



## Time is on my Side Eine Gegenüberstellung verschiedener Zeitwertstrategien.

### Executive Summary und Conclusio

- Eine Gruppe von Zeitwertstrategien wird relativ zur Marktumgebung, wie auch im Vergleich mit den Gruppen-Kontrahenten über die Periode der letzten zwei Jahre betrachtet.
- Mehrheitlich schneiden die Fonds dabei gut ab: Ertragsentwicklung, Unabhängigkeit vom Markt, wie auch die Auswirkung positiver- gegenüber negativer Marktphasen hinterlassen eine insgesamt positiven Eindruck, wenn auch nicht für alle Gruppenmitglieder.
- Die Betrachtung muss aber gegen die, in der Betrachtungsperiode für diese Strategiegruppe, sehr favorable Marktumgebung kontrastiert werden.

### Hintergrund

Volatilität als Asset Klasse wie auch als Risiko Faktor mit ausweisbarer Risikoprämie erfreut sich unter Anlegern großer und immer noch größer werdender Beliebtheit. Die zunehmende Beliebtheit dieser Asset Klasse ist dabei nicht nur der Zentralbank gesteuerten Liquiditätsschwemme geschuldet, die jede Alternative zu bisherigen Anlageklassen euphorisch willkommen heißt. Auch der momentane Hype neue Risikofaktoren mit monetisierbarer Risikoprämie zu erschließen unterstützt diese Entwicklung. Zwar wird die Volatilitätsprämie schon lange indirekt und z.T. unbewusst über diverse Options-Zeitwertstrategien monetisiert, aber erst in kürzerer Vergangenheit gibt es vermehrt Angebote, welche sich auf die reine Volatilitätsprämie fokussieren.

Allerdings ist mittlerweile Vorsicht geboten: Volatilität kennt seit einiger Zeit nur die Richtung nach unten, dementsprechend ist bereits ein gigantisches Volumen u.a. in Short-Vola ETFs gebunden, was nicht in gleicher Form über Optionsmärkte abgeleitet werden kann (letztlich finden auch die Absicherungen über Varianz- und Volaswaps ihren Weg in den Optionsmarkt). Auch Risk-Parity Strategien sind von ihrer Risikoexponierung short Vola ausgelegt. Nicht zuletzt ist bemerkenswert, dass In den USA, wo man früher Options-Schreibfonds stets belächelt hat, genau diese Strategieform massiven Zulauf verzeichnet.

Das alles bedeutet natürlich nicht dass die Short-Vola Party bald zu Ende geht. Als Teilnehmer sollte man allerdings schon strategisch nahe am Ausgang positioniert sein.

### Grundlegendes:

Wir werden uns in diesem Report wieder einmal mit der Asset Klasse der Options-Zeitwertstrategien im weiteren Sinne beschäftigen und eine Reihe von Optionsfonds betrachten. Die ausgewählten Fonds wenden dabei verschiedenen Options Strategien an, durchaus auch auf verschiedenen Underlying Märkten. Gleich ist Ihnen neben der Nominierung in EUR auch der positive Carry, i.e. alle profitieren von Zeitprämie (aus Volaprämie oder Optionsprämie), wenn auch von leicht unterschiedlichen Quellen gespeist.

Eine Eigenart für die betrachteten Fonds ist, dass sie alle eine einzige Optionsstrategie verfolgen - wie z.B. Optionsverkauf als Bereichshandel, Zeitprämie/Skew & Term Structure über Calendar Spreads, Volaprämie über Delta-neutral oder Varianzswaps, Relative Vola-Value Strategien etc. Ebenfalls gemein ist den Fonds mit einer Risikoabsicherung zur Reduktion des typischen negativen Skews von Zeitwertstrategien aufzuwarten, hier allerdings streben die Fonds i.a. danach sich von anderen mit scheinbar intelligenten Absicherungskomponenten zu unterscheiden. Gemeinsam ist ihnen dann allerdings wieder die Illusion, in wirklich turbulenten Marktphasen – wie wir sie schon lange nicht mehr hatten (politische Wahlen zählen wegen der sehr kurzen Einflussnahme nicht) – negative Konsequenzen für den eignen Fonds kontrolliert zu halten. Teilweise lassen die Absicherungskomponenten auf fehlendes Verständnis der bestehenden Risiken schließen: Wenn das Delta der Gesamtposition nicht gesichert ist, ist das Underlying typischerweise Hauptrisikofaktor und sollte direkt, nicht über unnötig komplexe Konstruktionen („stay linear!“), Gegenstrategien oder Cross-Hedging kontrolliert werden. Ist das Delta gesichert liegen die Risiken eher im Vega und dem Gamma-Theta Duett

# Absolute World

## Analytics Insight Report

### 23. Ausgabe

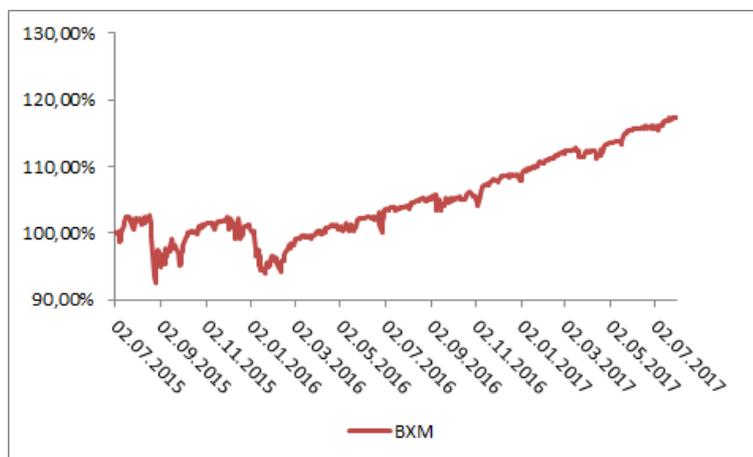
August 2017



(oder besser: Gamma&Skew-Theta Duett). Etc.

Im Grunde genommen sind aber die in Deutschland im Umlauf befindlichen Zeitwertstrategien „One trick ponies“, jede nutzt nur einen jeweils kleinen Aspekt der Möglichkeiten, welche Optionen bieten. Fonds, die eine größere oder gar die gesamte Partitur der Möglichkeiten ausnutzen sind in Deutschland nicht wirklich zu finden, da muss man dann schon auf internationale Hedge Fonds ausweichen.

Das Umfeld für Zeitwertstrategien war, zumindest in unserer Betrachtungsperiode der letzten 2 Jahre (Jul 2015 –Jul 2017) formidabel: Stetig aufwärts an den Aktienmärkten, hin und wieder durch – 2015 auch kräftigeren – Abschwüngen unterbrochen, welche sogleich mit einem Aufschwung gekontert wurden. Dazu stetig fallende Volatilitäten. Gut repräsentiert ist der Effekt der favorablen Umgebung auch durch den CBOE Call Writing Index, welcher eine simple, nicht abgesicherte, rollierende Strategie von Call Overwrites auf den S&P Index nachbildet. Der reine Performanceverlauf (in USD), unten graphisch dargestellt, sieht beeindruckend aus – ist aber zu einem guten Teil der Umgebung geschuldet.



#### Zur Sache

Die von uns, wie stets willkürlich ausgewählten Fonds sind folgende:

Fonds	Fondsgesellschaft	ISIN	Alias
Kapital Plus	Allianz GI	DE 0008476250	AGI KP
Volatility Strategy	Allianz GI	LU0417273579	AGI VS
LRI Optoflex	Feri	LU834815101	Feri
Alpha Strategies	Metzler	IE00B8KKJW05	Metzler
RP Vega	RP Crest	DE 000A0RB9E6	RP Crest
Dymacs Vola Premium	Berenberg	DE000A0YKM65	Berenberg
Paragon	Greiff Capital Management	DE000A1J31Z1	Greiff
Volatility Invest	Lupus Alpha	DE000A0HHGG2	Lupus

In der nachfolgenden Betrachtung setzen wir die Fonds gegeneinander, wie auch relativ zum Markt. Als Markt betrachten wir dabei den €Stoxx 50 Index („Index“) unabhängig davon, welche Märkte von den Fonds mit ihrer jeweiligen Strategie bearbeitet werden. Insbesondere können dabei natürlich alleine durch die Auswahl eines in der Beobachtungsperiode gegenüber dem Index favorablen Underlyings Vorteile ergeben, welche unabhängig von der Strategie sind (wie z.B. Nutzung von US Indices statt europäische Indices, s. BXM). Dies ist insbesondere in die Interpretation von Korrelation zu- oder anderen Vergleichen mit dem Index zu beachten. Die Daten haben wir ggfls. wieder auf zeitliche Unterschiede im Reporting abgeglichen.

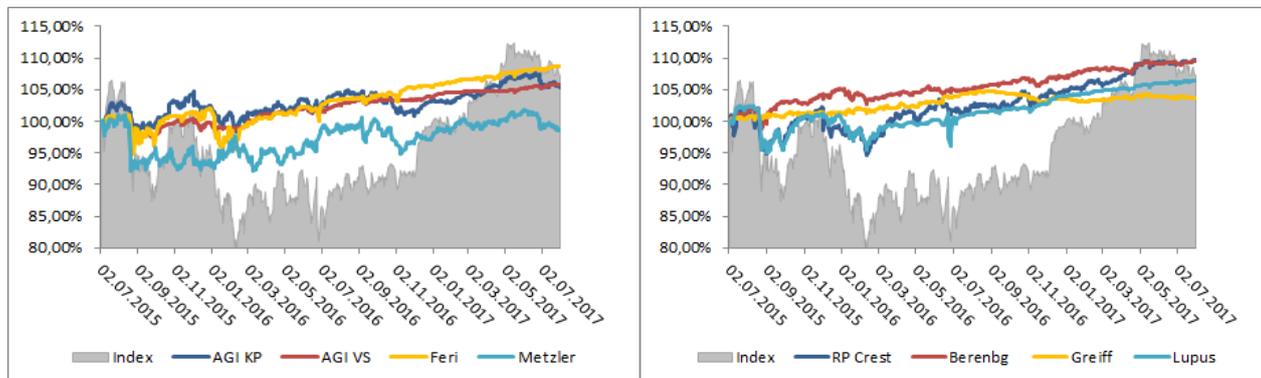
Zunächst haben wir den Performanceverlauf eines jeden Fonds über die Betrachtungsperiode gegeneinander und gegen den Index kontrastiert. Hier sollte man auf die unterschiedliche Verarbeitung der Indexschwächephasen in der ersten Hälfte der Beobachtungsperiode achten – gerade vom ersten Indexabschwung kann sich lediglich Greiff etwas lösen,

# Absolute World Analytics Insight Report 23. Ausgabe

August 2017



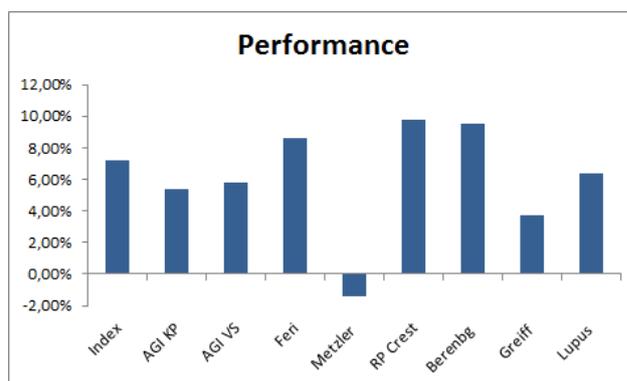
verliert diesen Vorteil aber wieder in 2017. Feri weist sehr große Ähnlichkeit mit der obigen BXM Performance auf.



Die nachfolgende Tabelle listet einige grundlegende Statistiken auf. Bei der Drawup/Drawdown Betrachtung ist das Verhältnis der beiden für die jeweiligen Zahlen von Interesse, wie auch die Relation zum Index. Hier sticht am Ehesten AGI VS hervor. Die Effizienz misst zu welchem Grad „alles richtig gemacht“ wurde, eine Kennzahl über 50% bedeutet dabei, dass mehr richtig als falsch gemacht wurde. Den Zeitwert aller Fonds sieht man in der Differenzierung der Up-Wochen zu den Up-Tagen relativ zum Index: Zeitwert manifestiert sich über Zeit, die Relation von Up-Wochen zu Up-Tagen sollte bei den Fonds deutlich höher als beim Index sein.

	Index	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Performance	7,19%	5,41%	5,78%	8,64%	-1,40%	9,73%	9,51%	3,68%	6,35%
Volatilität	20,28%	9,25%	5,39%	2,69%	6,56%	8,91%	6,84%	3,39%	2,14%
Korrelation	100,00%	56,89%	60,45%	51,95%	11,92%	43,58%	35,41%	36,73%	72,05%
Max Drawdown	-26,62%	-6,08%	-3,69%	-6,74%	-8,92%	-7,50%	-3,38%	-1,77%	-7,22%
Max Drawup	43,83%	9,45%	9,04%	14,69%	10,76%	15,96%	10,82%	4,83%	11,89%
Effizienz	51,18%	54,69%	52,20%	55,49%	53,94%	49,86%	53,19%	56,36%	53,99%
Up-Tag	50,84%	58,13%	52,52%	61,87%	55,70%	50,28%	55,70%	57,20%	49,91%
Up-Wochen	55,96%	56,88%	70,64%	72,48%	51,38%	59,63%	62,39%	53,21%	64,22%
Bottom to End	29,03%	7,10%	8,69%	13,87%	6,55%	15,10%	10,69%	3,73%	11,30%

Zur besseren Illustration haben wir nachfolgend noch drei der Kennziffern graphisch aufbereitet:



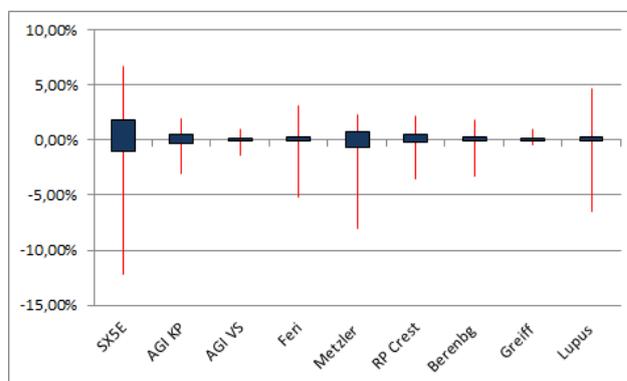
# Absolute World Analytics Insight Report 23. Ausgabe

August 2017



Die wöchentlichen Erträge sind nachfolgend in Tabelle und Boxplot reflektiert. Q25 bzw. Q75 bedeuten dabei das 25% bzw. 75% Quantil, der Boxplot fasst im „Körper“ die Bandbreite der mittleren 50% Ertragswochen zusammen, die Fäden reichen zum minimalen Wochenenertrag hinab, bzw. zum maximalen Wochenenertrag hinauf. Der Index weist dabei ein deutlich asymmetrische Bild auf: Der untere Faden (25% unterste Erträge) ist länger als Körper (50% mittlere Erträge) und oberer Faden (25% oberste Erträge), beide Fäden sind länger als der Körper – obwohl sie jeweils nur die Hälfte der Wochen des Körpers reflektieren.

weekly	Index	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Min	-12,14%	-2,98%	-3,15%	-5,17%	-6,98%	-3,49%	-3,26%	-0,43%	-6,48%
Q25	-1,07%	-0,33%	-0,01%	-0,02%	-0,50%	-0,15%	-0,07%	-0,12%	-0,06%
Median	0,28%	0,11%	0,08%	0,08%	0,06%	0,14%	0,09%	0,01%	0,08%
Q75	1,78%	0,50%	0,21%	0,33%	0,70%	0,54%	0,27%	0,13%	0,31%
Max	6,69%	1,91%	0,95%	3,15%	2,49%	2,24%	1,86%	0,98%	4,65%



Nur der Vollständigkeit wegen haben wir Alpha und Beta (tägliche Erträge) der Fonds gegenüber dem Index aufgelistet. Die niedrigen Betas überraschen im vorherrschenden Umfeld der Beobachtungsperiode kaum, reflektiert das Beta (in einer „mean-squared-deviation“ Regression) doch neben der Korrelation auch das Verhältnis der Volatilitäten.

	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Beta Index	15,21%	8,02%	16,98%	5,37%	14,86%	5,90%	3,89%	24,20%
Alpha ann.	2,56%	2,12%	2,96%	0,56%	3,52%	4,13%	1,60%	1,48%

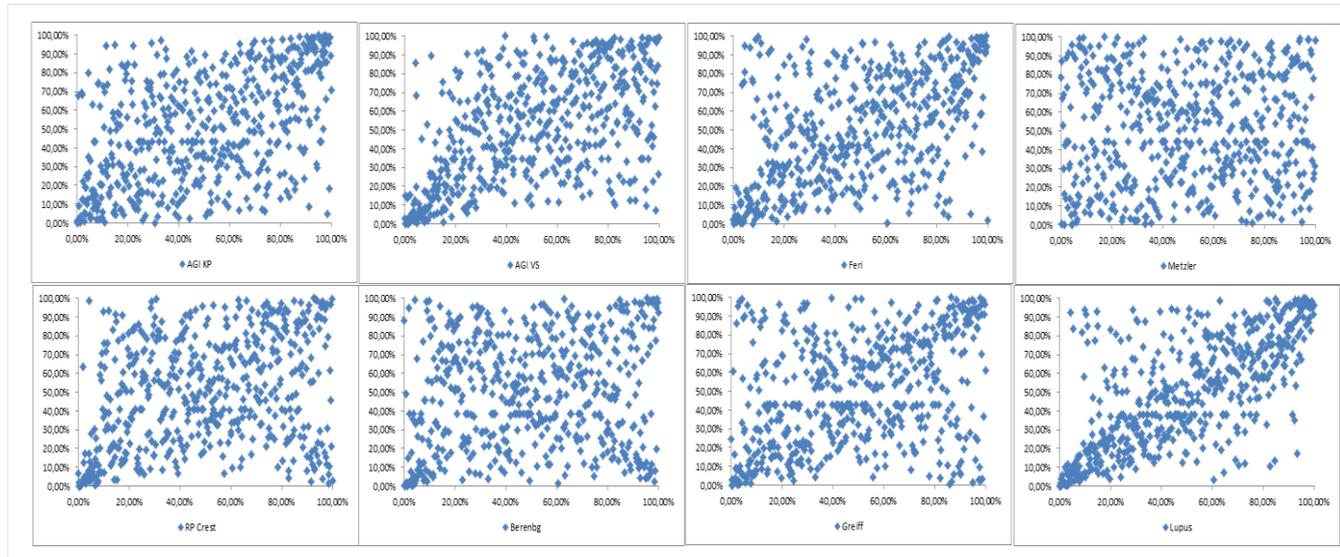
Ein etwas differenzierteres Bild geben die Q-Q Plots der täglichen Erträge ab: Hier werden die Quantile der täglichen Indexerträge (x-Achse) den Quantilen der täglichen Fondserträge in einem Scatter-Plot gegenübergestellt. Sie vermitteln einen Eindruck darüber, inwieweit die Rangordnung der täglichen Fondserträge mit der entsprechenden Rangordnung beim Index zusammentrifft. Nähe zum Index wird hier durch eine Akkumulation um die Diagonale – wie bei Lupus zu erkennen – ausgewiesen. Unabhängigkeit erzeugt ein gleichverteiltes Bild, wie z.B. bei Feri – wobei diese auch den unterschiedlichen bearbeiteten Underlying geschuldet sein kann (bzw. in diesem Fall ist). 0%-Reporting Tage der Fonds

# Absolute World Analytics Insight Report 23. Ausgabe

August 2017



an normalen Indextagen erzeugen eine „Daten-freie Zone“ um eine horizontale Achse (nicht notwendigerweise das 50% Quantil), wie z.B. bei Greiff deutlich zusehen.



Die nachfolgende Tabelle illustriert die wöchentlichen Partizipationsraten. Wir haben diese in Wochen positiver („Partic. Up“), sowie negativer („Partic. Dn“) Indexperformance aufgeteilt. Angegeben sind dabei die Quantile der relativen Fondspenformance – die Partizipation an der entsprechenden Indexperformance - in den beiden („Up- bzw. Dn“) Phasen, das Vorzeichen gibt die Richtung an. Z. B. bedeutet eine Partizipationsrate von -10%, dass der Fonds eine negative Performance von 10% der absoluten Indexperformance einer Woche aufweist. Die extremen Werte, welche dabei als Minimum bzw. Maximum erreicht werden sind Wochen geschuldet, in welchen der Index eine Veränderung nahe null aufweist, die Fondspenformance eine „normale“ Wochenperformance aufweist. Hervorzuheben ist hier zunächst, dass im Mittel (Median) sich die Hälfte der Fonds gegen wöchentliche Indexverluste stemmen konnte. AIG VS weist in mehr als 75% der positiven Indexwochen, sowie in mehr als 50% der negativen Indexwochen einen positiven Ertrag aus. Erwartet werden sollten hier positive Kennziffern zumindest ab dem Median in der „Down“ Phase, sowie positive Kennziffern ab dem Q25 für die positive Phase.

Partic. Up	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Min	-464,18%	-21,37%	-1159,02%	-4673,75%	-125,67%	-1003,68%	-387,07%	-71,72%
Q25	4,28%	2,07%	3,88%	-34,90%	-3,93%	-2,08%	-5,52%	9,22%
Median	23,30%	6,69%	12,88%	-0,79%	17,56%	3,77%	2,20%	16,25%
Q75	40,98%	25,56%	42,56%	42,73%	54,46%	25,25%	12,19%	40,36%
Max	493,92%	815,26%	622,73%	2365,75%	1061,97%	512,89%	124,21%	527,64%
Partic. Dn	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Min	-273,28%	-45,71%	-97,89%	-378,37%	-439,19%	-158,09%	-485,92%	-68,74%
Q25	-31,47%	-4,57%	-16,63%	-51,89%	-28,02%	-6,08%	-13,53%	-18,23%
Median	-15,36%	0,90%	0,73%	1,17%	-2,60%	5,25%	-3,90%	-4,35%
Q75	9,79%	20,39%	18,12%	68,46%	57,94%	28,94%	2,07%	10,89%
Max	346,25%	129,33%	480,14%	1361,23%	1145,86%	362,21%	66,47%	374,10%

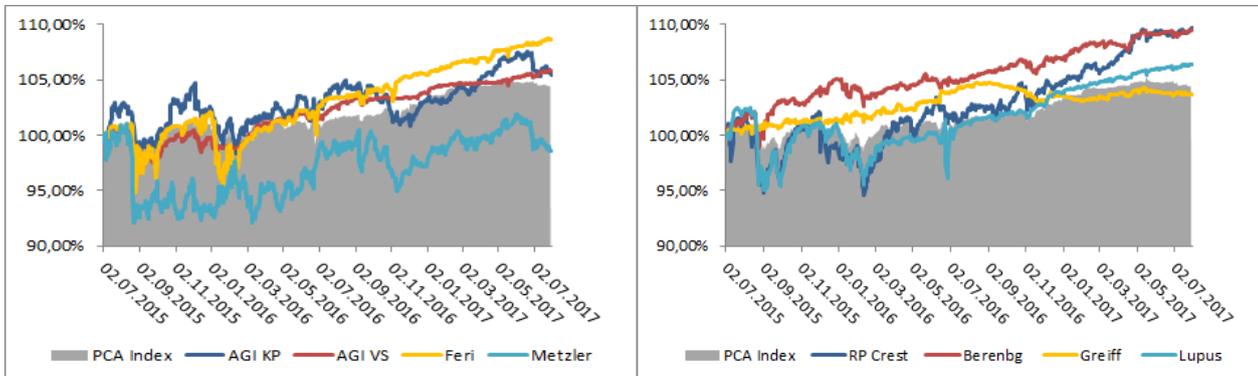
## Hauptertragstreiber

Um zu erkennen inwieweit sich einzelne Fonds von den Gemeinsamkeiten aller Fonds, i.e. von gemeinsamen Ertragstreibern abweichen, haben wir eine Hauptkomponentenanalyse der Fondserträge vorgenommen und aus den Hauptkomponenten einen Index („PCA Index“) abgeleitet. Dieser sollte die Hauptertragstreiber der Gruppe abbilden.

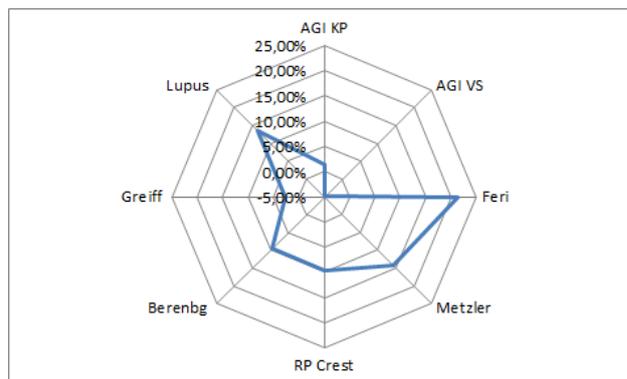
Die nachfolgenden Graphiken stellen die Performancepfade der Fonds dem Performancepfad des Haupttreibers gegenüber.

# Absolute World Analytics Insight Report 23. Ausgabe

August 2017



In der folgenden Graphik sind die Korrelationen der einzelnen Fonds zu Ihrem gemeinsamen Haupttreiber dargestellt. Lediglich AGI VS weist hier eine negative Korrelation auf, macht also etwas anders als der Rest der Gruppe. Ein negativ korrelierender Fonds mit dem Haupttreiber reduziert die Korrelationen aller Fonds zum Haupttreiber, was einer der Gründe für die eher niedrigen Korrelation sind, es sollte hier eher auf die Relation der Korrelationen untereinander geachtet werden.



Als letzte Gegenüberstellung von Fonds zu Hauptertragstreiber aben wir noch die Quartile der jeweiligen Outperformance der Fonds gegenüber dem Haupttreiber aufgeführt. AGI KP, Berenberg und Greiff lösen sich hier am ehesten positiv von den gemeinsamen Ertragstreibern.

	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
<b>Korrelation</b>	-2,65%	13,64%	11,50%	6,97%	4,77%	4,19%	-0,73%	10,61%
<b>Max</b>	3,80%	2,29%	3,49%	0,38%	4,71%	5,80%	4,60%	1,82%
<b>Min</b>	-2,04%	-2,22%	-4,13%	-8,70%	-4,41%	-0,21%	-1,11%	-3,91%
<b>Q75</b>	2,00%	0,78%	2,30%	-3,43%	1,69%	4,13%	2,03%	0,59%
<b>Median</b>	1,06%	0,31%	1,36%	-4,88%	0,71%	3,84%	1,07%	-0,17%
<b>Q25</b>	0,12%	-0,55%	-0,07%	-5,93%	-0,66%	3,35%	-0,17%	-1,17%



Zeitwertstrategien profitieren vom Vergehen der Zeit. Die Unabhängigkeit vom Index sollte sich damit mit längeren Betrachtungsperioden erhöhen. Um dies abzuschätzen stellen wir den Richtungs-Gleichlauf der wöchentlichen Index- und Fondserträge in der folgenden Tabelle dar. Angegeben sind der Anteil der Wochen, in welchen Index- und Fonds-Wochenenertrag beide jeweils positiv, beide jeweils negativ, Index positiv und Fonds negativ sowie Index negativ und Fonds positiv performen. Für alle Fonds dominiert der positive Gleichlauf, bei gegensätzlicher Ausrichtung schaffen es nicht alle Fonds positive Wochenperformance mit negativer Indexumgebung zu paaren als anders herum.

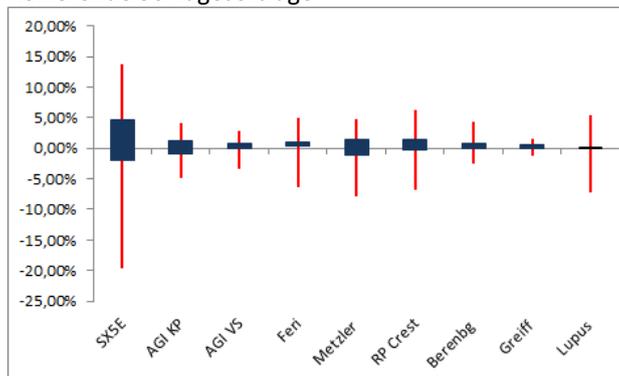
Die Overlap Kennziffern darunter geben an inwieweit große wöchentliche Indexgewinne mit ebenfalls (relativ) großen Fondsgewinnen (Up-Overlap) einhergehen. Entsprechend für Dn-Overlap und seitwärts gerichtete Wochen. AGI KP und Lupus weisen hier die größte Anbindung an den Index auf, als relativ unabhängig vom Index treten in dieser Betrachtung AGI VS, Berenberg und Greiff auf.

	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Index pos/Fonds pos	44%	51%	52%	32%	40%	36%	40%	51%
Index neg/Fonds neg	30%	23%	22%	23%	22%	17%	27%	29%
Index pos/Fonds neg	12%	6%	5%	24%	17%	20%	17%	6%
Index neg/Fonds pos	13%	20%	21%	19%	20%	27%	14%	14%

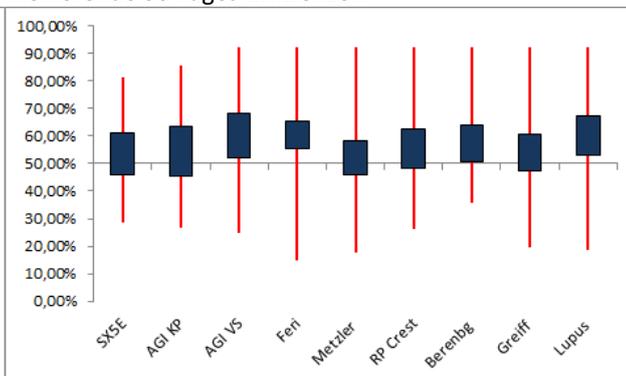
weekly	AGI KP	AGI VS	Feri	Metzler	RP Crest	Berenbg	Greiff	Lupus
Up-overlap	70,83%	45,83%	64,58%	43,75%	60,42%	39,58%	33,33%	70,83%
Dn-overlap	71,43%	42,86%	42,86%	45,71%	45,71%	28,57%	28,57%	54,29%
Sideways	24,00%	68,00%	72,00%	12,00%	36,00%	48,00%	80,00%	72,00%

Zuletzt haben wir zur Beurteilung der Robustheit der Erträge die rollierenden 30 Tages Erträge statistisch über deren Quartile erfasst und in einem Boxplot dargestellt. Wünschenswert wären hier zunächst die Positionen der „Körper“, der mittleren 50% der rollierenden Erträge soweit wie möglich im positiven Bereich positioniert zu haben. Darüber hinaus wären – in Relation zu den Körpern - kurze Fäden für die unteren- und oberen 25% zu präferieren, wie auch ein möglichst großes Verhältnis der oberen zu unteren Fäden. Zwar weisen etliche der Fonds einen Körper vollständig im positiven Bereich aus, die Größe des Körpers fällt allerdings im Vergleich zur Fadenlänge klein aus, insbesondere im Vergleich mit dem Index – als Indiz für breite Tails der rollierenden Ertragsverteilung, spricht dies eher gegen Robustheit. Bei der daneben stehenden Graphik sind die Quartile der rollierenden 30-Tages Effizienzen aufgeführt, d.h. zu welchem Grad die Fonds auf rollierender Basis „alles richtig machen“. Die Präferenzen für diese Graphik sind wie bei den rollierenden Erträgen charakterisiert, lediglich die 0-Linie wird durch die 50% Linie ersetzt. Hier weisen die Fonds wiederum zwar kleine, aber vornehmlich im positiven Bereich (oberhalb der 50%) liegende Körper auf, die Fäden weisen hier allerdings einen deutlich positiveren Bias aus.

Rollierende 30 Tageserträge



Rollierende 30 Tages-Effizienzen



# Absolute World

## Analytics Insight Report

### 23. Ausgabe

August 2017



#### Fazit:

Wir haben eine Gruppe von Zeitwertstrategien dem Markt (Index), wie auch den Gruppen-Kontrahenten gegenübergestellt. Alles in allem schneiden die Fonds in der Beobachtungsperiode der letzten zwei Jahre positiv ab: Die meisten der Fonds weisen eine einigermaßen stetige Ertragsentwicklung auf, keine allzu große Anbindung an den Index und konnten auch mehrheitlich positive Marktphasen eher für sich nutzen, als ihnen negative Marktphasen geschadet haben – ein positiver Bias relativ zur Marktumgebung. Allerdings ist dies vor einem selten so favorablen Marktumfeld für Zeitwertstrategien geschehen, der positive Eindruck muss dahingehend relativiert werden. Trotzdem muss vermerkt werden, dass aus dieser Gruppe die meisten Fonds die favorable Marktumgebung für sich nutzen konnten, was wiederum nicht alle Fonds bzw. Strategien schaffen.

Datenquellen: Bloomberg L.P., eigene Berechnungen

Absolute World ist eine unabhängige Informationsplattform zur Analyse, Selektion und Verwaltung von Absolute Return Strategien. Der periodisch publizierte *Analytics Insight Report* ist ein Marktanalyse und Hintergrundreport, welcher aktuelle Themen mit detaillierten Analysen vereint. Weiterführende Schlussfolgerungen aus den Analysen und individuelle Bewertungen erfolgen auf Anfrage.

#### Haftungsausschluss:

Der Analytics Insight Report richtet sich ausschließlich an institutionelle Investoren. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen ausschließlich der Information und stellen keine Kaufempfehlung, keine Angebot zum Kauf oder Verkauf eines bestimmten Finanzproduktes sowie keine Werbung dar. Der Analytics Insight Report greift auf Datenanbieter wie Bloomberg, sowie auf eigene Berechnungen zurück. Für die Korrektheit, Vollständigkeit und Genauigkeit der genutzten Daten und durchgeführten Berechnungen wird keine Haftung übernommen und keinerlei Garantie gegeben. Es ist zu beachten, dass die Wertentwicklung der Vergangenheit kein verlässlicher Indikator für die Zukunft ist.

© Copyright 2017, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.