

Investieren in Volatilität

Der Einsatz von Volatilitätszertifikaten kostet ein wenig Rendite, macht ein Portfolio aber stabiler / Von Sigrid Müller und Carmen Weber

FRANKFURT, 21. Februar. Unsicherheit prägt das Geschehen an der Börse. Aktienkurse steigen oder fallen teilweise dramatisch, wobei häufig die Richtung ihrer Änderung überrascht. Solche Schwankungen erfährt die sogenannte Volatilität. In den vergangenen Jahren haben massive Kursverluste Anlegern dieses Risiko einer Aktienanlage drastisch vor Augen geführt. Dementsprechend hoch ist heute die Bereitschaft, die Wertentwicklung ihrer Aktienportfolios zu stabilisieren.

Eine Möglichkeit, sich komplett gegen Kursverluste abzusichern, sind Optionen. Wie für jede Versicherungsleistung muß man für sie jedoch eine Prämie zahlen, die häufig teuer ist und den Ertrag des Portfolios zu sehr schmälert. Daher sind Strategien mit einer nur teilweisen Absicherung von Interesse, die günstiger zu haben sind. Eine Möglichkeit ist der Kauf sogenannter negativ korrelierter Vermögenswerte, deren Wert steigt, wenn der Wert des Aktienportfolios sinkt. Eine solche Anlageklasse ist die sogenannte implizite Volatilität: Sie steigt, wenn die Aktienkurse sinken, und bietet somit einen wirksamen Schutz gegen Kursverluste. Zertifikate, die auf dem Konzept der Volatilität beruhen, sind somit eine interessante Anlageklasse, wenn es darum geht, Aktienportfolios vor Kursverlusten zu schützen.

Volatilität bezeichnet die Schwankungsbreite an den Aktienmärkten. Hier unter-

scheidet man zwei Arten: die historische Volatilität, die aus den täglichen Renditeschwankungen ermittelt wird, und die implizite Volatilität, eine zukunftsorientierte Größe. Sie wird aus den Preisen notierter Aktienoptionen ermittelt und als Erwartungshaltung des Marktes zur künftigen Entwicklung interpretiert. Die Deutsche Börse berechnet auf diese Weise den V-Dax, die implizite Volatilität des Dax. In der Regel unterscheiden sich die Werte der historischen und der impliziten Volatilität.

Günstige Eigenschaften

Entscheidend für den Einsatz von Volatilitätszertifikaten ist die Beziehung zwischen Rendite und Volatilität. So besteht zwischen dem V-Dax und dem Dax selbst ein negativer Zusammenhang: Fallende Aktienkurse werden von steigender impliziter Volatilität begleitet und umgekehrt. Dies läßt sich statistisch nachweisen: Für den Dax und den V-Dax ergibt sich für die vergangenen zehn Jahre eine negative Korrelation von 68 Prozent, wenn man das Verhalten beider Indizes in Ein-Monats-Zeiträumen betrachtet. Vereinfacht gesagt, bedeutet dies, daß in 68 Prozent aller Fälle ein steigender Dax von einem sinkenden V-Dax begleitet wird. Die Abbildung zeigt deutlich die gegenläufige Bewegung beider Indizes. Das Risiko eines reinen Aktienportfolios ließe sich also reduzieren, wenn man es mit einem die Volatilität widerspiegelnden Zertifikat kombiniert.

Ein weiteres Argument spricht für den Einsatz von Volatilitätszertifikaten. In Krisenzeiten zeigte sich, daß die implizite Volatilität nach oben schießt. Geopolitische Ereignisse wie zum Beispiel die Asienkrise oder die Anschläge vom 11. September 2001 haben jeweils zu einem rasanten Anstieg der Volatilitätsindizes in Europa oder den Vereinigten Staaten geführt. Somit ließe sich sogar in begrenztem Maße auch eine Schutzfunktion gegen politische Ereignisse ableiten. Volatilitätszertifikate hätten folglich eine Art Airbag-Funktion.

Volatilität als Vermögensklasse

Die Frage, ob Volatilität eine eigenständige Vermögensklasse ergibt, hat sowohl Bedeutung für die Theorie als auch für die Praxis. Insbesondere für institutionelle Anleger sind Strategien problematisch, die eine Investition in die implizite Volatilität vorsehen. Volatilität wird normalerweise als Derivat eingestuft, weil ihre Wertentwicklung bisher nicht durch ein separates Anlageinstrument abgebildet werden konnte. Begründete die Volatilität eine eigenständige Vermögensklasse, wäre dies von großem praktischen Nutzen. Die Entwicklung von Volatilitätszertifikaten würde nachhaltig gefördert.

Zur ökonomischen Einordnung als Vermögensklasse lassen sich zwei Begründungen anführen. Im klassischen Optionsmodell des 1995 verstorbenen Fischer Black und des Nobelpreisträgers Myron Scholes läßt sich jedes Derivat als Portfolio interpretieren. Dies trifft insbesondere für Volatilitätszertifikate zu. Aus dieser Eigenschaft folgt die Einordnung als eigenständige Vermögensklasse unmittelbar. Schwieriger gestaltet sich die Begründung, falls die Annahmen des Black/Scholes-Modells nicht erfüllt sind. Allerdings kann auch in diesem Fall eine Portfoliointerpretation vorgenommen werden. Notwendig ist dazu eine größere Zahl von Vermögenswerten bei der Portfolioabildung. Aus theoretischer Sicht ist somit die Einstufung als Vermögensklasse durchaus vertretbar.

Paßgenaue Anlagestrategien

Unter dieser Annahme sollen nun die praktischen Möglichkeiten genauer vorgestellt werden. Besonders interessant ist der Einsatz von Volatilitätszertifikaten als ständige Beimischung in einem Aktienportfolio. Um ein Aktienportfolio ge-

gen Kursrisiken abzusichern, werden üblicherweise Put-Optionen eingesetzt. Die damit verbundenen Kosten der Sicherung variieren mit der Höhe der impliziten Volatilität und sind vergleichsweise hoch. Nur im Fall eines tatsächlichen Kursrückgangs kommt die Put-Sicherung zum Einsatz. Ansonsten hat sie den Nachteil, daß die Option ihren Wert zum Verfalltag komplett verliert. Die implizite Volatilität hingegen kann zwar sinken und damit auch der Wert des Zertifikats, aber sie kann nicht auf Null fallen.

Institutionelle Anleger können aus gesetzlichen Gründen maximal 10 Prozent des Portfoliowertes in solche Zertifikate investieren. Das folgende Beispiel wurde deshalb für ein reines Dax-30-Portfolio mit einer konstanten Beimischung von 10 Prozent impliziter Volatilität durch den V-Dax errechnet. Wie aus unserer Tabelle ablesbar ist, verbessert sich das Rendite-Risiko-Profil des Portfolios durch den Kauf impliziter Volatilität. Einer fast identischen Rendite von 11,6 Prozent für das gemischte Portfolio stehen 11,7 Prozent aus der reinen Aktienanlage gegenüber. Die Standardabweichung des gemischten Portfolios ist mit 24,4 Prozent jedoch deutlich geringer im Vergleich zum reinen Aktienportfolio mit 27,4 Prozent.

Hier wird ein weiterer Vorteil dieser Strategie deutlich: Im Normalfall unterliegt die Volatilität einer Schwankung, die sie immer wieder zurück zu einem Mittelwert führt. Mit anderen Worten: Volatilität ist keine renditeorientierte Anlage mit der Möglichkeit einer negativen Wertentwicklung, sondern wirkt nur als Risikopuffer.

Fallstricke in der Praxis

Gängige Zertifikate bilden implizite Volatilität über den gleichzeitigen Kauf von Calls und Puts auf den zugehörigen Index ab. Der Anleger sollte genau darauf achten, mit welchen Laufzeiten innerhalb der Zertifikatsstruktur die implizite Volatilität abgebildet wird. Gegebenenfalls entspricht der Wert des Zertifikats nicht exakt dem V-Dax-Niveau. Hier bietet ein Terminkontrakt (Future) wie der Vix den Vorteil, daß kein Abweichungsrisiko zwischen Instrument und impliziter Volatilität entstehen kann. Der Einsatz des Vix-Futures dürfte jedoch den meisten Privatanlegern aufgrund der Mindesthandelsvolumina und Einschüsse (Margin Requirements) Schwierigkeiten bereiten.

Eine echte Absicherung gegen einen Börsenkrach können die Volatilitätsinstrumente allerdings nicht liefern, man kann aber anhand der Daten zeigen, daß extreme Ereignisse an den Aktienmärkten von einem starken Anstieg der Volatilität begleitet werden, wodurch der gewünschte Absicherungseffekt entsteht.

Portfeuillegestaltung

Auf dieser Erkenntnis beruht ein anderes Einsatzgebiet der impliziten Volatilität – die Bestimmung eines angestrebten Risikoniveaus für das Aktienportfolio. Banken bieten mittlerweile Zertifikate mit einer besonderen Eigenschaft an: Sie ermöglichen den Kunden die Partizipation an einem Aktienindex in Abhängigkeit von der Höhe der impliziten Volatilität, gemessen am V-Dax. Unterschreitet der V-Dax einen bestimmten Wert, partizipiert der Anleger stärker an der Entwicklung der Aktien, wird ein bestimmter Wert überschritten, sinkt die Partizipationsrate. Auf diesem Weg erzielt man eine strategische Ausrichtung des Portfolios an den erwarteten Kursrisiken – gemessen anhand der impliziten Volatilität.

Es wäre also möglich, daß man den negativen Zusammenhang zwischen Volatilität und Aktienmarkt zur Festlegung einer kurzfristigen Portfolioabstimmung einsetzen kann. Erreicht der Volatilitätsindex einen kritischen oberen Punkt, dann werden Anleihen im Verhältnis zu Aktien

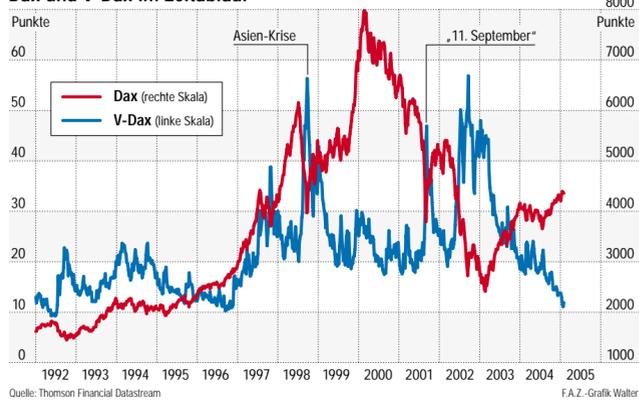
übergewichtet, und erreicht der Volatilitätsindex einen kritischen unteren Punkt, dann sind Aktien stärker gewichtet.

Obwohl der Markt für Volatilitätszertifikate noch jung ist, bietet er bereits eine attraktive Auswahl. Von besonderem Interesse ist ihr Einsatz bei der Portfolioabildung. Hierbei wirken ihre statistischen Eigenschaften positiv. Das Risiko des Portfolios wird reduziert, ohne die Rendite allzusehr zu reduzieren. Vor allem im Hinblick auf Kosten-Nutzen-Überlegungen bilden Volatilitätszertifikate eine günstige Alternative zu Verkaufsoptionen. Bei der Vielzahl der Anwendungsmöglichkeiten bestehen Volatilitätszertifikate durch ihre Einfachheit, wie das Beispiel einer zehnpromzentigen Aufnahme in ein Portfolio belegt.

Für institutionelle Anleger ist die zu meist vorhandene Differenz zwischen einem Zertifikat auf den V-Dax und dem Index selbst problematisch, da sie im Zeitablauf nicht konstant bleibt. Dieser Nachteil könnte aber ausgeglichen werden, wenn ein Future auf den V-Dax zur Verfügung stünde. Gegenwärtig ist der Einsatz von Volatilitätszertifikaten also nicht nur für Privatanleger eine interessante Alternative zu den bestehenden Absicherungsmöglichkeiten.

Prof. Dr. Sigrid Müller ist Professorin für Betriebswirtschaftslehre und Direktorin des Instituts für Finanzierung an der Humboldt-Universität zu Berlin. Carmen Weber verantwortet bei der Metzler Investment GmbH den Bereich Equity Style Management.

Dax und V-Dax im Zeitablauf



Wirkung einer Beimischung von implizierter Volatilität

Jahr	Jahresveränderung		90% Aktien 10% Volatilität
	Dax	V-Dax	
1992	- 3,5 %	16,9 %	- 1,5 %
1993	46,8 %	33,4 %	45,5 %
1994	- 8,3 %	- 9,5 %	- 8,4 %
1995	8,4 %	- 30,1 %	4,5 %
1996	28,2 %	19,9 %	27,3 %
1997	47,1 %	81,3 %	50,5 %
1998	17,7 %	21,4 %	18,1 %
1999	35,0 %	- 15,9 %	29,9 %
2000	- 4,7 %	- 16,4 %	- 5,9 %
2001	- 19,8 %	11,0 %	- 16,7 %
2002	- 43,9 %	78,6 %	- 31,7 %
2003	37,1 %	- 55,5 %	27,8 %
Mittelwert	11,7 %	11,2 %	11,6 %
Standardabweichung	27,4 %	39,0 %	24,4 %

Quelle: Metzler Investment GmbH, Bloomberg

Hedge Fonds bleiben ein Hoffnungsträger für die Branche

Bisherige Absatzerwartungen enttäuscht / Wegfall der Zwischengewinnermittlung gibt Anlaß zur Hoffnung

hbe, FRANKFURT, 21. Februar. Noch sind sie eher ein Hoffnungsträger denn ein Umsatzlieferant: Die deutsche Fondsbranche geht nach wie vor davon aus, ihren Kunden in den kommenden Jahren zunehmend alternative Anlageinstrumente wie die sogenannten Hedge Fonds zu verkaufen. Bisher sind die äußerst optimistischen Absatzerwartungen der Branche durch rechtliche Hürden und eine in den vergangenen Monaten schwächelnde Wertentwicklung enttäuscht worden. Vielfach war auch die Rede davon, daß den Hedge Fonds die Anlagemöglichkeiten ausgehen.

Zumindest eine der weiteren rechtlichen Hürden ist nun aus dem Weg geräumt: So müssen Single- und Dach-Hedge-Fonds laut dem Bundesverband Investment und Asset Management (BVI), der Interessenvertretung der Branche, für das Kalenderjahr 2005 keine sogenannten Zwischengewinne ermitteln. Dies habe das Bundesministerium der Finanzen dem BVI in einem Schreiben mitgeteilt. Als Zwischengewinne werden die im Fondsvermögen enthaltenen Zinserträge und Zinsansprüche bezeichnet, die seit der letzten Ausschüttung beziehungsweise Thesaurierung bis zum Zeitpunkt des Fondserwerbs angefallen sind. In

normalen Publikumsfonds müssen die Fondsgesellschaften seit dem 1. Januar diese Zwischengewinne wieder ausweisen, damit Anleger, die unterjährig einsteigen, die Erträge aus Zinsgewinnen, die ihnen nicht zugeflossen sind, nicht versteuern müssen.

Für die Fondsgesellschaften stellt die börsentägliche Ermittlung des Zwischengewinns einen erheblichen Aufwand dar, den wohl viele ausländische Hedge Fonds nicht betreiben wollen. Die Komplexität und der bürokratische Aufwand zur Ermittlung und Veröffentlichung des Zwischengewinns werde die Aktivitäten ausländischer Hedge-Fonds-Anbieter auf dem deutschen Markt merklich verringern, hieß es in der Branche. Für unterjährig einsteigende Fondssparer allerdings bringt der fehlende Zwischengewinn bei Hedge Fonds einen Nachteil mit sich, weil sie nun bei Kauf ihres Anteilwertes Zinserträge versteuern müssen, die vor dem Zeitpunkt ihres Einsteigs angefallen und ihnen somit nicht zugeflossen sind.

Dennoch ist die Branche immer noch unzufrieden mit den deutschen Anforderungen an Hedge Fonds: Die „in ihrer Schärfe einzigartigen Transparenzanforderungen des deutschen Gesetzgebers“ sieht das Be-

ratungsunternehmen Mercer Oliver Wyman als eine der Hauptursachen für den bisher verhaltenen Mittelzufluß in diese Produkte an. Nur rund 350 Fonds seien derzeit in der Lage, die damit verbundenen Hürden zu nehmen; allerdings seien mehrere Anbieter derzeit damit beschäftigt, den Eintritt auf den deutschen Markt vorzubereiten. Platz genug sei vorhanden, meint das Beratungsunternehmen: So schätzt man die Gesamtnachfrage in Deutschland auf rund 15 Milliarden Euro über alle Produktklassen hinweg. Insgesamt sind laut Mercer Oliver Wyman den neuen Produkten im vergangenen Jahr rund 1,3 Milliarden Euro zugeflossen.

Als mögliche Gründe für die bisher verhaltene Nachfrage der deutschen Investoren nennt Mercer Oliver Wyman zu einen den erhöhten Informationsbedarf der Anleger und die Haltung vieler institutioneller Investoren, die abgewartet hätten, bis die exakten rechtlichen Bedingungen für die neuen Produkte feststehen. Beobachter gehen davon aus, daß auch die sogenannten Total- und Absolute-Return-Produkte, die in den vergangenen Jahren massive Mittelzuflüsse verzeichneten, den Hedge Fonds Nachfrage streitig gemacht haben.

Tendenzen & Tips

In der Volkswagen-Aktie nach dem zurückliegenden Kursanstieg Positionen abzubauen, rät Sal. Oppenheim und nennt einen fairen Wert von 35,60 Euro. Die Aktie kostete am Montag rund 38 Euro. Die vorläufigen Zahlen für das vierte Quartal 2004 hätten einige sehr ermutigende Tatsachen an den Tag gebracht, darunter den eindrucksvollen freien Mittelzufluß (Cash-flow) im Automobilbereich. Es sei jedoch zu bezweifeln, daß sich diese Entwicklung fortsetzen könne. (hi.)

Die Schering-Aktie neutral zu gewichten, rät Credit Suisse First Boston. Auf Sicht von zwölf Monaten liege das Kursziel bei 50 Euro (aktueller Kurs fast 56 Euro). Die am 9. Februar erschienenen vorläufigen Zahlen für 2004 hätten nicht überrascht. Die Kostensenkungen im Bereich Marketing schienen rascher als erwartet voranzuschreiten. Mit Blick auf das organische Umsatzwachstum habe der Ausblick auf 2005 etwas enttäuscht. (gap.)

In der Aktie von Comdirect Positionen abzubauen, empfiehlt Equinet und nennt ein mittelfristiges Kursziel von 6,20 Euro (aktueller Kurs etwa 7 Euro). Die Wachstumsinitiative des Unternehmens kündige für 2005 und 2006 erheblich geringere Nettogewinne an. Dieser Plan sei zwar zu begrüßen, doch überraschten die hohen Kosten. Die bis 2009 gesteckten Ziele erschienen unter den überschaubaren Bedingungen nicht überzogen. (hi.)

Die Aktie von Depfa Bank zu kaufen, rät die Hypo-Vereinsbank. Das mittelfristige Kursziel liege bei 15 Euro (Kurs 12 Euro).

Die Zahlen für das vierte Quartal 2004 und der Ausblick auf 2005 seien zwar etwas unter den Erwartungen geblieben, doch scheine unter mehreren Aspekten eine höhere Bewertung gerechtfertigt. Die Geschäftsstrategie für den amerikanischen Markt entwickle sich offenbar plangemäß. (hi.)

Die Aktie von Douglas Holding zu kaufen, rät M.M. Warburg und steckt ein mittelfristiges Kursziel von 30 Euro (aktueller Kurs rund 29 Euro). Die Tendenz des Umsatzes sei positiv, und das Ergebnis entwickle sich stabil. Die Ziele der Unternehmensleitung für das Geschäftsjahr 2004 könnten erreicht werden. Die Empfehlung gründe sich auch auf die mit mehr als 3 Prozent attraktive Dividendenrendite. (hi.)

Die Aktie von Gildemeister beurteilt die WestLB neutral und sieht ein mittelfristiges Kursziel von 5,50 Euro. Der Titel koste derzeit etwas mehr als 5 Euro. Die Zahlen für das Geschäftsjahr 2004 seien ziemlich gemischt ausgefallen. Der Ausblick auf 2005 enttäusche aber eindeutig. Die Gewinnprognose für 2005/06 habe gesenkt werden müssen. Daher erscheine das Papier angemessen bewertet. (hi.)

Die Hochtief-Aktie zu halten, rät M.M. Warburg und steckt ein mittelfristiges Kursziel von 24,50 Euro (aktueller Kurs etwa 24 Euro). Die Auftragslage sei gut, und die Ergebnisse stiegen. Leighton in Australien, die bedeutendste Beteiligung, erwarte ein gutes Geschäftsjahr. Deutlich höhere Kurse könnten von einer höheren Bewertung

der Flughafenbeteiligungen ausgehen, doch die Börse scheine dazu derzeit nicht bereit zu sein. (gap.)

Die Aktie von Merck KGaA zu kaufen, rät Equinet. Nach dem ausgezeichneten Ergebnis für 2004 und wegen der guten Aussichten für die nächsten Jahre sei das mittelfristige Kursziel von 60 auf 65 Euro angehoben worden (aktueller Kurs rund 58 Euro). Da die herrschende Meinung zu diesem Papier vor der Veröffentlichung der Zahlen recht pessimistisch gewesen sei, könnten nun zahlreiche revidierte Prognosen erwartet werden, die die Kursentwicklung günstig beeinflussen dürften. (hi.)

Die Aktie von ProSiebenSat.1 Media zu halten, rät Helaba Trust. Der stagnierende Werbemarkt habe sich bereits im zweiten Halbjahr 2004 nachteilig bemerkbar gemacht und werfe auch Schatten auf den Beginn des laufenden Jahres. Die Hoffnungen ruhten auf der zweiten Jahreshälfte. Themen seien die noch immer unklare Strategie zur Diversifizierung und mögliche Veränderungen im Gesellschafterkreis. (hi.)

Die Aktie von Telegate dürfte sich überdurchschnittlich entwickeln, meint die Hypo-Vereinsbank. Das mittelfristige Kursziel wurde von 15 auf 17,10 Euro erhöht (aktueller Kurs 14 Euro). Solide finanzierte Schritte zur Expansion besonders auf weitere Auslandsmärkte eröffneten neue Potentiale für das Ergebnis. Die operative Entwicklung sei bereits im Jahre 2004 hervorragend verlaufen. (hi.)



Für eine übersichtliche Anlagestrategie braucht man ein gutes Auge. Und börsengehandelte Indexfonds. Mit unseren EXCHANGE TRADED FUNDS haben Sie mit nur einem Titel einen kompletten Markt im Griff. Für das Maximum an Transparenz wird die Zusammensetzung unserer Indexfonds zudem täglich publiziert und fortlaufend bewertet. Entdecken Sie ein Anlageinstrument, das bequeme und effiziente Strategien erlaubt. Sprechen Sie mit dem Marktführer für EXCHANGE TRADED FUNDS. Informationen erhalten Sie unter +49 (0) 89 92694 - 8888 oder www.indexchange.com.

Die natürliche Kraft des Marktes.

INDEXCHANGE

Exchange Traded Funds.