

# Nur das volle Risiko erntet noch den Ertrag

**Börsen-Zeitung, 6.8.2016**

Eine zentrale Funktion der Finanzmärkte ist der Transfer von Risiken. Die systematische Entschädigung für die Übernahme bestimmter Risiken nennt man Risikoprämien. Die klassische aller Risikoprämien ist die Entschädigung für das Eingehen unternehmerischen Risikos, beispielsweise in Form eines Aktienkaufs. Der Aktieninvestor gibt dem Unternehmen Eigenkapital und beteiligt sich so an den Chancen, aber auch an den Risiken des jeweiligen Geschäftsmodells.

Die modernen Finanzmärkte ermöglichen die Investition in weitere Risikoprämien. Besonders im aktuellen Niedrigzinsumfeld spielen alternative Risikoprämien in der Kapitalanlage eine zunehmend wichtige Rolle. Denn in Kombination mit klassischen Risikoprämien (Markt-Betas) wirken sie renditesteigernd und diversifizierend auf das Gesamtportfolio.

## Nachhaltige Renditebeiträge

Auch die Risikoprämie Volatilität ist handelbar und kann langfristig nachhaltige Renditebeiträge liefern. Ein Käufer von Volatilität möchte sich gegen das Risiko starker Wertschwankungen zum Beispiel eines Aktienindex oder einer Aktie in einer bestimmten Anlageperiode absichern. Käufer und Verkäufer von Volatilität einigen sich – über den Markt – auf ein erwartetes Volatilitätsniveau in der Zukunft (implizite Volatilität). Erst am Ende der Anlageperiode kann die wirkliche Schwankung (historische Volatilität) während der Laufzeit ermittelt werden und die Endabrechnung erfolgen.

Über längere Zeiträume ist zu erkennen, dass die implizite Volatilität über der historischen liegt. Der Verkäufer von Volatilität erhält für die Übernahme des Risikos systematisch eine Risikoprämie.

Durch den Verkauf von Optionen kann diese Risikoprämie regelmäßig vereinnahmt werden. So kann zum



**Alexander Raviol**  
Head of Alternative Solutions,  
Lupus Alpha

Beispiel die Volatilitätsprämie im S&P 500 Index durch den Verkauf entsprechender Aktienindexoptionen vereinnahmt werden. Angenommen, der S&P 500 Index steht bei 2100 Punkten. Die einfachste Variante ist der Verkauf von Volatilität durch den gleichzeitigen Verkauf eines Put und eines Call mit einer Laufzeit von einem Monat und einem Basispreis von 2100. Um nicht durch Marktbewegungen während der Laufzeit Verluste zu erleiden, wird das Marktrisiko täglich mit S&P 500-Futures gehedgt. Wenn der S&P 500 Index während des Monats weniger schwankt, als dies in der Option zu Beginn eingepreist war, liegen die Hedge-Kosten für den Future im Mittel unter der vereinnahmten Optionsprämie, und die Risikoprämie konnte vereinnahmt werden.

Sollten die Schwankungen größer sein als ursprünglich erwartet, entsteht ein Verlust.

Erfahrungsgemäß sind besonders große Schwankungen meist bei stark fallenden Aktienkursen zu beobachten. Insofern ist es für den Verkäufer von Volatilität unangenehmer, weil deutlich risikoreicher, wenn der Basispreis der Optionen deutlich unter dem aktuellen Indexstand liegt (umgekehrt angenehmer bei höheren Basispreisen, da bei steigenden Kursen die Volatilität eher geringer ist).

## „Crowding-Effekte“

In den letzten Jahren kam es jedoch zu erheblichen Veränderungen, bei welchen Optionen bzw. bei welchen Basispreisen die Volatilitätsprämie am attraktivsten ist. Ursprünglich war bei allen Basispreisen eine entsprechende Prämie vorhanden. Dies hat sich in den letzten Jahren deutlich verändert. Seit etwa 2012 erhalten nur noch diejenigen Investoren nachhaltig eine Entschädigung, also eine Rendite aus der Risikoprämie, welche die wirklich unangenehmen Optionen mit niedrigen Basispreisen verkaufen. Die Gründe dafür liegen zunächst in veränderten Marktbedingungen. Im Zuge des Niedrigzinsumfeldes und der damit verbundenen Jagd nach Rendite hat die Volatilitätsprämie in den letzten Jahren eine größere Beachtung bei Investoren gefunden. In Volatilitätsstrategien ist deutlich mehr Geld geflossen. Für die „neuen Anleger“ wurden jedoch risikoärmere At-the-Money-Strategien bevorzugt, d.h. der Verkauf von Optionen mit Basispreisen in der Nähe des je-

weils aktuellen Indexniveaus. Dies führte zu sogenannten „Crowding-Effekten“ (alle tummeln sich in einem kleinen, begrenzten Bereich) mit der Folge, dass die Renditen von am Geld liegenden Strategien deutlich zurückgingen bzw. sogar vollständig verschwanden.

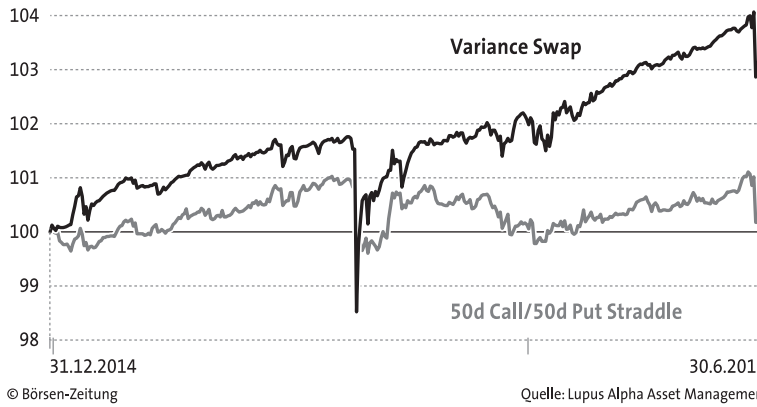
Weiterhin konnten viele Marktteilnehmer, die in der Vergangenheit die gesamte Bandbreite von Optionen verkaufen konnten oder durften, dies nun nicht mehr oder nur in deutlich reduziertem Umfang tun. Dies trifft insbesondere auf Banken zu. In deren Handelsbüchern wurde traditionell oft Volatilität verkauft, auch mit weit aus dem Geld liegenden Optionen, um von der Risikoprämie zu profitieren. Veränderte Risikovorgaben und -toleranzen haben jedoch dazu geführt, dass mittlerweile vermehrt limitierte Risiken eingegangen werden (d.h. Verkauf von Optionen mit einem angenehmeren Risikoverhalten). Für risikovollere Basispreise finden sich immer weniger Verkäufer, was die Prämien ansteigen lässt.

## Variance-Strategie

Eine aufwendigere, aber letztlich profitablere Vorgehensweise zur Vereinnahmung der Volatilitätsrisikoprämie ist die sogenannte Variance-Strategie. Hierbei werden Optionen aller vorhandenen Basispreise einer Laufzeit in einem speziellen Verhältnis verkauft. Statt einzelner börsengehandelter Optionen können alternativ auch sogenannte OTC-Variance-Swaps eingesetzt werden. Der Investor der Prämienstrategie ist auf diese Weise zwar deutlich stärker exponiert, weil er auch risikoträchtige

## Risikoprämie Volatilität: Optionsstrategien auf den S & P 500

Anlage in Prozent, 31.12.2014 = 100



Optionen mit niedrigen und sehr niedrigen Basispreisen verkauft. Im Mittel wird er aber erheblich besser entschädigt, da er kontinuierlich auch immer die Optionen verkauft, in denen eine attraktive Risikoprämie enthalten ist.

Die Grafik zeigt die unterschiedlichen Ertragsmöglichkeiten für den Zeitraum seit Anfang 2015. Es werden zwei verschiedene Strategien miteinander verglichen, die beide von der Risikoprämie Volatilität profitieren sollten. Bei der am Geld liegenden Strategie („Call/Put-Straddle mit einem Delta von 50“) werden jeweils Optionen verkauft, deren Basispreis dem aktuellen Indexniveau entspricht. Aus der Grafik ist aber klar zu erkennen, dass nur die Variance-Strategie mit weit aus dem Geld liegender Exponierung einen kontinuierlichen Ertrag erwirtschaftet hat. Risikobegrenzende Strategie

(d.h. der Verkauf von am Geld liegenden Optionen) können dagegen keine Erträge generieren. Seit etwa 2012 profitieren diese Strategien nicht mehr von der Risikoprämie Volatilität.

Das anhaltende Niedrigzinsumfeld führt dazu, dass Anleger alternative Risikoprämien immer stärker in ihrer strategischen Kapitalallokation berücksichtigen. Die Vereinnahmung der ökonomisch nachhaltigen und langfristigen Volatilitätsrisikoprämie kann dabei einen guten Beitrag liefern. Bei Volatilitätsstrategien ist jedoch zu beachten, dass die Prämie langfristig nur vollständig vereinnahmt werden kann, wenn der Investor bereit ist, systematisch durch den Einsatz einer Bandbreite von Optionen das volle Risiko zu übernehmen, und nicht versucht, sich auf die risikoärmeren Bereiche zu konzentrieren.

© Börsen-Zeitung

Quelle: Lupus Alpha Asset Management