Absolute World

Analytics Insight Report
18. Ausgabe

Dezember 2015

Neue Risikoprämien überall. Aber wer verdient das Geld, die Risikoprämie oder der Manager? Eine Betrachtung für Short Vola Strategien

Executive Summary und Conclusio

- Für Options-Verkaufs- bzw. „Short Vola" Strategien auf Aktienindices nehmen wir eine Aufteilung auf zwei verschiedene Risikoprämien vor: Die Differenz zwischen impliziter- und realisierter Volatilität (Volatilitätsprämie) und der, von der Aktien-Risiko-Prämie abgeleiteten Delta Prämie.
- Aufgrund der hohen (absoluten) Korrelationen zwischen Volatilitätsdifferenz und Indexerträgen scheinen beide Risikoprämien lediglich verschiedene Ausprägungen eines Risikofaktors.
- Wir versuchen eine vorgegebene Gruppe von „Short Vola" Fonds hinsichtlich der Kontribution der beiden Prämien zu differenzieren. Dies wird durch Strategiediversifikation und aktives Risikomanagement der Fonds erschwert.
- Lediglich ein Fonds der vorliegenden Gruppe lässt sich vom Ertragsverhalten als „Monetisieren der Volatilitätsprämie" klassifizieren, die restlichen sind keiner der beiden Prämien zuordenbar bzw. liegen von ihrem Ertragsverhalten deutlich näher an der Delta Prämie – unabhängig von eigenem Anspruch.
- Insgesamt erscheint zumindest für aktive Strategien die Auswahl des „richtigen" Managers wichtiger als die Auswahl der „richtigen" Risikoprämie, welche im Fonds bearbeitet wird.

Smart Beta und der Paradigmenwechsel im Marketing

Der momentan in der Fondswelt vorherrschende Smart Beta Hype hat nicht nur dazu geführt, dass die heilbringende Allokation dieser Tage nicht mehr in Marktsegmente sondern ausschliesslich in Risikofaktoren erfolgt. Er hat auch zu einer Flut von neu entdeckten Risikofaktoren und -Prämien geführt, welche die eigene Strategie zweifelsfrei als intelligente Umsetzung des neuen Mantras rechtfertigt und betrachtet. Dabei ist die auf Faktoren basierende Betrachtungsweise der Ertragstreiber einer Strategie alles andere als neu.

Die propagierte Sichtweise produziert eine einhergehende Flut von neuen Produkten, typischerweise eher passiver Natur. Wir wollen aber trotzdem nicht so weit gehen und behaupten, die Hype sei lediglich von den ETF Anbietern in die Welt gesetzt und angetrieben worden um die eigene Produktpalette gegenüber Angeboten aktiver Manager zu positionieren.

Zahlreiche der aktiven Manager reagieren bereits, nicht etwa durch neue Produkte oder einer Änderung der bisher betrieben Strategie, wohl aber durch eine Erklärung und Neuauslegung der eigenen Ertragsfähigkeit aus Faktorsicht. Wohingehend früher die Allokationsfähigkeit über Marktsegmente sowie innerhalb eines Segmentes hervorgehoben wurde, wurden die Produktpräsentationen mittlerweile dahingehend umgeschrieben, dass sie nun die bearbeiteten Risikofaktoren hervorheben und die eigenen Managementfähigkeriten als Selektionsfähigkeit der „richtigen" Riskofaktoren mit den entsprechend positivsten Risikoprämien uminterpretieren.

Insbesondere der von uns öfters mit Aufmerksamkeit bedachte „Vola-Short" Sektor, das Universum der auf Optionsverkauf ausgerichteten Strategien, hat sich in der Darstellung bereits umdisponiert. Es wird i.a. nicht mehr nur vom Versuch Optionsprämien zu vereinnahmen, eingebettet in ein aktives Risiko Management gesprochen, sondern auf die Monetisierung der Volatilitätsprämie (erzeugt durch den Volatilitäts Risiko Faktor) abgehoben.

Wir wollen uns in diesem Report wieder einmal diesem Strategie Segment widmen und betrachten in wie weit sich die treibenden Risikofaktoren und –Prämien im Ertragsverhalten der Strategien widerspiegeln. Dabei beschränken wir uns in der Diskussion auf Aktienindexvolatilitäten und den Verkauf von Index Optionen. Gerechtfertigt wird diese Einschränkung durch die positive Risikoprämie von „Short Vola" Positionen in Indices, wie sie empirisch für Index-Put bzw. Index Covered Calls belegt sind (s. z.B. Ilmanen, „Expected Returns", Wiley, 2011, sowie die dort zitierten Artikel). Die entsprechenden Risikoprämien aus Short Vola Positionen in Einzelaktien, FX oder Fixed Income sind deutlich weniger robust. Wenn wir im folgenden von Options Positionen schreiben, meinen wir stets den Verkauf von Index Puts bzw. einen Index Covered Call auf einen Index, oder sonstige short Index-Vola Position mit positiver Korrelation zu diesem Index.

Eine Einordnung
In der gängigen Betrachtungsweise wird einer Short Index Option eine vom Volatilitätsfaktor hervorgerufene positive Risikoprämie zugesprochen. Diese rechtfertigt sich u.a. aus dem negativen Skew einer Short Options Position (i.e. sporadische, hohe Verluste gegnüber stetigem Zeitwertertrag). Volatilitäts Verkäufer sollten insofern eine Risiko Prämie aufgrund der Asymmetrie der Erträge, geltend machen können: Die typischerweise unterstellte Präferenz von positivem Ertrags-Skew bedingt Risiko Prämien, welche durch hohe implizite-, über den ex post realisierten Volatilitäten, zum Ausdruck gebracht werden.

Allerdings erklärt die so über die Differenz von impliziter zu realer Volatilität definierte Volatilitätsprämie nur einen Teil der Gesamt-Risiko-Prämie einer Options Verkauf Strategie. Die zweite und gewichtigere Komponente wird durch die Delta Exponierung über die "Aktien Risiko Prämie" erbracht: Eine Long Position in Aktienrisiken wird mit einer positiven Risikoprämie assoziiert, eine Short Put Option/Covered Call weisst eine Delta gewichtete Long Position im Index aus.

Insgesamt ergibt sich somit die Risikoprämie einer Short Vola Strategie (etwas vereinfacht) aus der Differenz impliziter zu realisierter Volatilität (die eigentliche Volatilitätsprämie) plus der Delta-gewichteten Aktien-Risiko-Prämie. Das Verhätnis dieser beiden Komponenten ist i.a. sehr ungleich: Die Delta Prämie überwiegt die reine Volatilitätsprämie für die meisten Vola Short Strategien deutlich. Praktisch und etwas vereinfacht (aber nicht ganz korrekt) lässt sich dieses Verhältnis wie folgt veranschaulichen: Die Volatilitätsprämie entspricht der Differenz der Optionsprämien, berechnet mit impliziter Volatilität minus der Optionsprämie, berechnet mit (ex post) realisierter Volatilität. Die Delta Prämie entspricht der vereinnahmten Prämie einer Option bewertet mit der realisierten Volatilität.

Der größte Teil der Options Verkaufs Strategien versucht die gesamte Prämie einer verkauften Position zu monetisieren, i.e. versucht die Summe beider Risiko Prämien zu monetisieren: Es werden Optionen verkauft i.a. mit der Sicht, dass das Underlying nicht ins Geld läuft – eine Strategie welche einer „weichen" long Strategie im Index entspricht, für welche man keine festen Marken anvisieren muss und noch nicht einmal wirklich Recht haben muss. Es reicht eine Sichtweise hinsichtlich des generellen Bereichs in welchem sich das Underlying per Optionsverfall bewegen wird. Statt einem streng direktionalen Handel entspricht der Verkauf von (Put) Optionen eher einem „Bereichs-Handel". Solch eine Strategie bearbeitet somit hauptsächlich die Delta Prämie. Falls dabei noch die implizite Volatilität höher als die realisierte Volatilität ausfällt, wird die eigentliche Volatilitätsprämie gerne, häufig unbewusst, mitgenommen.
Darüber hinaus gibt es vermehrt Strategien, welche ausschliesslich die Volatilitätsprämie zu monetisieren suchen.

Die Frage welcher wir hier nachgehen wollen ist, inwieweit man Strategien welche unterschiedliche Prämien monetisieren an Hand der Daten differenzieren kann und inwieweit die Signatur der unteschiedlichen Prämien in den Ertragspfaden unterschiedlicher Strategien erkennbar ist.

Die Praxis:
Grob gesprochen liegt der Etragsanteil der Volatilitätsprämie beim wiederholten Verkauf vom am Geld liegenden Put Optionen über längere Zeiträume hinweg betrachtet bei bis zu 50%, die restlichen 50% werden von der reinen Delta Prämie erbracht. Diese Anteile verschieben sich zu Gunsten der Delta Prämie, falls die Basispreise der geschrieben Optionen weiter aus dem Geld liegend gewählt werden (bzw. auch ins Geld). Die meisten angebotenen Strategien verkaufen aus dem Geld liegende Optionen, die Monetisierung der Delta Prämie überwiegt somit die der Volatilitätsprämie.

Der reine Volatilitätshandel und insbesondere die Monetisierung der Volatilitäts Prämie als Vola Arbitrage wird zwar auch schon seit langem betrieben, aber erst in letzter Zeit vermehrt in Fonds umgesetzt. Es ist dazu ein tiefergehendes Verständnis der Materie von Nöten, auch ist die effizienteste Umsetzung über Varianzswaps erst ab einer bestimmten Größenordnung sinnvoll, um Liquidität und verlässliche Bewertungen zu gewährleisten. Auf andere Formen der Vola Arbitrage gehen wir weiter unten ein.

In der Praxis werden nicht nur Varianten zur Monetisierung der einzelnen Risiko Prämien angewandt sondern diese werden in eine Rsisikomanagement Strategie eingebettet sowie mit verschiedensten Strategiefragmenten zur Eindämmung des Tail-Risikos angereichert.

Die Isolation der Risikoprämien:
Bevor wir uns den nachfolgend betrachteten Fonds zu wenden um zu versuchen Spuren der beiden Risikoprämien im Ertragsverhalten aufzuspüren bzw. dieses den reinen Risikoprämien gegenüberstellen, gehen wir zunächst kurz darauf ein, welches die jeweiligen Standardmethoden sind um die beiden Risikoprämien herauszufiltern bzw. zu monetisieren.

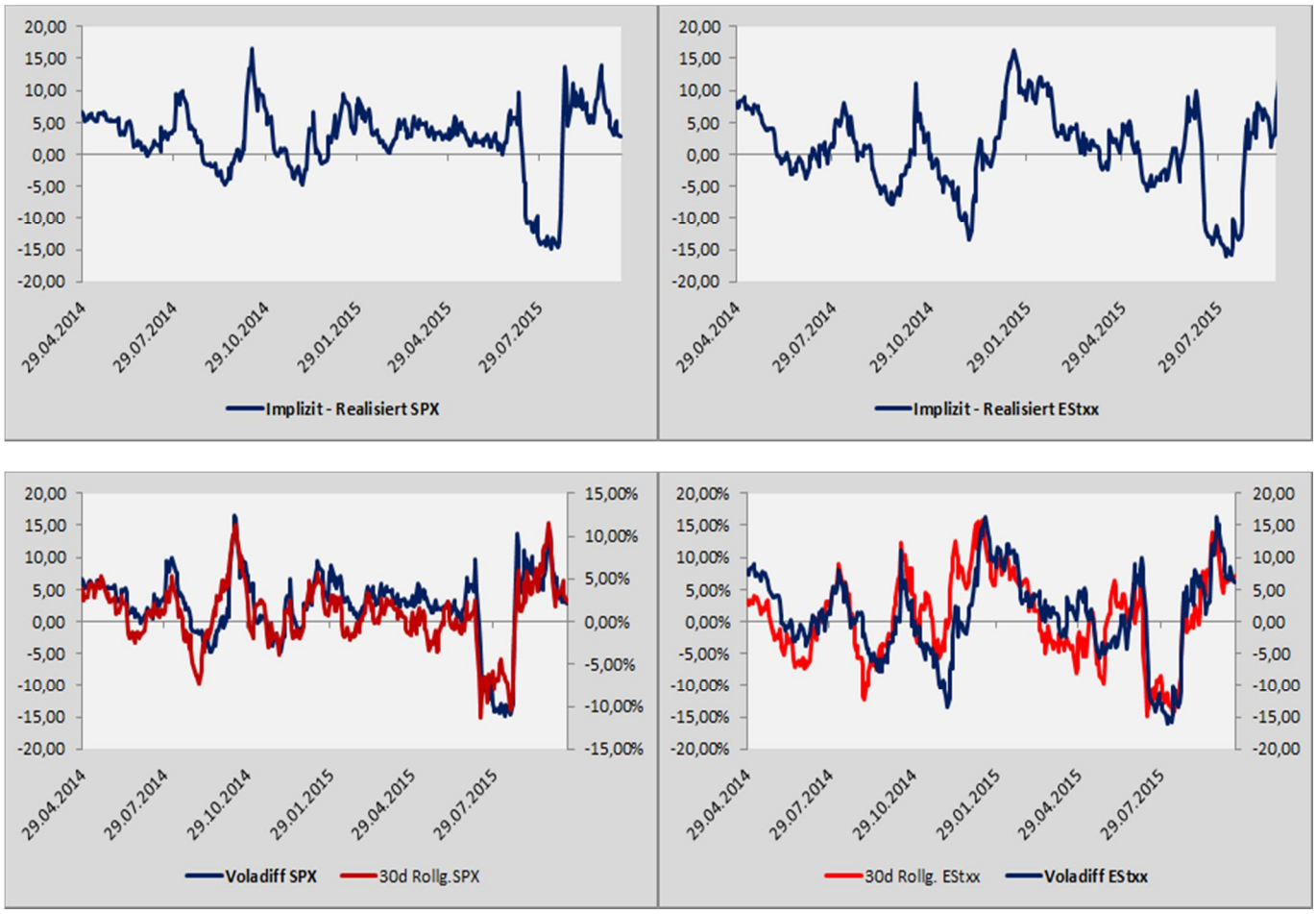
Das Filtern der Volatilitätsprämie:
Das Herausfiltern bzw. Monetisieren der Volatilitätsprämie wird durch ein Eliminieren aller Ertragsfaktoren bis auf die Differenz der impliziten- zur realisierten Volatilität erreicht. Volatilitätsswaps stellen dafür die einfachste Variante dar, deren Endauszahlung bezieht sich direkt auf die Differenz der eingangs geltenden impliziten- zur ex post realisierten Volatilität. Aufgrund schlechter Erfahrungen mit der Darstellung bzw. Absicherung von Volatilitätsswaps während und im Gefolge der 2008-er Krise wurden Volatilitätsswaps von Varianzswaps abgelöst, welche sich im Gegensatz zu diesen – zumindest theoretisch – statisch absichern und darstellen lassen. Dies sollte für bessere Liquidität und Preisstellung sorgen.
Der Vorteil von Varianzswaps zur Monetisierung von Volatilitätsprämie ist die direkte Anbindung an die Volatilitätsdifferenz (gegenüber Volatilitätsswaps natürlich mit Konvexität). Prinzipiell eignen sich somit Varianzswaps auch zur passiven Monetisierung der Volatilitätsprämie. Der Nachteil von Varianzswaps ist deren ausschliessliche OTC Handelbarkeit, was eine Kredit Exponierung sowie eine gewisse Abhängigkeit hinsichtlich der Preisstellung dem Anbieter gegenüber mit sich bringt. Auch dürfte die Liquidität in schwierigen Marktphasen eingeschränkt sein. (Tail) Risiken einer Varianzswap Positionierung bestehen in der über den Zeitverlauf sich herauskristallisierenden realisierten Volatilität und deren Spikes. Diese können prinzipiell über Volatilitätsfutures und Optionen – so sie existieren – abgemindert werden. Aufgrund der gerade gemachten Bemerkungen sind Varianzswaps für kleinere Positionen bzw. kleinere Fonds nicht wirklich geeignet, insbesondere, wenn die Größenordnung nicht ausreicht um auf mehrere Anbieter zurückgreifen zu können.

Eine weitere Variante die Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität zu monetisieren besteht in der Eliminierung der Delta Prämie durch eine Delta-neutral Strategie, i.e. der Strategie, die verkaufte Option Delta neutral (Indexrisiko nautral) und somit aus dem Underlying Risiko zu stellen. Diese Variante wird bereits seit den 80-er Jahren mit unteschiedlichem Erfolg praktiziert. Im Unterschied zu Varianzswaps ist diese Strategie per definitionem aktiv und kann nicht passiv gehalten werden. Auch ist das letztendliche Ergebnis stark pfadabhängig und kann sogar auch dann negativ ausfallen, wenn die implizite Volatilität ex post höher als die realisierte Volatilität ausfällt, selbst bei exakt eingehaltener Delta Neutralität. Eine Delta-neutral Strategie entspricht einem „Dollar-Gamma“ gewichteten, täglich adjustierten Varianzswap. Lediglich bei konstanter Volatilität (Black Scholes Welt) sichert eine exakt gehaltene Delta Neutralität einen positiven Ertrag bei positiver Volatilitätsdifferenz per Optionsverfall. Darüber hinaus weist diese Strategie ein nicht unerhebliches Gamma Risiko auf. Der Vorteil dieser Strategie besteht in der leichten und sicheren Umsetzung über börsengehandelte, liquide wie auch transparente Instrumente und ist daher insbesondere auch für kleinere Fonds/Positionierungen geeignet. Darüberhinaus kann man durch „intelligentes“ Steuern des Delta Risikos seine eigene realisierte Volatilität schaffen bzw. über den Verlauf konstruieren und eine aktive, von Managerqualitäten abhängige Ertragskomponente einbringen. Die Tail Risiken bestehen zum einen wie bei Varianzswaps in der sich realisierenden Volatilität und können genauso über Futures und Optionen gesichert werden. Zusätzlich liefert aber gerade das Gamma Risiko bei kurzen Restlaufzeiten einen nicht unerhebliche Risikobeitrag, welcher leicht unterschätzt wird. Dieses Gamma-Short Risiko wird am besten durch Long Optionen oder eine „Gamma-Scalping“ Komponente gekontert.

Das Filtern der Delta Prämie:
Strategien, welche durch den reinen Verkauf von Index Optionen versuchen die Optionsprämie zu vereinnahmen um damit Ertrag zu erwirtschaften und somit primär versuchen die Delta Prämie zu monetisieren, werden i.a. nicht expizit die Volatilitätsprämie herausfiltern bzw. eliminieren. Eine explizite Absicherung des Niveaus der impliziten Volatilität erfolgt i.a. nicht. Über die Absicherung von Tail Risiken und im Rahmen des Risiko Managements werden aber durchaus auch Volatilitätsrisiken abgesichert. Für kürzere Laufzeiten (unter 6 Monaten) überwiegen die Delta Risiken deutlich die Volatilitätsrisken. Aufgrund der hohen (absoluten) Korrelation zwischen Underlying und Volatilität, ist es sinnvoll bei einer Absicherung im Rahmen des Risikomanagements bzw. der Tail Risiko Absicherung häufig keine Unterscheidung zwischen den beiden Risikokomponenten vorzunehmen, sondern beide über die liquideren Underlying Instrumente abzusichern.

Zu den Daten:
Bei unserem Versuch die Volatilitätsprämie von der Delta Prämie differnziert zu betrachten, wollen wir zunächst die Differenzen der impliziten und (ex post) realisierten Volatilitäten des S&P 500 („SPX“) und des €Stoxx50 („EStxx“) über die letzten zwei Jahre. Dazu haben wir für jeden Tag die Differenz der 30-Tages impliziten Volatilität zu der, in den folgenden 30 Tagen, realisierten Volatilität der jeweiligen Indices aufgeführt. Diese haben wir in den darauf folgenden Graphiken mit dem 30-Tages rollierenden Indexertrag unterlegt (rollierender Indexertrag auf rechter Achse). Diese beiden Graphiken illustrieren besser und anschaulicher als jede Korrelationsbetrachtung den Gleichlauf zwischen Volatilitätsdifferenz und Periodenertrag des Index.

Dies nötigt zur Interpretation, dass die beiden Risikoprämien – Volatilitäsprämie und Delta Prämie - verschiedene Ausprägungen desselben Risikofaktors darstellen.



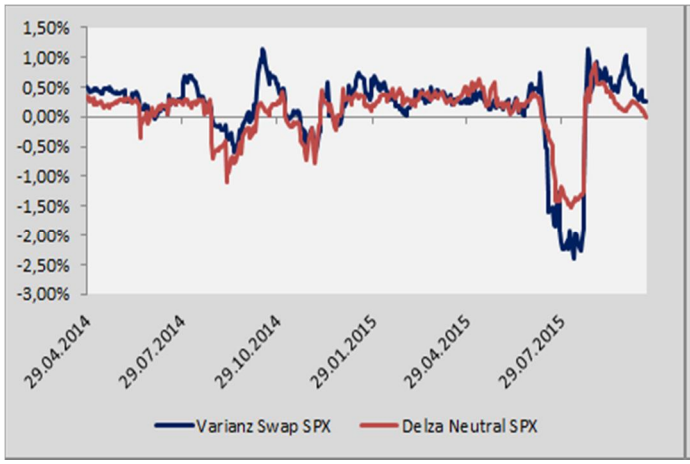
Vor diesem Hintergrund erhält unser Ersuchen die Fonds hinsichtlichen der Dominanz eines der beiden Risikoprämien auf deren Ertragsverhalten hin zu untersuchen gleich einen Dämpfer: Falls beide Prämien den gleichen Faktor als Treiber besitzen wird eine Differenzierung schwierig sein, insbesondere da die Fonds auch jeweils eigene, weitere Strategieelemente aufweisen.

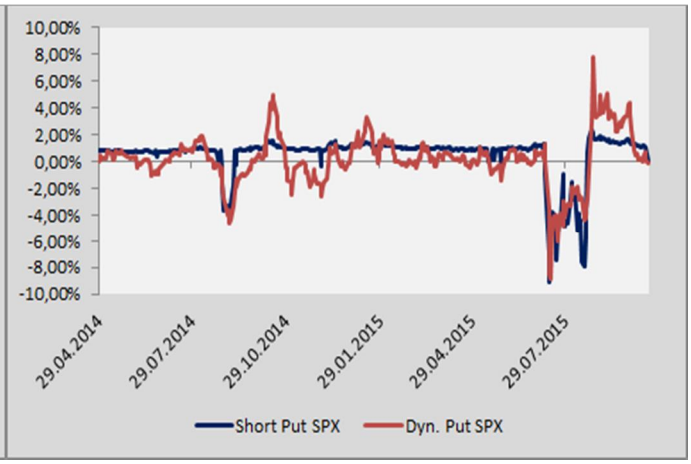
Zur weiteren Illstration betrachten wir – als Repräsentanten der Volatilitätsprämie - die rollierende 30-Tages Eträge von Varianzswaps, wie auch von Delta Neutral Strategien. Die folgenden Graphiken geben für jeden Tag den Ertrag an, welcher sich nach Ablauf der darauf folgenden 30 Tage ergeben hätte, wenn diese Positionen statisch gehalten worden wären. Die Sklalierung ist derart gewählt, dass der Varianzswap das gleiche Vega aufweist wie die, bei der Delta Neutral Strategie verkauften Optionen. Verkaufte Optionen werden – volatilitätsabhängig – 5 bis 8% aus dem Geld gewählt, die Optionslaufzeit jeweils auf 30 Tage festegelegt.

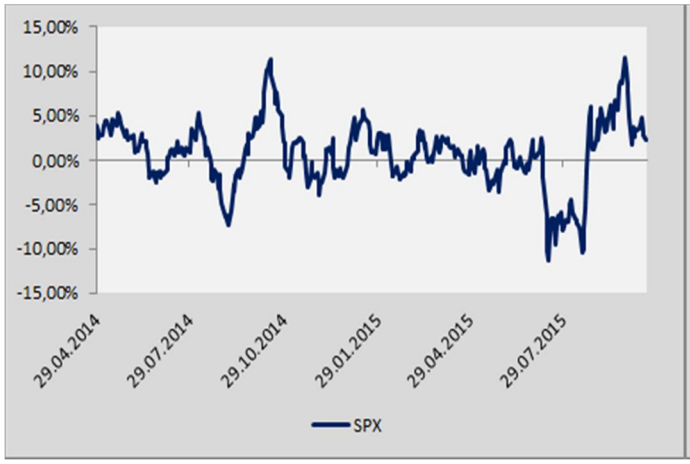
Als Repräsentant der Delta Prämie fungiert zum Einen der rollierenende 30-Tagesertrag einer Verkauf Put Position (Laufzeit 30 Tage). Sie gibt für jeden Tag den Ertrag an, welcher sich nach Ablauf der darauf folgenden 30 Tage ergeben hätte, wenn diese Position statisch gehalten worden wäre. Desweiteren nutzen wir eine dynamische, regelbasierte Put Verkaufsstrategie, welche Positionen nach Verfall oder nach bestimmten Kriterien hinsichtlich „moneyness“ rollt. Für diese Strategie betrachten wir die rollierenden 30-Tages Erträge.

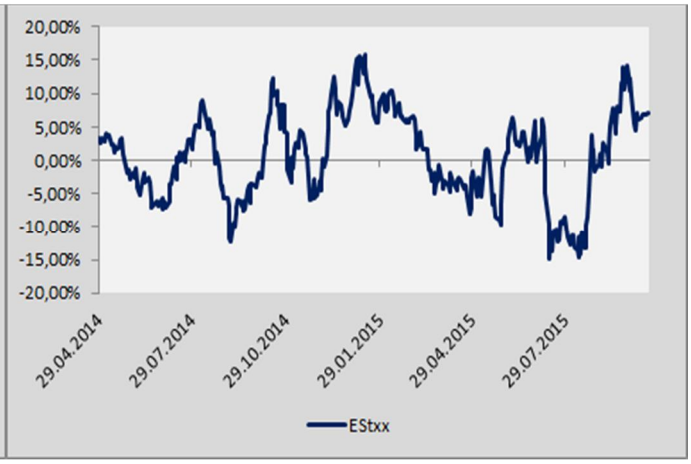
Nachfolgend sind die entsprechenden 30-Tages-Ertragspfade dargestellt, zu Vergleischzwecken haben wir die entsprechenden Graphiken der Indices hinzugestellt.

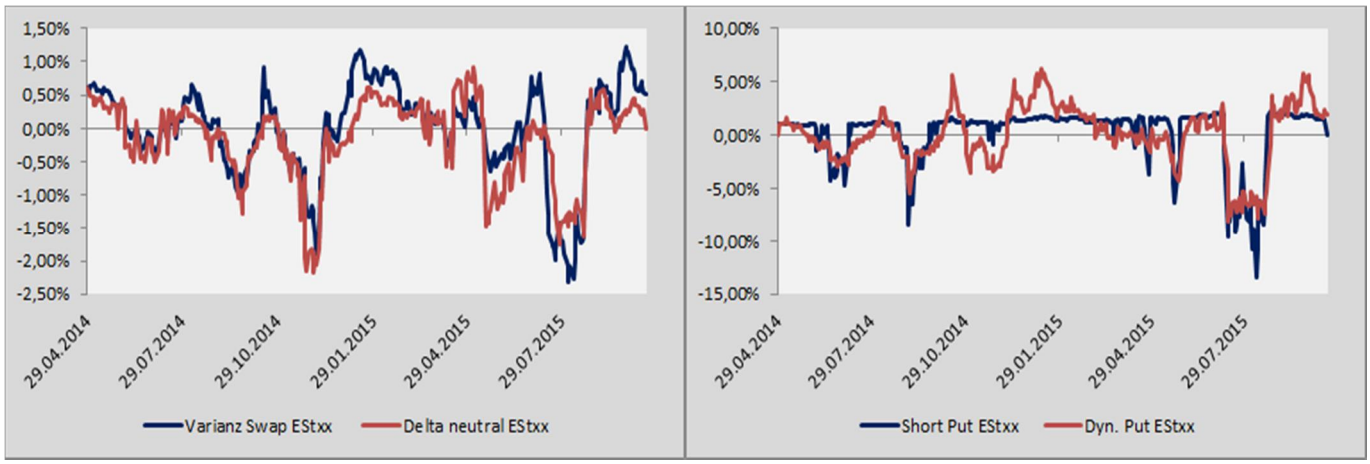
Zu beachten ist, dass die beschriebenen 30 Tages Erträge der Varianz Swaps, der Delta-neutral Strategien wie auch der Short Put Variante nicht wirklich das Ertragsverhalten eines Portfolios bzw. einer Strategie widergeben sondern eher eine Indikation darstellen, an welche Tagen eine entsprechende Positionierung über die folgenden 30 Tage opportun gewesen wäre.











Wir wollen im Weiteren folgendermassen vorgehen: Zur Illustration der Volatilitätsprämie wählen wir die rollierenden 30 Tages-Erträge von Varianzswaps, die Delta Prämie lassen wir durch die 30 Tages-Erträge der Dynamischen Put Strategie präsentieren. Das ist nicht zwar nicht ganz korrekt, da diese Strategie neben der Delta Prämie auch noch die Volatilitäts-Differenz (implizit gegen realiseirt) einfährt, rechtfertigt sich aber teilweise durch die ausgeprägte Dominanz der Delta Prämie gegenüber der Volatilitätsprämie für diese Strategie und der Tatsache, dass – wie eingangs schon erwähnt – Strategien welche auf die Monetisierung der Gesamtprämie anstreben - ebenso verfahren: Hauptaugenmerk auf Delta Prämie, die Volatilitätsprämie wird einfach mitgenommen.

Zu den Fonds:
Die nachfolgend aufgeführte Gruppe von Fonds haben wir als „Short Vola" Strategien klassifiziert. Nach und neben einiger allgemeiner Performancebetrachtungen wollen wir versuchen, auf Basis der realen Ertragspfade, eine Attribution hinsichtlich des jeweiligen Anteils der beiden Risikoprämien vorzunehmen. Dabei wollen wir nochmals betonen, dass wir nicht unterstellen dass die Fonds lediglich die eine oder andere Prämie monetisieren oder sich auch nur auf Index Strategien beschränken. Tatsächlich sind die Strategien typischerweise in etlichen Märkten aktiv, Vergleichsmöglichkeiten verwischen sich zusätzlich noch durch aktives Risiko Management. Unser Klassifizierungsversuch ist lediglich eine Spurensuche, die letztendlichen Schlussfolgerugen wären eher der Natur: „…sieht vom Ertragsverhalten so aus als wäre eine auf XY-Prämie ausgerichtete Strategie-Komponente beinhaltet…" Alle Daten beziehen sich auf den Beobachtungszeitraum vom 1. Januar 2014 bis 30. November 2015.

Die von uns betrachtete Gruppe von Fonds ist in folgender Tabelle aufgeführt:

Fonds	Fondsgesellschaft	ISIN	Auflage	Alias
Volatility Strategy	Allianz GI	LU0417273579	07.04.2009	Allianz
Amundi Vol EURO EQTY	Amundi	LU0272941112	13.11.2006	Amundi
Optoflex-I	Feri	LU0834815101	12.12.2012	Optoflex
RP Vega	RP Crest	DE 000A0RB9E6	01.02.2009	RP Vega
Ber. Dymacs Eq Mkt	Berenberg	DE000A0YKM65	03.10.2010	Dymacs
Tungsten Vegamind	Tunsten	DE000A1W8994	18.12.2013	Tungsten
LA Volatility Invest	Lupus Alpha	DE000A0HHGG2	22.10.2007	Lupus

Zunächst wollen wir eine allgemeine Performancebetrachtung anhand von wöchentlichen Perfomancedaten durchführen. Die Betrachtung von Wochendaten verwässert den Effekt einer nicht zeitgleichen, täglichen Wertfestsetzung, welche zu recht großen Abweichungen einiger Kennwerte führen kann (s. Analytics Insight Report 14. Ausgabe). Wir stellen zunächst die Korrelation der jeweiligen Fonds zu den beiden Indices EStxx und SPX fest und wählen dann für die nachfolgende Gegenüberstellung für jeden Fonds den Index, welcher die (absolut) höhere Korrelation aufweist. So werden nachfolgend einige Fonds dem EStxx, andere dem SPX gegenübergestellt – dies ist zu beachten. Die Darstellung stellt die wöchentliche Erträge des Fonds gegen den Index als Punktwolke dar, durchzogen von der Regressionsgeraden, welche den Grad und die Richtung einer linearen Abhängigkeit angibt (Anstieg der Geraden = Beta). Links neben der vertikalen Achse ist die Verteilungsfunktion der Fondserträge, unterhalb der horizontalen Achse die Verteilungsfunktion der Indexerträge abgebildet. Im unteren Teil der Graphik ist jeweils der

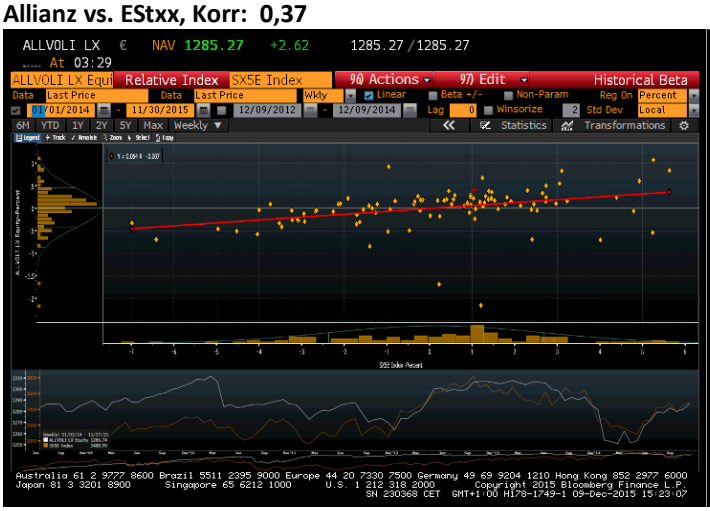
Absolute World
Analytics Insight Report
18. Ausgabe

Dezember 2015

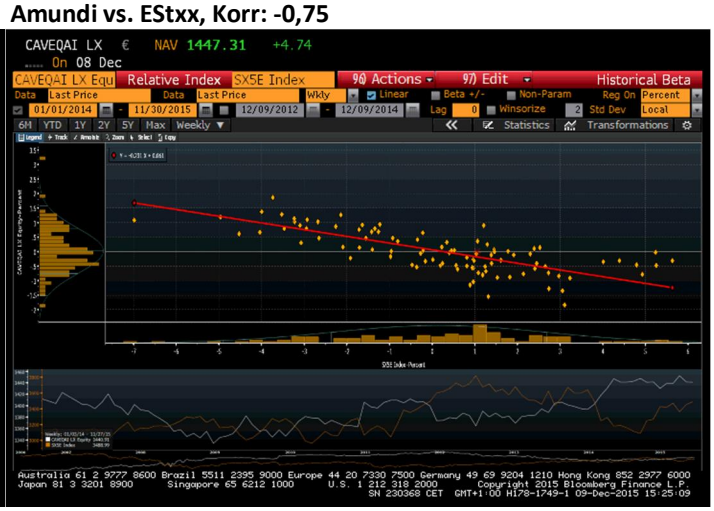
Performanceverlauf des Fonds (weiss), sowie des Index (orange) über die Beobachtungsperiode hinweg abgebildet.

Auffallend sind hierbei die negativen Ausrichtungen (negative Korrelation, negatives Beta) von Amundi wie auch Dymacs gegenüber dem jeweiligen Index – gerade das Jahr 2015 hat dabei deren Performanceverlauf sehr gut getan. Die höchste Korrelation zum Index weist Optoflex auf (gegenüber dem SPX), was auch von der Punktwolke unterstützt wird: Sie liegt sehr nahe an der Regressionsgeraden, Indikation dafür, dass man hier doch stark dem Index folgt. Dies wird nochmals durch die im unteren Teil der Graphik recht nahe beieinander liegenden Performancepfade von Optoflex und SPX illustriert.

Allianz vs. EStxx, Korr: 0,37

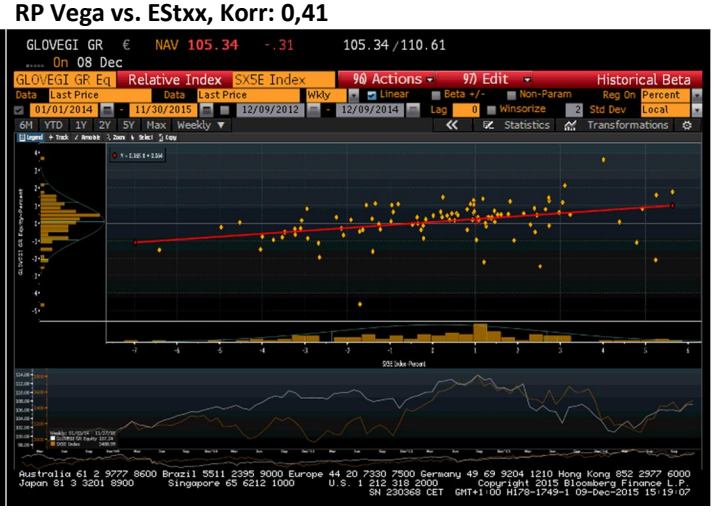


Amundi vs. EStxx, Korr: -0,75

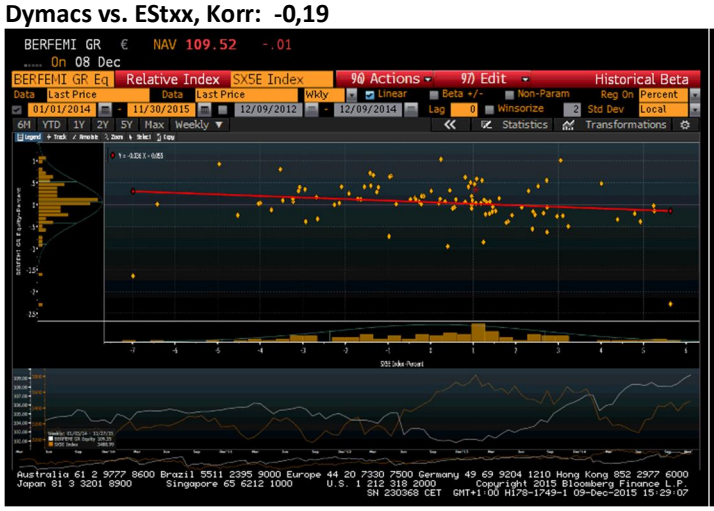


Optoflex vs. SPX, Korr: 0,85

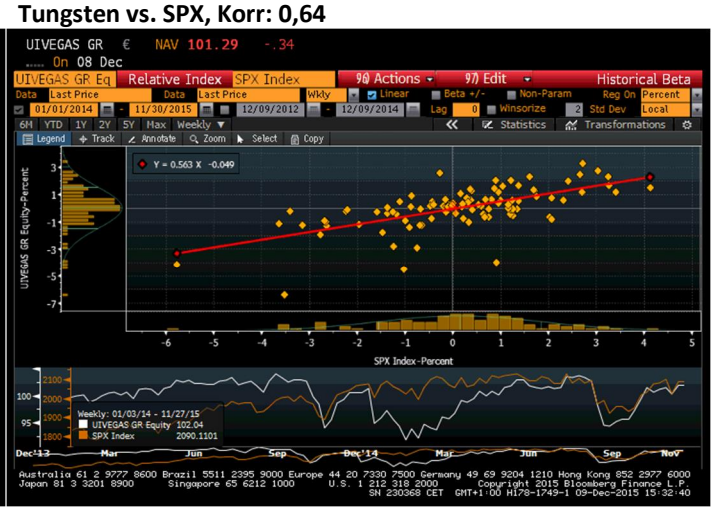
RP Vega vs. EStxx, Korr: 0,41



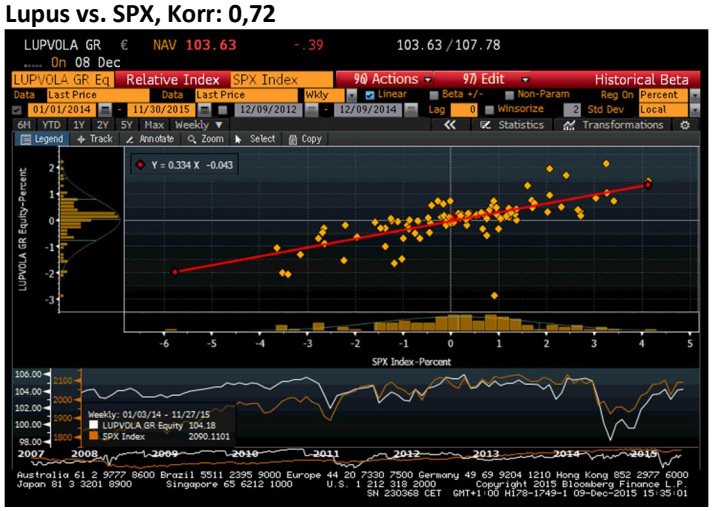
Dymacs vs. EStxx, Korr: -0,19



Tungsten vs. SPX, Korr: 0,64



Lupus vs. SPX, Korr: 0,72



© Copyright Bloomberg

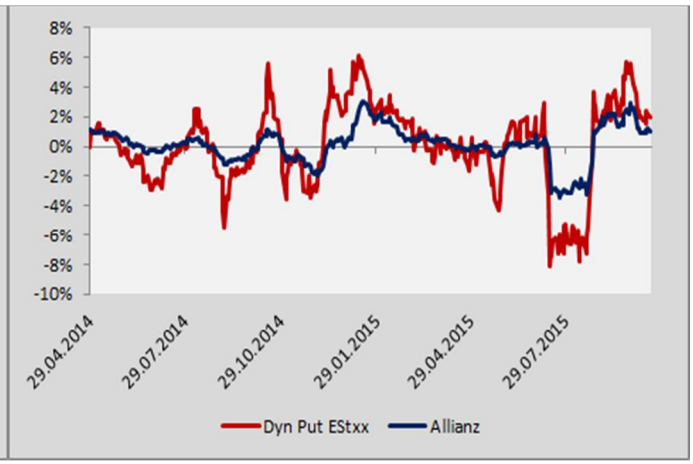
Die nachfolgende Tabelle listet einige klassische Kennziffern auf. Wir gehen hier nicht zu sehr ins Detail, da die klassischen Daten von zahlreichen Medien bereits publiziert- und interpretiert werden.
Unter Effizienz verstehen wir hier ein Maß, welches angibt in welchem Ausmaß ein Fonds „alles richtig“macht. Die Effizienz liegt für alle Fonds im eher unspektakulären Bereich. Auffallend ist eher die hohe Anzahle von „up Tagen“ bei Allianz. Die Gain to Pain Ratio gibt das Verhältnis von Periodenertrag zum maximalen Verlust gegenüber dem Anfangsniveau an (nicht maximaler Draw Down, der ist größer!).

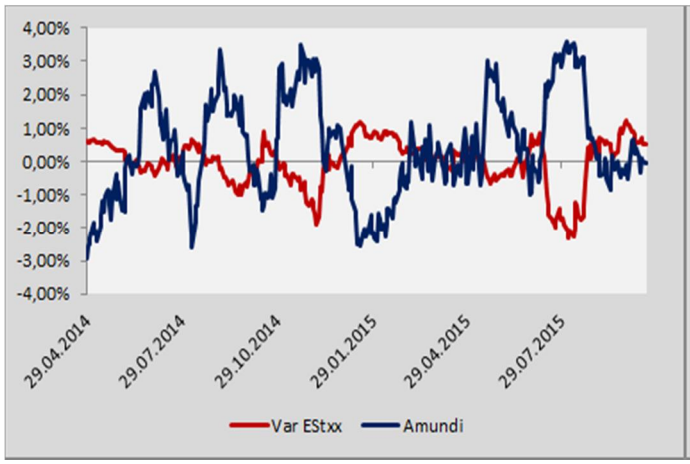
	Allianz	Amundi	Optoflex	RP Vega	Dymacs	Tungsten	Lupus	Estxx	SPX
Performance	2,63%	4,13%	8,24%	5,30%	5,32%	0,49%	1,79%	9,28%	10,76%
Volatilität	2,87%	5,48%	5,94%	7,65%	4,04%	13,82%	6,84%	20,99%	13,51%
Effizienz	52,99%	52,04%	55,08%	52,13%	54,23%	50,52%	51,12%	51,58%	52,40%
Up-Tage	62,84%	47,38%	55,86%	55,61%	57,11%	50,37%	54,86%	52,37%	51,87%
Gain to Pain	457,28%	109,02%	1395,20%	253,27%	199,65%	4,44%	42,13%	89,14%	136,23%

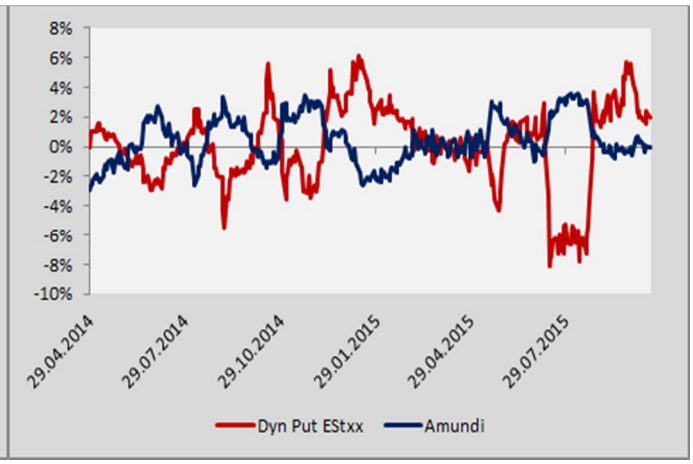
In den nachfolgenden Graphiken wollen wir das Ertragsverhalten der einzelnen Fonds gegenüber dem Ertragsverhalten von Varianz Swaps (als Repräsentant der Volatilitätsprämie) bzw. der Dynamischen Short Put Strategie (als Repräsentant der Delta Prämie) darstellen. Wir greifen auf die rollierenden 30 Tages Erträge zurück, da hier die Analyse offensichtlicher ist als in der Betrachtung des Gesamt-Performancepfads. Jeder Fonds wird wieder den Strategien auf den Index gegenübergestellt, welcher die höhere (absolute) Korrelation aufweist.

Allgemein lässt sich sagen, dass der Ertragsverlauf der Varianz Swaps konservativer als der Verlauf der Dynamischen Put Strategien ausfällt. Das würde sich allerdings durch Skalierung/Hebeln schnell ändern lassen. Unsere Betrachtung betont daher eher den Gleichlauf zwischen Prämien und Fonds.
Die weiter unten folgenden Graphiken wollen wir nicht für jeden Fonds einzeln kommentieren, wir greifen lediglich exemplarisch Allianz zur Kommentierung heraus, für die restichen Fonds belassen wir es bei kurzen Aussagen zu den prägnantesten Eindrücken.

Allianz liegt deutlich näher am Varianz Swap als an unserem Repräsentanten der Delta Prämie und kann diesen Verlauf auch noch dominieren: Die Phasen höchster Opportunität für Varianz Swaps nutzt Allianz besser als der Einzel Swap aus, die negativen Phasen weisen higegen kaum Unterschreitungen auf. Die dynamischen Put Strategie wird einigermassen deutlich dominiert – weniger ausgeprägte Spikes, insbesondere die nach unten gerichteten, deutlich mehr Phasen im positiven Bereich (mehr profitable 30-Tages Perioden).
Amundi kann keiner der beiden Teststrategien zugeordnet werden, die negative Korrelation wird auch hier offensichtlich. Optoflex passt auf beide Strategien, aber besser, fast punktgenau, auf die SPX-Dynamische Put Strategie. RP Vega ist deutlich volatiler als der Varianzswap und weist insbesonere im zweiten Teil der Beobachtungsperiode mehr Ähnlichkeit zu einer EStxx-Dynamischen Put Strategie als zu einer Volatiltäts Arbitrage auf. Für Dymacs gilt ähnliches wie bereits für Amundi. Tungsten und Lupus liegen beide näher an der SPX-Dynamschen Put Strategie, Tungsten volatiler als diese, Lupus fast punktgenau. Die Schlussfolgerungen ziehen wir im unten stehenden Fazit.



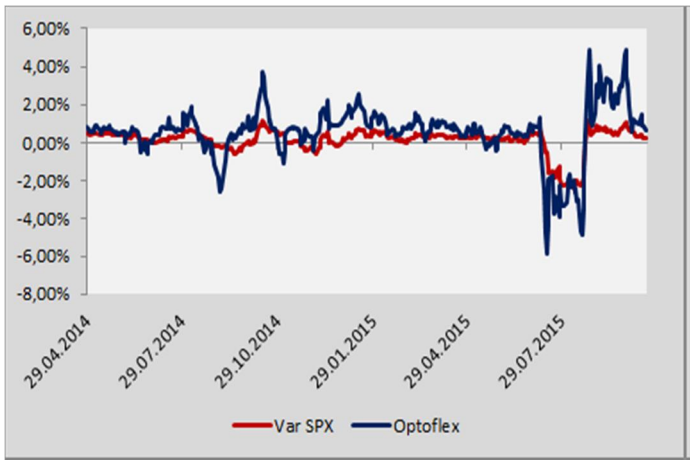


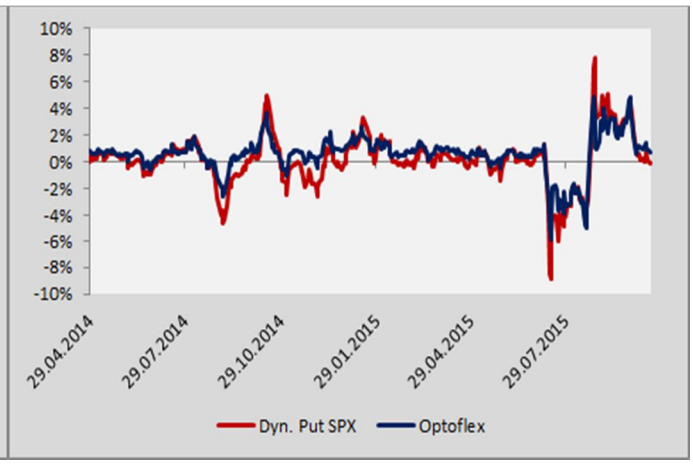


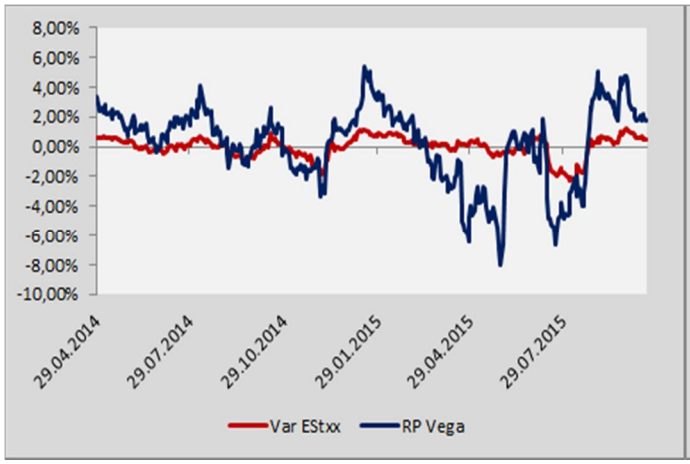
Absolute World

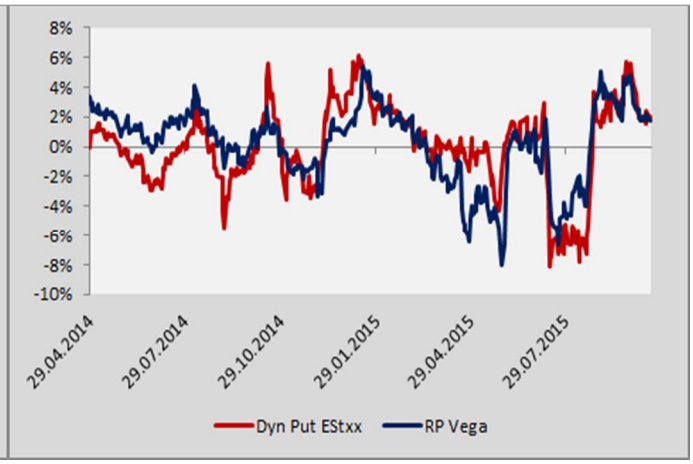
Analytics Insight Report
18. Ausgabe

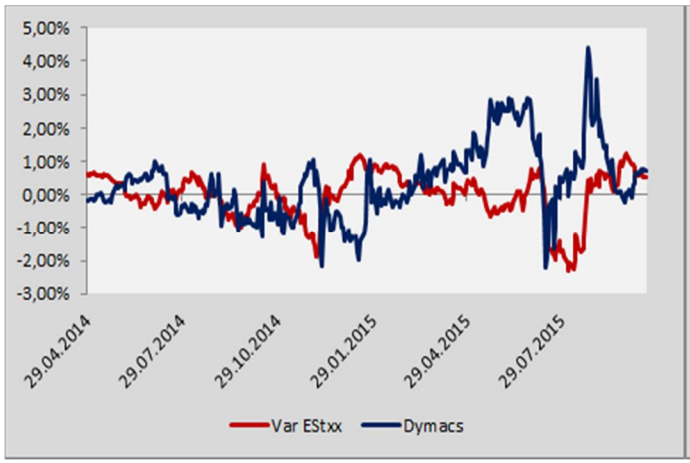
Dezember 2015

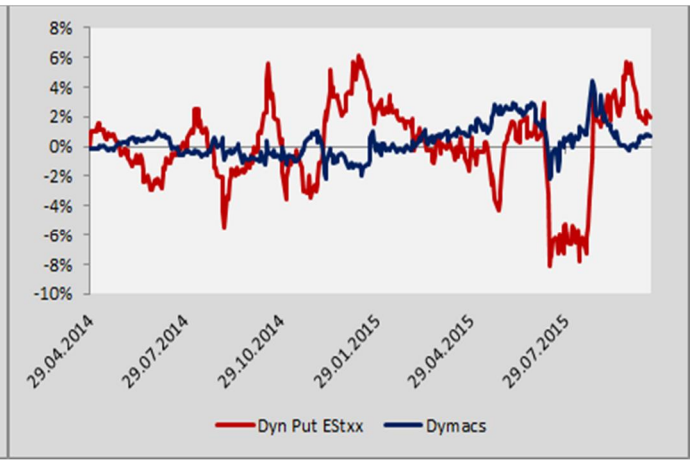


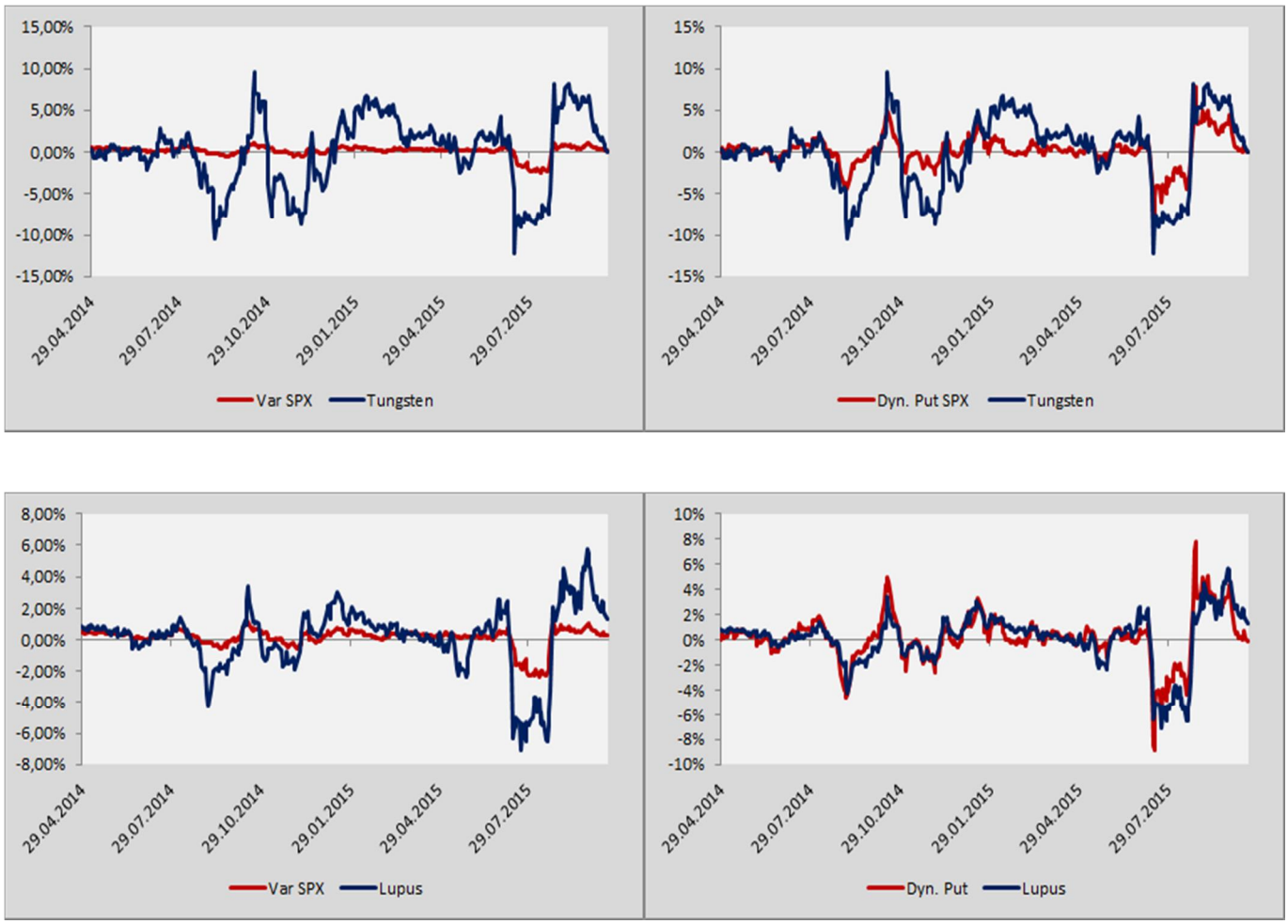












Zusammenfassung und Fazit

Für Options Verkauf- bzw. Short Vola Strategien auf Aktienindices (mit positiver Exponierung gegenüber dem Index) unterscheiden wir zwei Ertragstreiber: Die Differenz der impliziten- zur ex post realisierten Volatilität (Volatilitätsprämie) sowie die, der Delta-gewichteten Index Exponierung geschuldeten und der Aktien-Risiko-Prämie zuordenbaren Ertragskomponente (Delta Prämie). Die Volatilitätsprämie entspricht dabei grob gesehen der Options-Prämiendifferenz resultierend aus Prämienberechnungen mit impliziter gegenüber realisierter Volatilität, die Delta Prämie der Options-Prämie, berechnet mit der realisierten Volatilität. Der Ertrag einer Options Verkauf Strategie kann in diese beiden Prämien-Beiträge zerlegt werden. Aufgrund der sehr hohen (absoluten) Korrelation zwischen Volatilitätsdifferenz und Index erscheinen beide Prämien lediglich als verschiedene Ausprägungen eines einheitlichen Faktors.

Aus diesem Grund lassen sich Fonds mit Optionsverkaufs- bzw. Short Vola Strategien nur recht schwer einem der beiden Prämien zuordnen, zumindest für den von uns betrachteten Fall mit Aktienindices als Underlying. Hinzu kommt, dass Fonds in diesem Segment mehrere Märkte bearbeiten und aktives (Risiko)Management erkennbare Spuren der jeweiligen Prämien weiter verwischt. Nicht zuletzt haben etliche Fonds in der Cash Anlage – welche bei Derivat Fonds beträchtlich sein kann – durch das Eingehen von Durations- und Kreditrisiken profitiert, was sich nicht in den von uns betrachteten Risikoprämien widerspiegelt, aber bis zum Frühjahr 2015 einen stetigen Zusatzertrag erzeugt hat.

In der Konsequenz bedeutet dies – zumindest für aktiv verwaltete Fonds - dass für die Wahl einer Strategie, die Betrachtung welche der Prämien bearbeitet wird von geringerer Bedeutung ist, als die Fähigkeiten des Managers, auch wenn so mancher Marketing Ansatz zu Smart Beta Zeiten die Risikoprämien in den Vordergrund schiebt. Eine tiefergehende Analyse, welche unseren Rahmen hier übersteigen würde kann evtl. doch noch eine bessere Differenzierung vornehmen, sicher wären wir uns da allerdings nicht.

Von den hier betrachteten Fonds lässt sich – auf Basis der von uns betrachteten Daten - einzig Allianz als Bearbeiter der Volatilitätsprämie klassifizieren, die restlichen Fonds sind entweder nicht zuordenbar, oder eher der Dynamischen Put Strategie (Delta Prämie) zurechenbar. Bemerkenswert ist allerdings wie nahe einige Fonds der rein regelbasierten Dynamischen Put Strategie kommen. Das lässt dann schon wieder die Frage nach der Werthaltigkeit einer aktive verwalteten Strategie gegenüber einer maschinell arbeitenden (Smart Beta) Strategie aufkommen. Wir warten noch auf die entsprechenden regelbasierten aber ansonsten passiven Smart Beta ETF's im Short Vola Segment, um auch diese dem hier vorgenommenen Differenzierungsversuch zu unterziehen.

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 2015, Absolute World. Alle Rechte vorbehalten.
Dezember 2015