

# „Wir verkaufen Volatilität“

**Alexander Raviol**, CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha, erläutert im Gespräch mit **Patrick Daum**, warum Volatilitätsstrategien sogar bei fallenden Aktienmärkten Erträge generieren, für institutionelle Investoren aber mitunter eine Hürde darstellen und warum er von Geigen mehr hält als von Anleihen.



---

**ALEXANDER RAVIOL**  
CIO ALTERNATIVE SOLUTIONS,  
LUPUS ALPHA

---

## IM PROFIL

**Das habe ich fürs Leben gelernt:** Optimismus ist eine Entscheidung.

**Mein größter beruflicher Erfolg:** Partner bei Lupus alpha zu sein.

**Drei Eigenschaften, die mich gut beschreiben:** zielstrebig, verantwortungsbewusst, analytisch

**Wenn ich könnte, würde ich ...** politische Versprechen durch verbindliche Verträge ersetzen

**Glück bedeutet ...** Herausforderungen zu meistern.

## **H**err Raviol, Sie sind CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha. Was genau ist Ihre Aufgabe?

Ich verantworte die Themen Volatilitäts- und Wertsicherungsstrategien sowie Risiko-Overlay. Wir sind inklusive meiner Person fünf Portfoliomanager und haben zwei Quant-Analysten im Team. Denn bei solchen Optionsstrategien dreht sich viel um Daten. Die Tools, die wir dafür benötigen, sind oft so individuell, dass man sie am Markt nicht kaufen kann. Deshalb bauen wir sie selbst. Meine Aufgabe ist, das große Ganze voranzubringen und auch die Vertriebskollegen bei Investorengesprächen zu begleiten. 2022 hat gezeigt, was Volatilitätsstrategien für institutionelle Portfolios leisten können. Dazu haben wir einige Veranstaltungen gemacht, sind Anfang dieses Jahres damit auch auf eine Roadshow gegangen, um mit Investoren über das Thema Volatilität zu sprechen.

## **Sie kamen 2006 zu Lupus alpha. Was haben Sie vorher gemacht?**

Studiert habe ich Physik und zusätzlich nebenbei mehrere Semester Volkswirtschaft. Danach bin ich in den Finanzbereich gegangen. Angefangen habe ich 1996 beim Schweizerischen Bankverein in Basel im Portfoliomanagement. Schon dort habe ich mich bereits um Wertsicherungsstrategien gekümmert. Die nächste Station war in Frankfurt bei der damaligen Dresdner Bank im Risiko-Controlling des Investmentbankings. **Ich kenne also sowohl das Risiko- als auch das Portfoliomanagement im Detail.** Eine sinnvolle Kombination, wie ich finde, da Portfoliomanagement zum großen Teil darin besteht, Risiken richtig einzuschätzen und auch einzugehen. Die letzte Station vor Lupus alpha war die HSH Nordbank.

## **Welche Strategien sind bei institutionellen Kunden derzeit besonders beliebt?**

Bei Volatilitäts- und Wertsicherungsstrategien sowie Risiko-Overlay führen wir aktuell viele Gespräche. Das heißt nicht automatisch, dass es bereits hohe Mittelflüsse gibt, viele regulierte Investoren sind zurückhaltend, nach wie vor risikoavers, und auch das Zinsniveau hat einiges verändert.

Nach dem Corona-Crash im Jahr 2020 waren Wertsicherung und Overlay gefragt, Volatilitätsstrategien dagegen rücken erst in jüngster Zeit bei den Investoren wieder in den Fokus. Denn man erkennt langsam, dass die dort veranschlagte Risikoprämie nachhaltig ist.

## **Wie funktionieren Volatilitätsstrategien genau?**

Es gibt verschiedene Vola-Strategien. Gemeinsam ist allen, dass sie auf Optionen basieren. **Ich brauche eine Option, um Volatilität handeln zu können.** Dabei ist die künftige, erwartete Volatilität ein preisbestimmendes Merkmal einer Option. Derjenige, der die Option kauft, ist Long-Volatilität und profitiert davon, wenn die Volatilität am Markt steigt. Beim Verkäufer ist es genau umgekehrt. Daher muss streng getrennt werden zwischen Strategien, die Long- und die Short-Volatilität sind. Es ist ähnlich wie bei Aktien. Jemand, der Short-Aktien ist, profitiert, wenn die Märkte fallen, bekommt aber langfristig ein Problem, weil die Aktienmärkte über längere Zeiträume steigen. Mit Long-Volatilität ist es genauso. Man profitiert zwar in Krisenphasen, hat aber auf lange Sicht ein Problem, weil die Hedge-Kosten über die Zeit höher sind als die zwischenzeitliche Hedge-Wirkung. Das bedeutet umgekehrt: Short-Volatilität ist wie Long-Aktien. Beiden geht es um die Vereinnahmung von Risikoprämien. Wenn ich also langfristig Erträge generieren will, dann muss ich Short-Volatilität sein.

## **Und das ist das, was Sie machen?**

Genau. Wir handeln dabei wie ein Versicherungsunternehmen und verkaufen Optionen. Damit verkaufen wir die vom Markt erwartete Volatilität. Derjenige, der die Option kauft, erwirbt eine Versicherung gegen steigende realisierte Volatilität. Dafür bekommen wir als Verkäufer eine Prämie. Die Analogie zu Versicherungen ist, dass die Prämien, die wir als Verkäufer einnehmen, spürbar höher sind als die durchschnittlichen Schadensfälle. Ähnlich wie bei einer Aktienanlage wird man für die Übernahme von Risiken entschädigt. Aber natürlich muss man das Risikomanagement im Griff haben. Im Umkehrschluss bedeutet das, bei Short-Volatilität

## CV

## ALEXANDER RAVIOL

ist Partner und CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha. Umfassende Kapitalmarkterfahrung sammelte der Diplom-Physiker unter anderem im Asset Management der Dresdner Bank in Frankfurt sowie als Portfoliomanager bei UBS und der HSH Nordbank AG. 2006 wechselte zu Lupus alpha, wo er als Leiter Quality & Risk Management unter anderem die Produktentwicklung alternativer Anlagestrategien verantwortet.

im Portfolio müssen wie bei Aktien zwar immer mal wieder Rücksetzer überstanden werden, aber es überwiegen die langfristigen Erträge.

**Kann man dann nicht direkt Aktien kaufen?**

Eine berechtigte Frage. Aber Vola-Strategien bieten zusätzliche Diversifikationseffekte. Die Erholungsphase nach einem Rückgang ist bei Vola-Strategien historisch immer sehr ähnlich gewesen. Es geht erst spürbar runter, danach aber sehr schnell und stetig wieder nach oben. Das war 2008 und 2020 der Fall. Bei Aktien weiß man nie, wie es nach einem Crash weitergeht, bei Vola-Strategien hingegen schon. Nach einem Rücksetzer steigen die Prämien, und dann verläuft die Erholungsphase typischerweise sehr schnell. Denn die Panik an den Märkten hält nicht lange an. Sie ist schnell und heftig, ebbt irgendwann ab, und dann steigt die Volatilitätsprämie wieder. Dieses unterschiedliche Drawdown-Verhalten ist ein wichtiger Diversifikationspunkt. Ein weiterer ist:

**Auch wenn wir Volatilität speziell auf Aktien verkaufen, um mit der Volatilitätsprämie attraktive Renditen zu verdienen, sind dafür keine steigenden Aktienmärkte notwendig.**

Bei Short-Vola-Strategien können die Märkte auch ohne Panik fallen, und trotzdem ist die Prämie da. Entscheidend ist die Differenz zwischen der vom Markt erwarteten Schwankung und der tatsächlich realisierten Volatilität. Mit der Volatilitätsprämie im Portfolio hat man also ein interessantes diversifizierendes Element.

**Wie packen Sie das alles technisch in ein Portfolio? Bei Aktienfonds werden Aktien gekauft. Was machen Sie?**

Das stimmt, bei uns ist es weniger plastisch. Wenn Sie 100 Euro in einen Aktienfonds investieren, dann kauft der Fondsmanager für 100 Euro Aktien. Das geht bei uns nicht, denn wir verkaufen ja die Optionen, wodurch wir zusätzlich Geld erhalten. Wir hedgen das reine Marktrisiko und haben dann immer noch die 100 Euro. Die legen wir in kurzlaufende Pfandbriefe an, denn wir wollen das Cash möglichst risikolos parken. In der Vermögensaufstellung unseres Publikumsfonds sieht man Cash in kurzlaufenden AAA-Pfandbriefen

und eine relativ lange Liste an Derivaten, die aber einen negativen Marktwert haben. Durch den Verkauf stellen sie eine Verbindlichkeit dar. Das führt dazu, dass wir gerade im institutionellen Bereich auch Mandate haben, in denen wir kein Cash erhalten. Ein Beispiel: Von 100 Millionen Euro Investitionssumme erhalten wir nur zwei oder drei Millionen Euro. Wir managen aber auf die 100 Millionen Euro. Die Positionen in den Optionen sind dann auch so groß, als hätten wir 100 Millionen Euro. Das ist interessant, da viele Investoren bereits ihre fertige Allokation haben und wir nur ein paar Anleihen als Sicherheit für die Börse brauchen. Dieses Vorgehen ist sehr effizient bei Investoren mit hohem Renditeanteil, die nur die Rendite aus der Volatilitätsprämie vereinnahmen wollen. Die Erträge aus den Pfandbriefen spielen dann keine Rolle.

**Sie wetten darauf, dass die Volatilität am Aktienmarkt niedriger ist als in den von Ihnen verkauften Optionen. Das klingt nach einem hohen Risiko.**

**Das Schöne an den Optionen ist, dass das Risiko frei skalierbar ist.** Ähnlich wie bei einer Aktienanlage können wir es erhöhen oder senken. Wenn ich beispielsweise mit zehn verkauften Optionen ein aktienähnliches Risiko skalieren, kann ich auch 15 Optionen verkaufen und habe dann 50 Prozent mehr Risiko als der Aktienmarkt im Portfolio. Ich könnte aber auch nur zwei Optionen verkaufen, dann hätte ich nur 20 Prozent des Aktienmarktrisikos. Es ist ein wichtiges Element im Gespräch mit dem Investor, dass sich das Risiko so skalieren lässt, wie es für ihn am besten ist.

**Warum bietet sich gerade der Aktienmarkt dafür an?**

Die Differenz und damit die Prämie zwischen der verkauften und der realisierten Volatilität ist grundsätzlich auch bei Optionen auf andere Anlageklassen da. Allerdings ist sie gemessen am Risiko am Aktienmarkt mit Abstand am attraktivsten. Wie groß die Prämie ist, hängt mit Angebot und Nachfrage zusammen. Je größer die Nachfrage nach Absicherung am Markt und je kleiner im Vergleich das Angebot,

desto größer ist die Risikoprämie. Wie bei einer Versicherung: Je weniger Versicherte am Markt sind und je stärker Versicherungen nachgefragt werden, desto höher wird die Prämie. Unsere Beobachtung ist, dass dieses Angebot-Nachfrage-Verhältnis bei den Aktienderivaten am stärksten ist. Denn am Aktienmarkt ist es sehr üblich, mit Optionsstrategien das Risiko zu reduzieren. Und das produziert die hohe Nachfrage nach Volatilität.

#### **Wie lässt sich eine Vola-Strategie in die ESG-Strategie eines Investors implementieren?**

Bei unseren Wertsicherungsstrategien setzen wir sehr dezidiert ESG-Ansätze um – auch in Artikel-8-Fonds. Bei den reinen Short-Vola-Strategien ist es schwierig, dies in letzter Konsequenz umzusetzen. Denn es gibt keine klaren Regeln oder Handlungsempfehlungen, wie Indexoptionen unter ESG-Gesichtspunkten zu behandeln sind. Es reicht für uns nicht aus, dass alle Pfandbriefe in einem Portfolio den ESG-Kriterien genügen. Dann müsste man die Aktienoptionen ignorieren. Das ist zu kurz gegriffen, so machen wir es auch nicht. Denn das Risiko kommt ja aus den Optionen, und das darf nicht vernachlässigt werden, nur weil die Optionen keinen Marktwert haben. Deshalb bieten wir unsere Vola-Publikumsfonds als Artikel 6 an. Für diese Strategie brauchen wir einen liquiden Optionsmarkt und nutzen daher vor allem die großen Indizes S&P 500 und Euro Stoxx 50. Es gibt im Moment keinen Markt für Derivate auf nachhaltige Indizes, die gleichzeitig sehr liquide sind. Insofern ist es bis dato schwierig, Short-Volatilität mit einem harten ESG-Ansatz zu machen.

#### **Wie können institutionelle Investoren Vola-Strategien in ihre SAA implementieren?**

**Die Grundidee besteht darin, über Volatilitätsstrategien die Rendite-Risiko-Charakteristik institutioneller Portfolios zu verbessern.** Dies gelingt dadurch, dass Short-Vola-Strategien auch in seitwärts laufenden oder sogar leicht fallenden Aktienmärkten positive Erträge liefern können. Die Implementierung kann entweder als Optionsstrategie plus Pfandbriefanteil geschehen oder als reines Overlay. Bei Letzte-

rem erzielt der Investor dann ausschließlich die Rendite aus der Volatilitätsrisikoprämie. Am Ende kommt so ein besseres, weil diversifizierteres Portfolio heraus.

#### **Mit welchen Renditen ist bei Vola-Strategien zu rechnen?**

Das kommt auf die jeweilige Risikoneigung an. **Unseren Publikumsfonds skalieren wir so, dass er maximal das Aktienrisiko trägt. Da haben wir aktuell eine Renditeerwartung von 7 Prozent aufwärts pro Jahr.**

Die Rendite hängt natürlich auch vom Zinsniveau ab. Man muss trennen, was aus dem Anleiheportfolio, in dem der Fonds investiert ist, und was von der reinen Optionsstrategie kommt. Das Pfandbriefportfolio war in den vergangenen Jahren negativ und liegt jetzt bei etwa 3,5 Prozent in der Verzinsung. Die reine Vola-Strategie liefert im laufenden Jahr sogar deutlich mehr – etwa 4 Prozent aufwärts.

#### **Gestatten Sie uns zum Schluss noch einen Blick in Ihr privates Depot. Wie legt ein Alexander Raviol sein Geld an? Spielen da Vola-Strategien ebenfalls eine Rolle?**

Ich habe tatsächlich einen Teil des Geldes in unserem Vola-Publikumsfonds. Den Großteil machen aber Aktien aus. Ich habe keine Anleihen, davon halte ich als Privatanleger gar nichts. Denn ich glaube, dass die Inflation ein Thema bleibt, und da reichen mir die Anleiherenditen nicht. Immobilien habe ich auch, weil ich irgendwann selbst eine für mich und meine Familie gekauft habe. Etwas überraschend sind vielleicht die Streichinstrumente in meinem Portfolio. Die sind nicht günstig und deshalb im Sinne der Gesamtallokation nicht ganz unbedeutend.

#### **Erzählen Sie mehr.**

Meine Frau ist Cellistin, meine Tochter studiert Geige und ein guter Freund von mir ist Geigenbauer. So hat sich diese exotische Beimischung ergeben. Gerade über lange Sicht stellen Streichinstrumente einen hervorragenden Inflationsschutz dar. Es handelt sich dabei um alte italienische Instrumente. Über die vergangenen Jahrzehnte waren die Wertzuwächse pro Jahr fast schon im zweistelligen Bereich. ●