



Auf eigene Gefahr

Short-Volatilität zur Ertragsgenerierung

→ Auf der Suche nach neuen Renditequellen sind Volatilitätsstrategien in den Fokus von Investoren gerückt. Doch seit 2018 sehen die Ergebnisse nicht mehr so gut aus wie zuvor. Gründe hierfür sind sowohl die zunehmenden Kursausschläge als auch das gestiegene Volumen in Volatilitätsstrategien. Der Corona-Crash im März 2020 hat die Risiken, die in diesen Strategien schlummern, sehr deutlich gezeigt. Anleger sollten bei diesen komplexen Strategien daher sehr genau hinschauen.

Die Volatilitätsrisikoprämie ist ökonomisch fundiert

Der Grund für die Existenz von Volatilitätsrisikoprämien leuchtet intuitiv ein. Optionen bieten Anlegern eine Absicherung gegen fallende Kurse. Die aber hat ihren Preis, sonst wären Verkäufer von Optionen nicht bereit, die Absicherung anzubieten. Der Verkäufer erhält als Kompensation für die übernommenen Risiken eine Volatilitätsrisikoprämie. Das gilt im Übrigen nicht nur für Put-Optionen, die beispielsweise zur Absicherung bestehender Aktienportfolios eingesetzt werden, sondern auch für Call-

Optionen, die sich genauso für den Aufbau von Aktienexposure mit begrenztem Verlustpotenzial einsetzen lassen. Häufig wird der Einsatz von sogenannten „Short Vola“-Strategien, die durch den Verkauf von Optionen die Volatilitätsrisikoprämie verdienen sollen, als alternative und bestenfalls auch unkorrelierte Renditequelle propagiert. Doch das mit der Korrelation ist kompliziert. In der Regel werden nämlich Put-Optionen verkauft, die ein positives Delta haben (weil Short Put) und daher auch positiv mit dem Basiswert korrelieren (s. Abb. 1 auf S. 3).



*Christoph Sporer,
CFA, CESGA, stellvertretender Leiter
Absolute Return & Wertsicherung,
Metzler Asset Management GmbH*

Deltarisiko wird bei „Short-Vola“-Strategien meist eliminiert

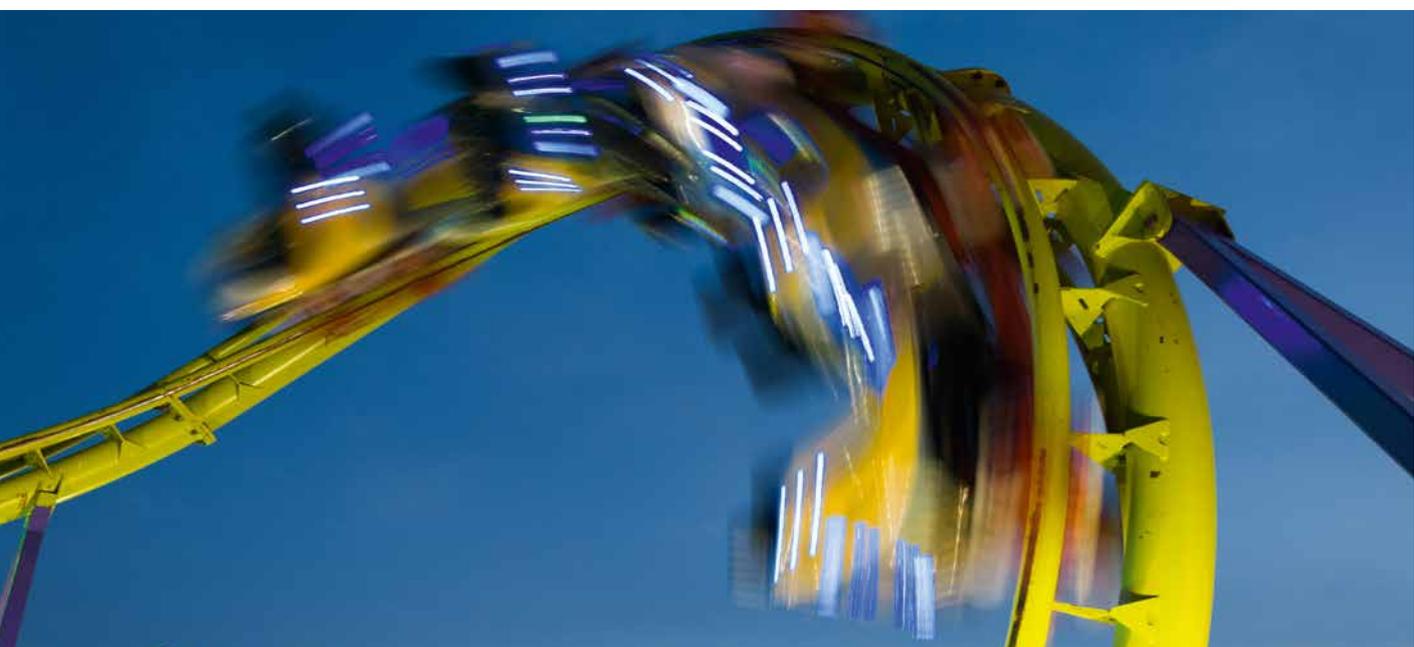
Mathematisch ist das Delta die erste Ableitung des Optionspreises nach dem Basiswert, also die Steigung an jedem Punkt der Kurve. Das Delta eines Short Put ist relativ gering, solange der Put weit aus dem Geld liegt, also der Basiswert weit über dem Basispreis der Option notiert (hier 100). Fällt jedoch der Basiswert unter den Basispreis, nehmen das Delta und damit auch die Korrelation zum Basiswert schnell zu.

Das positive Delta des Short Put wird häufig durch eine Short-Position im zugrunde liegenden Future oder eine Short-Position in einem Call auf denselben Basiswert mit identischem Delta neutralisiert. Beides führt zwar im Status quo zu einem neutralen Delta, also zu einer marktneutralen Gesamtposition; dieses Delta ist aber gerade bei starken Marktbewegungen sehr fragil. Denn wie beschrieben ist das Delta einer Option nicht konstant. Gerade bei kurzlaufenden Optionen kann es sich bei Marktbewegungen drastisch ändern. Dann wird der eigentliche Risikotreiber dieser Positionen schlagend: das Gamma. Die Volatilitätsrisikoprämie ist nämlich technisch betrachtet eine Prämie für das eingegangene Gamma-Risiko – also das Risiko, dass das aus der Optionsposition eingegangene Delta-Risiko nicht effektiv neutralisiert werden kann. Im Falle eines Short Put mit Future-Hedge erhält man die Prämie für den

Put und hat auch nur das Gamma-Risiko aus dem Put. Werden gleichzeitig Puts und Calls – zum Beispiel als Straddles oder Strangles – verkauft, erhält man die Prämien und das gleichgerichtete Gamma-Risiko aus beiden Optionen (s. Abb. 2 auf S. 3).

Eigentliche Risikotreiber sind Gamma und Leverage

Die Short-Gamma-Position begründet nun die eigentliche Prämie, denn sie hat die Eigenschaft, dass sie immer gegen den Markt läuft: Wenn der Markt fällt, baut sie positives Delta auf; wenn der Markt steigt, entsteht negatives Delta. Das kann gutgehen, solange der Markt sich in einer Handelsspanne bewegt, aber es wird gefährlich, wenn der Markt anfängt, in eine Richtung auszubrechen. Dann kommt ein weiterer wesentlicher Aspekt von „Short Vola“-Strategien (eigentlich Short Gamma) zum Tragen: der Leverage. Das Nominal der verkauften Optionen beträgt in der Regel ein Vielfaches des Fondsvolumens. So werden beispielsweise gleichzeitig zu 100 % Optionen auf Aktienindizes verkauft, zu 300 % Optionen auf Renten und zu 400 % Optionen auf Währungen. Die fatalen Auswirkungen des Leverage werden dann – und nur dann – deutlich, wenn sich der zugrunde liegende Markt sehr stark und schnell bewegt, wie zuletzt im März 2020. So kam es vor, dass Strategien mit einer Zielrendite von 3 % Verluste von 20 % und mehr in wenigen Tagen erlitten. Das ist aber tatsächlich charakteristisch für solche



Strategien und stellt keineswegs die Volatilitätsrisikoprämie per se infrage. Doch welchen Mehrwert bietet sie Investoren? Darüber lässt sich diskutieren. Denn eine Risikoprämie, die zwar langfristig vielleicht einen Ertrag von 3 % bringt, dafür aber zeitweise überproportionale Verluste verursacht, erinnert eher an waghalsige ABS-Konstrukte aus der Zeit der Finanzkrise als an eine sinnvolle Portfolioergänzung.

Diversifikation durch „Short-Vola“-Strategien

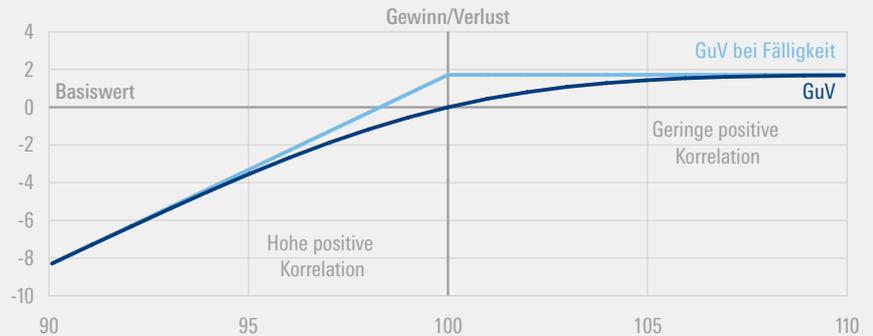
Besonders kritisch wird das in genau jenen Phasen, in denen Diversifikation und Stabilität vonnöten sind. Tatsächlich haben beispielsweise kurzlaufende Unternehmensanleihen ein sehr ähnliches Renditeprofil wie „Short Vola“-Strategien (Linksschiefe und Kurtosis), doch bei deutlich geringerer Komplexität und wesentlich höherer Transparenz (Stichwort: Leverage). Dennoch werden „Short Vola“-Strategien bessere Diversifikationseigenschaften nachgesagt als zum Beispiel Unternehmensanleihen. Dies ist konstruktionsbedingt der Fall, wenn auch Call-Optionen verkauft werden. Dann kann es nämlich sein, dass die Strategie auch bei steigenden Kursen verliert – oder nachdem sie in stark steigenden Märkten bereits verloren hat, ihre Verluste bei leicht sinkenden Kursen wieder aufholt (s. Abb. 3).

So entsteht über die Zeit eine neutrale Korrelation, die jedoch bei stark fallenden Kursen sehr schnell verschwindet und wieder das wahre Gesicht von gehebeltem Short Gamma offenbart.

Risikoprämie – zu welchem Preis?

Dass die Volatilitätsrisikoprämie existiert, ist unbestritten. Doch ob sie für die eingegangenen Risiken ausreichend kompensiert und ein Portfolio tatsächlich diversifiziert, sollte genau hinterfragt werden. Bei Metzler setzen wir deshalb Optionen zur Ertragsgenerierung nur vorsichtig und sehr gezielt ein. So können Wertsicherungsstrategien zum Beispiel durch ein systematisches Call-Overwriting – also den Verkauf von Call-Optionen – ihre Performance verstetigen, ohne die Tail-Risiken zu erhöhen. Bei Absolute-Return-Strategien setzen wir Short Strangles – also den Verkauf von Put- und Call-Optionen – nur sehr begrenzt ein, um auch hier die Tail-Risiken im Zaum zu halten. ●

Abb. 1: Ein Short Put hat positives Delta, profitiert also von steigendem Basiswert



Die Differenz zwischen der GuV und der GuV bei Fälligkeit ist das Performancepotenzial der Option, also der Zeitwert.

Abb. 2: Gamma-Risiko – die Instabilität des Deltas am Beispiel Short Straddle

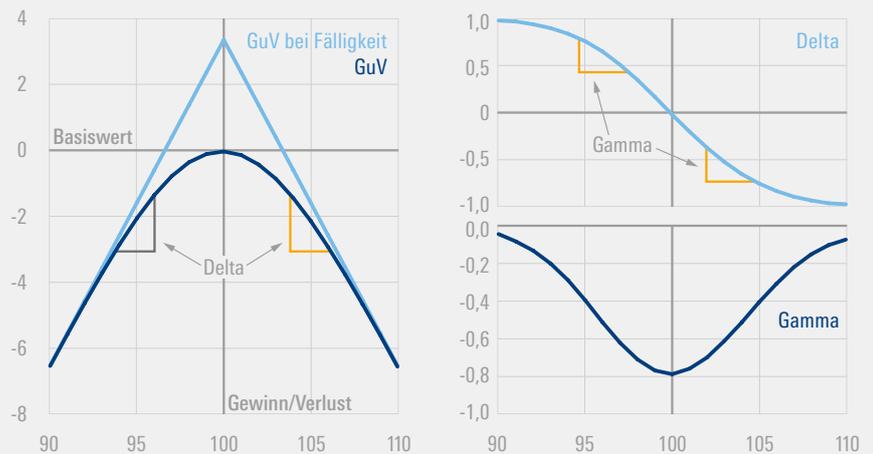
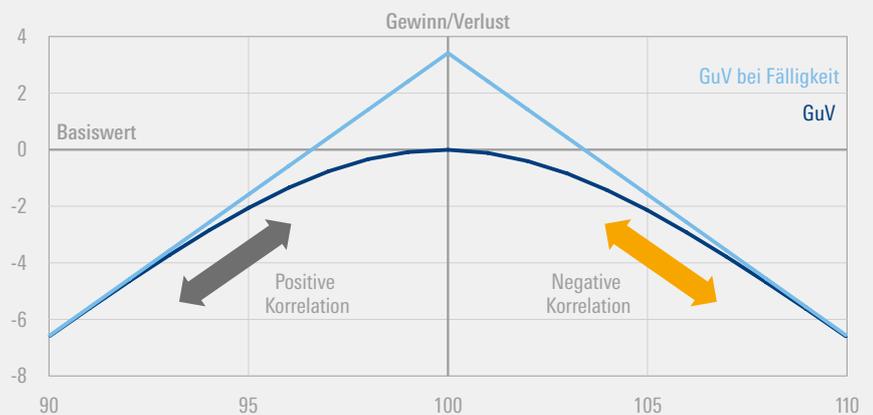


Abb. 3: Negative Korrelation durch Short Calls



Metzler Asset Management GmbH · Untermainanlage 1 · 60329 Frankfurt am Main · www.metzler.com/asset-management

Rechtliche Hinweise

Diese Unterlage der Metzler Asset Management GmbH (nachfolgend zusammen mit den verbundenen Unternehmen im Sinne von §§ 15 ff. AktG „Metzler“ genannt) enthält Informationen, die aus öffentlichen Quellen stammen, die wir für verlässlich halten. Metzler übernimmt jedoch keine Garantie für die Richtigkeit oder Vollständigkeit dieser Informationen. Metzler behält sich unangekündigte Änderungen der in dieser Unterlage zum Ausdruck gebrachten Meinungen, Vorhersagen, Schätzungen und Prognosen vor und unterliegt keiner Verpflichtung, diese Unterlage zu aktualisieren oder den Empfänger in anderer Weise zu informieren, falls sich eine dieser Aussagen verändert hat oder unrichtig, unvollständig oder irreführend wird. Gastbeiträge geben nicht die Meinung von Metzler wieder. Die Weitergabe dieser Unterlage an Dritte, insbesondere an Privatanleger, ist ausdrücklich untersagt. Ohne vorherige schriftliche Zustimmung von Metzler darf/dürfen diese Unterlage, davon gefertigte Kopien oder Teile davon nicht verändert, kopiert, vervielfältigt oder verteilt werden.

Mit der Entgegennahme dieser Unterlage erklärt sich der Empfänger mit den vorangegangenen Bestimmungen einverstanden.