



## Die Macht der Diversifikation bei Short Volatility-Strategien



Tom Pansegrau, CFA ist Senior Portfolio Manager bei der 7orca Asset Management AG. Er verantwortet die 7orca Vega Return Strategie und ist Experte für die Entwicklung und Umsetzung quantitativer Strategien.

### Die Volatilität ist zurück

Der Anstieg der Volatilität an den Aktien- und den Anleihenmärkten war im Jahr 2018 recht deutlich. Und dieses Mal sieht es ganz so aus, als bliebe die Unsicherheit zunächst hoch.

Noch in den vorangegangenen Jahren zeigten sich die Kapitalmärkte von politischen Turbulenzen und wirtschaftlichen Ereignissen weitgehend unbeeindruckt: Die Aktienmärkte stiegen kontinuierlich, die Zinsen sanken weiterhin und die Volatilität verharrte auf Rekordtiefstständen. Die Anleger waren zufrieden und neigten dazu, drohende Risiken in solchen Aufschwungphasen zu verdrängen. Es hatte den Anschein als sei dies der neue Normalzustand – ein besonderer Dank an die Zentralbanken, die mit ihren geldpolitischen Maßnahmen das weltweite Wachstum mit billigem Geld befeuert haben.

Umso mehr wurden viele Marktteilnehmer von den Ereignissen in 2018 überrascht. Hohe Aktienquoten und Kreditrisiken in den Portfolios führten oft zu spürbaren Verlusten im Jahresverlauf.

Wir sind davon überzeugt, dass es zukünftig von entscheidender Bedeutung sein wird, Investitionen über mehrere alternative Risikoprämien zu diversifizieren. So kann die Abhängigkeit von Entwicklungen am Kapitalmarkt und der wirtschaftlichen Lage verringert werden. Hier kann die Volatilitätsrisikoprämie einen echten Mehrwert bieten:

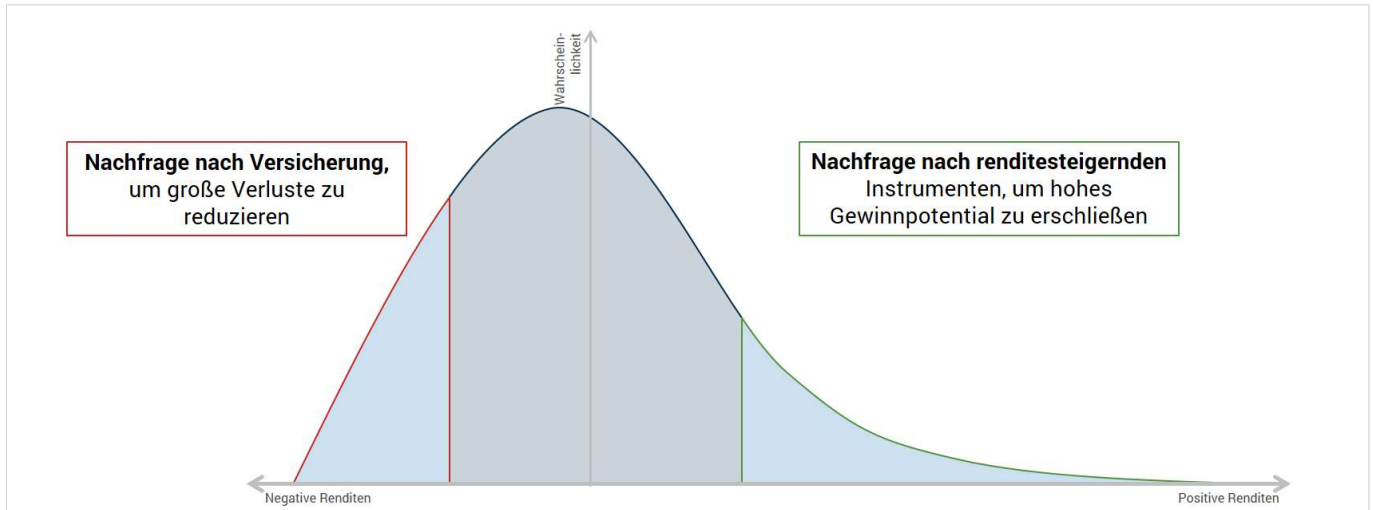
Diese Risikoprämie ist nachvollziehbar, wirtschaftlich begründet und empirisch verifiziert – alles Eigenschaften, die eine echte Risikoprämie definieren. In diesem INSIGHT wird ihre Existenz erklärt und aufgezeigt, wie Investoren auch - oder besonders - in volatilen Zeiten von ihr profitieren können.

### Die Volatilitätsrisikoprämie: ein Risikotransfer

Im Allgemeinen favorisieren Investoren rechtschiefe (positiv schiefe) Renditeverteilungen. Positiv asymmetrische Verteilungen werden charakterisiert durch ein weniger ausgeprägtes linkes Ende der Verteilung, also weniger große Verluste, und/oder ein prominenter ausgeprägtes rechtes Ende, also größere Gewinne.

Diese Verteilungseigenschaften sind für Anleger attraktiv, da die Renditen an den Aktienmärkten in der Regel negativ verzerrt sind.

Abb. 1: Verteilung mit positive Schiefe<sup>i</sup>



Empirisch betrachtet ist die erwartete, langfristige durchschnittliche Aktienrendite positiv. Doch der Kurvenverlauf ist durch relativ große, jedoch seltene Verluste in Abwärtsbewegungen und kleinere, aber häufigere Gewinne in Aufwärtsbewegungen charakterisiert.

In der Konsequenz suchen Investoren nach Möglichkeiten, um diese Asymmetrie in ihren Portfolios zumindest in Teilen auszugleichen: Einerseits zielen die Anleger darauf ab, das systematische Verlustrisiko durch den Abschluss von Versicherungen zu begrenzen, andererseits suchen sie mit spekulativen Wetten, ähnlich einer Lotterie, nach hohen Gewinnmöglichkeiten.

Dieses Anlageverhalten lässt sich an den internationalen Aktienmärkten häufig beobachten. An anderen Märkten und je nach Risikoposition im Anlageportfolio kann die Richtung zur Absicherung oder Gewinnsteigerung wechseln. An den Zinsmärkten sichern sich aktuell erwartungsgemäß viele Anleiheninvestoren gegen steigende Zinsen ab.

Doch die allgemeine Präferenz für versicherungsähnliche oder renditestarke Anlageprodukte bleibt bestehen. Um dieses Rendite-Risiko-Profil zu erreichen, kaufen Investoren Put- und Call-Optionen.

Da die Nachfrage in der Regel hoch ist, sind die Optionen i.d.R. relativ teuer oder, anders ausgedrückt, die durchschnittliche erwartete Rendite einer Optionskaufstrategie ist dementsprechend gering.

Im Wesentlichen beteiligen sich die Investoren an einem Risikotransfer, indem sie Asymmetrie gegen durchschnittliche Rendite handeln/tauschen. Sie zahlen eine Prämie, um ein symmetrischeres Gesamtportfolio zu erzielen. Anlageprodukte mit positiv schiefen Ertragsströmen handeln daher zu einem entsprechenden Marktpreis und eine hohe Nachfrage führt darüber hinaus zu überdurchschnittlichen Preisen.

Ein solcher Risikotransfer ist die Basis für die Volatilitätsrisikoprämie am Finanzmarkt.

#### **Die Volatilitätsrisikoprämie: warum sie existiert**

Es gibt **rationale** Begründungen, die die Präferenz von Investoren für positive Schiefe darlegen, z.B. die Berücksichtigung nicht-quadratischer Nutzenfunktionen oder die Erweiterung des CAPM um höhere Momente (vgl. Ilmanen).<sup>ii</sup>

Zu den **irrationalen** Begründungen zählen hauptsächlich Verhaltensfaktoren, wie erhöhte Verlust-

aversion und größere Risikobereitschaft. Ein häufig angeführter Grund ist, dass Menschen dazu neigen, Ereignisse mit geringer Wahrscheinlichkeit, also Ereignisse in den Verteilungsenden, falsch einzuschätzen. Erkenntnisse der Behavioural Finance belegen, dass Menschen dazu neigen, großen Verlusten eine höhere Eintrittswahrscheinlichkeit zuzuordnen und daher bereit sind, zu zahlen, um sich dagegen abzusichern.

Dieses Prinzip ist aus dem Versicherungswesen bestens bekannt. Analog schreiben sie großen Gewinnen eine ebenfalls zu hohe Wahrscheinlichkeit zu und sind bereit, einen Einsatz zu erbringen, um an ihnen potenziell zu partizipieren. Dies ist oft in Kasinos oder bei Glücksspielen zu beobachten.

Doch sind die angeführten Argumente keinesfalls abschließend:

Einige spezifische **Verhaltens- und Strukturmerkmale** der Finanzindustrie führen zu höheren Optionspreisen und erhöhen die Attraktivität der Volatilitätsrisikoprämie:

- Ein langes Gedächtnis der Marktteilnehmer nach signifikant negativen Marktereignissen erhöht die Nachfrage nach Versicherungen.
- Übermäßiges Vertrauen in die eigenen Prognosefähigkeiten erhöht die Nachfrage nach lotterieähnlichen Auszahlungen.
- "Crash-o-phobie": der weltweite Absturz der Aktienmärkte 1987 (Black Monday) hat die Nachfrage nach Markt-Crash-Absicherung erstmals und nachhaltig vergrößert. Die Finanzkrise in 2007/2008 hat dies nochmals verstärkt.
- Risikobudgets in institutionellen Mandaten erhöhen die Nachfrage nach Put-Option-ähnlichen Auszahlungsprofilen.
- Performance-Fee-Strukturen resultieren in der Implementierung von renditestarken Produkten und Leverage.
- Restriktionen bei Aktienanlagen führen zu einem Wachstum von derivativen Produkten mit hohen Renditechancen.

Da die langfristige Performance von versicherungs- oder lotterieähnlichen Anlagestrategien gering ist, sollten langfristig orientierte Anleger den systematischen Verkauf derartiger Produkte in Betracht ziehen und von den erhöhten Preisen profitieren.

Sie sollten also als Finanzversicherer auftreten, indem sie Put-Optionen verkaufen und spekulative Renditen mit hohem Ertrag anbieten, indem sie Call-Optionen verkaufen. Anderen Marktteilnehmern die Möglichkeit zu diesem Risikotransfer anzubieten wird am Kapitalmarkt mit einer Prämie vergütet und führt zu einer profitablen Investmentstrategie.

### **Die Volatilitätsrisikoprämie: über verschiedene Anlageklassen**

Veröffentlichungen zu Volatilitäts- und Varianz-Risikoprämien beschränken sich meist ausschließlich auf die Aktienmärkte. Jedoch ergeben sich Investoren Vorteile, wenn die Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie auch an anderen Märkten erfolgt, wie Anleihen- und Währungsmärkten.

Denn die zuvor beschriebenen Verhaltens- und Strukturmerkmale sind nicht auf Aktienmärkte beschränkt. Auch in anderen Anlageklassen sichern Investoren ihre Portfolios gegen Abwärtsrisiken und betreiben renditeorientierte Spekulation.

Der Verkauf von Put- und Call-Optionen auf Aktienindizes ist mittlerweile eine etablierte Short Volatility-Strategie. Allerdings gibt es nur wenige investierbare Strategien, die den Zugang zu Volatilitätsrisikoprämien in anderen Anlageklassen ermöglichen.

Die Dynamik der Anleihen- und Devisenmärkte unterscheidet sich ein wenig vom Aktienmarkt; so ist beispielsweise die Asymmetrie bei Anleihen weniger stark ausgeprägt als bei Aktien. Dennoch gibt es auch hier ein deutliches Renditepotenzial. Zudem können bei einer Erweiterung um andere Anlageklassen Diversifikationsvorteile genutzt werden.

Ein anschauliches Beispiel bietet die Situation rund um den „Brexit“:

Entgegen den Erwartungen und der erneut gestiegenen „Brexit“-Unsicherheiten zum Trotz, verzeichnet der britische Aktienindex (FTSE 100) derzeit nur einen geringen Volatilitätsanstieg. Die Volatilität des britischen Aktienmarktindex bewegt sich weitgehend im Einklang mit der Volatilität von globalen Aktienmärkten und notiert immer noch deutlich niedriger als in den Jahren 2008, 2011 und 2015/2016.

Im Gegensatz hierzu ist die Volatilität im GBP/USD-Wechselkurs aufgrund der Bedenken hinsichtlich der zukünftigen Entwicklung des Britischen Pfunds deutlich gestiegen und für Optionsverkäufer sehr attraktiv. Die Volatilität des GBP/USD-Kurses hatte sich im November 2018 abrupt verdoppelt und verbleibt seitdem auf erhöhtem Niveau.

Der Verkauf von Volatilität war hier zuletzt sehr profitabel und konnte im Portfoliokontext die negativen Renditen der globalen Aktienmärkte in 2018 teilweise kompensieren.

Auf den ersten Blick erscheint die Volatilitätsrisikoprämie an den Aktienmärkten attraktiver.

Als Proxy-Maß für die Volatilitätsrisikoprämie kann die Differenz zwischen der impliziten Volatilität (ein Maß für die erwarteten Renditeschwankungen der Marktteilnehmer in der Zukunft) und der realisierten Volatilität (tatsächliche, rückwirkend gemessene Renditeschwankung über den gleichen Zeitraum) genutzt werden.

In absoluten Zahlen ausgedrückt ist diese Differenz an den Aktienmärkten am größten. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die Volatilität relativ zu den Anleihen- und Währungsmärkten in der Regel höher ist und die Krisen stärker ausgeprägt sind. Wird jedoch das Verhältnis von impliziter zur realisierter Volatilität normalisiert, zeigt sich auf den zweiten Blick ein ganz anderes Bild (vergleiche Abbildung 2).

Abb. 2: Verhältnis implizite/realisierte Volatilität<sup>iii</sup>

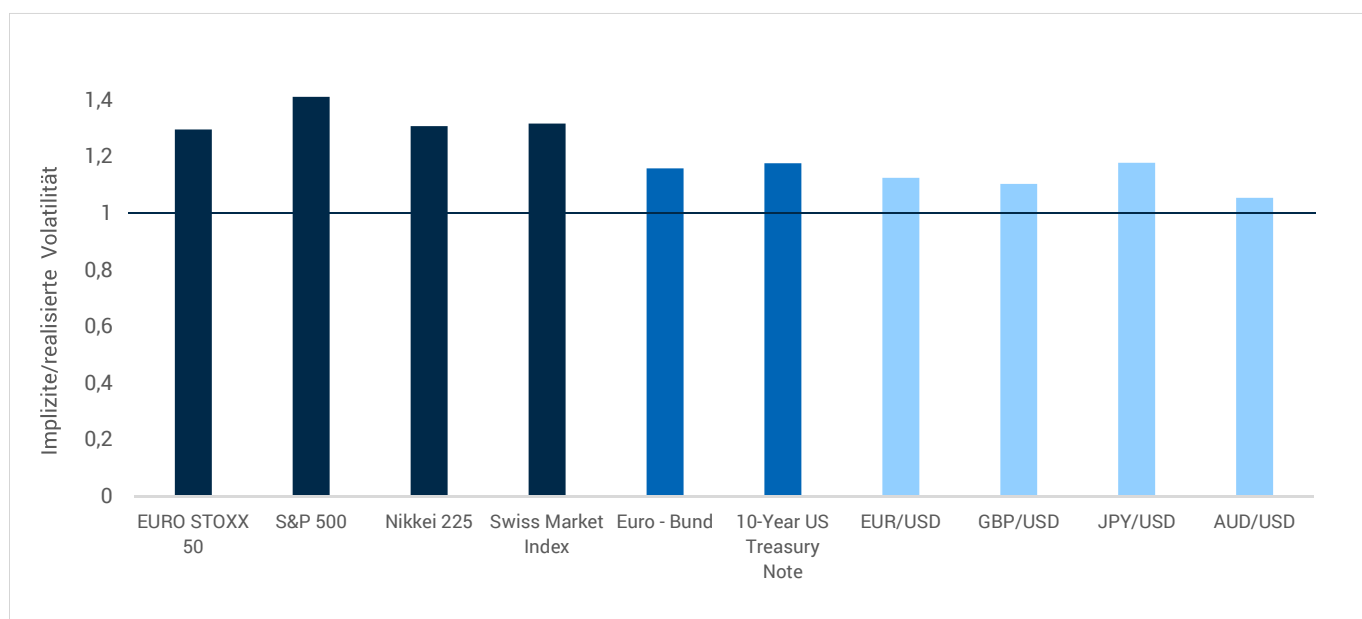


Abbildung 2 eröffnet zwei interessante Beobachtungen:

- Bei allen Basiswerten liegt das Verhältnis über 1. Dies bedeutet, dass die zu erzielende Volatilitätsrisikoprämie in allen Aktien-, Anleihen- und Währungsbasiswerten positiv ist (implizite Volatilität > realisierte Volatilität).
- Relativ gesehen ist die Volatilitätsrisikoprämie in allen Basiswerten und Anlageklassen vergleichbar hoch.

Die Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie ist daher eine Funktion des eingesetzten Hebels.

Indem die Anzahl der verkauften Optionen je Basiswert variiert wird, kann erreicht werden, dass die Optionsstrategien je Basiswert in absoluten Zahlen einen möglichst gleich großen Renditebeitrag leisten.

Die Volatilitätsrisikoprämie ist jedoch nicht konstant, wie Abbildung 2 vermuten lässt. Nicht nur die Volatilität selbst ist zeitvariabel, sondern auch die Volatilität der Volatilität (vgl. Huang, Schlag et al. für weiterführende Ausarbeitungen).<sup>iv</sup>

In Phasen erhöhter Volatilität ist die Prämie absolut gesehen attraktiver, allerdings auch unzuverlässiger, zu vereinnahmen. Das beste Umfeld zur Erwirtschaftung der Volatilitätsrisikoprämie ist eine relativ hohe, aber abnehmende Marktvolatilität. Hier erhöht die Rückkehr der Volatilität zu ihrem langfristigen Mittelwert (mean reversion) die Risikoprämie. In einem Umfeld geringer Marktvolatilität ist die Risikoprämie relativ niedriger, jedoch stabiler. Zudem gibt es Phasen, in denen sich die Volatilitätsrisikoprämie temporär umkehrt und zu Verlusten in einer Short Volatility-Strategie führt.

Durch aktives Management ist es möglich, über einen gesamten Volatilitätszyklus hinweg eine attraktive Risikoprämie zu vereinnahmen.

## Implikationen für Investoren

Eine Short Volatility-Strategie auf Aktienbasiswerte verfügt über andere Risiko/Rendite-Treiber als eine Aktien-Investment-Strategie. Entscheidend für die Performance einer Short Volatility-Strategie ist nicht die Richtung des Marktes, sondern die Amplitude der Marktbewegung.

Eine solche Strategie kann positive Renditen in Seitwärtsmärkten, in stetig steigenden und stetig fallenden Märkten erzielen (bspw. in Rezessionen). Abrupte und überproportional starke Bewegungen, möglicherweise gar in beide Richtungen, können zu vorübergehenden Verlusten führen.

Die Diversifikation über Basiswerte weiterer Anlageklassen reduziert die Abhängigkeit von Aktienmarkt Bewegungen zusätzlich – ein aus Anleger-sicht wünschenswertes Ziel. Eine Short Volatility-Strategie auf Anleihen kann in einem Marktumfeld moderat steigender Zinsen eine positive Performance liefern – eine durchaus attraktive Eigenschaft mit Blick auf eventuell zukünftige Zinserhöhungen. Eine Short Volatility-Strategie für Währungen kann auch in richtungslosen Märkten attraktive Renditen erzielen.

Werden Short Volatility-Strategien auf unterschiedliche Basiswerte kombiniert, kann die Gesamtperformance einer im Ergebnis globalen, über die Anlageklassen diversifizierten Volatilitätsstrategie stabilisiert werden.

Erhöhte Marktvolatilität und gestiegene Unsicherheiten sollten kein Grund zur Sorge sein. Im Gegenteil, sie können attraktive Renditemöglichkeiten bieten. Mittel- bis langfristig sollte unabhängig vom aktuell vorherrschenden Konjunktur- und Zinszyklus die Volatilitätsrisikoprämie positiv ausfallen.

### **Short Volatility-Investments bei 7orca**

Die oben genannten Erkenntnisse werden in dem Volatilitätsfonds *7orca Vega Return* umgesetzt. Mit diesem Fonds erhalten Investoren einen unkomplizierten Zugang zu einer über Anlageklassen gestreuten, globalen Volatilitätsrisikoprämie mit allen genannten Diversifikationsvorteilen.

Auch wenn es nach wie vor wahrscheinlich sein dürfte, dass der Fonds von abrupten, starken Marktbewegungen in beide Richtungen negativ beeinträchtigt werden dürfte, ist empirisch nachweisbar, dass die Strategie schnelle Erholungsphasen aufweist.

Der Fonds verfolgt eine quantitative, prognosefreie Optionsverkaufsstrategie, um die Volatilitätsrisikoprämie an den Aktien-, Renten- und Devisenmärkten systematisch zu vereinnahmen. Ein dynamisches Exposure-Management ergänzt die Volatilitätsstrategie um ein Marktroutationsmodell. Die Anzahl der Optionen pro Basiswert variieren in Abhängigkeit von der Attraktivität des jeweiligen Volatilitätsumfelds. Auf diese Weise wird die Volatilitätsrisikoprämie über alle Basiswerte und Volatilitätsregimes hinweg stabilisiert. Chancen in attraktiven Marktsituationen werden genutzt und Risiken in adversen Phasen begrenzt.

<sup>i</sup> Quelle: 7orca Asset Management AG. Rein zu illustrativen Zwecken. Stand: 23.01.2019

<sup>ii</sup> Ilmanen, Antti (2012): Do financial markets reward buying or selling insurance and lottery tickets? *Financial Analysts Journal*, Volume 68, Number 5.

<sup>iii</sup> Quellen: Bloomberg, eigene Berechnung der 7orca Asset Management AG. Verhältnis von 30 Tagen impliziter,

Forward-Volatilität und 30 Tagen ex-post realisierter Volatilität. Zeitraum: 01.01.2006 – 31.12.2018

<sup>iv</sup> Huang, Darien; Schlag, Christian; Shaliastovich, Ivan; Thimme, Julian (2018): Volatility-of-volatility risk, SAFE Working Paper, No. 210, SAFE - Sustainable Architecture for Finance in Europe, Frankfurt am Main.

## Disclaimer

Die in diesem Dokument vorgestellte Anlagestrategie richtet sich ausschließlich an professionelle Kunden i. S. d. WpHG und kann auch nur für solche Kunden (typischerweise in einer Fondsstruktur) umgesetzt werden kann. Sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben basieren auf der standardisierten Ausgestaltung der 7orca Vega Return-Strategie, die zu marktüblichen Durchschnittskosten ausgeführt wurde. Nähere Informationen zu diesem Standard-Investment-Prozess können Sie dem Generic RfP entnehmen, der jederzeit auf Rückfrage bei der 7orca Asset Management AG erhältlich ist. Aufgrund der unterschiedlichen Investorenbedürfnisse und -situation sowie der daraus resultierenden, spezifischen Preisgestaltung bleiben weitere, individuelle Kosten für Verwaltung und Verwahrung unberücksichtigt. Doch erstellt 7orca Asset Management AG Ihnen gerne ein spezifisches Angebot, welches Ihre individuellen Anforderungen und Gegebenheiten reflektiert. **Die Wertentwicklung der Vergangenheit ist kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse.** Alle Informationen dieses Dokuments wurden nach bestem Wissen auf Grundlage der uns verfügbaren Daten erstellt. Eine zivilrechtliche Haftung kann diesbezüglich jedoch nicht übernommen werden. Hinweise auf konkrete Finanzinstrumente sind rein exemplarisch und keinesfalls als Empfehlungen im Sinne einer Anlageberatung zu verstehen. Eine Veröffentlichung der 7orca Asset Management AG. Stand: 23.01.2019

### **Ansprechpartner:**

Tindaro Siragusano, CEO

[tindaro.siragusano@7orca.com](mailto:tindaro.siragusano@7orca.com), DW -10

Sven O. Mueller, Head of Relationship Management,

[sven.mueller@7orca.com](mailto:sven.mueller@7orca.com), DW -13

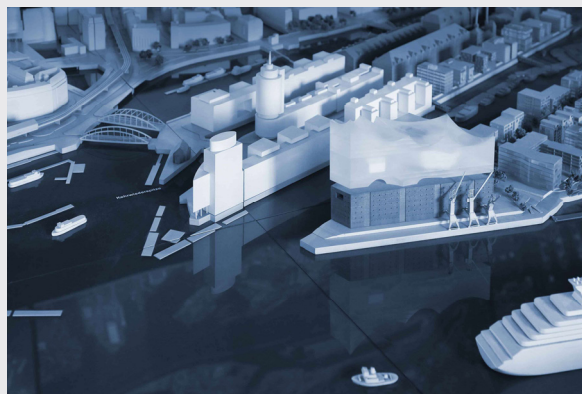
André Bode, Senior Advisor

[andre.bode@7orca.com](mailto:andre.bode@7orca.com), DW -11

+49 (0) 40 3346 046-0

7orca Asset Management AG

Am Sandtorkai 77, 20457 Hamburg,  
Deutschland



7orca Asset Management AG ist ein unabhängiger, systematischer und fokussierter Asset Manager. Mit seinem erfahrenen Team betreut das Unternehmen institutionelle Kunden im Bereich Overlay Management und Short Volatility-Strategien. Mehr Infos unter: [www.7orca.com](http://www.7orca.com)

# 7orca