



Alles ist ersetzbar

In zinslosen Zeiten sind Alternativen gesucht, die rentenähnliche Erträge bei ähnlichem Risiko abliefern.

Bei **Rentensurrogaten** ist viel Sachverstand gefragt, um Arbeitsweise und Risiken zu verstehen.

Matthias van Randenborgh, Gründer und Mehrheitsgesellschaftler der Münchner Investmentboutique RP Crest, setzt in seinem gut drei Jahre alten und mittlerweile 324 Millionen schweren RP Vega Fonds eine alte und für Investoren doch gleichzeitig ungewöhnliche Idee mithilfe von Optionalitäten um: Er isoliert die Volatilitätsprämie, indem sein Fonds ähnlich einer Versicherung Risiken anderer Kapitalmarktteilnehmer gegen Bezahlung einer Prämie übernimmt. Über verschiedene Assetklassen und Zeithorizonte hinweg wird der Spread zwischen impliziter und realisierter Volatilität als Ertragsquelle genutzt. Das Konzept wird im Kasten „Die Volatilitätsrisikoprämie, das relativ unbekannte Wesen“ näher erläutert.



» Mit Zeichnung von RP-Vega-Fondsanteilen stellt man Eigenkapital für den Betrieb einer Versicherungsunternehmung zur Verfügung.«

Matthias van Randenborgh, Gründer und Geschäftsführer der RP Crest GmbH, München

Versicherungsdienstleistung

Als Fondsanteilsscheinzeichner agiert man quasi wie ein Partner von Lloyds, der eine Einlage tätigt und gegen Prämienzahlung Risiken versichert. Sehr ähnlich verhält es sich hier. Van Randenborgh: „Die aus der Ausgabe von Anteilen des RP Vega stammenden Mittel werden wie jene eines Eigenkapitalgebers für ein Versicherungsgeschäft verwendet, in dem diese als Haftungsmasse für die Risiken des Kapitalmarktversicherungsgeschäfts dienen.“ Der Fonds schreibt Calls und Puts (Straddles) auf Aktien, Renten und Währungen und agiert damit als Stillhalter. Die aus den Optionen resultierenden Marktrisiken (Deltas) werden täglich durch Delta-Hedges mithilfe von Käufen und Verkäufen von Futures abgesichert. Kontinuierlich wird eine deltaneutrale Position gepflegt und damit peu à

peu über die Laufzeit der Optionen die Volatilitätsprämie extrahiert. Dabei bleibt die Menge von Optionsgeschäften je Fondsanteil konstant. Der angenehme Nebeneffekt ist, dass diese Art von Geschäft – das Abschöpfen der Volatilitätsprämie – vom Zinsniveau unabhängig ist. Denkbar wäre es auch, anstelle von Straddles Varianz-

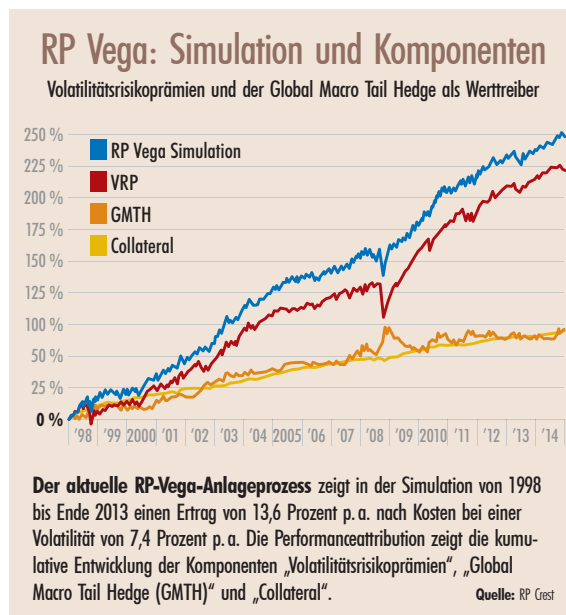
Swaps zu verkaufen. Van Randenborgh: „Im Gegensatz zu Straddles haben Varianz-Swaps eine konstante Vola-Sensitivität, diese ist unabhängig vom Marktniveau. Straddles haben eine pfadabhängige Vola-Sensitivität. Wenn der Markt fällt, bewegt man sich weg vom Ausübungspreis, und deswegen sinkt die Vola-Sensitivität eines Straddles. Diese sinkende Vola-Sensitivität

in Phasen sinkender Märkte ist eine vorteilhafte Eigenschaft der Short-Straddle-Position, schließlich steigt die Volatilität ja gerade in solchen Phasen. Die Pfadabhängigkeit erklärt im Vergleich zu Varianz-Swaps die geringere Shortfall-Anfälligkeit von Straddles in Phasen großer Crashes. Dies ist der Grund, weshalb RP Crest den altmodi-

schen Straddle einem Varianz-Swap vorzieht. Zudem ist die Liquidität bei Calls und Puts höher, und sie sind immer durch Delta-Hedges absicherbar.“ RP Vega fokussiert sich zudem auf kurzlaufende Optionen – auch hier wieder, weil diese eine geringere Vola-Sensitivität aufweisen als langfristige.

Extremrisiken rückversichert

Durch eine Implementierung der Strategie in Aktien, Renten und Währungen über die verschiedensten Regionen hinweg wird beim Extrahieren der Vola-Prämie der Grundsatz der Risikostreuung verwirklicht. Zudem sorgt ein Global Macro Tail Hedge (GMTH) dafür, dass Extremkrisen keinen schweren Schaden anrichten. Auch hier agiert RP Vega wieder wie eine Versicherung, die sich eines Rückversicherers zur Übernahme der Extremrisiken bedient. Diese Form des Airbags gegen Crashes kostet zwar laufend einen Teil des Ertrags in ruhigen Marktphasen, doch greift der Schutzmechanismus, indem er hohe Gewinne in Krisen erwarten lässt. Den Kosten



in ruhigen Zeiten begegnet der RP Vega im Collateral durch die Beimischung von zirka zehn Prozent Aktien und die Pflege einer Duration von bis zu vier Jahren. GMTH soll also greifen, sprich große Gewinne liefern, wenn sich die Aktienmarkttrenditen im schlechtesten Dezil befinden. Damit ist das GMTH-Profil genau jenem des Kernportfolios entgegengesetzt, das aus diversifizierten Volatilitätsprämien besteht und für Gewinne in ruhigen Marktphasen und nach Krisen sorgt, wenngleich es große Verluste in Krisen hinnehmen muss. Die Grafik „RP Vega: Simulation und Komponenten“ zeigt, wie sich kumulativ die einzelnen Komponenten „Volatilitätsrisikoprämien“, „Global Macro Tail Hedge“ und „Collateral“ verhalten. Dabei basiert die Rückrechnung der RP-Vega-Strategie auf der strategischen Allokation des Anlageprozesses, wie sie 2014 von RP Crest festgelegt wurde und seither gelebt wird. Berücksichtigt wurden eine TER von jährlich 1,1 Prozent, Transaktionskosten in Höhe von 1,3 Prozent im Jahr und Performancegebühren im Umfang von 20 Prozent der Outperformance über Euribor +150 Basispunkte.

QE schadet hier nicht

Während also viele andere Strategien darunter leiden, dass im Weltfinanzsystem durch die allerorten lockere Notenbankpolitik Liquidität im Überfluss verfügbar ist und damit zu Verzerrungen führt, die in niedrigen Zinsen und Credit-Spreads ihren Niederschlag finden, wird die Übernahme des Abwärtsrisikos bei Risky Assets immer noch angemessen kompensiert. Während derjenige, der Liquidität zur Verfügung stellt, nicht mehr entschädigt, sondern im Gegenteil als Investor, der Liquidität im Markt unterbringen muss, entsprechend schlecht behandelt wird und sogar Negativzinsen bezahlen muss, um seine Mittel unterbringen zu können, sind Put-Optionen weiterhin mit einer Volatilität gepreist, die das tatsächliche Risiko, also die realisierte Volatilität, überzeichnet. Diese Prämien sind die Absicherung Suchenden bereit, an den Versicherer einer Abwärtsbewegung zu bezahlen. Zusammenfassend gesagt, wird eine Versicherungsdienstleistung, wie sie der RP Vega Fonds durch den Verkauf von Optionalität erbringt, auch im „New Normal“ eher angemessen vergütet blei-



Angesichts der Situation an den Rentenmärkten ist eine ganze Industrie auf der Suche nach Alternativen mit ähnlichen Risiko-Ertrags-Profilen. Einige Ansätze nehmen sich dabei durchaus interessant aus.

ben als die Bereitstellung von Liquidität. Im Schnitt handelt die implizite Volatilität zirka drei Prozent über der realisierten Volatilität. Das ist notwendig, damit die Versicherungsgeber für die Ereignisrisiken, die sie tragen, entschädigt werden. Dieses Verlustrisiko zu übernehmen dürfte im aktuellen Umfeld

eher vergütet bleiben als das Bereitstellen von Liquidität, das nicht mehr wertschöpfend ist, weil Liquidität kein knappes Gut mehr ist.

Während Corporate-Bond- und Credit-Investoren „Short Vola“-Positionen eingehen und damit anfällig für das Anziehen der Volatilität in diesen traditionellen Assetklassen sind, die gemeinsam mit Aktien in eine Blase hineinlaufen, ist der Ansatz des RP Vega grundsätzlich blasenunabhängig.

RP Vega: Zahlen & Fakten

RP Vega – Share Class IL	
Kapitalverwaltungsgesellschaft:	Universal-Investment-GmbH, Frankfurt a. M.
Depotbank:	BNP Securities Services S.A., Frankfurt am Main
Ausgelagerter Fondsmanager:	RP Crest GmbH, München (seit 1.2.2012)
ISIN der inst. Anteilklasse IL:	DE000A1JSUA7
Mindestanlagesumme:	250.000 Euro
Verwaltungsvergütung:	derzeit 0,10 % p. a.
Depotbankvergütung:	derzeit 0,10 % p. a.
Asset-Management-Vergütung:	derzeit 0,85 % p. a.
Performance Fee:	jährlich 20 % der Outperformance über 1M-Euribor + 1,50 % zzgl. „High Water Mark“

Echte Alternative

Van Randenborgh: „Unser Ansatz ist vom Zinsniveau und den Bewertungsrelationen von Assetklassen unabhängig, daher begreifen wir uns als echte Alternative zu Renten. Volatilitätsrisikoprämien sind eine alternative Ertragsquelle – ‚Alternative Beta‘ eben – und damit eine andere Risikoprämie als die klassischen, bei denen es heute nicht mehr viel zu verdienen gibt.“



PRODUKTE & STRATEGIEN: RENTENSURROGATE

Häufig werden Put-Write-Strategien (Verkauf von meist aus dem Geld liegenden Puts ohne Delta-Hedge) auf Aktien oder Aktienindizes als Vola-Strategien positioniert. Tatsächlich handelt es sich hierbei aber eher um volatilitätsreduzierte Aktienallokationen. Die Volatilitätsrisikoprämie spielt bei diesen Ansätzen nur eine nachgelagerte Rolle, entscheidend ist bei diesen Strategien, wie der Aktienmarkt sich verhält. Das Szenario eines Salami-Crashes – also eine langsame Erosion des Kursniveaus ohne großen Volatilitätsanstieg – würde solche Konzepte alt aussehen las-

sen. In einem solchen Szenario können dann auch VIX-Calls, also Kaufoptionen auf die aus Aktienoptionen des S&P abgeleiteten impliziten Volatilitäten, die gern als

Tail Risk Hedge eingesetzt werden, ihre kompensatorische Wirkung nicht entfalten. Der Gründer gibt zu bedenken, dass hohe Sharpe Ratios oft die Sicht auf das Wesent-



» Wir sehen uns als Interessengarant für Institutionelle im Umgang mit Anlagen in Volatilitätsrisikoprämien.«

Christian Mardeck, Geschäftsführer der RP Crest GmbH

Volatilitätsrisikoprämien-Mix

Eigenschaften der Volatilitätsprämien von Aktien, Bonds und Währungen

	VRP EQ	VRP FI	VRP FX	MSCI World	JPM GBI EMU
Rendite p. a.	9,3 %	8,1 %	6,4 %	4,4 %	5,1 %
x-Rendite p. a.	6,6 %	5,4 %	3,7 %	1,8 %	2,5 %
Vola p. a.	5,0 %	5,0 %	5,0 %	18,0 %	3,9 %
Sharpe	1,3	1,1	0,7	0,1	0,6
Skew	-1,0	-1,7	-2,3	-0,5	0,0
Kurtosis	5,7	10,9	15,4	5,4	2,6
	Sept. 2008	Sept. 2008	Juni 1998	Aug. 1998	Nov. 2011
Schlechtester Monat (xr)	-5,4 %	-6,3 %	-6,1 %	-14,4 %	-2,9 %
	1998/Q3	2008/Q3	2008/Q3	2008/Q4	2008/Q2
Schlechtestes Quartal (xr)	-5,6 %	-6,9 %	-4,5 %	-21,9 %	-4,1 %
	1998	2008	2005	2008	1999
Schlechtestes Kalenderjahr (xr)	-3,2 %	-5,3 %	-4,4 %	-40,3 %	-5,4 %
Maximum Drawdown	9,3 %	10,8 %	11,2 %	59,7 %	8,0 %
von	1.9.2008	7.5.2008	20.8.2008	20.9.2000	31.8.2010
bis	29.10.2008	10.10.2008	10.10.2008	9.3.2009	25.11.2011

Die drei Volatilitätsrisikoprämien wurden ex post auf fünf Prozent Volatilität normiert. Sie weisen rentenähnliche Maximum Drawdowns auf, die sie schneller aufholen, als dies Renten tun. Gegenüber Aktien ist die Überschussrendite der Volatilitätsprämien höher. Deren Verteilungen sind deutlich linksschief und zeigen eine hohe Kurtosis. Was das schlechteste Kalenderjahr anbelangt, so sind alle drei Volatilitätsrisikoprämien in der gleichen Liga wie Euro-Staatsanleihen. Vor-Kosten-Ergebnisse für den Zeitraum 1998–2013.

Quelle: RP Crest

liche, nämlich das Verhalten eines Ansatzes bei Stress, verstellen. Shortfalls werden in der Sharpe Ratio nicht erfasst – Strategien mit tiefer Volatilität und seltenen, aber risigen Shortfalls haben hohe Sharpe Ratios.

Verständnisschwierigkeiten

Die RP-Vega-Strategie ist alles andere als trivial und erfordert vertieftes Wissen, über das nur diejenigen verfügen, die jahrelang Optionshändler in Investmentbanken waren. Van Randenborgh, der für die Deutsche Bank und JP Morgan in London zuletzt als Leiter des Optionshandels tätig war, versteht die Zurückhaltung vieler Institutioneller gegenüber dem Thema Volatilitätsinvestments. Um die Auswirkungen bestimmter Marktzustände auf die Strategie abschätzen zu können, bedarf es eines umfangreichen Know-hows, etwa in Bezug auf die Abschätzung des Drawdown- und Recovery-Verhaltens des RP Vega Fonds. Der RP-Crest-Gründer gibt einen Einblick: „Das Recovery-Verhalten der Volatilitätsrisikoprämie hängt primär von der Geschwindigkeit ab, mit der die Unsicherheit über die Wertigkeit von Wertpapieren aus dem Markt schwindet und damit einhergehend das Niveau der impliziten Volatilität sich normalisiert. Damit ist das Recovery-Verhalten der Volatilitätsrisikoprämien nicht vom Niveau der Aktienmärkte oder Zinsen abhängig. Ganz wichtig: Die Erholung der Volatilitätsrisikoprämie ist unabhängig von der Vermögenssubstanz einer Wirtschaft.“ Im Gegensatz dazu hängt das Recovery-Verhalten der klassischen Kredit- und Aktienrisikoprämie entscheidend von der Entwicklung der Substanz, Ertrags- und Zahlungsfähigkeit der Unternehmen ab. Krisen vernichten reale Werte und damit nachhaltig

Korrelationsstruktur

Volatilitätsrisikoprämien negativ zum VIX korreliert

	VRP EQ	VRP FI	VRP FX	MSCI World	JPM GBI EMU	VIX
VRP EQ	1,00					
VRP FI	0,21	1,00				
VRP FX	0,21	0,27	1,00			
MSCI World	0,09	0,05	0,21	1,00		
JPM GBI EMU	-0,04	0,15	-0,02	-0,23	1,00	
VIX	-0,31	-0,18	-0,30	-0,55	0,13	1,00

Volatilitätsprämien sind schwach positiv zueinander korreliert. Zum VIX sind alle drei negativ korreliert. Zeitraum 1998–2013.

Quelle: RP Crest





PRODUKTE & STRATEGIEN: RENTENSURROGATE

die Wertigkeit klassischer Wertpapiere. Damit sind diese Formen von Risikoprämien vermögenssubstanzabhängig.

Mean Reversion hilft

„Dass die Volatilität zum Durchschnitt zurückkehrt, ist unabhängig vom Ausgang einer Krise“, fährt van Randenborgh fort, „es folgt immer eine Beruhigung mit entsprechender Performance-Recovery. Dieses Verhalten erklärt den hohen Diversifikationsbeitrag des RP Vega Fonds.“ Ein wei-

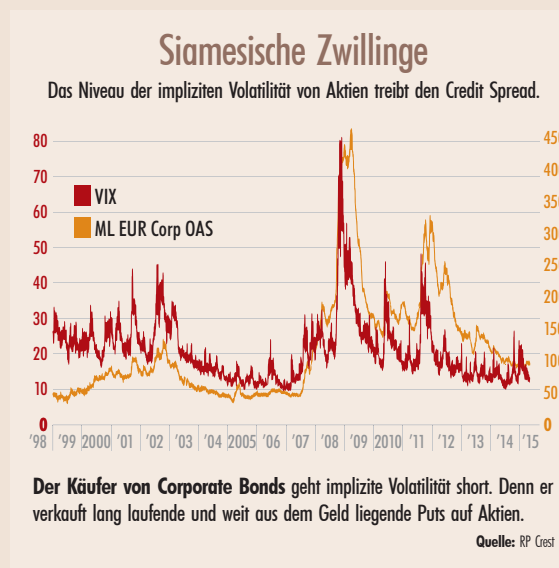
terer wesentlicher Unterschied zwischen klassischen und Volatilitätsrisikoprämien liegt in der Natur der Ertragssubstanz. Während die Ertragssubstanz der Kredit- und Aktienrisikoprämie von der Entwicklung der Unternehmensgewinne und damit wachstumsabhängig ist, verhält es sich bei der Volatilitätsrisikoprämie anders. Deren Ertragssubstanz entsteht aus der Vergütung einer Risikotransformation, die zwei Kapitalanleger miteinander vereinbaren: Der Optionschreiber übernimmt die Shortfallrisiken eines Optionskäufers, der ihm dafür durch

eine zu teuer bezahlte implizite Volatilität einen Carry gewährt. Dieser Carry ist unabhängig vom Wachstum der Volkswirtschaft. Wie sich die einzelnen Vola-Prämien für Aktien, Renten und Währungen zueinander verhalten und wie sie sich im Vergleich zu Welt-Aktien und Euro-Staatsanleihen in den Ertrags- und Risikoeigenschaften präsentieren, zeigen die Grafiken „Volatilitätsrisikoprämien-Mix“ und „Korrelationsstruktur“. Die drei Volatilitätsrisikoprämien wurden ex post auf fünf Prozent Volatilität über den Zeitraum 1998 bis 2013 normiert. Sie wei-

Volatilitätsrisikoprämien sind der bessere Kredit

Warum Credit-Spreads und implizite Aktienvolatilitäten stark korrelieren müssen

Den wenigsten Investoren ist bewusst, dass sie im Fall des Kaufs von Unternehmensanleihen faktisch darangehen, Aktienvolatilitäten zu shorten. Jedoch hat schon Robert C. Merton, Nobelpreisträger von 1997, in seiner bahnbrechenden Veröffentlichung von 1974 über die Bewertungsrelationen von Aktienvolatilitäten und Corporate Bonds auf diesen Umstand hingewiesen: Jede Unternehmensanleihe kann in eine fristenkongruente risikofreie Bondanlage und eine Short-Put-Position auf den Emittenten zerlegt werden. Die ökonomische Logik dahinter ist, dass der Kreditnehmer die „Option“ hat, Insolvenz zu melden, also zu defaulten und damit die Unternehmung zu ihrem Restwert den Kreditgebern anzudienen – genau wie bei einer gewöhnlichen Aktien-Put-Option. Wenn dem so ist, müssen Credit Spreads und die Niveaus der impliziten Aktienvolatilitäten stark korrelierte Größen sein. Genau diesen Zusammenhang veranschaulicht eindrucksvoll die Grafik „Siamesische Zwillinge“. Sie zeigt den Gleichlauf des VIX und der Kreditrisikoprämie. Beide Größen sind sogenannte stationäre Variablen. Das bedeutet, dass sowohl die Niveaus der impliziten Volatilitäten als auch die Kreditrisikoprämien langfristig um einen natürlichen Mittelwert pendeln. Wer sich diesen Risikoprämien aussetzt, erwirtschaftet jedoch einen Carry. Bei den Anleihen

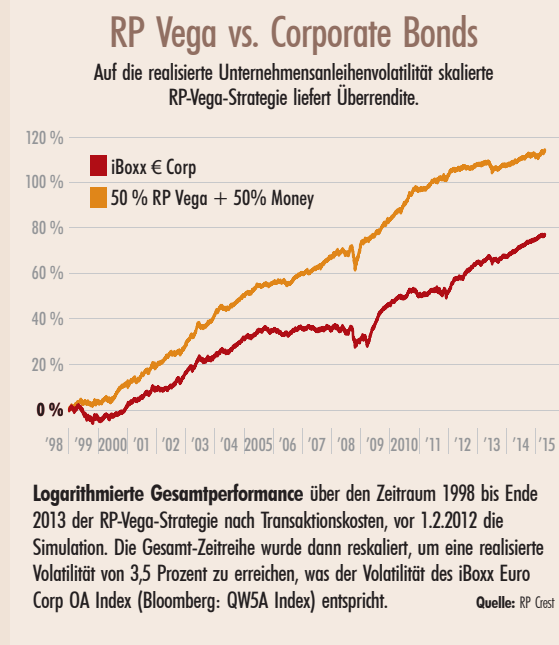


Der Käufer von Corporate Bonds geht implizite Volatilität short. Denn er verkauft lang laufende und weit aus dem Geld liegende Puts auf Aktien.

ist es der Zinskupon, bei den Volatilitätsrisikoprämien der Zeitwertverfall (Time Decay) der Optionen.

Feiner, wichtiger Unterschied

Beide Risikoprämien, also die Volatilitäts- und die Kreditrisikoprämie, unterscheiden sich jedoch substanziiell in ihrer Anfälligkeit auf liquiditätsüberschussinduzierte Überbewertungen. Das hängt damit zusammen, dass Unternehmensanleihen Liquidität absorbieren können und – damit einhergehend – die dann zu billig eingepreisten Ausfallwahrscheinlichkeiten kurzfristig nicht bemerkbar sind. Volatilitätsrisikoprämien hingegen können keine Liquidität binden, zum einen, weil sie über Derivate umgesetzt werden, und zum zweiten, weil die implizite Volatilität kurzfristig „ökonomisch arbitriert“ zur realisierten Volatilität handelt, das heißt, dass die implizite Volatilität sofort steigt, wenn die realisierte Volatilität zunimmt. Dies erklärt, weshalb die Gründer von RP Crest den Fonds RP Vega als Surrogat für Unternehmensanleihen positionieren: Wer sein iBoxx-Corporate-OA-Index-Exposure durch eine 50-Prozent-RP-Vega- und eine 50-Prozent-Geldmarktposition ersetzt, erhält mittelfristig die gleiche Volatilität, die gleichen Drawdowns, sogar zur gleichen Zeit, jedoch ein schnelleres Recovery und vor allem 2,5 Prozent mehr Rendite im Jahr. Dies zeigt der Chart „RP Vega vs. Corporate Bonds“.



Logarithmierte Gesamtleistung über den Zeitraum 1998 bis Ende 2013 der RP-Vega-Strategie nach Transaktionskosten, vor 1.2.2012 die Simulation. Die Gesamt-Zeitreihe wurde dann reskaliert, um eine realisierte Volatilität von 3,5 Prozent zu erreichen, was der Volatilität des iBoxx Euro Corp OA Index (Bloomberg: QW5A Index) entspricht.





PRODUKTE & STRATEGIEN: RENTENSURROGATE

sen nach Kosten rentenähnliche maximale Drawdowns auf, die sie schneller aufholen, als dies Renten tun. Gegenüber Aktien ist die Überschussrendite der Volatilitätsprämien höher. Deren Verteilungen sind deutlich linksschief und zeigen eine hohe Kurtosis. Im schlechtesten Kalenderjahr sind alle drei Volatilitätsrisikoprämien in der gleichen Liga wie Euro-Staatsanleihen. Volatilitätsprämien sind schwach positiv zueinander korreliert und zum VIX alle drei negativ korreliert.

Interessengleichlauf

Die oft schlagwortartig verwendete Phrase des „Interest Alignment“ trifft auf alle Eigentümern und Mitarbeiter von RP Crest und Haupteigner van Randenborgh im Besonderen zu. So gibt es einen eigenen RP Crest Partners Blend Fund, der als Feeder Fund zum RP Vega agiert und in dem die Hälfte der Gewinnbeteiligung aller Mitarbeiter und aller in der Gesellschaft aktiven Gesellschafter für mindestens drei Jahre investiert werden müssen. Andere Formen der variablen Vergütung sind ausgeschlossen. Der Clou ist, dass dieses Investment noch dazu gehebelt geschieht, sodass die Partner mit



» Die Volatilitätsrisikoprämie ist als einzige Risikoprämie von der Wachstums- und Gewinndynamik einer Volkswirtschaft unabhängig.«

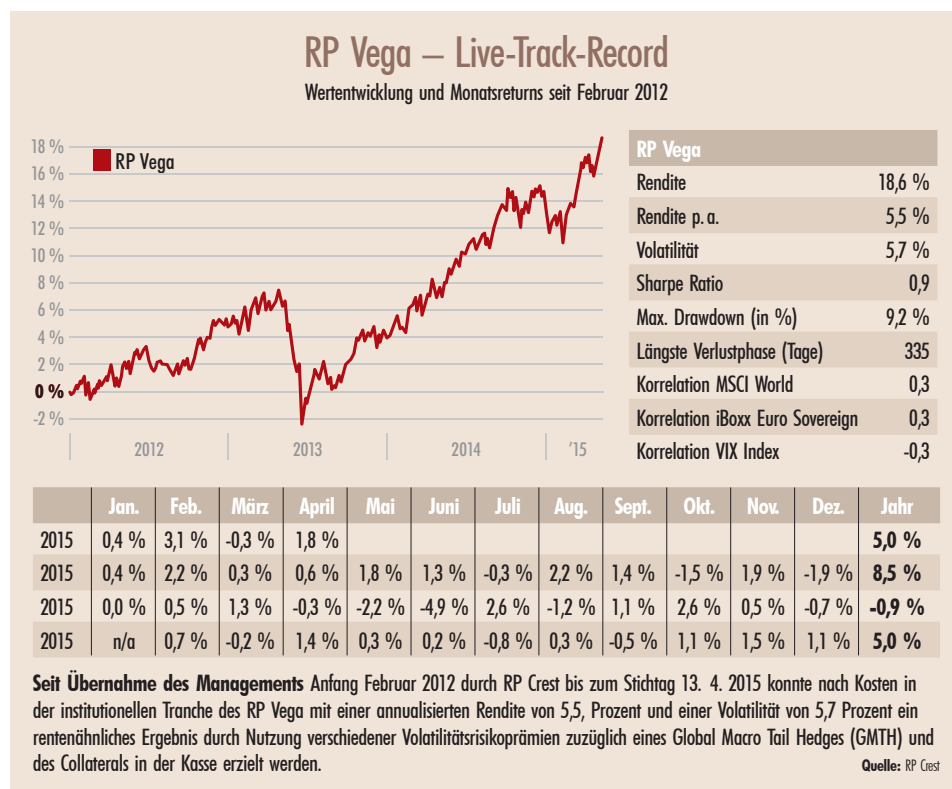
Eckehard Dettlinger-Klemm, Partner bei RP Crest

van Randenborgh an der Spitze mit ihren Einkünften überproportional im Risiko des RP Vega Fonds stehen. Der Hebel dient dabei nicht der Ertragsoptimierung, wie Bösemeinderer denken könnten, sondern vielmehr der Herstellung eines überproportionalen Verlustmomentums. Diese vertrauensbildende Maßnahme zeigt den Investoren, dass RP Crest dem Risikomanagement und damit den Tail-Risiken gebührendes Augenmerk schenken wird, da sonst Probleme von Seiten kreditgebender Banken auf das Team zukämen. Bei van Randenborgh gibt es zusätzlich einen längeren Lock-up bis zum Jahr 2021, damit hat er ein vitales Interesse an einer guten Langfristperformance.

dung der Key People an das Unternehmen. Mit einer Rendite von 5,5 Prozent per annum in der Zeitspanne von der Übernahme des Managements durch RP Crest am 1. 2. 2012 bis 13. 4. 2015 bei einer Volatilität von 5,7 Prozent wurde der Fonds seinem Charakter als Rentensubstitution gerecht. Die Vereinnahmung der Renditequelle „Volatilitätsrisikoprämie“ geschah in Form eines fast perfekten Absolute-Return-Profiles. Drawdown-Analysen der Strategie zeigen, dass es im Durchschnitt ungefähr zweimal länger dauert, einen alten Höchststand wieder einzustellen, als es dauerte, den Tiefpunkt zu erreichen. Die Schiefe ist ein Charakteristikum, das man in Kauf nehmen

Der Fonds ist in den 39 Monaten seines Bestehens aufgrund des unbestreitbar vorhandenen Top-Know-hows seiner Gründer gut 300 Millionen Euro schwer geworden. Zudem gefällt die Art der langfristigen Bin-

mus. Im Mittelwert dauert es nur 33 Handelstage, bis ein Tiefststand erreicht ist, von dem aus bereits nach 52 Handelstagen ein neuer Höchststand erreicht wird. Timing ist weitgehend irrelevant, denn bei einem Einstieg zu Höchstständen war ein Investor in der Folge nie länger als ein Jahr unter Wasser (siehe Chart „RP Vega – Live-Track-Record“).



Brauchbarer Diversifikator

Der RP Vega Fonds eignet sich als Baustein innerhalb der Absolute-Return-Allokation, und zwar nicht, weil er keine Verluste erfährt, sondern weil er diese relativ sicher und schnell wieder aufholt. Das gute Recovery-Verhalten besteht nicht zufällig, sondern ist Ausfluss der Mean Reversion von Volatilität. Zudem ist die Strategie infolge der hohen Liquidität an den Optionsmärkten problemlos skalierbar. Als intelligenter und kaum zu traditionellen Assets korrelierter Diversifikator erfüllt der RP Vega in einem traditionellen institutionellen Portfolio seine Rolle sehr gut.

DR. KURT BECKER

FOTO: © RP CREST GMBH





Die Volatilitätsrisikoprämie, das relativ unbekannte Wesen

Was sie ist, was sie bringt und wie man sie für sich nutzt

Die Volatilitätsrisikoprämie zu definieren ist auf mehrere Arten möglich. Rein ökonomisch entspricht sie der Vergütung für die vorübergehende Übernahme von Ereignisrisiken am Kapitalmarkt. In der Finanzmathematik wird sie als Vergütung für die Übernahme von Schiefe (Skewness) beschrieben. Operativ betrachtet entspricht sie dem erwirtschafteten Ertrag, der entsteht, wenn die implizite Volatilität einer Option durch die realisierte Volatilität des zugrunde liegenden Basiswerts abgesichert wird. Dies geschieht durch eine kontinuierliche Absicherung des Optionsdeltas durch gegenläufige Transaktionen im Basisinstrument (Hedging des Optionsdeltas in der Kasse oder über Futures). Dieses aus der Summe aller Absicherungstransaktionen resultierende Portfolio repliziert faktisch den Ertragsverlauf der verkauften Option (aber mit umgekehrten Vorzeichen) auf Basis der realisierten Marktschwankung (realisierten Volatilität).

teten Preisen handeln – seitdem hat sich daran übrigens nichts geändert.

Die Arbeit von Bondarenko aus dem Jahr 2003 stellt beispielsweise fest, dass sich alle 1,3 Jahre ein Crash gleich jenem von 1987 einstellen müsste, damit sich der Erwerb von Puts lohnt. Bakshi und Kapadia stellten im gleichen Jahr fest, dass ein Drift von –1,5 Prozent pro Monat in Aktien nötig ist, um mit At-The-Money (ATM-)Putoptionen den Break-even zu erreichen.

Was theoretische Absolute-Return-Modelle anbelangt, so sind hier Leippold, Wu und Egloff zu nennen, die bereits 2007 die Volatilitätsrisikoprämie aus historischen Varianz-Swaps-Datenbanken ermittelten und herausarbeiteten, dass die Volatilitätsrisikoprämie deutlich attraktiver ist als die Aktien- oder Zinsrisikoprämie.

Ihr optimales Absolute-Return-Portfolio schreibt 100 Prozent Varianz-Swaps und geht zirka 40 Prozent Aktien short.

phas“ über Volatilitätsrisikoprämien erzielen und mit dieser Übernahme von Versicherungstätigkeit für Kapitalmarktrisiken einen Großteil der Gewinne der Häuser sicherstellen. Mit dem regulierungsbedingten Abbau dieser „Proprietary Desks“ allerdings ist Platz für neue Player entstanden – wie etwa für den RP Vega, der diese Versicherungsfunktion in Fondsform, wo die Anteilsnehmer das Eigenkapital für diese Art des Versicherungsgeschäfts gegen Prämie in Form der Differenz zwischen impliziter und realisierter Volatilität stellen. Auch Varianz-Swap-Strategien bestätigen die Existenz einer Volatilitätsrisikoprämie, wie an der Entwicklung des RiskLab Variance Premium Trading Index (Bloomberg ID: RLABVPT Index) zu erkennen ist. Dieser rentiert seit Jahresbeginn 2000 bis zum 24.4.2015 annualisiert 6,61 Prozent (siehe Chart: „Volatilitätsrisikoprämie nachgewiesen“.) Dieser regelbasierte Index der Allianz-Tochter risklab verkauft systematisch Varianz-Swaps auf den Euro Stoxx 50 und den S&P 500, um Exposure zur Differenz zwischen der zukunftsbezogenen impliziten Aktienindexvolatilität und der in weiterer Folge realisierten Volatilität aufzunehmen. Ziel ist die Generierung positiver Performance in jenen Phasen, wo das Niveau der impliziten Volatilität höher liegt als das der dann realisierten Volatilität. Die Historie lehrt, dass die implizite Volatilität – und damit der Markt und seine Teilnehmer – dazu neigt, die künftige realisierte Volatilität zu überschätzen. Daraus resultiert eine negative Risikoprämie der Volatilität respektive der quadrierten Volatilität, der Varianz, weswegen der Index Varianz-Swaps shortet. Das Collateral des Index wird in Euro-Geldmarktinstrumente investiert. Die Ertragsverteilung ist allerdings linksschief und weist eine hohe Wölbung auf. Das bedeutet, dass es meist kleine positive Monatsrenditen gibt, aber in weniger Fällen heftige negative Ereignisse, die aber in der Folge recht zügig aufgeholt werden können.

Es gilt die Gleichung:

$$\text{Volatilitätsrisikoprämie} = \text{Optionszeitwert} - \text{Absicherungskosten (Delta-Hedging)}$$

Eigenständige Assetklasse

Die Volatilitätsrisikoprämie ist eine eigenständige Anlageklasse und wird ökonomisch fundiert durch die Erbringung einer Versicherungsdienstleistung. Sie hat eine positive Ertragservartung auch für Buy-and-Hold-Investoren und kann nicht durch die Kombination anderer bestehender Anlageklassen repliziert werden.

Wissenschaftlich untermauert

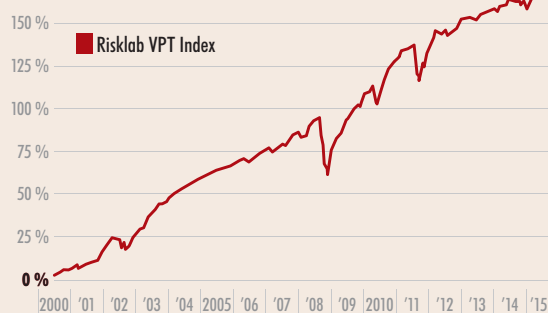
Zwar haben Bankiers schon lange vor der Entstehung der modernen Optionspreistheorie dieses Versichern von Kapitalmarktrisiken übernommen und ihre Dienstleistung bepreist. Doch erst Black und Scholes konnten 1973 empirisch belegen, dass Optionen systematisch über den anhand ihrer Optionsbewertungsformel und den beobachtbaren realisierten Volatilitäten hergelei-

Investmentbanken profitieren

Es ist ein offenes Geheimnis, dass Prop-Desk-Einheiten von Banken und Hedgefonds einen wesentlichen Teil ihres „Al-

Volatilitätsrisikoprämie nachgewiesen

Systematisch und regelgebunden short in Varianz-Swaps zwecks Hebung der Volatilitätsrisikoprämie



Der Risklab Variance Premium Trading Index verkauft systematisch Varianz-Swaps auf Aktienindizes, um Exposure zur Differenz zwischen der impliziten Indexvolatilität und der in weiterer Folge realisierten Volatilität aufzunehmen. Ziel ist die Generierung einer positiven Performance, wenn die implizite Volatilität höher ausfällt als die später realisierte Volatilität. Die Ertragsverteilung ist allerdings linksschief und weist eine hohe Wölbung auf. Quelle: Bloomberg

