

# Böses Erwachen

**Volatilitätsstrategien:** Im ersten Quartal 2020 wurden bei den meisten Short-Vola-Strategien hässliche Tail-Risiken sichtbar, was auch Verunsicherung über die grundsätzliche Eignung der Strategie auslöste.

Bereits Ende Februar wurde die Investment Community unweigerlich an Warren Buffetts berühmten Sager erinnert: Bei Ebbe zeigt sich, wer ohne Badehose schwimmen geht.“ Angewendet auf die Strategien des Shortens von Volatilität, welche die – außer in Krisenzeiten – positive Differenz zwischen impliziter Volatilität und realisierter Volatilität zur Ertragsgenerierung nutzt, ist ein Volatilitäts-Spike, wie man ihn um den 16. März erlebte, sozusagen der Supergau, als die implizite Volatilität auf über 80 Prozent in die Höhe schoss und damit sogar die November-Stände von 2008 übertraf. Wer da als Asset Manager keine Art von Fat-Tail-Versicherung hatte, dessen Kunden wurden arg gebeutelt.

## Der Tragödie erster Teil

Das Extrahieren der Aktienvolatilitätsrisikoprämie (VRP) kann durch Short Straddles mit Delta-Hedging oder Short Puts geschehen. Die reine VRP erhält man via Varianz-Swaps – oder wie Lupus alpha durch die Nachbildung von Varianz-Swaps mithilfe von Optionen. Grundsätzlich gilt in diesem Minenfeld: Wer Ähnliches macht, erreicht am Ende nicht zwangsläufig das gleiche Ergebnis. Die Pfadabhängigkeit kann einem einen Strich durch die Rechnung machen und lässt verschiedene Ansätze in Krisenzeiten – und auch danach – unterschiedlich performen. Der Ansatz von Lupus alpha, Varianz-Swaps mithilfe von Optionen nachzubilden, war Ende Februar noch Trumpf, und Alexander Raviol, Partner und Leiter des Bereichs Alternative

Solutions bei Lupus alpha, hatte Grund zur Freude, hielt sich doch sein Ansatz im Vergleich zum Wettbewerb im Zeitfenster von 21. Februar bis 2. März sehr gut (siehe Chart „Der Anfang der Krise“). In besagtem Zeitfenster teilweise zweistelliger Aktienmarktrückgänge verlor Lupus alpha



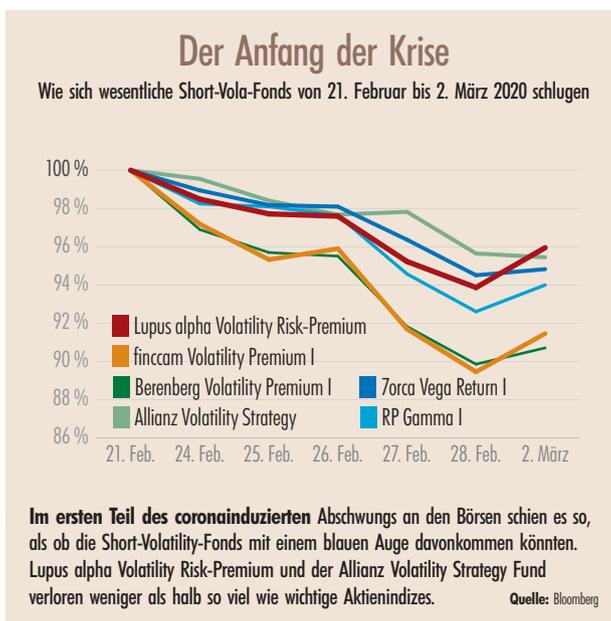
» Wir bauen Varianz-Swaps mit gelisteten Optionen nach, zentrales Element ist dabei flexibles Delta-Hedging. «

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

lediglich 4,05 Prozent im Lupus alpha Volatility Risk-Premium Fonds. Ihm am nächsten kam der Allianz Volatility Strategy Fund (-4,55 %), gefolgt vom 7orca Vega Return Fund (-5,17 %). 5,98 Prozent gab der nicht im Chart enthaltene – und heute bereits stillgelegte – RP Gamma I ab. Deut-

## Pfadabhängigkeit

Hält man hier kurz inne und betrachtet die beiden Anbieter, die das Thema Volatilitätsrisikoprämie am Aktienmarkt in seiner reinsten Form bespielen, nämlich über OTC-Varianz-Swaps (finccam) respektive nachgebildet über börsengehandelte Optionen (Lupus alpha), so ist der Performanceunterschied mit 4,49 Prozent in diesen wenigen Tagen erstaunlicherweise relativ hoch, wo doch beide Anbieter fast dasselbe tun und sich nur in der technischen Umsetzung voneinander unterscheiden. Alexander Raviol führt aus: „Wir bilden Varianz-Swaps aus börsengehandelten Optionen nach, deren Pay-off bis auf kleine Abweichungen jenem eines Varianz-Swaps entspricht. Ein ganz zentrales Element ist dabei das flexible Delta-Hedging, das wir nicht strikt auf Basis von Tagesschlusskursen durchführen, sondern –



2016

2017

2018

2019

2020



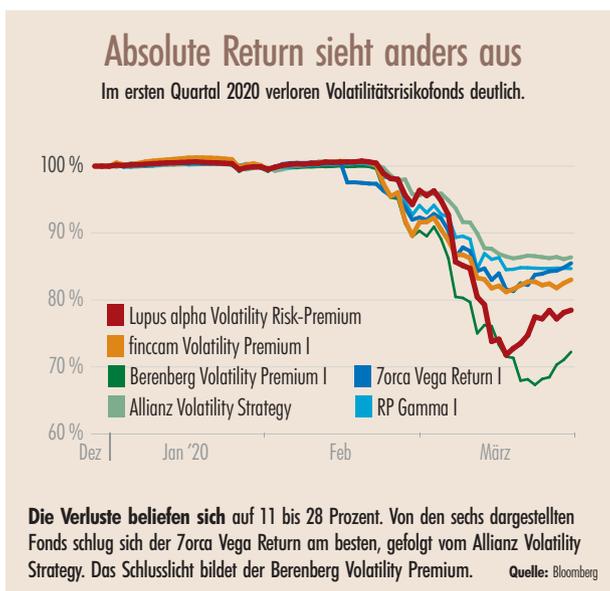
**Der 16. März war für Manager, deren Handelssysteme Volatilität verkaufen, historisch.** Mit einem Anstieg des CBOE VIX Index auf Werte über 80 wurden die Maximalwerte aus der Finanzkrise 2008 angetestet. Einzelne Ansätze haben sich dennoch vergleichsweise gut gehalten.

wenn der Markt stark schwankt – auch mehrmals während des Tages. Bei Tagesbewegungen von vier Prozent am Aktienmarkt macht es einen Unterschied, wenn man hier zum Beispiel nach einem Kursrückgang von 2,5 Prozent das Delta auf null stellt. Dann hat man weniger Verlust gemacht als jemand, der einen Varianz-Swap aufgesetzt hat, wo das implizite Delta erst am Tagesschluss gehedgt wird.“ Ein wenig Fortune war hier bei den Delta-Hedges schon gegeben, denn wäre der Markt nicht weiter gefallen, sondern hätte es intraday ein Reversal gegeben, wären die Kosten der flexiblen Delta-Hedging-Strategie höher ausgefallen – die Pfadabhängigkeit lässt grüßen.

Ein viel größeres Problem mit der Pfadabhängigkeit haben jene

Ansätze, die das Delta nicht oder nicht konsequent hedgen. Wenn der Markt rasch verliert wie Ende Februar – und dann noch

stärker bis 23. März –, wirkt ein Delta der Position verlustverstärkend. Auch bei Ansätzen wie jenem von 7orca, die auf verkauften Straddles beruhen und das Delta innerhalb einer gewissen Bandbreite schwanken lassen, bevor Hedging-Maßnahmen gesetzt werden, gibt es eine Pfadabhängigkeit.



## Der Tragödie zweiter Teil

Mit den Kursrückgängen bis 2. März war es allerdings nicht getan, in den folgenden drei Wochen ging es weiter bergab, und die meisten Aktienvolatilitätsrisikoprämienfonds litten beträchtlich. Wie der Vergleichschart „Absolute Return sieht anders aus“ zu den Volatilitätsrisikoprämienstrategien über das erste Quartal 2020

belegt, gab das ausgewählte Universum zwischen elf und 28 Prozent nach. Am besten hielt sich der 7orca Vega Return, der minus 11,74 Prozent erreichte, aber nicht nur Aktien-VRPs, sondern auch solche bei Renten und Währungen erntete, dicht gefolgt vom Allianz Volatility Strategy Fund (-13,62 %). Dritter wurde der mittlerweile am 20. März 2020 stillgelegte RP Gamma (-15,83 %), der jetzt nur noch in Geldmarkt respektive kurze Anleihen investiert ist. Ihm auf den Fersen ist der finccam Volatility Premium (-16,88 %), gefolgt vom Lupus alpha Volatility Risk Premium (-21,52 %). Deutlich schlechter schnitt der Berenberg Volatility Premium (-27,59 %) ab. Es geht aber noch schlechter: Der Allianz Structured Alpha Volatility, der nur 14-tägige Liquidität anbietet, hat im ersten Quartal zirka 51 Prozent eingebüßt. Zum Vergleich: Der DAX büßte im ersten Quartal 2020 25,01 Prozent ein, der MSCI World in Euro 19,61 Prozent.

### Lichtblick ohne Delta-Hedge

Quasi in einer eigenen Liga spielt der LRI OptoFlex Fonds von Feri, der dem Absolute-Return-Charakter als Einziger in dieser schwierigen Marktphase gerecht wurde und das erste Quartal 2020 in der institutionellen Tranche (ISIN: LU0834815101) mit einem leichten Minus von 1,39 Prozent überstand. Dem Manager-Trio Daniel Lucke, Steffen Christmann und Florian Astheimer gelang ein Husarenritt. Grundsätzlich verfolgt das Trio eine Bull-Put-Spread-Strategie auf den S&P 500, die Teile der Prämie aus diesen Geschäften in den Kauf von VIX Calls investiert. Damit soll bei einem deutlichen Anstieg der Volatilität am US-Aktienmarkt – nichts anderes geschah im März 2020 – eine Ertragsmöglichkeit realisiert werden. Geht ein Volatilitätsanstieg nur langsam vonstatten, dann können die VIX Calls ihre Stärke nicht entsprechend kräftig entfalten – wie im März 2020. Insofern hatte das Managerduo also Glück, dass durch die in diesem Ausmaß noch nie beobachtete rasante Talfahrt des US-Aktienmarktes die Call-Posi-

tionen in der zweiten Märzhälfte hohe Ergebnisbeiträge lieferten. Der Drawdown betrug 10,07 Prozent und war am 27. Februar 2020 bereits abgeschlossen, während die Konkurrenz weiter südwärts strebte. Daniel Lucke zur Chronologie der Ereignisse: „Im ersten Abrutschen des Aktienmarktes vom 19. bis 27. Februar haben unsere Absicherungen nicht stark gegriffen. Für ein solches Marktumfeld sind die Absicherungen auch



**Daniel Lucke** (Bild links) managt gemeinsam mit **Steffen Christmann** (Mitte) und **Florian Astheimer** den 1,65 Milliarden Euro schweren LRI OptoFlex Fonds, der das überaus herausfordernde erste Quartal 2020 mit Bravour und auch ein wenig Fortune am besten bewältigte.

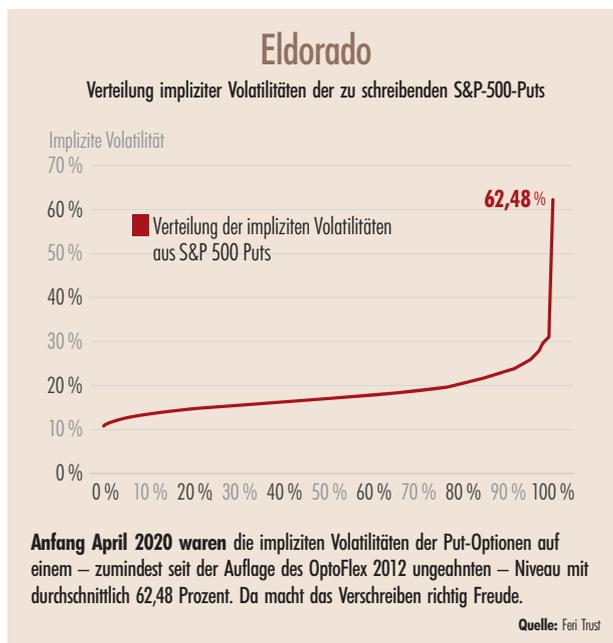
nicht nötig, daraus erholt sich der Fonds meist von allein schnell wieder. Die eingesetzten Absicherungen haben ab dem 27. 2. teilweise zu einer Überkompensation der Verluste geführt, wovon die Strategie deutlich profitieren konnte. So konnte der OptoFlex ab dem 27. 2. bis Quartalsende 8,8 Prozent zulegen, während der S&P 500 13,2 Prozent verloren hat.“

Die Gewinne durch die Absicherungen sind großteils realisiert und können auch bei einem Rückgang des VIX nicht wieder abgegeben werden, versichert Steffen Christmann: „Aktuell haben die Fonds ein deutlich reduziertes Exposure aufgrund

regelbasierter Gewinnmitnahmen. Derzeit eröffnen wir wieder neue Positionen getreu unserem Ansatz.“ Die neu geschriebenen Puts hatten Anfang April eine um ein Vielfaches höhere Prämie als im historischen Durchschnitt und wurden prognosefrei mit einem größeren Puffer geschrieben. Hedges sind weiterhin im Portfolio enthalten, und das System wird unverändert umgesetzt. Die hohen impliziten Volatilitäten sind ganz

nach dem Geschmack der Put-Schreiber. Der Graph „Eldorado“ zeigt die Verteilung der impliziten Volatilitäten der von Lucke, Christmann und Astheimer zu schreibenden S&P-500-Puts. „Etwa bei 20 Prozent impliziter Volatilität liegt die vereinnahmte Prämie bereits im oberen Viertel seit Fondsaufgabe 2012“, sagt Florian Astheimer. Anfang April war die implizite Volatilität der Put-Optionen mit durchschnittlich 62,48 Prozent auf einem All-Time-High seit Fondsaufgabe. Die OptoFlex-Manager werden für die neuen Positionen nicht nur sehr gut entlohnt, sondern können sich dadurch auch für die Zukunft einen Renditepuffer schaffen.

Der Chart „Langfristperformance des OptoFlex“ illustriert indirekt die Pfadabhängigkeit des Ansatzes mit der Tail-Versicherung. Gibt es einen plötzlichen Crash wie in den vier Wochen bis zum 23. März, wo die VIX-Call-options-Versicherung voll greift, kommt es zu einer annähernd V-förmigen Erholung in relativ kurzer Zeit. Findet hingegen eine Art Salami-Crash wie im Schlussquartal 2018 statt, wo die VIX-Calls ihre Kraft nicht entfalten können, dann dauert es trotz der im Anschluss an die Abwärtsbewegung höheren Volatilitäten der Put-Optionen länger, bis die Scharte ausgewetzt ist. Die Pfadabhängigkeit ist also auch hier



gegeben. Über den Zeitraum von 12. Dezember 2012 bis 22. April 2020 konnte der Fonds in der institutionellen Tranche 3,74 Prozent per annum verdienen. Der Fonds habe damit bewiesen, dass sein Konzept auch im Niedrigvolatilitätsumfeld funktioniert, sagen Lucke und Christmann. Nachdem der Fonds schon ziemlich schwer geworden ist, kann sich das Duo vorstellen, ab einer bestimmten Fondsgröße nur noch vereinzelt Neuinvestments zu gestatten. Steffen Christmann geht ins Detail: „Das Closing des OptoFlex hängt in erster Linie von der Liquidität des VIX-Marktes ab. Daher werden wir in der nächsten Zeit etwas konkreter werden. Wir haben schon immer eine Kapazitätsgrenze kommuniziert, die wir bei zwei Milliarden Euro im OptoFlex Fonds erwarten. Wie ein solches Closing genau ausgestaltet wird, können wir nicht sagen, aber ab einem bestimmten Punkt können wir keine signifikanten Inflows mehr annehmen. Dies dient ganz klar dem Schutz der bestehenden Investoren.“

Wer sich die Expertise einkaufen möchte, sollte sich also nicht allzu lang Zeit lassen.

### Wie geht es weiter?

Das wollten wir von Alexander Raviol wissen. Auch er verfügt über keine Kristallkugel, jedoch: „Was man aber generell sagen kann, ist, dass im Fall einer V-förmigen Erholung Ansätze mit ungehedgtem Delta – zum Beispiel Short-Puts – am besten im Aufholprozess abschneiden, während Ansätze wie unserer von Lupus alpha nur einen Teil aufholen werden.“

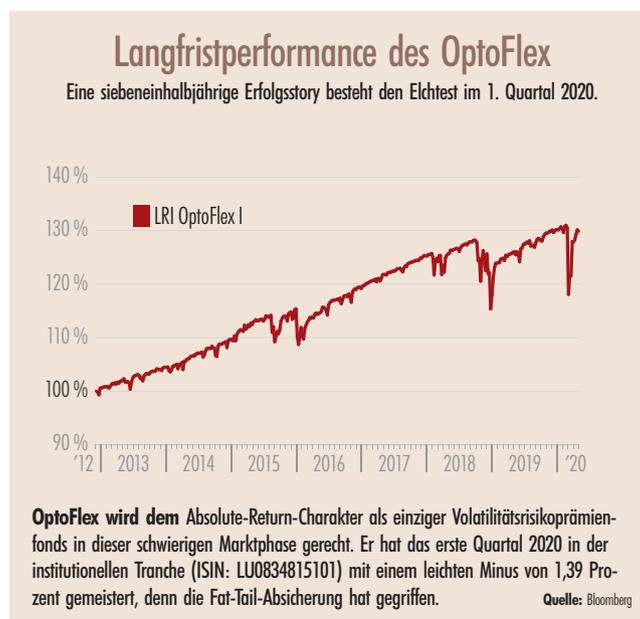
Allerdings profitieren wir nach dem Abverkauf und der scharfen Erholung von der höheren impliziten Volatilität beim Aufsetzen neuer Positionen.“

Und was kann man bei Seitwärtsmärkten erwarten? Raviol dazu: „Short-Put-Strategien ohne Delta-Hedge holen in diesem Szenario nicht auf, während dies unser Ansatz sehr wohl tut.“ Geht der Markt nach unten, werden Ansätze ohne Delta-Hedges leichter verlieren, als es etwa Lupus alpha in dieser Gemengelage tut. Demnach sieht sich Raviol, von der Richtung des Marktes unabhängig, gut aufgestellt. Bei Feri wiederum hofft man, dass es, wenn es denn noch einmal nach unten gehen muss, wiederum ähnlich schnell geschieht wie im ersten Quartal, damit die VIX-Call-Komponente ihre Stärke ausspielen kann. Die Pfadabhängigkeit ist also ein ständiger Begleiter aller Wettbewerber, die auf die eine oder andere Art die Aktienvolatilitätsrisikoprämie isolieren möchten.

### Fortgesetztes Fondssterben

Das Feld scheint sich jedenfalls ausdünnen. So hat – neben dem Aus für den RP Gamma – Berenberg am 17. April 2020 im Bundesanzeiger die Schließungsanzeige für den Berenberg Volatility Premium Publikumsfonds veröffentlicht. Damit kann der Fonds in den nächsten sechs Monaten geschlossen werden. Berenberg hält das Wachstumspotenzial im Segment der Short-Volatilitätsstrategien für wenig aussichtsreich und hat sich daher strategisch dazu entschlossen, das systematische Management der Assetklasse Short Volatility aus der Produktpalette von Berenberg herauszulösen und zukünftig nicht mehr anzubieten. Man hat eine Short-Straddle-Strategie mit Delta-Hedge auf die Assetklassen Aktien, Zinsen und Credit umgesetzt und zur Absicherung Long Puts auf Aktienindizes und Anleihenfutures verwendet. Letztere sind als Tail Risk Hedge gedacht. Die relativ schlechte Performance im ersten Quartal erklärt man so: „Durch die deutlichen Bewegungen an Aktien- und Credit-Märkten konnten sich die Diversifikationsvorteile nicht zufriedenstellend materialisieren. Zudem ist die Strategie offensiver ausgestaltet als die meisten Konkurrenzstrategien. Bereinigt man die Performance um den Hebel, gemessen an der realisierten Volatilität der Fonds im Jahr 2019 und im Januar 2020 vor dem Crash, ergibt sich ein differenzierteres Bild, wodurch der Fonds eine Performance im Mittelfeld aufweist.“ Das war aber für das Überleben wohl nicht gut genug.

DR. KURT BECKER



**INSTITUTIONAL-  
money.com**

Stets bestens informiert  
in der Welt institutioneller Anleger

**www.institutional-money.com**

