



Optionen mal anders

→ Der Faktor Inflation hat althergebrachte Muster an den Kapitalmärkten durcheinandergebracht. Sowohl Aktien- als auch Rentenmärkte sind seit Jahresbeginn deutlich im Minus. Entsprechend werden echte Anlagealternativen immer bedeutender. Bei unseren Absolute-Return-Strategien setzen wir seit Mai 2021 eine innovative Optionsstrategie ein, die durch den gleichzeitigen Kauf und Verkauf von Optionen ein attraktives Rendite-Risiko-Profil erzeugt, das sich insbesondere in der derzeitigen Marktphase bewährt hat. So lassen sich Portfolios in volatilen Marktphasen stabilisieren und gleichzeitig Erträge bei steigenden Aktienkursen erzielen.

Optionen in der Kapitalanlage

Optionen in der Kapitalanlage dienen entweder zur Absicherung oder als Ertragsquelle. Zur Absicherung werden in der Regel Put-Optionen gekauft (Long), die bei fallenden Aktienkursen an Wert gewinnen. Sinken die Kurse nicht, verliert der Käufer die im Vorfeld bekannte Optionsprämie. Strategien, die durch den Kauf von Optionen einen solchen Absicherungscharakter verfolgen, werden häufig als „Long-Vola-Strategien“ bezeichnet.

Es lassen sich aber auch Optionen verkaufen (Short), um sie als Ertragsquelle zu nutzen. In diesem Fall erhält der Verkäufer (oder Stillhalter) die Optionsprämie. Jedoch können dem Stillhalter bei starken Kursbewegungen hohe Verluste entstehen. Im Grunde handelt es sich um ein ähnliches Prin-

zip wie bei Versicherungen, bei denen dem Versicherer nur beim Eintritt eines Schadensfalls ein Verlust entsteht. Strategien, die durch den Verkauf von Optionen eine solche Ertragsstrategie verfolgen, werden häufig als „Short-Vola-Strategien“ bezeichnet (s. Abb. 1 auf S. 2).

Short-Vola – des Kaisers neue Kleider?

Die meisten Optionsfonds im Markt fokussieren sich auf Short-Vola-Strategien und das „Ernten“ der Volatilitätsrisikoprämie. Das bedeutet, diese Fonds verkaufen Optionen, um Prämieinnahmen zu kumulieren, die im Idealfall größer sind als die gelegentlich auftretenden Verluste. Entsprechend charakterisiert sich der Performanceverlauf durch länger anhaltende, langsam steigende Erträge und abrupte, starke Einbrüche, weshalb sich das Bild „Rolltreppe hoch – Aufzug runter“ etabliert hat. Um dieses Profil zu erreichen, setzen die meisten Fonds mehr oder weniger komplexe Systeme und Mechanismen ein. Dabei ist das Vereinnahmen der Volatilitätsrisikoprämie grundsätzlich nicht schwierig und erfordert nur eine gewisse Regelmäßigkeit. Ein Beispiel dafür ist der CBOE Putwrite Index¹, der mit dem systematischen Verkauf von Put-Optionen auf den S&P 500 vielen der am Markt verfügbaren Short-Vola-Fonds ähnelt.

Die Frage ist allerdings, ob das typische Short-Vola-Profil überhaupt attraktiv für Investoren ist. Denn vereinfacht gesagt, verdienen Short-Vola-Strategien meistens genau dann Geld, wenn andere Risk-Assets wie Aktien, Unternehmensanleihen oder High-Yield-Bonds auch Geld verdienen. Die Gewinne sind in diesen Phasen relativ stabil und stetig,



Christoph Sporer,
Portfoliomanager für Absolute-Return-Strategien,
Metzler Asset Management GmbH

weshalb Short-Vola-Strategien zeitweise ein sehr hohes Sharpe-Ratio aufweisen und gelegentlich auch als „unkorreliert“ bezeichnet werden. In Crashphasen, in denen Risk-Assets verlieren, fallen die Verluste von Short-Vola-Strategien im Verhältnis zu den Gewinnen aus den ruhigen Zeiten verhältnismäßig hoch aus – teilweise extrem hoch. Dem stehen vermeintlich kurze Erholungsperioden entgegen. Insgesamt stellt sich damit die Frage, ob Short-Vola-Strategien in einem Portfolio einen Mehrwert liefern oder ob eine höhere Allokation in Unternehmensanleihen oder Aktien nicht am Ende zu besseren und transparenteren Resultaten führt.

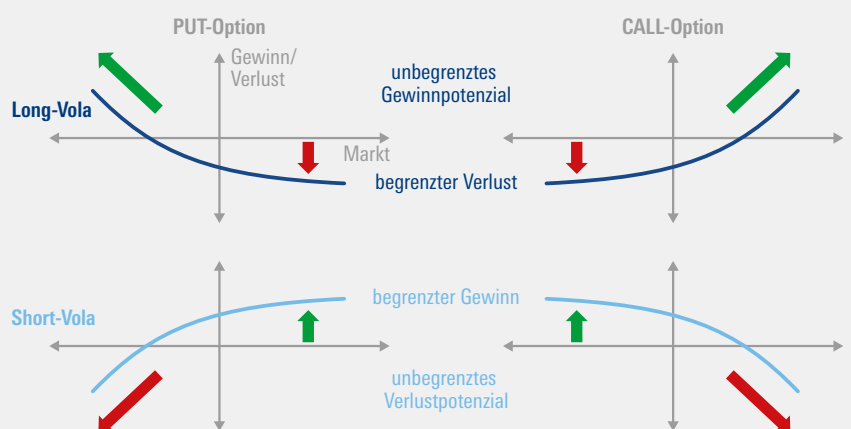
Long-Vola – das hässliche Entlein

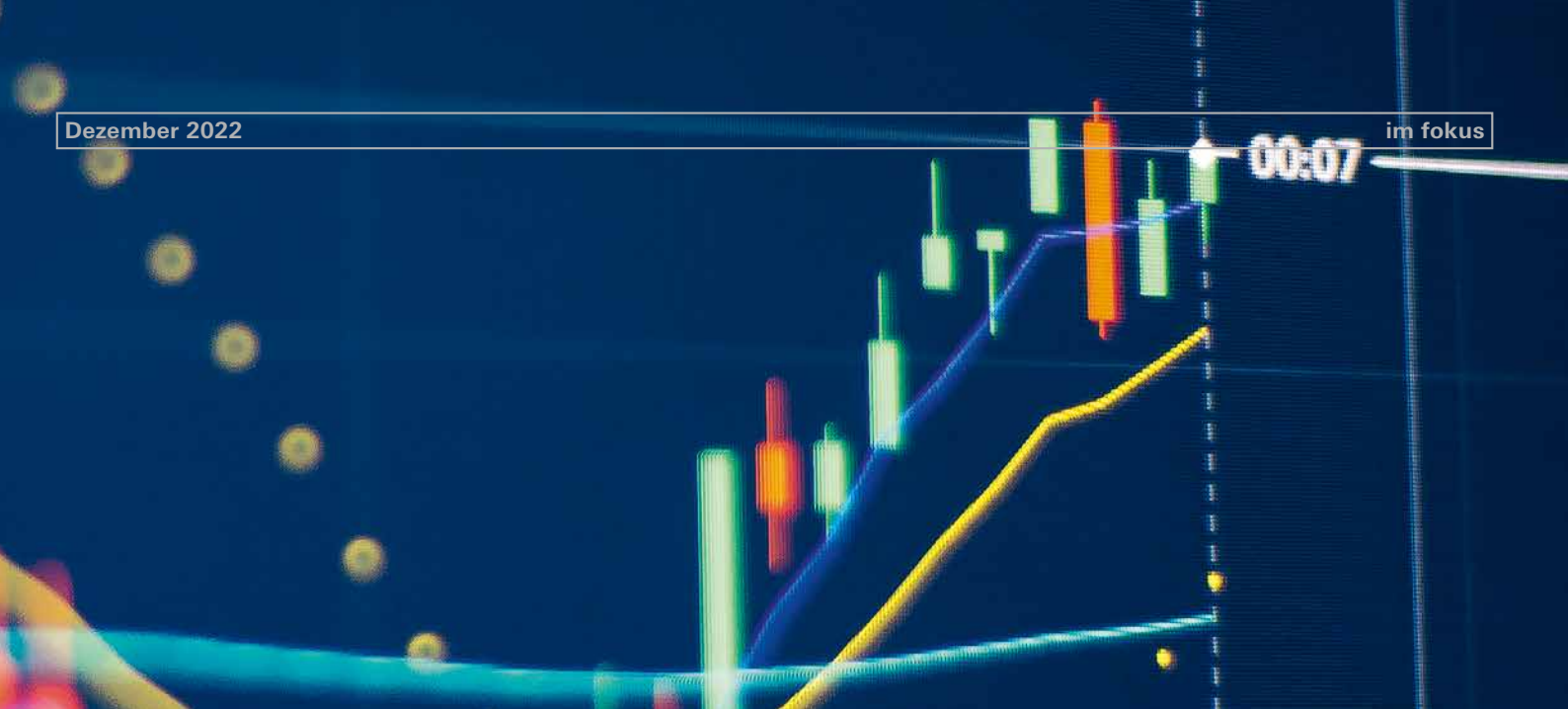
Der Mehrwert von Long-Vola-Strategien im Portfoliokontext liegt in ihrem Absicherungscharakter. Das heißt, sie stabilisieren

Portfolios, indem sie echte Diversifikation bieten, wenn sie benötigt wird. Dabei scheinen Long-Vola-Strategien für sich genommen zunächst nicht attraktiv, da sie oft über längere Perioden bestenfalls seitwärts laufen. Sie haben damit deutlich schlechtere Sharpe-Ratios als die Short-Varianten. Trotzdem können sie das Sharpe-Ratio eines Portfolios bei entsprechend hoher Beimischung deutlich verbessern: Das Beispiel auf Basis der CBOE Eurekahedge Volatility Indizes² (s. Abb. 2 und 3 auf S. 3) zeigt die Performance von Volatilitätsfonds in den unterschiedlichen Kategorien Long-Vola und Short-Vola.

Während der Short-Vola-Index als Einzelinvestment das beste Rendite-Risiko-Verhältnis bietet (s. Abb. 2), schneidet im Portfoliokontext der Long-Vola-Index deutlich besser ab,

Abb. 1: Vier mögliche Auszahlungsprofile





da sich hier die Risiken im Verhältnis zur Ertragseinbuße überproportional stark reduzieren lassen (s. Abb. 3).

Entscheidend für dieses Ergebnis sind zwei Faktoren:

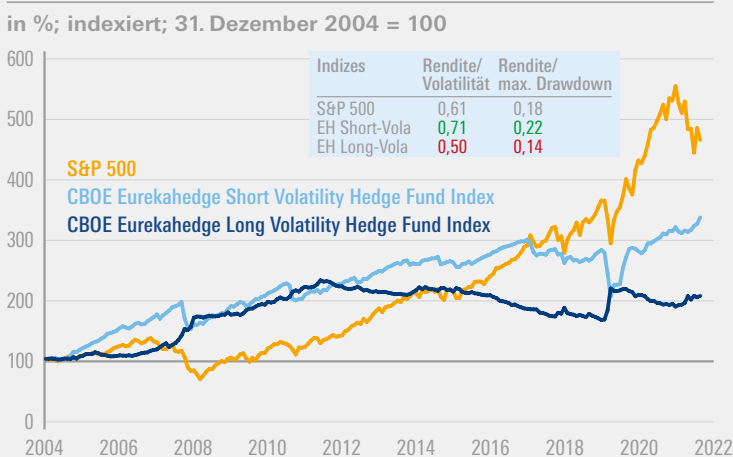
- aktives Rebalancing
- negative Korrelation zum Portfolio.

Unter aktivem Rebalancing ist zu verstehen, dass der Anleger das Portfolio bei starken Verschiebungen wieder auf die ursprüngliche Allokation zurückführen muss. Im Fall von Long-Vola-Strategien bedeutet dies, dass in Bärenmärkten Gewinne realisiert werden müssen und in Bullenmärkten nachgekauft werden muss. In unserem Beispiel findet dieses Rebalancing monatlich statt. In der Praxis sind dafür eine gewisse Expertise und ein kontinuierliches Monitoring hilfreich.

Auf dem deutschen Markt gibt es trotz der vorteilhaften Eigenschaften nur wenige dezidierte Long-Vola-Fonds. Der Grund ist vermutlich, dass sie bei der Einzelbetrachtung eben nicht überzeugen und dem Anleger eine gewisse Aktivität und auch Durchhaltevermögen abverlangen.

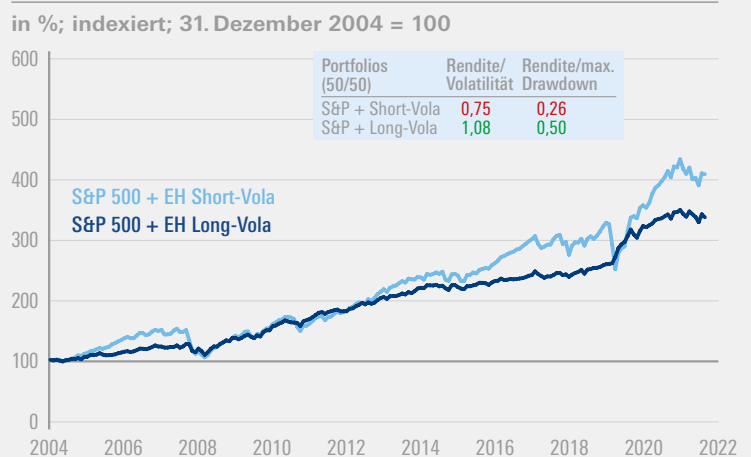
Deshalb kombinieren wir Long-Vola- mit Short-Vola-Strategien in unserem Fonds Metzler Long/Short Volatility zu einem ausgewogenen Portfolio und übernehmen das Rebalancing für den Anleger. Der zweite genannte Faktor – die negative Korrelation – ist zwischen Long- und Short-Vola per Definition gegeben. Beim Umsetzen achten wir darauf, dass die Kosten und Chancen aus den Long-Positionen in einem ausgewogenen Verhältnis zu den Erträgen und Risiken aus den Short-Positionen stehen.

Abb. 2: Als Einzelinvestment hat Short-Vola das beste Rendite-Risiko-Profil



Quelle: Metzler

Abb. 3: Im Portfoliokontext spielt Long-Vola seine Stärken aus



Quellen: <https://www.eurekahedge.com/Indices/CBOE>, Refinitiv Datastream; Berechnungen: Metzler Asset Management; Stand: 31. August 2022

Anlagephilosophie des Metzler Long/Short Volatility

Unsere Strategie ist im Kern eine Long-Vola-Strategie, die taktisch Short-Vola-Elemente einsetzt, um den negativen Drift der Long-Vola-Position zu mindern. Außerdem verfolgen wir einen aktiven Handelsansatz und nutzen gezielt Opportunitäten am Markt. Das Anlageuniversum umfasst Optionen auf liquide globale Aktienindizes mit dem Schwerpunkt S&P 500.

Die Grundposition der Strategie sind Long-Positionen in Optionen mit längerer Laufzeit. Diese Long-Positionen profitieren von steigender Volatilität (Vega) und ermöglichen eine Partizipation an starken Kursbewegungen (Konvexität). Die Prämienausgaben für den Kauf werden durch einen aktiven Handelsansatz minimiert.

Darüber hinaus lassen sich Optionen mit kürzerer Laufzeit verkaufen, um Zusatzerträge durch Prämieinnahmen zu erwirtschaften. Diese Verkäufe finden taktisch abhängig vom Marktumfeld statt. Dabei ermöglicht es uns die Long-Vola-Grundstrategie, immer aus einer Position der Stärke zu agieren. Das heißt, wir sind bei starken Marktbewegungen nicht gezwungen, Risiken zu reduzieren, sondern können sie als Opportunität nutzen. Wir wollen genau dann Optionen verkaufen, wenn andere kaufen müssen. Um das Risiko aus den Short-Positionen zu reduzieren, realisieren wir Gewinne frühzeitig.

Bei der Auswahl der zu handelnden Optionen werden die aktuellen Marktbedingungen und das Volatilitätsumfeld berücksichtigt. Um die Handelsentscheidungen zu unterstützen, ziehen wir technische Modelle heran. Wir agieren aber explizit nicht auf Basis eines Backtests, in dem Optionen in einem festen Turnus gehandelt werden und die Attraktivität oder der Sinn einer einzelnen Transaktion nicht hinterfragt wird. Es gibt viele Beispiele, warum feste Regeln zu subopti-

malen oder gar unsinnigen Handelsentscheidungen führen und dagegen echte Opportunitäten verpassen. Beispielsweise werden bei Backtests aus Kosten- und Komplexitätsgründen in der Regel Schlusskurse verwendet und Intraday-Handelsspannen vernachlässigt. Dabei steigt durch die Berücksichtigung von Tageshöchst- und -tiefstständen die Volatilität am Aktienmarkt im langfristigen Mittel um etwa 4 Prozentpunkte, was Chancen und Risiken deutlich erhöht. Stattdessen nutzen wir Modelle und Regeln als Hilfsmittel, um optimale Handelsentscheidungen treffen zu können. Dabei beziehen wir alle verfügbaren Informationen ein, wie aktuelle Portfolioparameter und Real-Time-Marktdaten, um uns innerhalb definierter Rahmenbedingungen zu bewegen. Der Investmentprozess lässt sich somit als regelbasiert, jedoch nicht als regelgebunden bezeichnen.

Performancecharakteristik und Risiken

Die Strategie verfolgt ein Absolute-Return-Ziel. Sie soll weder den Verlauf mit den abrupten Einbrüchen der Short-Vola-Strategien noch die Hedging-Effizienz von Long-Vola-Strategien aufweisen. Stattdessen wird eine möglichst gleichmäßige positive Performance in unterschiedlichen Marktphasen angestrebt. Tendenziell weist die Strategie eine leicht positive Korrelation zu den Kursen am Aktienmarkt auf, wenn sie nur geringfügig fallen oder steigen. Bei stark sinkenden Aktienkursen besteht die Möglichkeit, hohe Kursgewinne zu erzielen. Grundsätzlich profitiert die Strategie von hoher Volatilität und klaren Trends, ruhige Seitwärtsphasen bieten dagegen weniger Potenzial. Damit grenzt sie sich deutlich von am Markt verfügbaren Short-Vola-Strategien ab. Durch den marktsensitiven Handelsansatz und die entsprechende Balance aus Long-Vola und Short-Vola haben wir einen innovativen Baustein zur Portfoliodiversifikation entwickelt, mit dem wir Investoren einen echten Mehrwert bieten können. ●

¹ Quelle: <https://www.cboe.com/us/indices/dashboard/put/>

² Quelle: <https://www.eurekahedge.com/Indices/CBOE>

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.