

Short-Volatility-Strategien machen nach wie vor Sinn!

Warum Asset Manager nach wie vor davon überzeugt sind, dass diese Strategie ihren Platz im Produktangebot für institutionelle Investoren hat.

Was die Gedanken von Herrn van Randenborgh anbelangt, so ist 7orca weiterhin von der Short-Vola-Prämie überzeugt. CEO Tindaro Siragusano führt aus: „Auch wenn die aktuelle Performance in unserem Flaggschiffonds 7orca Vega Return I year-to-date mit -9,82 Prozent per 27. April 2020 offensichtlich nicht zufriedenstellend ist, liegt sie in Anbetracht der Marktsituation innerhalb der Erwartungen. Der diesjährige Maximum Drawdown liegt zwischen dem von 2008 und 2011.“ Alexander Raviol, CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha, kann auch keine Abflachung der Volatilitätsrisikoprämie beobachten: „Die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität ist über Jahrzehnte stabil. Auch in den letzten Jahren lag sie im Bereich des langfristigen Durchschnitts. Eine Abflachung in den letzten zehn Jahren ist allenfalls zu beobachten, weil die Prämie im Nachgang zur Finanzkrise 2008 überdurchschnittlich hoch war.“ Die Grafik „Implizite minus realisierte Volatilität“ zeigt diesen Zusammenhang.

Die implizite Volatilität ist in den letzten Jahren eher gestiegen – bezogen auf den S&P 500, also den Markt, in dem Daniel Lucke, Steffen Christmann und Florian Astheimer, die Manager des Optoflex, aktiv sind. Per se erhalte man also durch den Verkauf volatilitäts-sensitiver Instrumente eine höhere Prämie als noch zuvor. Die Volatilitätsrisikoprämie sei damit keineswegs weniger attraktiv als noch vor einigen Jahren, so das Trio.

Risikomanagement

Die wesentlichen Unterschiede der verschiedenen Short-Vola-Konzepte bestehen insbesondere in der Ausgestaltung des Risikomanagements, und das macht sich vor allem in Krisenzeiten bemerkbar, wenn die Performancedispersion besonders stark ausgeprägt ist. Investoren sollten diese Unterschiede bei Effizienz und Kosten nachvollziehen und verstehen. „Unserer Auffassung nach ist

ein tägliches oder gar untertägliches Delta-Hedging nicht zielführend. Diese Position haben wir bereits früher deutlich gemacht. Die Short-Volatility-Strategien von 7orca kompensieren durch die Volatilitätsrisikoprämie auch für die Übernahme von Tail-Risiken. Diese Vorgehensweise folgt dem Versicherungsbeispiel. Der Versuch, dieses Risiko zu beseitigen, resultiert unweigerlich in einer Eliminierung dieser Prämie“, so Tindaro Siragusano. Grundsätzlich verfolgt 7orca eine „Sell and Hold“-Strategie und setzt im Risikomanagement sein proprietäres Delta-Hedging sehr situativ ein. Im März 2020 hat das Risikomanagement einen wertvollen Beitrag geleistet und die Verluste deutlich begrenzt.

Lupus alpha hält für Short-Vola-Strategien die Art des Delta-Hedges für wichtig, allerdings nicht in der von RP Crest beschriebenen Weise: „Entscheidend ist, größere Delta-Risiken zu vermeiden. Ein kontinuierliches Hedging ist dagegen nicht notwendig“, sagt Raviol. Der Grund: Kleinere Delta-Risiken seien im Vergleich zum Gesamtrisiko der Optionsposition nur von untergeordneter Bedeutung. Lupus alpha hat sich daher für den Ansatz entschieden, erst ab einer definierten Delta-Schwelle zu hed-

gen. Dies kann dann bei größeren Tagesbewegungen auch mehrmals täglich erfolgen. Umgekehrt kann es vorkommen, dass bei sehr geringen Marktbewegungen nicht jeden Tag gehedgt wird. Zu Ende gedacht bedeutet der von van Randenborgh beschriebene Vorteil hochfrequenter Hedges im Vergleich zu weniger häufigem Hedges, dass auch durch reinen Futures-Handel – ohne eine einzige Option – bereits ein deutlicher Gewinn zu erzielen wäre. „Derartige Intraday-Futures-Strategien haben wir im Rahmen unserer Analyse des optimalen Delta-Hedges bereits analysiert. Den postulierten Vorteil des hochfrequenten Handels können wir nicht bestätigen“, so Raviol.

Gretchenfrage Delta-Hedging

Die Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie kann auf verschiedene Art und Weise geschehen. Dies funktioniert unterschiedlich gut und wird in Peergroup-Vergleichen, die das gesamte UCITS-Short-Vola-Fondsuniversum umfasst, ersichtlich. Dass eine stetige, attraktive Vereinnahmung der Vola-Prämie ohne klassischen Delta-Hedge möglich ist, hat OptoFlex bewiesen. „Delta-gehedgte Strategien hatten schon immer die Herausforderung, ihre Hedges anpassen zu müssen. Dass dies in volatilen Zeiten besonders aufwendig und teuer ist, liegt auf der Hand“, sagt Daniel Lucke von Feri. Der Hochfrequenzhandel habe dies sicherlich verstärkt, das sei aber auch schon seit einigen Jahren so und nicht erst neuerdings.

Hochfrequenzhandel

Hier tun sich auch die befragten Asset Manager sehr schwer, die Argumentation von Herrn van Randenborgh nachzuvollziehen. Für 7orca spielt der Hochfrequenzhandel grundsätzlich keine Rolle. „Ich halte das für den falschen Weg in der Asset-Management-Industrie“, sagt Siragusano. Nichtsdestotrotz investiert man erhebliche Ressourcen in die Reduktion von Transaktionskosten.

Implizite minus realisierte Volatilität

Ein Trend zu einer systematischen Verschlechterung der Vola-Differenz ist nicht erkennbar.



Auch in den letzten Jahren lag die Volatilitätsrisikoprämie im Bereich des langfristigen Durchschnitts. Eine Abflachung in den letzten zehn Jahren ist allenfalls zu beobachten, weil die Prämie im Nachgang zur Finanzkrise 2008 überdurchschnittlich hoch war. Doch das könnte nun wieder so kommen.

Quelle: Lupus alpha

Die erwähnten hohen Investitionen in der Größenordnung von 50 Millionen Euro sind aus Sicht von Lupus alpha für den Aufbau eines Market Makings in Optionen durchaus nachvollziehbar. Für die Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie ist ein Market Making jedoch überhaupt nicht notwendig, weiß Raviol: „Als Asset Manager handeln wir lediglich etwa zweimal wöchentlich ein Optionsportfolio, das dann statisch bis zur Fälligkeit – zirka drei Wochen – gehalten wird. Ein effizienter Options- und Futures-Handel ist mit einem gut aufgestellten Handelsdesk, wie wir ihn haben – er umfasst derzeit fünf Händler für die Gesamtfirma, unterstützt von zwei Quants für die Volatilitätsstrategien – problemlos umzusetzen.“

Flurbereinigung

Der pandemiebedingte steile Absturz der Aktienmärkte in noch nie da gewesenen Tempo, verbunden mit abrupten Volatilitätsanstiegen in ungeahnte Höhen, sondert die Spreu vom Weizen. „Die aktuelle Marktberreinigung infolge der Coronakrise sehen wir als positiv. Von den Fondsschließungen sind im Grunde die Fonds betroffen, die bereits über einen längeren Zeitraum eine unterdurchschnittliche Performance erzielt haben“, analysiert Siragusano. Die Situation zeige einmal mehr, dass Short-Volatility-Strategien keine Total-Return-Konzepte und somit auch kein Garant für unkorrelierte Erträge seien. Sie könnten aber ein guter Renditediversifikator sein. Die Ereignisse des März 2020 haben deutliche Unterschiede bei den Short-Volatility-Konzepten erkennbar gemacht.

Die gestiegene Volatilitätsersparung

führt zu höheren Prämieinnahmen. Seit Ende März liegt die Volatilitätsrisikoprämie im EuroStoxx 50 und im S&P 500 wieder im zweistelligen positiven Bereich. Auf diesem Niveau haben Short-Vola-Strategien ein großes Erholungspotenzial und können wieder deutlich positive Performancebeiträge liefern. Alexander Raviol dazu: „Aus unserer Sicht ist es nun eher wahrscheinlich, dass wir nach der Coronakrise wieder vor einer Zeit mit sehr attraktiver Prämienhöhe stehen, wie dies beispielsweise auch im Nachgang zur Finanzkrise 2008 der Fall war.“ Diese Prognose werde verstärkt, wenn Anbieter von Short-Vola-Strategien aus dem Markt ausscheiden, was derzeit vermehrt der Fall sei. Raviol: „Wenn im Zuge eines großen Schadensfalls einige Versicherer aus dem Markt ausscheiden, steigt danach der Marktanteil für die verbliebenen Anbieter und führt zu steigenden Prämieinnahmen bei konstanter Nachfrage – wobei die Nachfrage nach Absicherung typischerweise nach Krisenphasen eher ansteigt. Dies führt für die verbleibenden Anbieter von Short-Vola-Strategien zu überdurchschnittlichen Prämieinnahmen und Gewinnen – unabhängig davon, ob respektive wann der Aktienmarkt sich wieder erholt.“ Auf mittlere Sicht erwartet man bei Lupus alpha wieder überdurchschnittliche Prämieinnahmen, so wie es für Nachkrisenphasen typisch ist. So hat der Lupus alpha Volatility Risk-Premium seit dem Tiefpunkt am 18. 3. 2020 bereits wieder 13 Prozent Performance aufgeholt. Bemerkenswert: Der Fonds verzeichnete auch während der Coronakrise Nettozuflüsse. Dies wertet Alexander Raviol als Bestätigung des Anlagekonzepts und der Sichtweise sei-

ner institutionellen Investoren auf die Volatilitätsrisikoprämie. Tindaro Siragusano sieht das ähnlich: „Historisch folgte auf ausgeprägte Drawdowns meist eine steile Aufwärtsentwicklung. Die Volatilität wird voraussichtlich auf erhöhtem Niveau verbleiben und ein hochattraktives Umfeld für Short-Volatility-Strategien bieten. Wir sind überzeugt, dass eine fundiert selektierte Strategie, ausgestattet mit einem geeigneten Risikobudget, einen attraktiven Renditediversifikator in einem institutionellen Portfolio darstellt.“ Zuflüsse hat auch der OptoFlex von Feri in der jüngsten Zeit gesehen. Das verwundert nicht, liegt der Fonds year-to-date Ende April 2020 als Einziger des Vergleichsuniversums (siehe Tabelle) im Plus.

Transparenz

In einer Short-Volatility-Strategie kommt ihr essenzielle Bedeutung zu. Tindaro Siragusano dazu: „Durch fehlende geeignete Benchmarks, den Derivateinsatz und die hohe Dynamik der Portfolioparameter können die Konzepte schwer zu durchdringen sein. Dem Asset Manager obliegt es, ein Maximum an Transparenz und Nachvollziehbarkeit zu gewährleisten, sodass der Investor in die Lage versetzt wird, die Strategie und ihre Charakteristika zu erfassen sowie schlussendlich Vertrauen zu gewinnen.“ Vertrauen ist ja die Basis für das gemeinsame Durchlaufen einer schwierigen Phase für Short-Vola-Strategien wie im März 2020. Die Anbieter sind guten Mutes, das Richtige zu tun, und beantworten die Sinnfrage mit einem klaren „Ja“.

DR. KURT BECKER 

Vergleichsuniversum

Die letzten 2 1/3 Jahre unter dem Röntgenshirm

	7orca Vega Return	Allianz Vola Strategy	Berenberg Volatility Premium	Lupus alpha Volatility Risk-Premium	Feri Optoflex	QCP-Funds RiskProtect	RP Gamma	Warburg Defensiv	fincam Volatility Premium	Assenagon Alpha Premium	Durchschnitt aller Fonds
2018	-0,64 %	-2,45 %	-0,48 %	-3,73 %	-5,25 %	-1,33 %	-12,11 %	-0,23 %	–	–	-2,04 %
2019	3,58 %	3,45 %	-4,06 %	4,61 %	10,69 %	4,16 %	3,10 %	1,74 %	–	–	3,40 %
Jan. 2020	-0,38 %	-0,62 %	-0,82 %	-0,33 %	-0,34 %	0,46 %	-0,75 %	-0,44 %	-1,00 %	-0,79 %	-0,72 %
Feb. 2020	-4,63 %	-3,68 %	-9,57 %	-4,30 %	-8,92 %	-4,03 %	-6,64 %	-5,01 %	-9,83 %	-4,14 %	-5,43 %
März 2020	-7,10 %	-9,30 %	-19,27 %	-11,37 %	8,64 %	-20,74 %	-9,16 %	-11,24 %	-7,36 %	-4,50 %	-10,10 %
April 2020	2,33 %	2,42 %	-0,08 %	3,15 %	1,96 %	1,22 %	–	3,23 %	2,37 %	1,33 %	2,29 %
YTD 2020	-9,68 %	-11,07 %	-27,65 %	-12,79 %	0,55 %	-22,66 %	-15,83 %	-13,35 %	-15,34 %	-7,97 %	-13,66 %

Im April ging es nach dem schrecklichen März wieder nach oben, und zwar in der Mehrzahl der Fälle relativ kräftig, wie nach solchen Schocks üblich ist.

Quelle: 7orca