

# Die Volatilität, das unbekannte Wesen!

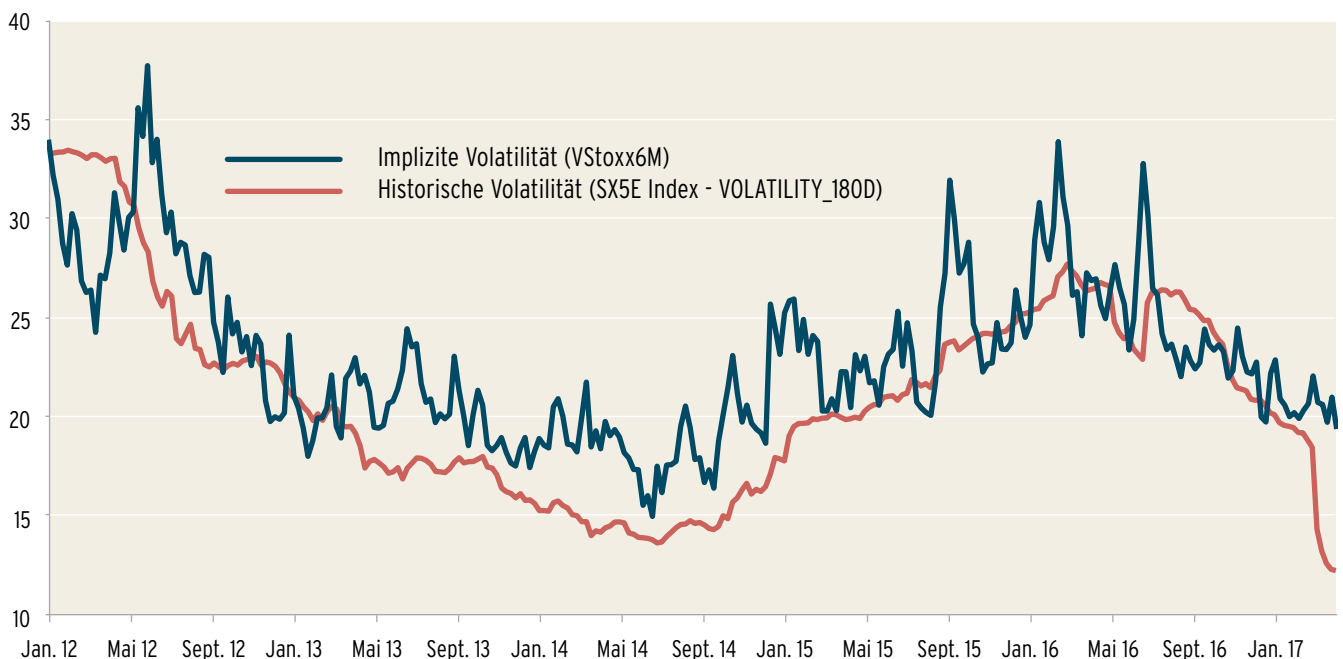
Bei der Wallrich Wolf Prämienstrategie spielt die Volatilität eine wichtige Rolle. Da es „die eine Volatilität“ aber nicht gibt, wollen wir im Folgenden auf verschiedene Facetten dieser Risikokennzahl näher eingehen und ihren jeweiligen Einfluss auf Short-Put-Strategien, wie sie beispielsweise beim Axxion Focus (WKN A0M6N1) eingesetzt werden, skizzieren.

## Historische versus implizite Volatilität

Grundsätzlich handelt es sich bei der Volatilität um ein Maß für die Schwankungsbreite und -intensität der Renditen eines beliebigen Basiswertes, also beispielsweise einer Aktie oder eines Aktienindex. Unterschieden werden dabei die historische und implizite Volatilität. Wie es die Bezeichnung bereits vermuten lässt, gibt erstere an, wie stark sich die Renditen des jeweiligen Underlyings in einem zurückliegenden Betrachtungszeitraum bewegt haben. Dies lässt sich anhand historischer Wertpapierkurse berechnen. Für das Pricing von Optionen, wie sie etwa bei der Prämienstrategie in Form verkaufter Put-Optionen (Short-Puts) zum Einsatz kommen, ist allerdings die für die Zukunft erwartete Schwankungsintensität maßgeblich.

Diese als implizite Volatilität bezeichnete Größe wird nicht gemessen, sondern aus aktuellen Optionspreisen abgeleitet. Beim VDAX-New, dem wichtigsten deutschen Volatilitätsindex, erfolgt dies über einen Korb aus verschiedenen at-the-money und out-of-the-money DAX-Optionen, die an der Terminbörse EUREX gehandelt werden und im Mittel eine Restlaufzeit von 30 Tagen aufweisen. Das jeweilige Ergebnis wird dann in Prozent pro Jahr angegeben. Hohe Werte signalisieren dabei eine nervöse Stimmung, die von starker Unsicherheit geprägt ist. Der VSTOXX gibt analog die 30-Tage-Volatilität des EuroStoxx 50 an. Sowohl im V-DAX New als auch im VStoxx gibt es ein Indexkonzept, um die Optionsvolatilität für unterschiedliche Laufzeiten darzustellen (2, 3, 6, 9, 12, 18, 24 Monate).

## Der Optionsmarkt überschätzt meistens die Schwankungsbreite



Quelle: Bloomberg

Im Mittel bewegen sich die impliziten Volatilitäten systematisch über den historisch realisierten. In die Optionspreise, die sich am Markt bilden, fließen in der Praxis damit Volatilitätswerte ein, die in ihrer jeweiligen Höhe ex post betrachtet in den meisten Fällen nicht gerechtfertigt gewesen wären. Die Marktteilnehmer neigen also dazu, die zukünftigen Marktschwankungen zu überschätzen bzw. sie messen ihnen ein überhöhtes individuelles Risiko zu. Plastisch dargestellt lässt sich dies mit einer Versicherungssituation vergleichen. So hat hierzulande fast jeder eine Haftpflichtversicherung, obwohl diese in der Summe natürlich weniger Geld auszahlen, als sie an Prämien kosten und damit rein finanziell betrachtet einen negativen Erwartungswert aufweisen. Über längere Zeiträume hinweg lassen sich mit dem Verkauf von Optionen (Stillhalterposition) deshalb risikobereinigte Überrenditen erzielen.

### Die Volatilitäts-Schiefe aktiv nutzen

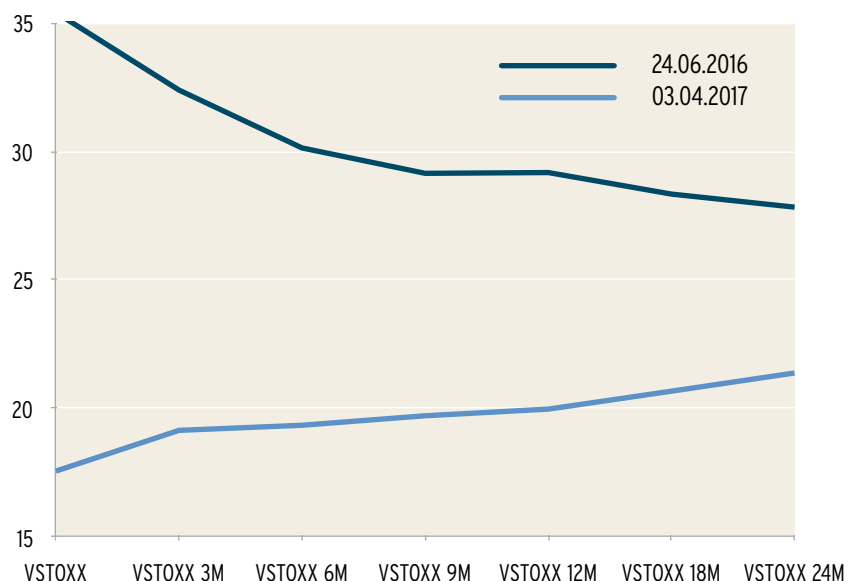
Besonders deutlich macht sich der beschriebene Effekt bei Verkaufsoptionen mit niedrigem Basispreis bemerkbar. Während es sich bei aus dem Geld liegenden Calls etwas überspitzt gesagt um „Lotterielose“ handelt (= Hoffnung, mit einem kleinen Kapitaleinsatz große Gewinne zu erzielen), stellen Puts quasi Versicherungsprodukte dar, mit denen sich die Marktteilnehmer gegen größere Rückschläge („Tail-Risk“) absichern können. Gerade für out-of-the-money-Puts, wie sie im Rahmen der Wallrich Wolf Prämienstrategie in der Regel verkauft werden, besteht deshalb eine ausgeprägte Nachfrage. Diese Verkaufsoptionen sind deutlich günstiger als at-the-money- und insbesondere in-the-money-Puts, reichen aber dennoch dazu aus, das Portfolio bei starken Markteinbrüchen bzw. Crashes zumindest halbwegs gut abzusichern. Aufgrund hoher Margin-Anforderungen sowie des Risikos, welches mit dem Schreiben ungedeckter Puts verbunden ist, sind andererseits nur wenige Investoren gewillt bzw. dazu in der Lage, die Gegenposition einzunehmen.

Aber auch bei Kaufoptionen implizieren niedrigere Strikes eine höhere Volatilität als solche mit höheren Bezugspreisen. Dies lässt sich damit erklären, dass viele institutionelle Anleger den Erwerb von Put-Optionen über den Verkauf von Call-Optionen finanzieren. Gleichzeitig lassen sich mehr Nachrichten bzw. Ereignisse vorstellen, die beispielsweise einen zehnpromzentigen Kurssturz als einen zehnpromzentigen Anstieg auslösen könnten. Es ist deshalb auch intuitiv nachvollziehbar, dass die impliziten Volatilitäten umso höher ausfallen, je niedriger der Strike ist. Im Fachjargon wird dieser Zustand als „Volatilitäts-Schiefe“ oder „volatility skew“ bezeichnet.

### Immer wieder Richtung Mittelwert

In einem ruhigen Börsenumfeld steigt die Kurve der impliziten Volatilitäten mit zunehmender Restlaufzeit an. Begründen lässt sich dies damit, dass für längere Restlaufzeiten und die damit verbundene höhere Unsicherheit zusätzliche Prämien verlangt werden. Schaltet die Börse dagegen in den Krisenmodus, wie es zum Beispiel rund um die Brexit-Abstimmung im

### Volatilitätskurve: Invers nach dem Brexit-Votum und ansteigend im aktuellen Umfeld



Quelle: Bloomberg

vergangenen Sommer zu beobachten war, steigen alle impliziten Volatilitäten an. Die kurzlaufenden erhöhen sich dabei allerdings sehr viel stärker als die mit weit in der Zukunft liegenden Fälligkeiten, so dass es zu einem abfallenden Verlauf der Volatilitätskurve kommen kann. Weil die Börse zu Übertreibungen neigt, kehrt die impliziten Volatilitäten jedoch immer wieder in Richtung ihres Mittelwertes zurück („Mean Reversion“). In Phasen mit hohen Werten ist das Eingehen von Stillhalterpositionen deshalb besonders lohnenswert.

Dabei war im Vorfeld des Brexit-Votums übrigens auch noch ein anderes interessantes Phänomen zu beobachten. So lagen die Prämien für DAX-Puts zeitweise über dem Niveau vergleichbarer Verkaufsoptionen auf nahezu alle Einzeltitel. Hierbei handelt es sich insofern um einen sehr untypischen Zustand, als Einzelaktien aufgrund des titelspezifischen Risikos in aller Regel höhere implizite Volatilitäten aufweisen als der Index in dem sie enthalten sind. Zurückzuführen war dies im konkreten Fall auf den extrem hohen Absicherungsbedarf, der damals bestand.

## Die aktuelle Volatilität im historischen Kontext

Aktuell befinden sich die Aktienmärkte in einem stetigen Aufwärtstrend. Dies spiegelt sich auch im VStoxx wider, der mit rund 17 Punkten nicht allzu weit über seinen langjährigen Tiefständen notiert. Der VStoxx 12M, der sich aus Optionen mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von einem Jahr ermittelt, notiert dagegen bei ca. 20 Punkten und liegt damit deutlich höher. Dies würde grundsätzlich dafür sprechen, eher länger laufende Indexoptionen zu verkaufen. Lohnenswerter sind aktuell aber ohnehin die Prämien bei Einzeltitel-Puts, insbesondere bei den Werten, für die der Markt höhere Kursschwankungen erwartet. Fundamental gute Aktien mit gleichzeitig attraktiver impliziter Volatilität finden sich derzeit z.B. in den Sektoren Auto,

Industrie und Technologie. Insgesamt sollte natürlich nicht übersehen werden, dass die Höhe der impliziten Volatilität beim Eingehen von Stillhalterposition immer nur eins von mehreren Entscheidungs- und Auswahlkriterien sein kann.

### 3 Fragen an Ottmar Wolf zum Axxion Focus Prämienstrategie

*Der Axxion Focus Prämienstrategie hat im ersten Quartal 2017 bei geringen Schwankungen mit Zugewinnen von 3,01% ein solides Ergebnis erzielt. Lässt sich diese Entwicklung auf +12% zum Jahresende hochrechnen?*



Ottmar Wolf: In der Tat sind wir mit der Performance der Prämienstrategie bislang zufrieden. Hochrechnen lässt sich das Ergebnis gleichwohl nicht. So liegt der Renditepfad des Fonds aktuell bei ca. 5,5% auf Sicht von zwölf Monaten, bei einem durchschnittlichen Abstand zu den Basispreisen von rund 13%. Sofern es also keinen gravierenden Rücksetzer bei den Aktien gibt ist eine mittlere bis hohe einstellige Jahresperformance möglich.

*Die Volatilität ist derzeit relativ niedrig. Finden sich da für den Axxion Focus überhaupt noch attraktive Anlagegelegenheiten?*

Ottmar Wolf: Insbesondere am kurzen Ende ist die implizite Optionsvolatilität äußerst niedrig. Das sieht bei mittlere bis längeren Laufzeiten etwas besser aus, d.h. die Volatilitätskurve ist ansteigend. Daher bieten sich gerade bei neuen Index-Puts längere Laufzeiten an, z.B. mit Fälligkeit im Sommer 2018. Und bei den Einzeltitel-Puts finden sich auch aktuell noch interessante Gelegenheiten, hier gibt es noch implizite Volatilitäten im Bereich von 25 bis 30, was zu attraktiven Prämien führt. Insgesamt fahren wir derzeit aber schon mit „etwas angezogener Handbremse“.

*Bietet sich die Prämienstrategie aktuell für Neu-Investments an?*

Ottmar Wolf: Es fällt natürlich bei den historischen Topständen der wichtigen Aktienindizes grundsätzlich nicht leicht, in den Markt einzusteigen. Die Prämienstrategie bietet zumindest einen ordentlichen „Einstiegsrabatt“ in Höhe von aktuell rund 16%. Mit einem solchen Verlustpuffer ist die Eintrittswahrscheinlichkeit für einen positiven Return deutlich höher, insofern ist das Chance-Risiko-Verhältnis der Prämienstrategie vergleichsweise gut.