

# Total Return – bewährter Ansatz für bewegte Zeiten

Im aktuellen Niedrigzinsumfeld ist ein deutlich wachsendes Interesse an solchen alternativen Strategien zu verzeichnen

**Börsen-Zeitung, 24.11.2012**  
In einer Zeit, in der die Renditen zehnjähriger deutscher Staatsanleihen unter 2% notieren und kürzere Anleihen zeitweise sogar negative Renditen aufweisen, müssen Investoren auf der Suche nach Rendite oft höhere Risiken eingehen. Auch institutionelle Anleger, insbesondere Versicherer oder Versorgungswerke,

kurse oder die Entwicklung einer Volkswirtschaft. Grund dafür ist eine wesentliche Eigenschaft der Volatilität: Mean Reversion. Volatilität kann weder unbegrenzt steigen noch auf null fallen, sie wird immer auf einen „mittleren Wert“ zurückkehren. Dieser Wert ist keineswegs statisch und kann in unterschiedlichen Marktphasen auf unterschiedlichen Niveaus

liegen. So liegt der Mittelwert seit Beginn der Finanzkrise auf einem deutlich höheren Niveau als zuvor, weshalb eine dynamische Betrachtung notwendig ist. Dieser Effekt tritt übrigens nicht nur beim Volatilitätsniveau selbst auf, sondern auch bei anderen Größen, wie zum Beispiel der Steilheit oder Krümmung der Volatilitätskurve. So lassen sich auf Basis mehrerer Indikatoren relativ verlässliche Aussagen über die zukünftige Entwicklung der Volatilität ableiten. Grundsätzlich unterscheidet man zwischen impliziter und realisierter Volatilität. Wenn die implizite Volatilität, das heißt die erwartete Schwankungsbreite, die der Markt für die Bewertung von Optionen annimmt, höher ist als die realisierte Schwankungsbreite, kann durch den systematischen Verkauf von Optionen ein Ertrag erzielt werden. Die Wertentwicklung dieser sogenannten „Short-Vola-Strategien“ ist typischerweise geprägt durch längere Phasen mit geringen Wertzuwächsen und plötzlich eintretende relativ hohe Verluste. Langfristig entsteht jedoch ein tendenziell positiver Pfad.

## Investitionsmöglichkeiten

Berenberg bietet volatilitätsbasierte Total-Return-Strategien in verschiedenen Formen an. In einer möglichst marktneutralen Variante werden regelmäßig Put- und Call-Optionen auf Aktienindizes verkauft, das Pendant auf Rentenbasis bedient sich Payer und Receiver Swaptions zur Performance-Generierung. Dabei schätzt ein Modell durch eine dynamische Auswahl an Faktoren die Gefahr möglicher Ausreißer nach oben oder unten ein. Dementsprechend werden die Basispreise der verkauften Optionen ausgewählt. Die Verwendung von maßgeschnei-

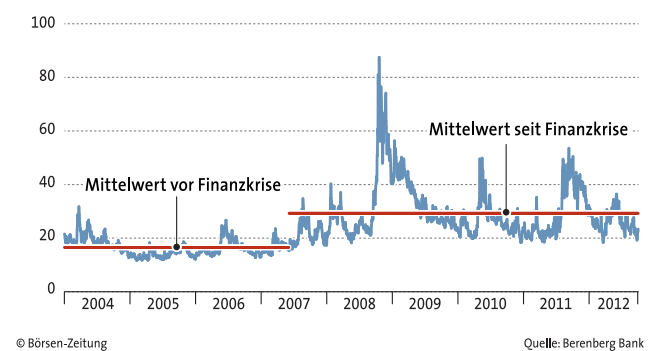
gem Kapitaleinsatz innerhalb bestehender Spezialfonds umgesetzt werden und bieten eine sinnvolle Ergänzung zur Renditesteigerung von Rentenportfolios.

Privatanleger kennen ähnliche Strategien hauptsächlich aus dem Bereich der Zertifikate. So ist ein Discount-Zertifikat zum Beispiel nichts anderes als eine verkaufte Put-Option. Anleger mit einer Affinität für solche Produkte können mit einer Fondslösung, die rollierende Discount-Strukturen nachbildet, gleich mehrere Vorteile gegenüber der Direktinvestition in klassische Discount-Zertifikate realisieren, wenn sie auf bestimmte Eigenschaften achten. Bei einem Fonds besteht ein deutlich geringeres Emittentenrisiko, wenn die Discount-Strukturen über gelistete Eurex-Optionen nachgebildet werden und das Basisinvestment entsprechend diversifiziert ist. Außerdem übernehmen Portfoliomanager die tägliche Auswahl und Steuerung der Discount-Strukturen und können in dem Fonds eine höhere Diversifikation von Laufzeiten und Caps erreichen als die meisten Privatanleger. Zuletzt sind die Kosten der Fondslösung meist transparenter als bei der Direktinvestition in Zertifikate einzelner Emittenten.

Eine weitere interessante Investitionsmöglichkeit bieten Volatilitätsfutures, deren Liquidität insbesondere in den USA seit einigen Jahren deutlich zugenommen hat. So können die Risikoprämien direkt über den Verkauf von Volatilitätsfutures auf den US-amerikanischen Leitindex S & P 500 vereinnahmt werden. Das Besondere an diesem Ansatz ist, dass der Markt durch große Anbieter von Volatilitäts-Exchange-Traded-

## Mean-Reversion der Volatilität

Implizite Volatilität des Euro Stoxx 50



© Börsen-Zeitung

Quelle: Berenberg Bank

Funds (ETF) oder Zertifikaten dominiert wird. Das führt zu systematischen Transaktionen insbesondere an den Fälligkeitsterminen. Außerdem kann das Underlying nicht physisch gehalten werden und somit ist keine Arbitrage möglich. Dadurch entstehen Ineffizienzen auf der Volatilitätskurve, die man sich zunutze machen kann.

## Besonderes Risiko zu beachten

Dieser Ansatz weicht von den bisher beschriebenen Strategien dahingehend ab, dass die Volatilitätsprämie nicht über das Instrument Optionen vereinnahmt wird, sondern direkt durch den Verkauf von Volatilitätsfutures. Die Rendite wird durch den natürlichen Roll-down auf der Volatilitätskurve erreicht. Dieser entsteht dadurch, dass Anleger mehrheitlich bereit sind, für die

hervorragenden Diversifikationseigenschaften von Positionen in Volatilitätsfutures eine Prämie zu zahlen. Mit abnehmender Restlaufzeit des Futures sinkt ebendiese Prämie und der Future nähert sich dem Wert des Volatilitätsindex an. Das Auftreten sogenannter Volatilitätsspiques, also plötzlicher sprunghafter Anstiege der Volatilität, stellt bei diesem Ansatz jedoch ein besonderes Risiko dar und darf keinesfalls unbeachtet bleiben.

Im aktuellen durch politische Ereignisse geprägten Niedrigzinsumfeld ist ein deutlich zunehmendes Interesse an solchen alternativen Total-Return-Strategien festzustellen. Aktive Volatilitätsinvestments stellen aufgrund ihrer besonderen Eigenschaften einen erfolgversprechenden Ansatz zur Renditegenerierung dar, wenn man die Risiken im Griff hat.



Von **Christoph Sporer**

Leiter Total Return Management der Berenberg Bank

steigen auf der Bonitätsleiter herab, um überhaupt noch ihren Rechnungszins erzielen zu können. So stehen neben Covered und Corporate Bonds bereits wieder Anleihen aus südeuropäischen Ländern auf der Kaufliste, denn durch die Zusagen der Europäischen Zentralbank (EZB) scheint das Risiko in dem Segment begrenzt.

Grundsätzlich besteht bei allen genannten Anlagen jedoch vorübergehend die Gefahr steigender Renditen, sei es durch das allgemeine Zinsniveau oder den individuellen Risikoaufschlag. Erst bei Endfälligkeit würden diese Bewertungseffekte – Zahlungsfähigkeit vorausgesetzt – wieder verschwinden. Alternativ kann das Ziel der Generierung von Zusatzerträgen durch den Einsatz von Total-Return-Strategien erreicht werden. Auch sie sind nicht frei von Risiken, aber diese sind möglicherweise unkorreliert zu dem Risiko eines Zinsanstieges oder einer Ausweitung der Risikoaufschläge, wodurch sie eine sinnvolle Ergänzung darstellen.

Einen interessanten Ansatz bieten Investitionen in Volatilität. Unterschieden werden in dem Bereich zwei grundlegend verschiedene Strategien. Auf der einen Seite bietet der

**„Das Besondere an Volatilität ist, dass sie deutlich besser einzuschätzen ist als beispielsweise Aktienkurse.“**

„Kauf von Volatilität“ einen effektiven Hedge gegen Kurseinbrüche zum Beispiel auf dem Aktienmarkt. Langfristig ist hier jedoch mit einer negativen Rendite zu rechnen, da die Haltekosten – bei Umsetzung mittels Optionen der Zeitwertverfall und bei Futures die Rollkosten – die Erträge überkompensieren. Deshalb stellt der „Verkauf von Volatilität“, also die genaue Gegenposition, eine sinnvolle Möglichkeit dar, diese Haltekosten zu vereinnahmen und einen Zusatzertrag zu erwirtschaften.

## Eigenschaften der Volatilität

Das Besondere an Volatilität ist, dass sie deutlich besser einzuschätzen ist als beispielsweise Aktien-

kursen. Das Prinzip funktioniert wie bei einem Versicherungsunternehmen. Ein Fonds verkauft quasi Versicherungen gegen steigende oder fallende Kurse und nimmt dafür Prämien ein, deren Höhe von den erwarteten Kursschwankungen abhängt. Wenn die eingetretenen Versicherungsfälle, also die realisierten Kursanstiege oder -rückgänge, geringer sind als die vereinnahmten Prämien, bleibt ein Gewinn übrig. So einfach wie dieses Prinzip, so naheliegend sind natürlich auch die Risiken. Deshalb ist bei diesen Strategien ein effektives Risikomanagement von größter Bedeutung.

## Ständig weiterentwickeln

Einige dieser Strategien haben in der Vergangenheit, zuletzt beispielsweise auf dem aktuellen Höhepunkt der Euro-Krise im August 2011, herbe Rückschläge verkraften müssen. Deshalb ist eine ständige Weiterentwicklung und Verbesserung der Strategien wichtig. So kann es helfen, den Investmentansatz deutlich dynamischer zu gestalten, indem Positionen intraday überwacht und proaktiv adjustiert werden, wenn die Risiken übersteuern. Auch das Volumen der verkauften Optionen kann je nach Attraktivität des Umfelds angepasst werden. Wie bei einem Versicherungsunternehmen, das beispielsweise nach einem Unwetter die Versicherungsprämie erhöht und mehr Policen verkauft und sich zurückhält, wenn in einer ruhigen Phase niemand bereit ist, hohe Prämien zu zahlen.

Und natürlich kann auch der gelegentliche Kauf von Volatilität helfen, Risiken besonders effizient zu begrenzen. Diese Vorgehensweise ist,

Impressum

**Börsen-Zeitung**

Sonderbeilage

**Investmentfonds**

Am 24. November 2012

Redaktion: Claudia Weippert-Stemmer  
Anzeigen: Dr. Jens Zinke (verantwortlich)  
Technik: Tom Maier  
Typografische Umsetzung: Klaus Jung

Verlag der Börsen-Zeitung in der Herausberggemeinschaft  
WERTPAPIER-MITTEILUNGEN Keppler, Lehmann GmbH & Co. KG,  
Düsseldorfer Straße 16, 60329 Frankfurt am Main,  
Tel.: 069/2732-0, (Anzeigen) Tel.: 069/2732-115, Fax: 069/233702,  
(Vertrieb) 069/234173.

Geschäftsführer: Ernst Padberg

Druck: Westdeutsche Verlags- und Druckerei GmbH,  
Kurhessenstraße 4-6, 64546 Mörfelden-Walldorf