

Ernteausfall

Mit der traditionellen Methode lässt sich die Volatilitätsrisikoprämie heute nicht mehr wie früher verdienen. Denn moderne Handelstechnologien sorgen offenbar für eine zusehends kleiner werdende Prämie. Inzwischen gibt es aber erfolgversprechende Weiterentwicklungen.

Die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität zu „ernten“, ist das Geschäftsmodell der Anbieter von Produkten, die auf der Volatilitätsrisikoprämie basieren; 2018 kam es für sie allerdings zu einem „Ernteausfall“. „Insbesondere im Aktiensegment war es das wahrscheinlich schlechteste Jahr der Geschichte, jedenfalls schlechter als 2008 und vermutlich sogar schlechter als 1987“, glaubt Matthias van Randenborgh, CEO und CIO der Münchner RP Crest GmbH. Er ist mit dem RP Gamma Fonds seit 2012 am Start und vereinbart im Wesentlichen Volatilitätsrisikoprämien bei Aktien und Anleihen.

Doch welche Umstände haben 2018 dafür gesorgt, dass die meisten Anbieter von Volatilitätsrisikoprämienstrategien ein- bis zweistellig negative Ergebnisse einfuhren? Oberflächlich betrachtet waren dafür vor allem

zwei Ereignisse verantwortlich: Zum einen der außergewöhnliche Short Squeeze in den Volatility Index (VIX) Futures Anfang Februar und zum anderen die heftige, aber immer noch als normal zu bezeichnende

für eine Korrektur der abnormalen Volatilitätsverhältnisse blieb. Die immanente Erholungsphase hängt vor allem von der Normalisierung der impliziten Volatilität ab, die sich auf Anfang 2019 verlagerte.



» Technologischer Fortschritt ermöglicht es, Optionen heute besser zu reproduzieren, also mit weniger Risiko.«

Matthias van Randenborgh, CEO der RP Crest GmbH in München

Aktienmarktkorrektur im Schlussquartal 2018. Pech dabei war, dass sich der Zenit der Volatilität just zum Jahresende – konkret am 24. Dezember im VIX und am 27. Dezember im VDAX NEW – einstellte und damit im Kalenderjahr 2018 keine Zeit mehr

Die VIX-Krise vom Februar 2018 war ein außerordentliches Ereignis, langfristig greife die Betrachtungsweise jedoch zu kurz, die enttäuschende Volatilitätsprämienperformance durch einzelne Ereignisse erklären zu wollen, findet van Randenborgh

Die Griechen kurz erklärt

Worauf es bei Volatilitätsstrategien ankommt

Grundsätzlich kommen in der vermögensverwaltenden Industrie optionsbasierte Strategien mit stark unterschiedlichen Risikoschwerpunkten zum Einsatz. Zu unterscheiden sind dabei vor allem die drei folgenden drei Risikoschwerpunkte.



1. Delta bestimmt die Sensitivität einer Strategie gegenüber Veränderungen des Basiswerts einer Option. Bei Discount-Zertifikaten, Covered-Call-Strategien oder Put-Write-Konzepten ist die Performanceentfaltung

des Deltas, die sich aus der Richtung der Marktentwicklung ableitet, die wichtigste Ertragsquelle.



2. Vega kennzeichnet die Sensitivität einer Strategie gegenüber Veränderungen des Niveaus der impliziten Volatilität. Bei Optionsstrategien mit längeren Laufzeiten oder volatilitätsfuturebasierten Strategien ist Vega – und damit die Richtung und das Ausmaß der Veränderung der impliziten Volatilität – die wichtigste oder gar einzige Ertragsquelle.



3. Gamma gibt an, wie sich das Delta einer Optionsstrategie ändert, wenn sich der Kurs des Basiswerts ändert. Alle Strategien, die auf die Differenz der impliziten zur realisierten Volatilität abstellen, haben typischerweise einen Gamma-Risikoschwerpunkt. Die Performance solcher Strategien ist weitestgehend unabhängig von der Marktrichtung und ist positiv, solange die tatsächlichen Marktschwankungen geringer sind als die erwarteten Marktschwankungen, die sich aus der impliziten Volatilität ableiten.



Dann gibt es noch Theta als letzten wichtigen Options-Griechen, der sich auf den Zeitwert von Optionen bezieht. Theta gibt an, in welchem Maße der Preis der Option zurückgeht, wenn die Restlaufzeit einer Option um einen Tag abnimmt. Läuft eine Option nur mehr kurz, ist das Theta hoch, bei einem langen Zeitraum bis zum Verfallsdatum ist Theta niedrig. Optionen mit einer höheren impliziten Volatilität haben auch ein höheres Theta. Optionsschreiber profitieren vom Zeitwertverfall.



Volatilität ist als Assetklasse grundsätzlich ein interessantes, aber sicher kein einfaches Betätigungsfeld für Investoren. Geänderte Rahmenbedingungen haben die Möglichkeiten in diesem Bereich zuletzt aber noch einmal deutlich eingeschränkt. Nur eine Anpassung der traditionellen Strategien in diesem Bereich dürfte auch in Zukunft Potenzial für positive Erträge eröffnen.

und führt aus: „Wir halten übergeordnet eine strukturelle und nachhaltige Senkung des Niveaus der impliziten Volatilität relativ zur realisierten Volatilität für die wahrscheinliche Ursache für die enttäuschende Performance der Volatilitätsrisikoprämie der letzten Jahre. Diese Reduktion der Volatilitätsrisikoprämie ist erstens dem Niedrigzinsumfeld zuzurechnen. Es veranlasst Investoren dazu, alternative Risikoprämien zu erschließen, und übt damit Druck auf die Volatilitätsrisikoprämie aus.“ Ein zweiter Faktor ist der handelstechnologische Fortschritt der letzten Jahre. „Unsere These ist, dass es der technologische Fortschritt möglich macht, Optionen heute einfacher und günstiger zu reproduzieren als früher. Vor allem mit weniger großen Verlustentfaltungen in großen Bewegungen.“ Wenn dem so ist, dann geschieht auch im Optionsmarkt

das, was in allen Industrien, die nicht von Monopolisten geprägt sind, passiert: Sinken die Produktionskosten, sinkt auch der Verkaufspreis der produzierten Waren. Versteht man die Optionsschreiber als „Produktionsstätten von Optionen“, die nun Optionen günstiger herstellen können als früher, dann ist klar, warum Optionen heute zu tieferen impliziten Volatilitäten gehandelt werden.

Die klassische Methode

Um das Problem zu verstehen, muss man sich vor Augen führen, wie die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität am Aktienmarkt traditionell abgeschöpft wird. Vom Prinzip her passiert dies mit einer Short-Strangle- oder Short-Straddle-Position, die at the money auf den Aktienmarkt aufgesetzt wird. Anschließend wird

einmal pro Tag das durch die Marktschwankungen des Underlyings entstandene positive oder negative Delta der Optionsposition durch Short- beziehungsweise Long-Positionen im Underlying gehedgt. Solange die Hedgingkosten unter den Prämieinnahmen liegen, zahlt sich die Strategie aus. Steigt der Aktienmarkt, entwickelt der Short Straddle ein negatives Delta, das durch eine entsprechende Futures-Long-Position auf den Aktienmarkt ausgeglichen wird. Fällt der Markt hingegen, wird das Delta der Short-Straddle-Position positiv, und eine Futures-Short-Position bringt das Delta wieder ins Lot. Für den Verkäufer der Optionen entstehen durch die Delta-Absicherung Kosten, denn er muss den Basiswert kaufen, wenn sich dessen Preis erhöht hat, und ihn wieder verkaufen, wenn dessen Preis gesunken ist: Er ist Gamma short.

Dieser Delta-Hedge wird bis dato standardmäßig einmal am Tag durchgeführt. Doch dies ist aufgrund der beschleunigten Handelstechniken – Stichwort „High Frequency Trading“ – heute keine tragfähige Methode mehr. RP Crest hat sich seit 2016 in einem aufwendigen Research- und Infrastrukturprojekt zur Erforschung von Delta-Hedge-Verfahren mit höherer Frequenz intensiv auseinandergesetzt. Verlässliche Ergebnisse konnte man dann im Sommer 2018 auswerten. Van Randenborgh dazu: „Im Kern stellten wir fest, dass der technologische Fortschritt – wie Datenverfügbarkeit, erhöhte Rechenkapazität und -geschwindigkeit sowie der algorithmische Handel – in Verbindung mit einer kontinuierlichen Reduktion der Handelskosten eine Erhöhung der Frequenz und Reagibilität der Delta-Hedge-Aktivität im Volatilitätsrisikoprämien-Prozess zwingend erforderlich macht.“ Es stellte sich nämlich heraus, dass ein mit höherer Frequenz durchgezogenes Delta-Hedge-Verfahren eine Erschließung der Volatilitätsrisikoprämie ermöglicht, die weniger anfällig für größere Rücksetzer (Shortfalls) ist.

auskämen als solche, die nur einmal täglich absichern, so van Randenborgh weiter. Auch dadurch entsteht Druck auf das Niveau der impliziten Volatilität. Die Marge der Volatilitätsrisikoprämie in alter Implementierungstechnik verschlechtert sich entsprechend bis hin zu einem risikoadjustiert nicht mehr befriedigenden Niveau, wie man es 2018, aber auch schon in den Jahren davor erlebte.

eine hohe implizite, sondern eine extrem niedrige realisierte Volatilität, die im Jahresverlauf auf immer wieder neue, rekordverdächtige Tiefstände fiel.

Das Ergebnis der Analyse von RP Crest ist eine Implementierung des Delta-Hedge-Prozesses, die auch intraday hochreagibel ist. Mit ihr ist es möglich, die Volatilitätsrisikoprämie mit erhöhter Rendite und reduzierter Shortfall-Anfälligkeit zu erschließen.



» Die Rentabilität der Volatilitätsprämie bleibt nur für jene gleich, die sie technologisch effizient erwirtschaften. «

Eckehard Dettinger-Klemm, Portfolio- und Risk Management bei RP Crest in München

Weniger Prämie als erwartet

Diese Shortfall-Risikoreduktion sei beachtlich und führe dazu, dass technologisch zeitgemäß aufgestellte Volatilitätsrisikoprämien-Manager mit tieferen impliziten Volatilitäten relativ zur realisierten Volatilität

Bei RP Crest weiß man, wovon man spricht, schließlich konnte der im Februar 2012 aufgelegte RP Gamma Fonds bis Jahresende 2018 aus der Volatilitätsrisikoprämien-Allokation annualisiert nur 3,4 Prozent an Performance extrahieren, während man auf Basis historischer Analysen noch vom Dreifachen ausgegangen war.

Van Randenborgh nennt dieses Options-Replikationsverfahren VRP:SOP, wobei „SOP“ für Shortfall-optimiertes Delta-Hedging steht; „Optimiert nennen wir das Verfahren, weil die Taktung der Delta-Hedge-Aktivität in einem direkten kausalen Zusammenhang mit den spezifischen Transaktionskosten des jeweiligen Futures gewählt wird.“ Analytisch lasse sich zeigen, dass sich die optimale Hedgefrequenz quadratisch invers proportional zur Höhe der Transaktionskosten verhält. Eine Halbierung beziehungsweise Zehntelung der Transaktionskosten sollte folglich mit einer Vervierfachung respektive Verhundertfa-

Ausnahmejahr 2017

Eine Ausnahme stellte das Jahr 2017 dar, in dem mit Volatilitätsrisikoprämien ein Gewinn von 13,5 Prozent erzielt werden konnte. Die Ursache dafür war aber nicht

Reduzierte Shortfall-Anfälligkeit

Simulation zeigt: Shortfall-optimiertes Delta-Hedging verbessert das Risiko-Ertrags-Profil eklatant

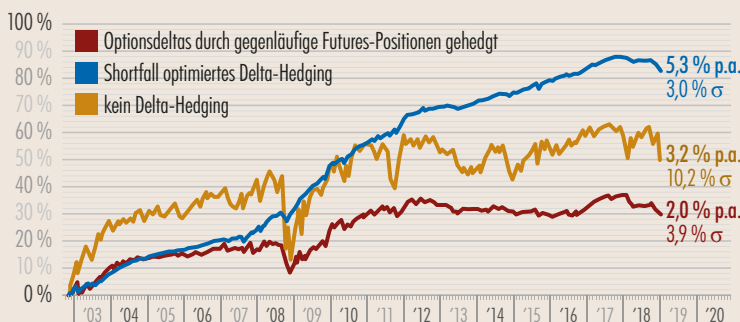
	Kein Hedge	Täglicher Hedge	SOP
Rendite p. a.	3,2 %	2,0 %	5,3 %
Volatilität p. a.	10,2 %	3,9 %	3,0 %
Sharpe	0,3	0,5	1,8
Calmar	0,1	0,2	0,9
RPC Calmar Ratio	0,4	0,9	4,1
Ø 10 schlechtesten Monate	-7,3 %	-2,3 %	-1,3 %

SOP hat die Nase vorn. Die beiden anderen Varianten (kein Hedging, also Volatilitätsrisikoprämie pur durch Straddle-Verkauf at the money auf den S&P 500 beziehungsweise Delta-Hedging einmal pro Tag) zeigen mehr Volatilität, eine deutlich geringere Sharpe, Calmar und RPC Calmar Ratio. Die Reduktion der Shortfall-Anfälligkeit durch Intraday-Hedging kommt auch in der deutlich verringerten durchschnittlichen Verlustentfaltung der zehn schlechtesten Monate zum Ausdruck.

Quelle: RP Crest

Deutlich verbessert

Volatilitätsprämien-Extraktion via Shortfall-optimiertes Delta-Hedging schlägt andere Strategien



Beim ersten Prozess (rosa Linie) findet gar kein Delta-Hedging statt, sondern es werden nur Straddles auf den S&P 500 at the money in einem Nominalvolumen von 100 Prozent des Vermögens geschrieben. Beim zweiten (grün) werden einmal täglich alle Optionsdeltas durch gegenläufige Futurespositionen abgesichert. Blau ist die Shortfall-optimierte Delta-Hedging-Variante, die RP Crest seit Ende August 2018 im RP Gamma Fonds implementiert hat. Start des rückgerechneten Vergleichs Ende 2002; alle Ergebnisse nach Transaktionskosten und unter Berücksichtigung von Geld-Brief-Spannen.

Quelle: RP Crest

chung der Hedgefrequenz einhergehen. Und „Shortfall-optimiert“ sei das Options-Replikationsverfahren deshalb, weil der Nutzen der erhöhten Delta-Hedge-Frequenz in der Verringerung der Verlustentfaltung während großer und trendbehafteter Marktbewegungen liege. „Durch das frühzeitige und systematische Abschneiden der sich entfaltenden Delta-Risiken entstehen an solchen Tagen deutlich kleinere Verluste“, erklärt van Randenborgh. Da es bekanntlich

keinen Free Lunch gibt, hat das Modell auch eine kleine Schattenseite: Wenn es zu V-förmigen Intraday-Bewegungen à la Fukushima kommt, also die Märkte stark oszillieren, dann aber unverändert schließen, wird der Gewinn relativ zu einer Strategie, die nur einmal am Tag absichert, geschmälert. In Summe erziele das Verfahren eine systematisch verbesserte Rendite-Risiko-Relation in der Entfaltung der Volatilitätsrisikoprämie, die umso größer sei, je kleiner

die Transaktionskosten ausfielen, sagt van Randenborgh. In der Gegenüberstellung wird die Überlegenheit des Performanceverlaufs beim „Shortfall-optimierten“ Delta-Hedging gegenüber früheren Volatilitätsrisikoprämien-Prozessen erkennbar (siehe Grafik „Deutlich verbessert“). Bei einem der älteren Ansätze findet gar kein Delta-Hedging statt, es werden stattdessen nur Straddles auf den S&P 500 at the money in einem Nominalvolumen von 100 Prozent

Strukturelle Veränderungen am Vola-Markt: Ja oder nein?

Was Wettbewerber über schrumpfende Volatilitätsprämien und Delta-Hedging-Frequenzen sagen

Berenbergs Marc Gerritzen etwa kennt diverse Argumente, weshalb Volatilitäten – realisierte und auch implizite – geringer werden könnten: „Zwei große Komplexe sind hier Markteffizienz und Digitalisierung.“ So könnten

der Intraday-Delta-Hedging-Thematik etwas tut, ist auch Gerritzen bewusst: „Intraday-Delta-Hedging wird aktuell von der Sell Side sehr groß beworben, ist jedoch für uns kein neues Thema. Auch im Markt wird diese Methodik von je-

ein Delta-Exposure. Wir sind überzeugt, dass zur Vereinnahmung der Volatilitätsprämie die Strategie einen situativen und unvorteilhaften Aufbau von Delta ‚aushalten‘ muss. Gerade deswegen gibt es diese Risikoprämie.“ Um jedoch

überraschendes Jahr.“ Es sei von drei signifikanten Drawdowns (Februar, Oktober und Dezember) geprägt gewesen. Nicht die absolute Höhe der Verluste am Aktienmarkt machte 2018 herausfordernd, sondern die im Vergleich häufigen Rückschläge; doch ohne diese Rückschläge gäbe es wohl keine Volatilitätsrisikoprämie. Daher sind sie für Vola-Manager Fluch und Segen zugleich. Solche Phasen können und müssen also vorkommen. Zorca hält an seinem Ansatz fest und sieht keinen Anpassungsbedarf. Im Vordergrund steht das Bestreben, das Portfolio durch zusätzliche Underlyings weiter zu diversifizieren. Zuletzt hat man vor einigen Monaten zwei Underlyings auf jetzt zehn hinzugefügt.

» Es ist fraglich, ob man sich mit Intraday-Delta-Hedging einen Wettbewerbsvorteil erarbeiten kann. «

Dr. Marc Gerritzen, Fondsmanager des Berenberg DyMACS Volatility Premium



geringere Preisvolatilitäten laut Robert Shiller durch höhere Markteffizienz bedingt sein, und die Digitalisierung ermöglicht eine bessere Planbarkeit von Unternehmensergebnissen und damit geringere Volatilitäten der Firmenergebnisse. Für Volatilitätsstrategien sei dies jedoch nur bedingt relevant, da man an der Differenz aus impliziter und realisierter Volatilität partizipiere, so Gerritzen weiter. Und diese Differenz bleibe beständig positiv. Berenberg betreibt kein Delta-Hedging und ist an absoluten Marktbewegungen über einen Zeitraum von einem Monat interessiert. Dass sich auf Seite

dem Hochfrequenzhändler oder Market Maker eingesetzt. Es ist sehr fraglich, ob sich Fondsmanager hier gegenüber den großen Market Makern einen Wettbewerbsvorteil erarbeiten können. Dies muss auch im Hinblick auf Dokumentationspflichten im aktuellen regulatorischen Umfeld gesehen werden.“

Fluch und Segen

Nichts vom täglichen Delta-Hedging hält man bei Zorca. CEO Tindaro Siragusano dazu: „Unser Ansatz sieht kein tägliches Delta-Hedging vor, im Gegenteil. Wir erlauben unserem Fonds ausdrücklich

das Delta-Exposure bei extremen Marktbewegungen zu begrenzen, nutzt Zorca seinen originären Delta-Cap-Ansatz im Risikomanagement. Dass die implizite Volatilität am Aktienmarkt etwa 2017 kontinuierlich auf neue Tiefstände gefallen ist, entging den Zorca-Experten natürlich nicht. Siragusano: „Dennoch war 2017 ein hervorragendes Jahr für Short-Vola-Fonds. Das liegt daran, dass die realisierte Volatilität noch deutlich darunter tendierte und viele Fonds die Differenz vereinnahmen konnten. Im historischen Vergleich war 2018 ein insgesamt schwieriges, aber keinesfalls

Feri sieht keine strukturelle Veränderung

„Auch wenn im vierten Quartal des letzten Jahres trotz fallender Aktienmärkte volatilitätsbasierte Indikatoren nicht stark angestiegen sind, ist das unserer Einschätzung nach kein Grund, von einer strukturellen Veränderung des Umfelds impliziter Volatilität zu sprechen – zumindest nicht in unserem Zielmarkt, den S&P 500 Optionen“, sagt Daniel

des Vermögens geschrieben, beim zweiten Ansatz werden einmal täglich sämtliche Options-Deltas durch gegenläufige Futurespositionen abgesichert.

Bessere Kennzahlen

Die Risikoreduktion im Fall des „Shortfall-optimierten“ Delta-Hedgings kommt auch in Form günstigerer Risiko-Rendite-Relationen zum Ausdruck. Sowohl Sharpe Ratio als auch Calmar Ratio sowie RPC

Calmar Ratio sind besser. Die von RP Crest selbst entwickelte RPC Calmar Ratio stellt die Überschussrendite in Relation zur Volatilität, dem maximalen Verlust beziehungsweise dem Durchschnitt der zehn schlechtesten Monate (siehe Tabelle „Reduzierte Shortfall-Anfälligkeit“ auf S. 182).

Rentabilität bleibt gleich

Die Rentabilität der Volatilitätsrisikoprämie bleibt aber laut van Randenborgh für

jene, die sie mit effizienter Technologie erwirtschaften, in etwa gleich. Wer den Technologieschritt nicht mitgehe, müsse sich hingegen warm anziehen, weil er vielleicht sogar beständig mit negativen Volatilitätsrisikoprämien konfrontiert sei und schlussendlich aus dem Markt gedrängt werde. Damit schließt sich der Kreis zum Vergleich mit einer nicht mehr wettbewerbsfähigen Industrie.

Aktuell hätten sich noch nicht viele Asset Manager dazu entschlossen, dieses komple-

→ Lucke, Direktor Portfolio Management bei Feri, Bad Homburg. In der Vergangenheit habe es immer wieder Phasen gegeben, in denen Aktienmärkte korrigierten, ohne dass dies mit einem starken Anstieg der impliziten Volatilität einherging. Die Korrektur Anfang 2016 sei ein Beispiel dafür. Dies könne durchaus Gründe oder vielmehr fehlende Gründe haben, so Lucke weiter. „Im letzten Quartal 2018 gab es einige politische Themen von Brexit bis Handelskrieg, die die Börsen belasteten, allerdings nicht ein großes panikauslösendes Thema. Die natürliche und zusätzlich durch Regulierung verstärkte Risikoaversion der Marktteilnehmer ist unserer Meinung nach der Haupttreiber für die Preise – und damit der impliziten Volatilität – von Put-Optionen. Aus dem Marktgeschehen in der zweiten Hälfte des vergangenen Jahres abzuleiten, Marktteilnehmer seien grundsätzlich weniger risikoavers, gelingt unseres Erachtens nicht.“

Auch von einem Rückgang der impliziten Volatilität generell könne man bei S&P 500 Put-Optionen – nicht sprechen, eher im Gegenteil. Lucke: „Analysiert man Puts auf den S&P 500 mit einem Delta von zehn und einer zweimonatigen Laufzeit, fällt auf, dass wir uns eher in einem Cluster angestiegener impliziter Volatilität

befinden (siehe Chart „Strukturelle Veränderung sieht anders aus“).“

Nach einem schwankungsreichen Jahr wie 2018 sei dies auch erwartungskonform. Durch den Verkauf von Put-

Lupus alpha: Business as usual

Alexander Raviol von Lupus alpha sieht keinen Veränderungsbedarf in der Herangehensweise: „Unser Delta-Hedging erfolgt täglich auf systematischer Basis, wobei wir mit

Bei sehr kleinen Marktbewegungen wird gar nicht gehedgt, bei großen hingegen mehrmals am Tag. Diese Vorgangsweise stellt aus der Sicht von Lupus alpha den besten Kompromiss zwischen Trans-



» Unser Ansatz sieht kein tägliches Delta-Hedging vor, die Strategie muss einen situativen Delta-Aufbau aushalten.«

Tindaro Siragusano, CEO von Zorca, Hamburg

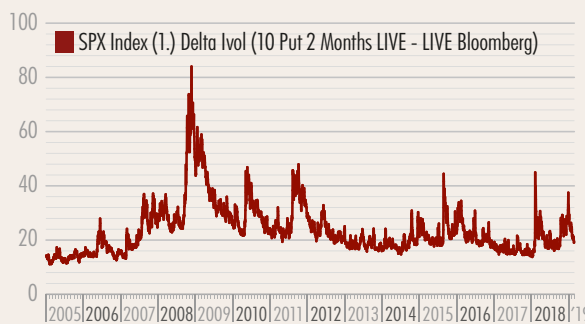
Optionen auf den S&P 500 erzielt Feri im Vergleich zu den vergangenen Jahren sehr attraktive Prämien. Und die Frage des Delta-Hedges stellt sich bei dem gewählten Ansatz nicht.

zusätzlichen Schwellenwerten arbeiten.“ Diese Schwellenwerte sind wiederum volatilitätsabhängig. Beim Delta-Hedging muss man immer zwischen den Transaktionskosten und der Risikoseite abwägen.

aktionskosten und Risikominimierung dar und erinnert an Zorcas Delta-Korridore. Für Raviol ist die Risikoprämie Volatilität jedenfalls nach wie vor eine der attraktivsten Renditequellen am Kapitalmarkt: „Sie ist nachhaltig, und negative Phasen werden vergleichsweise schnell wieder aufgeholt. Auch in Phasen mit sehr niedriger impliziter Volatilität wie etwa 2017 kann eine sehr ausgiebige Prämie vereinnahmt werden, wenn die realisierte Volatilität ebenfalls südwärts geht.“ Die Kunden scheinen das genauso zu sehen und lassen sich auch durch Drawdowns nicht mehr wie in früheren Jahren aus der Ruhe bringen: „Wurden früher im Gefolge von Drawdowns Gelder abgezogen, ist das heute nicht mehr der Fall: Im Gegenteil, →

Strukturelle Veränderung sieht anders aus

Implizite Volatilität von S&P 500 Puts mit Delta 10 und 2 Monaten Laufzeit



Nach dem Rückgang der impliziten Volatilität 2017 scheint man sich jetzt in einer Phase gestiegener impliziter Volatilität zu befinden. Ausreichende Chancen zum Abgreifen der Volatilitätsrisikoprämie scheinen vorhanden.

Quelle: Feri Trust

xe Thema der veränderten Bedingungen durch den technologischen Fortschritt zu analysieren und in seiner vollen Auswirkung zu erfassen, sagt van Randenborgh. Schließlich handle es sich um ein überaus anspruchsvolles Thema, das die Marktakteure nicht in gleichem Umfang tangiere.

Unterschiedliche Auswirkungen

So seien etwa Delta-lastige Umsetzungen davon weniger stark betroffen als markt-

neutrale Konstruktionen, weil die Performance des Deltas von dieser Entwicklung nicht betroffen sei. Das wiederum sei gut für Put-Write-Modelle. Auch Vega-lastige Implementierungen seien weniger stark betroffen, weil das Vega keinen Bezug zur realisierten Volatilität, sondern nur zur Dynamik der impliziten Volatilität habe. Dies wiederum sei gut für VIX-basierte Konzepte und solche, die eher mit langfristigen Optionen arbeiteten.

Es ist vor allem die Gamma-Komponente

einer Optionsstrategie, die implizite Volatilität im Spread zur realisierten Volatilität handelt, die von diesem technologischen Wandel betroffen ist, lautet das Resümee von RP Crest. Auf Gamma ist nun einmal der Fokus des Hauses gerichtet, wie man unschwer am Namen des RP Gamma Fonds erkennen kann. RP Crest und seinen Kunden darf man wünschen, dass es mit dieser Prozessneugestaltung gelingt, die Scharte aus dem Jahr 2018 auszuwetzen.

DR. KURT BECKER 

→ wir sehen immer öfter, dass unsere Investoren den Rücksetzer kaufen. Ein Kunde etwa hat explizit bei uns der Wunsch deponiert, in Schwächephase aufzustocken.“

Allianz ohne Delta-Risiko

„Aus unserer Sicht besteht der Hauptvorteil im Verkauf von Varianz-Swaps darin, dass sich hierdurch die Volatilitätsrisikoprämie in ihrer reinen Form verdienen lässt“, sagt Mikhail Krayzler, Portfolio Manager des Allianz Volatility Strategy Fund in New York, „denn das Auszahlungsprofil (Pay-off) bildet dabei genau die gewünschte Differenz zwischen realisierter und impliziter Volatilität ab.“ Darüber hinaus böten Varianz-Swaps die Möglichkeit, die gesamte Volatilitätsprämie zu erwirtschaften, die stark von der sogenannten Volatilitäts-Skew und nicht nur von „am Geld“ notierenden Volatilitäten abhängt, so Krayzler weiter. Beim Einsatz von Varianz-Swaps besteht zudem kein Delta-Risiko, das abgesichert werden müsste. Die gegenwärtige Investmentphilosophie wird bereits seit Auflage der Strategie im Jahr 2009 angewendet und wurde auch im Jahr 2018 nicht geändert. Des Weiteren wurden auch im Hinblick auf die zugrunde liegenden Basiswerte (Underlyings) keine Anpassungen vorgenommen. Krayzler dazu: „Wir be-

ziehen uns im Hinblick auf das Investmentuniversum nach wie vor auf den Euro Stoxx 50 und den S&P 500.“ Sollte man sich darüber hinaus trotzdem für eine optionsbasierte Lösung anstatt von Varianz-Swaps entscheiden, wäre in der Tat ein regelmäßiges Delta-Hedging notwendig. Rein theoretisch würde man den Ansatz „Je öf-



ter, desto besser“ verfolgen. Allerdings gelte es hierbei in der Realität immer zwischen verursachten Transaktionskosten, operativem Aufwand und der angestrebten Reduktion von Intraday-Delta-Risiken abzuwägen. Bei den Volatilitäten sollte man berücksichtigen, dass für den Erfolg der Strategie insbesondere die Differenz zwischen realisierter und impliziter Volatilität entscheidend ist und weniger, wie tief die impliziten Volatilitäten liegen.

Ein gutes Beispiel dafür war nach Meinung von Allianz GI das Jahr 2017: Trotz sehr niedriger Volatilitätsniveaus – der VIX Index lag im Durchschnitt bei 11,1 Prozent – la-

gen die realisierten Volatilitäten von S&P im Durchschnitt nur bei 6,8 Prozent. Außerdem seien die Volatilitäten seit 2017 stark gestiegen.

ML Investment Solutions

Benjamin Dreyer, der die Funds Distribution bei der Generali-Tochter CM Investment Solutions in London verantwor-

lageklassen führte.“ Die Frequenz des Delta-Hedges sei ein Thema, mit dem man sich auch intensiv beschäftige, sagt Dreyer. Die Frage, welche Delta-Hedging-Strategie „am besten“ funktioniere, lasse sich nicht allgemein gültig beantworten. „Die Hedge-Frequenz ist letztendlich unter anderem von den folgenden Faktoren

» Unser Delta-Hedging erfolgt täglich auf systematischer Basis. Wir arbeiten mit zusätzlichen Schwellenwerten. «

Alexander Raviol, Partner und CIO Alternative Solutions bei Lupus alpha in Frankfurt

tet und damit auch für den Vertrieb der Fonds von Bank of America Merrill Lynch in der DACH-Region zuständig ist, hat genauso wie das Fondsmanagement von Merrill Lynch Investment Solutions (MLIS) beobachtet, dass 2018 die Volatilitätsprämie in vielen Underlyings insbesondere im Aktien- und Rohstoffbereich negativ war, was zu einer negativen Performance vieler Short-Volatilitätsstrategien geführt hat. Dreyer: „Dies lag nicht unbedingt an niedrigen impliziten Volatilitäten über das Jahr hinweg, sondern vor allem an den Schocks der realisierten Volatilität, die zu stärkeren Verlusten in mehreren An-

abhängig: den Kosten des Delta-Hedgings der Mean Reversion beziehungsweise dem Trendverhalten des zugrunde liegenden Underlyings und der gewünschten Korrelation des Produkts mit der Volatilitätsprämie“, resümiert Dreyer.

Zusammenfassend gesagt, hat RP Crest mit der Diskussion um möglicherweise schrumpfende Volatilitätsrisikoprämien und die Frequenz des Delta-Hedgings interessante Fragestellungen aufgeworfen. Wie die vielfältigen Reaktionen der Mitbewerber in dieser anderen als leicht verständlichen Assetklasse zeigen, ist hier wohl das letzte Wort noch nicht gesprochen. 