismen, eine passgenaue Skalierung der eingegangenen Risiken und das Aufsetzen von geeigneten Strukturen und Prozessen**. Hier ist eine enge Zusammenarbeit mit einem möglichst erfahrenen und etablierten Anbieter eine wesentliche Voraussetzung für den kosteneffizienten Einsatz.

Inhalt	Seite
1. Was ist die Volatilitätsrisikoprämie?	6
2. Wie vereinnahmen Strategien die Volatilitätsrisikoprämie	12
3. Wie lassen sich Volatilitätsstrategien einer breit diversifizierten Kapitalanlage beimischen?	18
4. Fazit	22

„Dem Grundsatz nach kann man sich eine Volatilitätsstrategie wie eine Versicherung vorstellen. Marktteilnehmer sind bereit, für die Absicherung gegen unerwünschte Volatilität eine Prämie zu zahlen. Volatilitätsstrategien vereinnahmen diese für ihre Investoren. Das hat sich über lange Zeiträume und auch in Krisenzeiten als nachvollziehbar und nachhaltig erwiesen.“

Alexander Raviol, Partner, Head of Portfolio Management Alternative Solutions



1. Was ist die Volatilitätsrisikoprämie?

Grundlage einer jeden eigenständigen Anlageklasse ist eine eigenständige, ökonomisch fundierte und nachhaltige Risikoprämie. Eine Risikoprämie bezeichnet dabei die Entschädigung für die Übernahme eines spezifischen Risikos. Dieser Transfer ökonomischer Risiken ist eine der wesentlichen Funktionen der Kapitalmärkte. Ein klassisches Beispiel für einen solchen Risikotransfer sind die globalen Aktienmärkte. Für die Übernahme unternehmerischen Risikos werden Investoren langfristig durch Dividendenzahlungen und Kursgewinne entschädigt.

Vor dem Hintergrund des stark rückläufigen Zinsumfeldes und der wahrscheinlich lang anhaltend niedrigen bzw. negativen Zinsen rücken zunehmend auch alternative Werttreiber in den Blickpunkt. Neben den in den letzten Jahren schon deutlich aufgebauten Quoten in illiquiden Anlageklassen (Illiquiditätsrisikoprämie!) werden nun zur weiteren Diversifikation auch verstärkt liquide Werttreiber genutzt. Dabei ist die Anzahl der alternativen Risikoprämien im liquiden Bereich begrenzt. **Volatilität als eigenständige Anlageklasse hat sich über viele Jahrzehnte etabliert und ist damit zu einer der wichtigsten liquiden alternativen Risikoprämien geworden.**

Im Folgenden sollen die Grundlage der Volatilitätsrisikoprämie und die interessanten (Diversifikations-) Eigenschaften von Volatilitätsstrategien im Rahmen einer breiten Asset Allocation näher beleuchtet werden. Im Anschluss wird gezeigt, wie ein Short-Volatilitätsportfolio konstruiert wird, um die VRP zu verein-

nahmen, und wie sich die Portfolio-Konstruktion verschiedener Short-Volatilitätsansätze unterscheidet. Abschließend soll die ertragsstabilisierende Wirkung einer Beimischung von Short-Volatilität am Beispiel einer Asset Allocation eines typischen deutschen Versicherungsunternehmens verdeutlicht werden.

Der Grundgedanke: Volatilitätsstrategien sind wie eine Versicherung

Die Wirkungsweise von Volatilitätsstrategien ist analog zu dem Geschäftsmodell eines klassischen Versicherungsunternehmens zu sehen. Ein Beispiel: Eine typische Versicherungsrisikoprämie zahlen Hausbesitzer, die ihr Eigentum bei Überschwemmungen absichern wollen. Um im Schadensfall eine Leistung zu erhalten, sind die Versicherungsnehmer bereit, eine Prämie an das Versicherungsunternehmen zu zahlen. Basis des Geschäftsmodells der Versicherung ist dabei, dass die langfristigen Prämieinnahmen die Leistungen im Schadensfall übersteigen und die Versicherung für das übernommene Risiko entschädigen. Diese Differenz stellt nach Abzug der Kosten den Gewinn dar. Analog zu der klassischen Versicherung gegen einen spezifischen Schadensfall gibt es auch am Kapitalmarkt eine Vielzahl von Anlegern, die ihre Portfolios gegen Auswirkungen von unerwarteten Marktschwankungen – in der Regel starke Marktrückgänge – absichern wollen. Gegen Zahlung einer Prämie erhalten diese eine Leistung beim Eintreten von unerwartet hohen Marktbewegungen.

Exkurs:**Die Volatilitätsrisikoprämie in verschiedenen Anlageklassen**

Grundsätzlich ist die Volatilitätsrisikoprämie in allen Anlageklassen beobachtbar. Die Höhe der Volatilitätsrisikoprämie ist jedoch in den verschiedenen Anlageklassen sehr unterschiedlich ausgeprägt. Für die Höhe des Implied Realised Spreads ist dabei im Wesentlichen das Verhältnis von Angebot und Nachfrage nach Volatilität entscheidend. Es gilt vereinfacht, dass gerade Märkte, die einen positiven „Drift“ zeigen, also eine steigende Tendenz bzw. eine eigene Risikoprämie aufweisen, besonders attraktiv für den Verkauf von Volatilität sind.

Das klassische Beispiel sind die globalen Aktienmärkte. Wie erwähnt werden die Investoren für eingegangenes unternehmerisches Risiko langfristig mit steigenden Kursen (einem positiven Drift) entschädigt. Einer großen Anzahl an Marktteilnehmern, die die Aktienrisikoprämie vereinnahmen, steht nur eine vergleichsweise kleine Anzahl an Verkäufern von

Absicherung gegenüber. Diese vergleichsweise einheitliche Positionierung am Aktienmarkt führt in Verbindung mit der überproportional hohen Nachfrage nach asymmetrischer bzw. volatilitätsabhängiger Absicherung zu einer relativ hohen Volatilitätsrisikoprämie bei Aktien.

Absicherung in Asset-Klassen ohne eindeutigen Drift (wie z. B. Währungsmärkte oder Rohstoffmärkte) weist hingegen eine weniger einheitliche bzw. oft gegensätzlichere Positionierung auf. Zudem kommen hier zur Risikoabsicherung vermehrt lineare, also nicht von der Volatilität abhängige Hedgingstrategien zum Einsatz.

Erfahren Sie mehr dazu im AlphaDossier 009 – hier downloaden.

Volatilitätsrisikoprämie: ökonomisch begründbar und nachhaltig

Doch warum gibt es überhaupt eine VRP? Erklären lässt sich diese damit, dass der Käufer von Volatilität („der Versicherte“) ein asymmetrisches Auszahlungsprofil erhält: Verluste sind im Gegensatz zu Gewinnen auf die gezahlte Prämie begrenzt. Der Käufer befindet sich somit in einer angenehmen Position. Die Position des Verkäufers („das Versicherungsunternehmen“) ist im Gegenzug unangenehm. Um bereit zu sein, eine solche Position einzugehen und Volatilität zu verkaufen, muss der Verkäufer von Volatilität für das Risiko mit einer Prämie entschädigt werden. Diese wird als VRP bezeichnet. Sie fließt

dem zu, der das Volatilitätsrisiko, also das Risiko unerwarteter hoher Marktschwankungen, übernimmt. Insofern ist die VRP eine ökonomisch begründbare und somit nachhaltige Risikoprämie. Sie kann als Marktpreis für Asymmetrie angesehen werden.

Wie der Handel der Volatilität funktioniert

Dieser einfachen Grundidee folgend, schließt sich die Frage an, wie die VRP am Kapitalmarkt beobachtet und gehandelt werden kann. Hierzu muss zunächst zwischen zwei grundsätzlichen Arten von Volatilität unterschieden werden: der realisierten (bzw. historischen) einerseits und der impliziten (bzw. erwarteten) Volatilität andererseits.

Die **realisierte Volatilität** ist die historisch messbare Schwankung für einen beliebigen Basiswert. Anhand des historischen Kursverlaufes kann z. B. für einen globalen Aktienindex wie den S&P 500 die realisierte Volatilität über einen spezifischen Zeitraum berechnet werden. Demgegenüber bezeichnet die **implizite Volatilität** die Markterwartung über die zukünftige Schwankung dieses Basiswertes, also z. B. die erwartete Volatilität des S&P 500 für die nächsten 30 Tage. **Diese erwartete Schwankung ist durch verschiedene Derivate wie beispielsweise Optionen hochliquide handelbar.** Die entscheidende Einflussgröße für den Preis dieser Derivate ist nämlich die implizite Volatilität: Wenn alle anderen Einflussfaktoren abgesichert werden, kann rein die enthaltene Volatilitätskomponente (deshalb **implizite** Volatilität) gehandelt werden.

Empirisch belegt: implizite Volatilität übersteigt realisierte

Interessant für Investoren ist nun, dass die implizite Volatilität langfristig systematisch höher als die realisierte Volatilität ist. Das heißt, im Mittel wird eine höhere Volatilität erwartet, als sie dann tatsächlich auftritt. Diese nachhaltig positive Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität, der sogenannten Implied Realised Spread, ist genau das, was als VRP bezeichnet wird und von Investoren vereinnahmt werden kann.

Eine Vielzahl von Marktteilnehmern fragt Absicherung gegen unerwartet hohe Marktschwankungen nach und kauft damit implizite Volatilität. Um im Gegenzug andere Marktteilnehmer für den Verkauf dieser impliziten Volatilität und das Eingehen des gegensätzlichen Auszahlungsprofils zu gewinnen, werden die Verkäufer durch die Risikoprämie, also die im Mittel höhere implizite Volatilität, entschädigt.

Die Verkäufer erleiden in Phasen von akutem Marktstress mit unerwartet hoher Schwankung Verluste, werden dafür aber langfristig durch höhere Prämieneinnahmen entschädigt. Wesentlich für die langfristige Wertentwicklung von Volatilitätsstrategien ist

nicht vorrangig die absolute Höhe der Volatilität, sondern die Höhe der Risikoprämie, also die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität.

In der folgenden Abbildung ist die implizite und die realisierte Volatilität für globale Aktienindizes (am Beispiel des S&P 500 und des EURO STOXX 50) abgetragen. Im Mittel beträgt die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität auf Aktienindizes für Derivate mit 30 Tagen Laufzeit je nach Beobachtungszeitraum rund drei bis vier Prozentpunkte. Die VRP ist vergleichsweise stabil und hat sich der Kompression, die viele andere Risikoprämien durch die aktuelle Niedrigzinsphase erlebt haben, größtenteils entzogen.

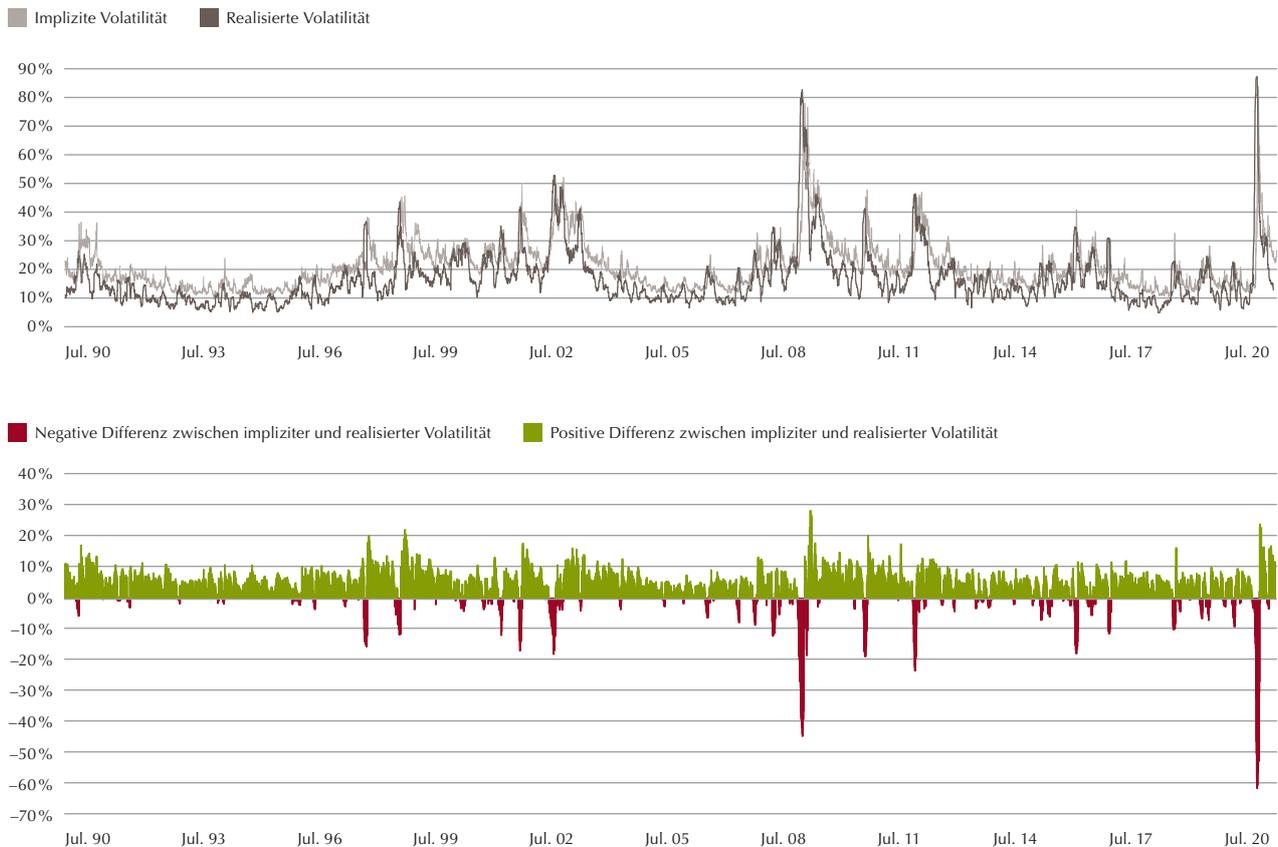
Ganz wesentlich bei der Beurteilung von Short-Volatilitätsansätzen ist, dass die absolute Höhe der Risikoprämie, also des Implied Realised Spreads (langfristig ca. drei bis vier Prozentpunkte), noch keinen Aufschluss über die Höhe der langfristigen Erträge des systematischen Verkaufs von Volatilität gibt. **Volatilitätsstrategien können durch die derivative Umsetzung beliebig auf das gewünschte Rendite-Risiko-Profil des Investors skaliert werden.**

Rendite-Risiko-Profil für Investoren skalierbar

Je mehr Derivate bzw. Absicherung an andere Marktteilnehmer verkauft werden, desto höher ist das Risiko, wenn es zu einer Phase unerwartet hoher Schwankungen am Markt kommt. Diesem höheren Risiko stehen jedoch auch mehr Prämieneinnahmen und damit langfristig höhere Ertragschancen gegenüber. So bietet Lupus alpha z. B. Spezial- bzw. Publikumsfonds mit geldmarktähnlichen Ertragsskalierungen bis hin zu Umsetzungen mit aktienähnlichem Rendite-Risiko-Profil an. Wesentlich ist also eine passgenaue und angemessene Skalierung der eingegangenen Risiken entsprechend den konkreten Kundenbedürfnissen. Gerade dieser Aspekt macht die Vergleichbarkeit vieler Volatilitätsstrategien herausfordernd. Neben einer Vielzahl verschiedener Umsetzungsvarianten werden insbesondere auch stark abweichende Rendite-Risiko-Profile einander gegenübergestellt.

1. 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–Aug. 2020

Diversifikationseffekt durch alternative Risikoprämie

Volatilitätsstrategien vereinnahmen keine klassische, sondern eine „anders gelagerte“ bzw. alternative Risikoprämie, ein alternatives Beta, das grundsätzlich zur Portfolio-Diversifikation beitragen kann. Kommt es allerdings am Kapitalmarkt zu einem signifikanten Risk-off-Event, wie z. B. im Jahr 2008 oder im Frühjahr 2020, erleiden typischerweise auch alle Risikoprämienstrategien parallel Verluste. Es findet in akuten Stressphasen keine Entkopplung statt, die Korrelationen steigen schlagartig an. Um in der Versicherungsanalogie zu bleiben, der Versicherungsfall tritt ein und es müssen entsprechende Schadensersatzzahlungen geleistet werden. Auch Volatilitätsstrategien können sich einem derartigen Marktumfeld nicht

entziehen und weisen aufgrund der sprunghaft steigenden Volatilität negative Ergebnisbeiträge auf. Die Höhe der Verluste ist wie erläutert davon abhängig, wie viel Absicherung verkauft wurde. Insofern ist die absolute Höhe von Verlusten in diesen Marktphasen immer im Kontext zu den in normalen Marktphasen erzielten Erträgen zu sehen.

Typischerweise sind die Verluste bei angemessener Skalierung im Vergleich zu anderen Anlageklassen wie Aktien jedoch geringer. Eine deutlich diversifizierende Wirkung ist jedoch in einer sich anschließenden Erholungsphase zu erkennen. Hier zeigt sich dann, dass ein anders gelagerter Werttreiber auch ein anderes Verhalten als z. B. Aktien aufweist. Insbesondere ist für eine Erholung nach dem Rückschlag kein steigender Markt nötig. Ein besonders prägnantes Bei-

spiel für die Diversifikation nach ersten, parallelen Verlusten ist die Finanzkrise 2008/2009. Während Aktien nach den starken Rückgängen im Herbst 2008 ihren Tiefpunkt erst im März 2009 erreichten, erlitten Volatilitätsstrategien im Herbst 2008 zunächst auch Verluste. In der Folge kam es dann aber zu einer gewissen Entkopplung und Volatilitätsstrategien hatten zum Zeitpunkt des Aktienmarkttiefs einen signifikanten Teil dieser Verluste bereits wieder aufgeholt. Dies

erklärt sich damit, dass der Marktrückgang von Herbst 2008 bis in den März 2009 sich zwar unter hohen realisierten Schwankungen vollzog, jedoch in diesem Umfeld noch höhere implizite Volatilitäten verkauft werden konnten und somit eine positive Risikoprämie vereinnahmt werden konnte.

Exkurs:

Volatilitätsstrategien in der Corona-Krise

Das aktuelle Marktumfeld im Frühjahr 2020 und die Entwicklungen im Rahmen der Corona-Krise stellten dabei für Volatilitätsstrategien ein sogar noch herausfordernderes Umfeld als die globale Finanzkrise im Jahr 2008 dar. Im Zuge der zunehmenden Beschränkungen des öffentlichen und wirtschaftlichen Lebens kam es im März 2020 zu einer Phase extrem hoher Marktschwankungen. So wies der S&P 500 mit -11,98 % den höchsten Tagesverlust seit 1987 auf und der EURO STOXX 50 verzeichnete mit -12,4 % die größte negative Tagesbewegung seit Start der Berechnung. Insgesamt lag die mittlere realisierte Einmonatsschwankung von US- und Euroland-Aktien in der Spitze bei rund 88 % und damit höher als die mittlere realisierte Volatilität von in der Spitze 83 % im Zuge der Finanzkrise 2008/2009. Auch im sehr langfristigen Vergleich sticht die Phase im Frühjahr 2020 heraus. Weit zurückreichende historische Daten sind insbesondere für US-Aktien verfügbar und der März 2020 stellt nach den Jahren 1929 und 1987 für US-Aktien die volatilste Börsenphase der letzten 90 Jahre dar.

Der Implied Realised Spread war wegen des niedrigen Niveaus der impliziten Volatilität vor und den ex-

tremen Realisationen in der Krise deutlich negativ und übertraf mit -66 % die Werte von 2008 bei Weitem. In der Versicherungsterminologie gesprochen trat also der schwerste Versicherungsfall seit dem Jahr 1987 ein.

Den hohen realisierten Volatilitäten folgend stiegen auch die impliziten Volatilitäten von historisch niedrigen Ständen auf extrem hohe Niveaus an. So lag der VIX Index als Maß für die implizite Volatilität des S&P 500 Ende Januar noch bei rund 16 %, zum Hochpunkt der Krise notierte er bei rund 83 %. Die implizite Volatilität von europäischen Aktien (VSTOXX Index) notierte vor der Krise mit ca. 14 % noch niedriger und stieg im Verlauf der Corona-Krise in der Spitze auf über 95 %. In Folge dieser Verwerfungen verloren Volatilitätsstrategien im Gleichklang mit anderen Anlageklassen zunächst deutlich.

Dabei zeigt sich ähnlich wie bei den letzten Krisenphasen, also z. B. 2008/2009, dass auch die Erholung von den Verlusten schnell einsetzt. Im Nachgang von Krisen wird trotz der typischerweise hohen Kosten verstärkt Absicherung, also Volatilität, nachgefragt. Zugleich scheiden viele (systematische) Verkäufer von Volatilität aus dem Markt aus. Einem Mehr an Nachfrage steht also ein tendenziell kleineres Angebot gegenüber. **In diesem Umfeld kann in der Regel eine überdurchschnittlich hohe Volatilitätsrisikoprämie vereinnahmt werden.**

Diese hohe Prämieinnahme führt dazu, dass Volatilitätsstrategien typischerweise Verluste vergleichsweise schnell aufholen. Dies ist eine weitere Analogie zu einer klassischen Versicherung. Im Normalfall steigt die Nachfrage nach Versicherungen im Nachgang zu einem umfangreichen Schadensereignis stark an und in diesem Umfeld können typischerweise höhere Versicherungsprämien erzielt werden. Dies gilt sowohl für klassische Versicherungen als auch für Volatilitätsstrategien.

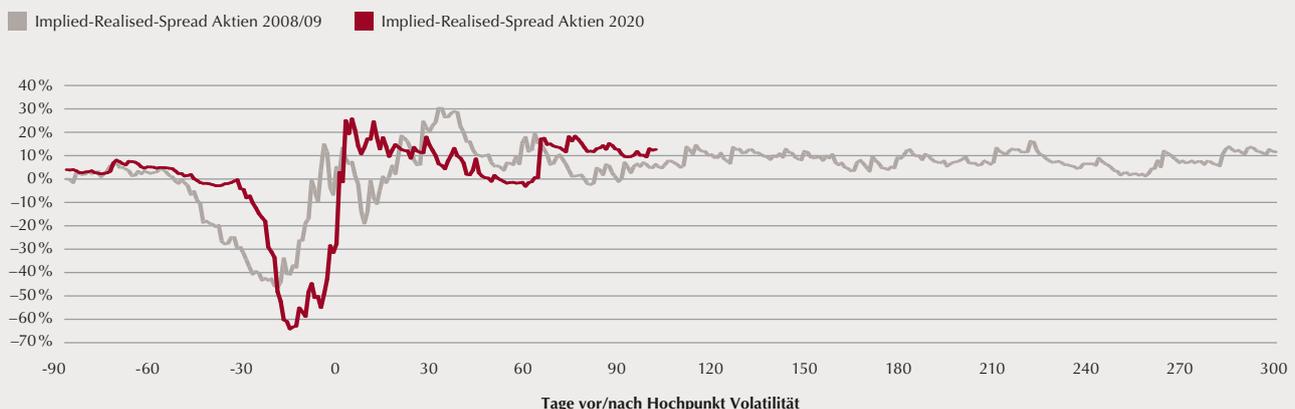
In der folgenden Abbildung ist zu erkennen, dass nach der zunächst stark negativ ausgeprägten Risikoprämie im Nachgang der Krise eine überdurchschnittlich positive Prämie erzielt wird. Um dabei eine bessere Vergleichbarkeit zwischen den Jahren 2008 und 2020 herzustellen, ist der Verlauf des Spreads zwischen impliziter und realisierter Volatilität jeweils 90 Tage vor und dann 300 Tage nach dem Hochpunkt der Krise – definiert als jeweiliger Hochpunkt der impliziten Volatilität – abgetragen. Im Jahr 2008/09 wurde zunächst ebenfalls eine negative Risikoprämie von rund -50 Prozentpunkten und dann in den 300 Tagen nach der Krise ein Implied Realised Spread von mehr als acht Prozentpunkten und damit mehr als das Doppelte des langfristigen Durchschnitts erzielt. Im Jahr 2020 war die Risikoprämie zunächst mit -66 Prozentpunkten sehr viel negativer. Es konnte aber zumindest in den ersten Monaten nach dem

Hochpunkt der Krise auch eine Risikoprämie von ca. zehn Prozentpunkten vereinnahmt werden. Im Nachgang zu Krisen kann also eine gewisse Entkopplung beobachtet werden. Dafür ist kein steigender Markt, sondern ein positiver Spread zwischen impliziter und realisierter Volatilität nötig.

Neben dieser Entkopplung nach akuten Krisenphasen können Volatilitätsstrategien typischerweise auch in seitwärts verlaufenden Märkten bzw. solchen mit stabilen Trends ihre Stärke ausspielen. Die regelmäßigen Prämieinnahmen durch den Verkauf von Versicherung am Kapitalmarkt sind weitgehend unabhängig von der Richtung des Marktes (steigend, fallend oder seitwärts verlaufend). Wichtig ist nur der Unterschied zwischen erwarteter bzw. verkaufter und anschließend realisierter Volatilität. Daher können gerade dann attraktive Ergebnisse erzielt werden, wenn sich das Underlying, also z. B. der Aktienmarkt, nur seitwärts entwickelt. Dann, wenn also der im aktuellen Niedrigzinsumfeld so wichtige Anteil risikobehafteter Assets kaum steigt oder sogar leicht negative Erträge erzielt, können Volatilitätsstrategien zur Verstetigung der Portfolio-Renditen beitragen. Diese Eigenschaften sollen in einem der folgenden Abschnitte anhand des Beispiels einer Beimischung von Short-Volatilität zu einer breit gestreuten Kapitalanlage verdeutlicht werden.

2. Erholungseffekt der Volatilitätsrisikoprämie

Der Implied Realised Spread in der Finanz- und Corona-Krise



Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen; Zeitraum: 90 Tage vor bzw. 300 Tage nach dem Hochpunkt der impl. Volatilität (Mittelwert Euro Stoxx 50 und S&P 500, Datum Hochpunkt der impl. Volatilität 27. 10. 08/16. 03. 2020), Stand: 31. 08. 2020

„Das Feld der Volatilitätsstrategien ist äußerst inhomogen. Investoren, die Volatilität als eigene Anlageklasse und Diversifikator ins Portfolio holen möchten, sollten darauf achten, dass die Volatilitätsrisikoprämie von der Strategie in Reinform vereinnahmt wird. Dazu sollte die Portfolio-Konstruktion Pfad- und Marktabhängigkeiten möglichst vermeiden.“

Stephan Steiger, CFA, CAIA, Portfolio Management Alternative Solutions



2. Wie vereinnahmen Strategien die Volatilitätsrisikoprämie?

Im Gegensatz zu vielen anderen Anlageklassen ist das Feld der „Volatilitätsstrategien“ ausgesprochen heterogen. Dabei unterscheiden sich die Ansätze nicht nur durch verschiedene Skalierungen des Rendite-Risiko-Profils (wie schon beschrieben), sondern insbesondere auch bezüglich ihrer Zielsetzungen und Umsetzungswege. Oftmals ist ein Vergleich sogar dann schwierig, wenn man sich auf reine Short-Volatilitätsstrategien, also Ansätze, die die VRP vereinnahmen, beschränkt.

Im Folgenden sollen einige weitverbreitete Umsetzungsformen kurz beschrieben werden. Ausgangspunkt soll hier eine Analyse des reinsten und direktesten Wegs sein – dem Verkauf von Variance Swaps bzw. dem Replikationsportfolio. Diesem werden danach der Verkauf einzelner Optionen mit dem Hedging des Marktrisikos (Delta-Hedge) und ohne das Hedging des Marktrisikos, also einer Kombination aus Aktien- und Volatilitätsrisiko, gegenübergestellt. Abschließend soll – aufgrund der enormen Größe des Marktes – insbesondere für die US-Aktienmärkte, der systematische Verkauf von Volatilitäts-Futures erläutert werden. Hier ist der Werttreiber zwar nicht die VRP, also der Implied Realised Spread, sondern eine andere, wenn auch ähnlich gelagerte Risikoprämie: die Term Structure-Risikoprämie.

Variance Swap und Replikationsportfolio mit Optionen

Die Volatilitätsrisikoprämie hatten wir als Differenz bzw. Spread zwischen impliziter Volatilität, gemes-

sen am jeweiligen Volatilitätsindex (beispielsweise dem VIX Index für den S&P 500), und der realisierten Volatilität des zugrunde liegenden Index (eben z. B. des S&P 500) erläutert: Aus diesem Grund ist der „reinste“ Weg bei der Umsetzung, genau diese Volatilitätsindizes zu verkaufen und gegen die realisierte Volatilität abzurechnen.

Technisch gesprochen sind der VIX Index bzw. der VSTOXX Index Variance Swaps mit einmonatiger Laufzeit. Variance Swaps sind außerbörslich gehandelte Instrumente, die unmittelbar die Differenz der (quadrierten) Volatilitäten nach Ablauf der Laufzeit auszahlen. Wenn man das Geschäft eingeht, wird die implizite Volatilität fixiert und am Laufzeitende gegen die eingetretene bzw. realisierte Volatilität abgerechnet. Großer Vorteil dieser Vorgehensweise ist insbesondere, dass ein klarer Wirkungsmechanismus gegeben ist. Sofern die implizite Volatilität während der Laufzeit größer als die realisierte Volatilität war, wird ein entsprechender Gewinn erzielt und bei einer negativen Differenz ein entsprechender Verlust verbucht. Zudem sind keine anderen Einflussfaktoren wie z. B. der konkrete Verlauf der Marktentwicklung entscheidend, es kommt einzig auf die Volatilität an. Insofern liefern Variance Swaps das gewünschte Ergebnis direkt mithilfe eines einzigen Anlageinstruments.

Variance Swaps bringen allerdings auch entscheidende Nachteile mit sich: Als OTC-Instrumente beinhalten sie ein, wenn auch begrenztes, Kontrahenten-

risiko und sind in Phasen von Marktstress deutlich illiquider als börsengehandelte Instrumente. Zudem besteht oftmals das Problem, außerbörslich gehandelte Instrumente in Bestands- und Risikosystemen abzubilden. Gerade die korrekte Abbildung ist bei einem konvexen Auszahlungsprofil besonders wichtig. In diesem Zusammenhang muss also die Abwägung zwischen Vorteil der Nutzung eines einfachen Instruments und den entsprechenden Kosten für die systemseitige Ausgestaltung erfolgen.

Um den Implied Realised Spread vollständig und möglichst „rein“ zu vereinnahmen und zugleich die Nachteile des Variance Swaps zu umgehen, wählt **Lupus alpha folgenden Umsetzungsweg**: Auf regelmäßiger Basis wird ein Portfolio von börsengehandelten Optionen verkauft, das dem Replikationsportfolio der Volatilitätsindizes (wie z. B. des VIX Index oder des VSTOXX Index) und damit einem Variance Swap entspricht. Ganz entscheidend dabei ist, dass das Replikationsportfolio aus der gesamten Bandbreite von Optionen besteht, beginnend bei weit aus dem Geld liegenden Puts bis hin zu weit aus dem Geld liegenden Calls. Aus diesem Grund wird hier auch von einem „Strip of Options“ gesprochen.

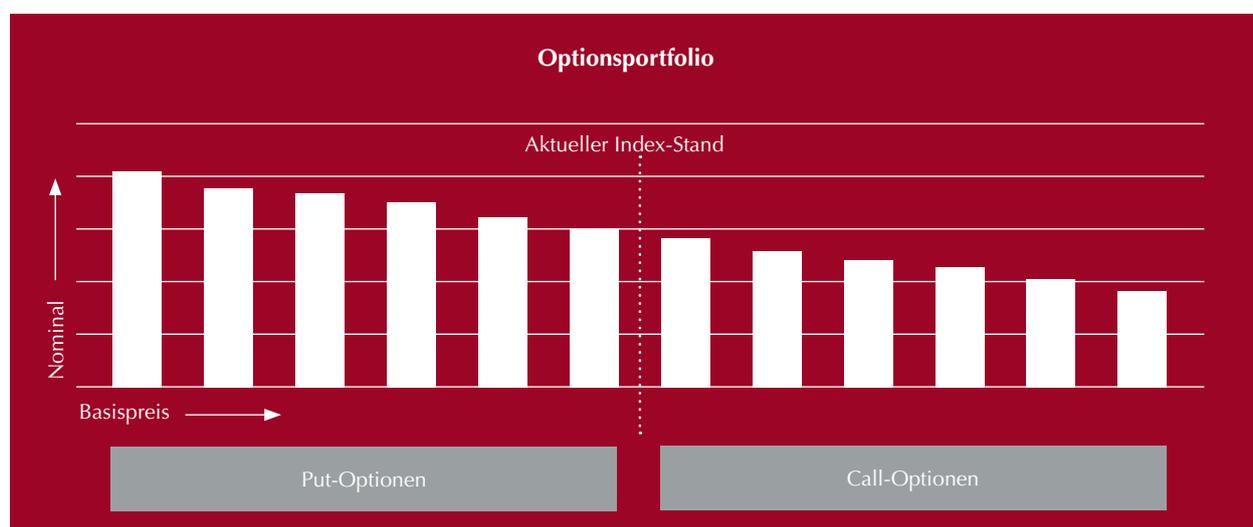
Die Replikation von Variance Swaps durch börsengehandelte Optionen hat folgende Vorteile: Es wer-

den keine OTC-Geschäfte getätigt und es besteht eine gewisse Flexibilität im Hinblick auf die Wahl sowie die Optimierung der Hedgezeitpunkte. Gerade der letzte Punkt bedarf einer Erläuterung. Bei geringen Schwankungen baut sich Marktrisiko teilweise erst nach einigen Tagen auf, sodass hier die Frequenz und somit auch die Kosten reduziert werden können. In sehr stressigen Marktphasen hingegen kann ein regelmäßiges und in hoher Frequenz durchgeführtes Delta-Hedging tatsächlich Drawdowns merklich reduzieren. Ausgesprochen wichtig ist zudem, dass durch den alleinigen Einsatz hochliquider börsengehandelter Optionen eine vergleichsweise einfache Abbildung in Steuerungs- und Risikomanagementsystemen gegeben ist. Ein aufwendiger Neuproduktprozess ist typischerweise nicht nötig.

Beim Verkauf des kompletten Optionsportfolios erhält man eine Summe von Optionsprämien und handelt damit die implizite Volatilität. Um kein directionales Marktrisiko bezüglich der zugrunde liegenden Aktienmärkte (kein Delta) aufzubauen, wird dieses Optionsportfolio mittels Futures gehedged. Das (Aktien-)Marktrisiko wird auf diese Weise vollständig neutralisiert. **Es verbleibt rein das Volatilitätsrisiko.** Da dieser Delta-Hedge auf der realisierten Volatilität beruht (im besten Fall ist die realisierte Volatilität null und es muss überhaupt kein Hedge erfolgen), ergibt

3. Das Optionsportfolio im Detail

Mit der gesamten Bandbreite von Optionen



sich aus der Differenz von vereinnahmter Optionsprämie und Hedgeergebnis der Implied Realised Spread. Dabei ist die Absicherung des Marktrisikos entscheidend, um einen maximalen Diversifikationsbeitrag zum restlichen Portfolio, welches typischerweise bereits Aktienrisiken in signifikantem Umfang enthält, zu erzielen.

Beide Vorgehensweisen, ein direkter Variance Swap oder dessen Replikationsportfolio inklusive Delta-Hedging, führen zu inhaltlich nahezu deckungsgleichen Ergebnissen. Aus diesem Grund sollen beide Begriffe im Folgenden auch gleichbedeutend verwendet werden. Diese beiden vorgestellten Wege sind die einzige Möglichkeit, die Volatilitätsrisikoprämie vollständig zu vereinnahmen.

Für eine vollständige Vereinnahmung der Risikoprämie muss zwingend die komplette Bandbreite verkauft werden und es können eben nicht nur einzelne Optionen gehandelt werden. Im Gegensatz zum Verkauf von einzelnen Punkten, also einzelnen Optionen, wird so die gesamte Volatilitätskurve (ein kompletter Strip of Options) gehandelt. Um den Unterschied und seine Konsequenzen zu verdeutlichen, soll hier wieder die Versicherungsanalogie betrachtet werden. Beim Handel der gesamten Kurve wird stets eine komplette Versicherung und beim Handel einzelner Optionen (am Geld) nur eine Teilversicherung verkauft. Eine Teilversicherung führt im Schadensfall natürlich zu niedrigeren Schadensersatzzahlungen des Versicherungsunternehmens. Im Gegenzug wird jedoch auch nur eine stark geminderte Prämienzahlung für den Abschluss der Versicherung fällig. Das geringere Risiko geht also mit dem Verzicht auf einen wesentlichen Teil der Risikoprämie einher und führt zu einem langfristig deutlich schlechteren risikoadjustierten Ergebnis.

Auf den Optionsmarkt bezogen, ist die Risikoprämie bei weit aus dem Geld liegenden Puts besonders hoch. Diese Punkte auf der Volatilitätskurve werden von vielen Marktteilnehmern z. B. aufgrund von begrenzten Risikobudgets oder regulatorischen Anforderungen stark nachgefragt und dieses besonders unausgegli-

chene Verhältnis von Angebot und Nachfrage führt zu dem besonders attraktiven Niveau. Zugleich sind diese Positionen in einem breiten Risk-off-Event aber auch überproportional betroffen. Für die Übernahme von größeren Risiken wird tendenziell auch eine höhere Risikoprämie bezahlt. Beim Verkauf der ganzen Kurve werden alle Bereiche, auch die überproportional attraktive Downside verkauft und entsprechend auch die volle Risikoprämie vereinnahmt. Zusätzlich gilt, dass nur bei einem Verkauf der ganzen Kurve eine stets konstante Exponierung zur Risikoprämie aufgebaut wird. Welchen konkreten Verlauf der Basiswert erfährt, ist dann unerheblich (steigend, fallend oder seitwärts verlaufend). Relevant ist einzig die Höhe der impliziten und der realisierten Volatilität.

Wie zuvor beschrieben, ist also der Variance Swap bzw. das Replikationsportfolio der reinste Weg, die VRP vollständig zu vereinnahmen. Da auch eine große Vielzahl an alternativen Umsetzungsformen am Markt zu beobachten ist, sollen beispielhaft drei andere Möglichkeiten der Portfolio-Konstruktion und auch die Vor- sowie Nachteile kurz beschrieben werden:

- Verkauf einzelner Optionen mit Absicherung des Marktrisikos
- Verkauf einzelner Optionen ohne Absicherung des Marktrisikos
- Einsatz von Volatilitäts-Futures

Verkauf einzelner Optionen

Neben dem Verkauf von Variance Swaps ist der Verkauf von einzelnen Optionen ein weitverbreiteter Weg, von der Volatilitätsrisikoprämie zu profitieren. Hierbei kann vereinfacht zwischen zwei Vorgehensweisen unterschieden werden: Dem Verkauf von einzelnen Optionen mit und ohne Absicherung des resultierenden Marktrisikos.

Betrachtet man zunächst die Variante mit Absicherung des Marktrisikos, so ist der häufigste Weg bei der Umsetzung der Verkauf von Straddles. Hierunter versteht man typischerweise den Verkauf von am Geld

befindlichen Puts und Calls (beide mit dem gleichen Ausübungspreis). Analog zu dem Strip of Options wird auch hier das Marktrisiko in regelmäßigen Abständen abgesichert. Wie zuvor bereits ausgeführt, ist der wesentliche Unterschied, dass bei dieser Variante eben nicht die volle VRP vereinnahmt wird. Es wird nur eine Teilversicherung verkauft. Dieses geringere Risiko wird aber auch nur mit einem Teil der Risikoprämie entschädigt. Dies ist auch der Grund, warum die implizite Volatilität, also der Volatilitätsindex wie z. B. der VIX Index, systematisch über dem Niveau der am Geld befindlichen Option handelt. Hierin drückt sich das höhere Risiko und damit auch die höhere Entschädigung für dieses Risiko aus. Zusätzlich zu diesem Aspekt ist auch der Wirkungsmechanismus nicht so klar und transparent wie beim Variance Swap und der Ertrag aus der Volatilitätskomponente kann häufig von anderen Einflussfaktoren überlagert werden. Da die Exponierung gegenüber der Risikoprämie nicht konstant ist, sind neben der Höhe der verkauften impliziten bzw. der realisierten Volatilität gerade auch der konkrete Marktverlauf und die zeitliche Abfolge entscheidend. Dies wird als Pfadabhängigkeit bezeichnet. Bei einem Strip of Options ist die Exponierung hingegen über die ganze Laufzeit immer gleich und es besteht keine Pfadabhängigkeit. Zusätzlich zu einer nur unvollständigen Vereinnahmung der Risikoprämie führt die schwankende Exponierung zu einer weniger konstanten und damit schwieriger zu erklärenden Exponierung zur Risikoprämie.

Werden hingegen Optionen ohne Absicherung des Marktrisikos verkauft, so ist neben der Vereinnahmung der VRP insbesondere auch eine signifikante Exponierung zur Entwicklung des Basiswerts, also z. B. zur Entwicklung des S&P 500 oder des EURO STOXX 50, gegeben. Hierdurch kann die Rendite aus der VRP von der Performance der Aktienmarktentwicklung überlagert werden. Dies ist eine weitere Schwierigkeit beim Vergleich verschiedener Volatilitätsansätze. Wird eben auch die Aktienrisikoprämie vereinnahmt, können hier stark variierende Ergebnisse erzielt werden. Typischerweise bestehen umfangreiche Anlageportfolios bereits zu einem entspre-

chenden Anteil aus traditionellen Anlageklassen wie eben Renten und Aktien. Der große Vorteil der Beimischung von Volatilität ist, dass ein anders gelagerter, alternativer Werttreiber beigemischt wird. Eine Hinzunahme von Volatilitätsrisiken in Kombination mit Aktienrisiken kann im Kontext der gesamten Asset Allocation die angestrebten Diversifikationseffekte mindern bzw. zu einer weiteren ungewollten Exponierung gegenüber Aktien führen.

Einsatz von Volatilitäts-Futures

Abschließend soll hier noch der Verkauf von Volatilitäts-Futures dargestellt werden. Diese Vorgehensweise vereinnahmt nicht die VRP, sondern die ähnlich gelagerte Term Structure-Risikoprämie. Der Markt ist jedoch insbesondere in den USA so liquide und bedeutend, dass eine kurze Darstellung erfolgen soll. Typischerweise werden bei dieser Art der Portfolio-Konstruktion z. B. VIX-Futures mit einer Laufzeit von 1 bis 2 Monaten verkauft und nach einem gewissen Abschmelzen der Laufzeit wieder zurückgekauft und neue Positionen mit der ursprünglichen Laufzeit eröffnet. Werttreiber dabei ist, dass typischerweise längere Laufzeiten zu einem höheren Preis handeln (also eine ansteigende Terminkurve vorliegt). Vereinfacht gesagt, je länger die Laufzeit ist, desto größer ist die Unsicherheit bei der Prognose und umso höher die implizite Volatilität. Hier ist eine gewisse Analogie zum Zinsmarkt zu sehen. Im Normalfall handeln langfristige Zinsen auch hier deutlich höher als die kurzfristigen Zinsen. Mit Zunahme der Laufzeit steigt die Unsicherheit und entsprechend werden für lange Laufzeiten höhere Zinsen verlangt, um diese höhere Unsicherheit zu reflektieren. Gleiches gilt für den Volatilitätsmarkt. Lange Laufzeiten handeln in der Regel zu höheren impliziten Volatilitäten. Kommt es zu einem breiten und hochvolatilen Marktrückgang, steigen die impliziten Volatilitäten stark an. Dabei reagieren die kurzen Laufzeiten sehr viel stärker als die langen impliziten Volatilitäten und die Terminkurve wechselt aus einem ansteigenden in einen invertierten Verlauf. Short-Positionen in Volatilitäts-Futures erleiden in einem solchen Szenario Verluste, werden

dafür aber in normalen Phasen einer ansteigenden Kurve durch Rollgewinne entschädigt. Insofern ist das Verhalten einer solchen Strategie ähnlich zu der Performance von Short Variance Swaps, der Werttreiber bleibt jedoch ein anderer. Der Verlauf einer Strategie, die entweder den Implied Realised Spread oder die Term Structure-Risikoprämie vereinnahmt, sind zwar vom grundsätzlichen Verhalten ähnlich, dennoch gibt es wesentliche Unterschiede. Beide Ansätze sind somit gute Beispiele dafür, wie wichtig es ist, die genauen Werttreiber und die konkrete Portfolio-Konstruktion der Volatilitätsstrategie zu kennen. Nur dann ist eben eine Beurteilung des Wirkungsmechanismus und damit eine Vergleichbarkeit bzw. Beurteilung möglich.

Das Basisportfolio

Für alle Formen der Portfolio-Konstruktion gilt, dass die Umsetzung derivativ erfolgt. Insofern wird für alle Ansätze nur wenig Cash benötigt. Der größte Teil des in die Strategie investierten Kapitals wird deshalb in ein Anleiheportfolio investiert. In einem zweiten Schritt werden dann entsprechend dem Rendite-Risiko-Profil Derivate verkauft. Je höher die Risikotragfähigkeit, desto mehr Versicherungen (bzw. Derivatkontrakte) können abgeschlossen werden. Das Anleiheportfolio dient dabei stets als Sicherheit für die Derivategeschäfte an den entsprechenden Börsen bzw. gegenüber den jeweiligen Kontrahenten. Hier

zeigt sich eine weitere Schwierigkeit bei dem Vergleich verschiedener Volatilitätsstrategien, da die Basisportfolios sehr unterschiedliche Risiken enthalten können. Diese können bei entsprechenden Skalierungen die Wertentwicklung der Derivatestrukturen sogar überkompensieren, mindern aber im Rahmen einer breiten Asset Allocation die angestrebten Diversifikationseffekte. Bei der Konstruktion des Basisportfolios in Publikumsfonds von Lupus alpha wird höchster Wert auf Sicherheit gelegt. „Artfremde“ Risiken wie z. B. hohe Durations- oder umfangreiche Kreditrisiken werden vermieden, um die Diversifikationseffekte im Portfolio-Kontext nicht zu schmälern und nicht verschiedene Risikoquellen zu vermischen. Im Zuge von individuellen Umsetzungen können natürlich auch Overlay-Ansätze gewählt werden. Hier wird nur die Derivatestruktur zu einem bereits vorhandenen Rentenportfolio hinzugefügt. Auch individuelle, stärker risikobehaftete Anleiheportfolios sind auf Investorenwunsch möglich.

In der folgenden Abbildung ist die typische Portfolio-Konstruktion noch einmal zusammenfassend dargestellt. Ausgangspunkt ist ein im vorliegenden Beispiel sehr sicheres Basisportfolio. Darauf aufbauend wird ein Optionsportfolio verkauft und das resultierende Marktrisiko mit Futures regelmäßig auf null gesetzt. Im Ergebnis verbleibt als Werttreiber im Wesentlichen die Volatilitätsrisikoprämie.

4. Typische Portfolio-Konstruktion

VRP möglichst rein vereinnahmen



„Eine empirische Analyse der Beimischung einer Volatilitätsstrategie zu einem beispielhaften breit diversifizierten Portfolio belegt: Die risikoadjustierte Rendite konnte verbessert, der Maximum Drawdown verringert und die Erträge konnten verstetigt werden. Der Untersuchungszeitraum umfasst dabei sowohl die globale Finanzkrise 2008 als auch das erste Quartal 2020.“

Mark Ritter, CFA, CAIA, Portfolio Management Alternative Solutions



3. Wie lassen sich Volatilitätsstrategien einer breit diversifizierten Kapitalanlage beimischen?

Abschließend stellt sich die Frage, welchen Effekt Short-Volatilitätsstrategien im Kontext einer breiten Asset Allocation haben können. Ausgangspunkt für die Analyse stellt dabei beispielhaft die Struktur der Kapitalanlage der deutschen Lebensversicherer dar. Diese besteht zu rund 83 % aus festverzinslichen Titeln inklusive risikobehafteter Anleihen und über Fonds gehaltener Bonds. Rund 17 % der Anlagen entfallen auf (Risky-)Assets wie Aktien oder Immobilien (vgl. hierfür <https://www.gdv.de/de/zahlen-und-fakten/versicherungsbereiche/kapitalanlagen-24042>).

Empirische Analyse:

Effekt der Beimischung der VRP

Als Startzeitpunkt für die Analyse wurde der Jahresbeginn 2006 gewählt. Seit diesem Jahr verfügt Lupus alpha über hochqualitative Daten bezüglich einer systematischen Short-Volatilitätsstrategie. Zwar wurden bereits im Jahr 2003 erste derivativebasierte Ansätze bei Lupus alpha aufgelegt, der erste Publikumsfonds zur Vereinnahmung der VRP wird seit dem Jahr 2007 verwaltet. Zudem ermöglicht die Liquidität der betrachteten Derivatmärkte über den Zeitraum 2006 bis heute einen problemlosen Handel zu niedrigen Transaktionskosten.

Ganz wesentlich für die Analyse ist, dass neben der Phase der globalen Finanzkrise im Jahr 2008 auch das erste Quartal 2020 mit dem extrem schnellen Marktrückgang in den Daten enthalten ist und die Portfolioeffekte auch über diese Zeiträume betrachtet werden.

Die per Jahresende 2019 vorliegende Struktur der Kapitalanlage der deutschen Lebensversicherer wurde dazu in einem ersten Schritt über ETFs passiv nachgebildet. Dabei wurde die Zahl der Asset-Klassen vereinfachend auf sieben beschränkt. Verwendet wurden die Kategorien: Aktien Global, Aktien aus Schwellenländern, Euro-Staatsanleihen, globale Staatsanleihen aus entwickelten Ländern (ex Europa), Staatsanleihen aus Schwellenländern sowie Unternehmensanleihen aus Europa und Unternehmensanleihen aus den USA. Die Gewichtung erfolgte analog zu den aggregierten Kapitalanlagen der deutschen Lebensversicherer, wobei der Immobilienteil durch eine Erhöhung des Aktienanteils ersetzt wurde. Durch die Verwendung von ETFs sind in der gewählten Vorgehensweise alle relevanten Kosten für eine (passive) Umsetzung enthalten und neben den Korrelationseffekten ist insbesondere auch das Verhalten in Krisenphasen mit stark rückläufiger Liquidität korrekt dargestellt. Diese Vorgehensweise stellt natürlich eine Vereinfachung dar, dennoch gibt diese beispielhafte Allokation bereits einen guten Einblick in die historisch erzielte Performance sowie die Effekte einer Beimischung von Short-Volatilität. Das Rebalancing erfolgte dabei einmal jährlich auf über den kompletten Zeitraum konstante Zielgewichte.

In einem zweiten Schritt wurde dann ein Teil der Risky-Assets, insgesamt 5 % der gesamten Kapitalanlage, parallel reduziert und die Anlage um den Werttreiber Short-Volatilität ergänzt. Die Reduktion erfolgte dabei in den Aktienanlagen und den Anleihen

aus Schwellenländern, wobei die relativen Gewichte zwischen den einzelnen Anlageklassen stets konstant gehalten werden. Als Beispiel für die Beimischung der Short-Volatilitätsstrategie wurde eine auf dem Publikumsfonds des Lupus alpha Volatility Risk-Premium basierende Strategie gewählt, bei der systematisch Replikationsportfolios auf globale Aktienindizes verkauft werden, um hierdurch eine konstante Exponierung zur VRP zu erzielen. Dieser Live Track Record ab 2015 wurde mit einer Rückrechnung für einen systematischen Verkauf von Volatilität ergänzt. Das Basisportfolio besteht aus risikoarmen, geldmarktähnlichen Positionen. Werttreiber ist somit rein die Derivatestruktur und es folgt keine Vermischung mit weiteren Risikoprämien. Bei Bedarf ist durch die Umsetzung mittels Derivaten natürlich auch eine beliebige andere Skalierung des Rendite-Risiko-Profiles möglich.

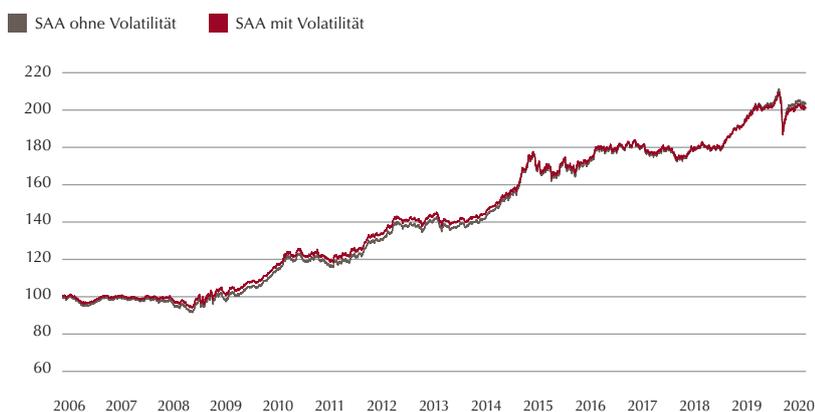
In der folgenden Abbildung sind die Ergebnisse im Zeitablauf dargestellt. Dabei ist der Verlauf in Summe ähnlich, im Detail führt die Ergänzung der bestehenden Risikoprämien um einen weiteren, anders gelagerten Werttreiber zu abweichenden Ergebnissen und einer weiteren Diversifikation der Kapitalanlage.

Ganz wesentlich getrieben wurde die historische Entwicklung durch die gute und unter wenig Schwankungen erzielte Performance des Anleiheanteils. Anleihen haben – in Verbindung mit der gerade in der Finanzkrise 2008 besonders negativen Korrelation zu den restlichen Kapitalanlagen und insbesondere zu Aktien – zu einer sehr stetigen Entwicklung geführt. Insgesamt lag die annualisierte Rendite mit +4,97 % deutlich über der Verzinsung einer risikofreien Anlage (Euro-Geldmarkt) von +0,77 % p. a.. Die Diversifikation minderte dabei die Ausschläge der einzelnen Anlageklassen und das Portfolio weist historisch eine Volatilität von 5,29 % auf, was zu einer Sharpe Ratio von 0,79 führt.

In einem nächsten Schritt wird nun ein Teil der im aktuellen Niedrigzinsumfeld so wichtigen risikobehafteten Anlagen durch Short-Volatilität ersetzt. Hierdurch ergeben sich mehrere Effekte. So sinkt zunächst die historisch erzielte Rendite leicht auf +4,86 % p. a.. Die gewählte Skalierung der Short-Volatilitätsstrategie entspricht der Skalierung des Publikumsfonds und wies über den Gesamtzeitraum ein geringeres Risiko als Aktien auf. Bei Bedarf kann sie natürlich auch auf das gewünschte Rendite-Risiko-Profil skaliert und

5. Geringere Risiken bei gleicher Performance

Möglicher Effekt der Beimischung einer Short-Volastrategie zur Strategischen Asset Allocation (SAA)



Performance- und Risikokennzahlen

	SAA ohne Volatilität	SAA mit Volatilität
Rendite p.a.	4,97 %	4,86 %
Volatilität p.a.	5,29 %	4,91 %
Sharpe Ratio	0,79	0,83
Max. Drawdown	-11,04 %	-10,89 %
Sortino Ratio	0,08	0,09
Risikoloser Zins (EONIA)	0,77 %	

hierdurch die Portfolio-Gesamtrendite erhöht werden. Insgesamt wurde das Gesamtportfolio stärker diversifiziert. Hierdurch wurde die Rendite verstetigt und über den Zeitraum seit 2006 sank das Risiko überproportional (gemessen z. B. anhand der Portfolio-Volatilität).

Auch Kennzahlen wie die Downside-Volatilität oder der maximale zwischenzeitliche Rückschlag (Maximum Drawdown) sanken deutlich. Insgesamt verbesserte sich die risikoadjustierte Rendite und die Beimischung von Short-Volatilität führt zu einer höheren Sharpe Ratio von 0,83 über den Gesamtzeitraum.

Auch bei anderen Vorgehensweisen wie beispielsweise der Optimierung auf das Portfolio nach dem minimalen Risiko (Minimum Variance-Portfolio) oder der Optimierung auf das Portfolio mit der maximalen risikoadjustierten Rendite (z. B. maximale Sharpe Ratio) führt die Beimischung einer weiteren ökonomisch begründeten Risikoprämie zu einem Mehr an Diversifikation und besseren risikoadjustierten Ergebnissen.

Eine größere Anzahl von einzelnen Werttreibern trägt zu einer breiteren Diversifikation des Portfolios bei. Trotz hoher Korrelation in Phasen von akutem Marktstress entwickeln sich die einzelnen Bausteine über den Gesamtzeitraum gerade nicht einheitlich, sondern die Rendite wird verstetigt. Dies gilt insbesondere vor dem Hintergrund des aktuellen Niedrigzinsumfeldes. Sollten die aktuellen Erwartungen eintreten, ist mit einer sehr langen Phase niedriger bzw. sogar negativer Zinsen zu rechnen und eine Erreichung der langfristigen Ertragsziele mit den traditionellen Portfolio-Bestandteilen erscheint zumindest deutlich unwahrscheinlicher als in den letzten Jahren. Die Beimischung des alternativen Werttreibers Volatilität war also selbst über den durch rückläufige Zinsen und stetig steigende Bond-Kurse geprägten Zeitraum seit der Finanzkrise 2008 eine interessante Ergänzung für eine breite Kapitalanlage.

„Fazit: Volatilitätsstrategien können eingesetzt werden, um eine nachhaltige Risikoprämie für Volatilität in Reinform zu vereinnahmen. Wenn Strategien auf dieses Ziel ausgerichtet sind, lässt sich mit ihnen Volatilität als eigenständige Anlageklasse ins Portfolio einbringen – die risikoadjustierte Rendite des Portfolios kann damit durch gezielt skalierte Lösungen verbessert werden.“

Marvin Labod, Portfolio Management Alternative Solutions



4. Fazit

Volatilitätsstrategien vereinnahmen eine nachhaltige Risikoprämie. Diese ist bereits sehr lange am Markt beobachtbar und mit liquiden Instrumenten handelbar. Da kein traditionelles, sondern ein alternatives Beta vereinnahmt wird, kann die VRP neben den langfristig attraktiven Performancebeiträgen auch einen entsprechenden Beitrag zur Diversifikation einer breiten Asset Allocation liefern.

Wichtig ist jedoch, die Eigenschaften der eingesetzten Strategie genau zu kennen. Durch die regelmäßige Prämienvereinnahmung kann eine gewisse Stabilisierung im Portfolio und somit eine Verstärkung der Gesamterträge erzielt werden. Dies gilt insbesondere dann, wenn die erwarteten Renditen von Zinstiteln zunehmend niedriger bzw. sogar negativ werden und als Ertragsquelle weitestgehend ausfallen. Wesentlich für die diversifizierende Eigenschaft ist der Einkommenscharakter. Es sind gerade keine Kurssteigerungen im Basiswert nötig und es können vor allem in seitwärts verlaufenden Märkten entsprechende Erträge erzielt werden. An dieser Stelle sei jedoch auch erwähnt, dass es sich bei Short-Volatilitätsstrategien um echte Risikoprämienstrategien handelt. Das bedeutet, dass in einem breiten Marktrückgang, wenn typischerweise in allen Anlageklassen bzw. Risikoprämien Verluste zu verzeichnen sind, dies auch für Volatilitätsstrategien gilt.

Hervorzuheben ist – bei der Umsetzung mit einem Replikationsportfolio – zudem der klare Wirkungsmechanismus. Einem verkauften Niveau der impliziten

Volatilität steht eine am Laufzeitende abgerechnete realisierte Schwankung gegenüber. Basis dafür ist, dass das resultierende Marktrisiko abgesichert wird. Nur dann ist der Implied Realised Spread als Werttreiber entscheidend. Wird auf die Absicherung verzichtet, kann der zufällige Marktverlauf die Ergebnisse der eigentlichen Volatilitätsstrategie überlagern. Zusätzlich ist entscheidend, dass die volle Versicherung verkauft werden muss, um auch die volle Risikoprämie zu vereinnahmen. Ein Teilrisiko wird nur mit einem Teil der Prämie vergütet. Risikoadjustiert führt dies zu deutlich schlechteren Ergebnissen.

Daneben ist die Analyse des Basisportfolios von großer Wichtigkeit. Hier können unterschiedliche Werttreiber mit entsprechenden Risiken zu abweichenden Ergebnissen führen. Im Zuge einer individuellen Umsetzung kann die Volatilitätsstrategie aber auch zu einem passgenau konstruierten Basisportfolio hinzugenommen werden.

Aktuell reflektiert der Volatilitätsmarkt die höhere Unsicherheit bzw. realisierte Volatilität am Markt. Phasen nach Krisen (wie z. B. der Corona- oder der Finanzkrise) sind typischerweise ein attraktives Umfeld für den Verkauf von Volatilität. Einer hohen Nachfrage nach Absicherung stehen in der Regel weniger systematische Verkäufer gegenüber und dieses Ungleichgewicht bei Angebot und Nachfrage führt zu tendenziell hohen Risikoprämien.

Weitere Informationen zu Volatilitätsstrategien und ihrer Rolle in Portfolios?

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
saskia.bernhardt@lupusalpha.de



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



Rachel-Bel Bongi
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

