

volatility of aggregate volatility and hedge funds returns

CFR working paper 15-03

Die Unsicherheit über die erwartete Markttrendite kann eine wichtige Risikoquelle für Hedgefonds darstellen. In diesem Papier nutzen die Autoren zunächst ein in die Zukunft gerichtetes Maß dieser Unsicherheit, die Volatilität der aggregierten Volatilität (VOV), und gehen im Anschluss der Frage nach, wie diese Unsicherheit mit den Renditen von Hedgefonds zusammenhängt. Die Studie untersucht damit erstmals, ob diese Form der Unsicherheit in den Renditen der Hedgefonds eingepreist ist.

Die Autoren leiten die Volatilität der Volatilität (VOV) aus einer investierbaren, optionsbasierten Strategie ab. Konkret handelt es sich dabei um die monatliche Rendite einer Lookback-Straddle Strategie auf den VIX Index. Unter Verwendung dieses Unsicherheits-Maßes deuten die Ergebnisse der vorliegenden Studie darauf hin, dass Hedgefonds im Zeitraum 04/2006 bis 12/2012 auf Indexebene ein signifikant negatives VOV-Exposure haben. Dieses negative Exposure ist dabei in der turbulenten Krisenphase besonders ausgeprägt, also in einer Phase, in der die Unsicherheit über erwartete Renditen am höchsten ist. Anhand eines Portfolioansatzes zeigt sich, dass Fonds im Quintil mit dem höchsten VOV-Exposure verglichen mit Hedgefonds im Quintil mit dem geringsten VOV-Exposure eine um bis zu 1,6% geringere Performance abliefern.

In weiteren Analysen untersuchen die Autoren, ob unterschiedliche Hedgefonds-Strategien ein unterschiedliches Exposure zu VOV haben. Tatsächlich zeigt sich, dass Fondsstrategien, in denen die VOV-Exposures zwischen oberstem und unterstem Quintil weniger stark voneinander abweichen und die weniger stark negative VOV-Loadings zeigen (z.B. Global Macro oder Equity Market Neutral Strategien) gerade in Zeiten hoher Unsicherheit besser performen. Im Gegensatz dazu performen z.B. Convertible Arbitrage und Long/Short Equity Strategien mit größeren Abweichungen im VOV-Exposure und stärker negativen VOV-Loadings dann besser, wenn die Unsicherheit geringer ist.

Da letztere Gruppe von Hedgefonds gerade in Krisenzeiten mehr verlieren, in sichereren Zeiten allerdings eine überlegene Performance abliefern, sollte ein stärker negatives VOV-Exposure mit einer höheren Risikobereitschaft einhergehen. Umgekehrt sollten stärker positive VOV-Exposures mit stärkerem Hedging gegen die Unsicherheit verbunden sein. In der Tat weisen die Ergebnisse darauf hin, dass unterschiedliche Fondseigenschaften, die mit erhöhter Risikoaufnahme einhergehen, mit stärker negativen VOV-Betas verbunden sind. Dies ist besonders aus Investorensicht interessant, für die diese Fondseigenschaften beobachtbar sind.