

## Attraktive Zusatzerträge in Masterfonds mit Schreiberstrategien

Viele institutionelle Anleger setzen derzeit verstärkt auf den Einsatz von Schreibermodellen, entweder in einzelnen Mandaten oder gleich im Rahmen der Master-KAG im Overlay Management. Diese wachsende Nachfrage hängt eng zusammen mit den gestiegenen Volatilitäten an den Aktienmärkten. Anleger wollen diese Volatilitäten als Renditequelle erschließen. Indirekt ist dies möglich durch den Verkauf von Optionen, es wird also implizite Volatilität verkauft.

In der Praxis führen diese Schreibermodelle zu klaren Mehrerträgen, die sich – abhängig von Mandat und Marktlage – zwischen 50 und 200 Basispunkten jährlich bewegen können. Abbildung 1 zeigt ein reales Euro-Stoxx-50-Mandat mit einem Volumen von rund 50 Millionen Euro. In den vergangenen zwölf Monaten konnte durch eine effiziente Optionsschreiberstrategie gegenüber dem Euro Stoxx 50 eine reale Mehrrendite von rund 1,6 Prozent oder 795 000 Euro erzielt werden.

### Regelbasierter Verkauf von Index-Kaufoptionen

Grundsätzlich ist durch die Kombination von einfachen Optionsgeschäften eine Vielzahl an Optionsstrategien umsetzbar, und es lässt sich für jede Rendite- und Risikoerwartung eine passende Strategie finden (siehe Abbildung 2). Angesichts der derzeit vorherrschenden Markterwartungen sind jedoch insbesondere Optionsschreibermodelle für Anleger attraktiv. Diese dynamischen Strategien setzen auf den regelbasierten Verkauf von Index-Kaufoptionen.

Besitzt der Investor auch das zugrunde liegende Asset (Underlying) der Kaufoption, spricht man von „Covered Call Writing“. Bei diesem Optionsschreibermodell dämpft der Verkaufspreis der Option eine schlechte

Entwicklung des Underlying Assets, begrenzt aber im Gegenzug eine übermäßig gute Performance. Der klare Vorteil für Anleger: Die Renditeverteilung wird in der Spitze zu positiven Renditen verschoben. Im Gegenzug wird die Rendite aber bei sehr hohen Renditen abgeschnitten (siehe Abbildung 3).

Der Verlust entspricht entgangenem Gewinn. Das Risiko-Ertragsprofil der Covered-Call-Writing-Strategie passt gut in die aktuelle Marktlage einer sehr niedrigen Grundverzinsung bei hoher Unsicherheit. Durch die vereinnahmte Optionsprämie ist ein absolut, aber insbesondere auch relativ sehr attraktiver Mehrertrag erzielbar.

Zur dynamischen Umsetzung von Optionsschreibermodellen wie dem Covered Call Writing eignen sich vor allem liquide Optionen, wie Indexoptionen auf Aktienindizes. Für diese Indizes gibt es breite Staffeln

von börsengehandelten Optionen zu unterschiedlichen Basispreisen (Strike-Level), mit denen sich eine große Spanne von Renditeerwartungen oder Auszahlungsprofilen darstellen lässt. Mit Hilfe der Optionspreistheorie kann ein möglicher Gewinn oder Verlust abgeschätzt und somit die günstigste Option ausgewählt werden. Die derzeit am Markt üblichste Optionspreistheorie ist nach den Finanzwissenschaftlern Black und Scholes benannt, mit der sich im Unterschied zu komplexeren Modellen die theoretischen Optionspreise in Echtzeit berechnen lassen. Zudem liefern schon die Black-Scholes-Gleichungen eine brauchbare Approximation für die Preise und die Verteilungsfunktionen einfacher Kauf- und Verkaufsoptionen.

### Effiziente Umsetzung im optionsbasierten Overlay Management

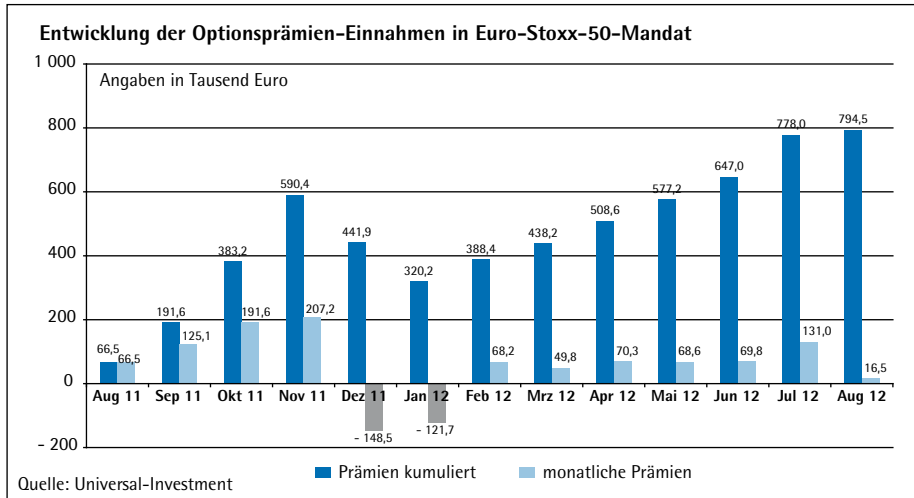
Optionsschreibermodelle wie das Covered Call Writing können nicht nur in einzelnen Mandaten oder Fonds umgesetzt werden, sondern auch in einem Overlay Management auf Gesamtfondsebene einer Master-KAG. So lassen sich auch über unterschiedliche Mandate hinweg effizient Optionen schreiben, ohne dass die jeweiligen Anlagestrategien davon betroffen werden.

Die Auswahl der Indexoptionen hängt dabei vom zugrunde liegenden Portfolio ab. Besonders unkompliziert ist es bei einem passiv gesteuerten Aktienportfolio, zu dem es auch einen Aktienindex mit liquiden Optionen gibt, wie ein replizierendes Dax- oder Euro-Stoxx-50-Portfolio. Doch auch auf komplexere Aktienportfolios respektive Aktien-Masterfonds können Optionen geschrieben werden. Zu den komplexen Portfolios zählen breit diversifizierte globale oder regionale Anlagen sowie Investmentstile, die auf spezielle Risikoprämien wie Value, Growth oder Size abzielen. Auch

*Andreas Kempter und Dr. Roland Klimpel, beide Quantitatives Portfoliomanagement, Universal-Investment-Gesellschaft mbH, Frankfurt am Main*

*In Zeiten niedriger Zinsen und volatiler Aktienmärkte wird für institutionelle Investoren wie Kreditinstitute, Versicherer oder Altersvorsorgeeinrichtungen die Erschließung neuer Ertragsquellen immer entscheidender. Eine Chance auf Mehrertrag bieten hier Optionsschreibermodelle, mit denen sich die Volatilität als Renditequelle nutzen lässt. Die Autoren stellen vor, wie sich diese Schreiberstrategien in einzelnen Mandaten, aber auch in Overlay-Management-Mandaten für alle Segmente eines Masterfonds nutzen lassen. Einen Free Lunch ohne Risiken – so betonen sie – ermöglichen allerdings auch Schreiberstrategien nicht, sodass ein aufwendiges Risikomanagement unabdingbar ist. (Red.)*

Abbildung 1: Optionsschreiberprämien im realen Praxistest



Themen wie Emerging Markets, Branchen oder Rohstoffe gehören dazu.

Durch eine Optimierung kann für diese komplexen Portfolios ein replizierendes Portfolio gefunden werden, das nur aus Standardaktienindizes besteht. Diese Optimierung liefert die Gewichtung für die einzelnen Aktienindizes. Diese Gewichte oder Exposures werden dabei der Güte der optimierten Lösung angepasst. Dabei kann beispielsweise die Güte für ein breites, globales Aktienportfolio, das durch die vier Aktienindizes S&P 500, FTSE 100, Nikkei 225 und Euro Stoxx 50 approximiert wird, sehr hoch sein, und der Großteil des Akti-

enportfoliowertes kann so als Underlying herangezogen werden. Bei einem auf Rohstoffaktien konzentrierten Beispielportfolio, das an den kanadischen TSX 60 und den australischen ASX 200 angenähert werden kann, ist die Güte der Optimierung sehr viel kleiner, und es kann nur ein Bruchteil des Aktienportfoliowertes als Underlying herangezogen werden. Da in beiden Fällen Standardaktienindizes als Underlying herangezogen werden, heißen diese Optionsschreibermodelle auch „Covered Call Index Overwriting“.

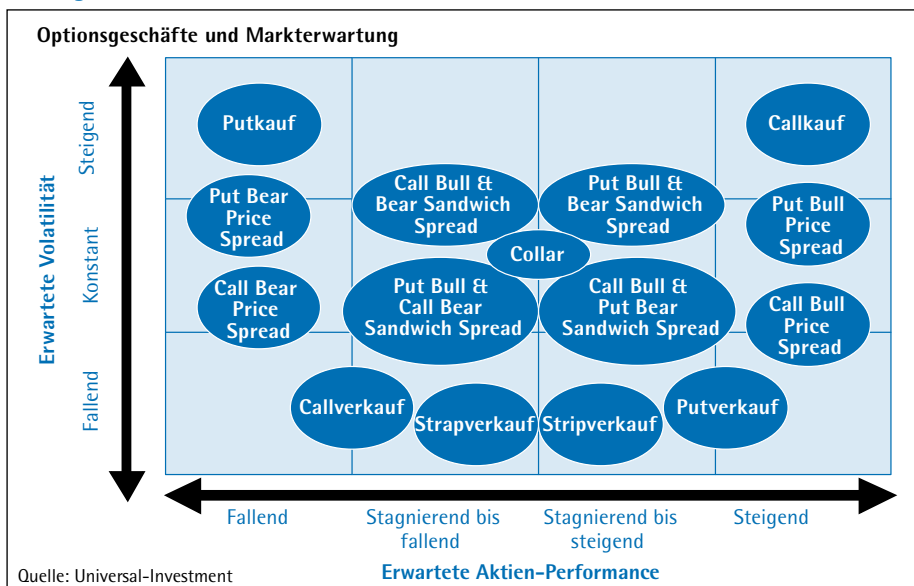
Nach der Auswahl der Aktienindizes müssen die geeigneten Optionen gefunden

werden. Eine Call-Option auf einen Aktienindex kann für verschiedene Laufzeiten und unterschiedliche Basispreise gewählt werden. Die üblichen Laufzeiten sind eins, zwei, drei, sechs und zwölf Monate, wobei der jeweilige Stichtag, an dem die Option endet, mit der Börse variieren kann. Die Basispreise sind auf gerundete Indexstände in Schritten von rund einem Prozent gesetzt. Mit der Entfernung der Basispreise vom aktuellen Indexstand und mit der Länge der Laufzeit nimmt wiederum die Liquidität in Form der Anzahl der gehandelten Kontrakte ab. Die Abschätzungen des erwarteten Gewinns und des Risikos eines möglichen Verlustes werden mit der Laufzeitlänge weniger zuverlässig. Daher bieten sich kurze Laufzeiten von einem Monat zur Umsetzung der Schreibermodelle an.

**Prämie steigt mit der Volatilität**

Die Prämie, also der Verkaufspreis der Call-Option, ist umso kleiner, je weiter oberhalb beziehungsweise „aus dem Geld“ der Basispreis vom aktuellen Indexstand gewählt wird. Nähert sich der Basispreis dem Indexstand, steigt die Prämie. Im Gegenzug vergrößert sich auch das Risiko eines möglichen Verlustes durch eine Ausübung zum Stichtag der Option. Mit zunehmender Volatilität des Aktienindex steigt auch die Prämie ebenso wie das Verlustrisiko. Eine Risikostreuung kann durch unterschiedliche Serien, also Optionen zu unterschiedlichen Basispreisen, erreicht werden. Mit abnehmender Restlaufzeit der Option fallen die Preise und auch das Risiko eines Verlustes. Eine Risikostreuung kann somit auch durch den Verkauf der Optionen zu späteren Zeitpunkten erreicht werden.

Abbildung 2: Für jeden Zweck gibt es optionsbasierte Overlay-Management-Strategien



Die Prognose des idealen Basispreises ist ebenso schwierig wie die Prognose des Aktienindex. Empirische Analysen der Aktienmärkte deuten auf einen Zusammenhang zwischen der Volatilität und den Renditen hin. Dieser „Leverage Effect“ zeigt sich durch eine negative Korrelation zwischen Kurs- und Volatilitätsbewegung. Kursverluste sind positiv korreliert mit Volatilitätsanstiegen. Die Diskussion in der Fachliteratur liefert zwei Ergebnisse darüber, ob sich Kursverlust und Volatilitätsanstieg zuerst zeigen. Zum einen gibt es einen positiven Zusammenhang zwischen vergangener Kursverlust und Volatilitätsanstieg, wenn man die realisierte Volatilität als Schätzer aus historischen Renditen heranzieht. Zum anderen gibt es einen ne-

gativen Zusammenhang zwischen Volatilitätsanstieg und zukünftigem Kursverlust, wenn man einen prognostizierten oder impliziten Volatilitätsschätzer verwendet.

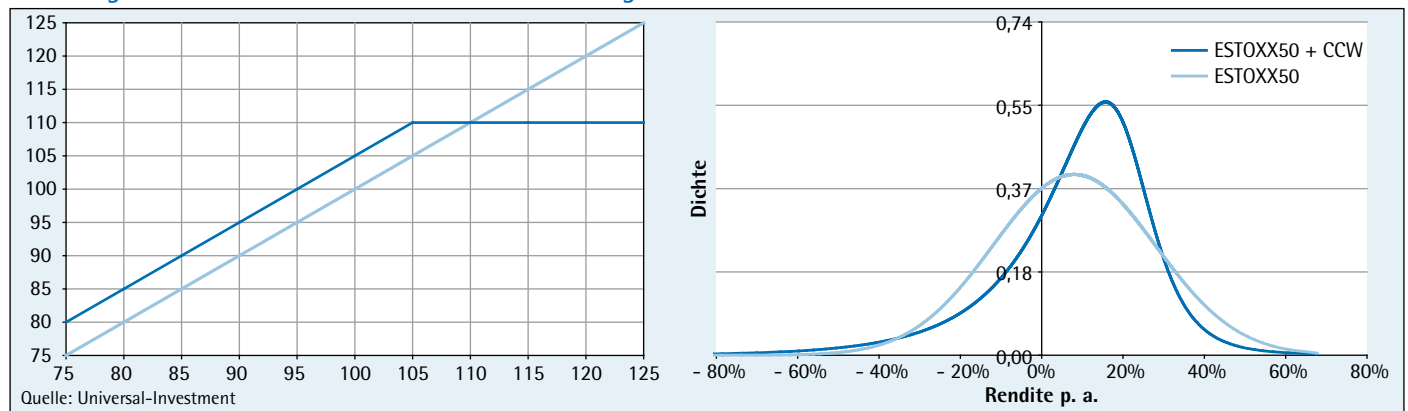
Unter der Annahme, dass sich die Zusammenhänge der Vergangenheit fortsetzen, können zwei Hilfestellungen zur Auswahl der Basispreise abgeleitet werden: Ist die historische Volatilität angestiegen, lag dem ein Kursrückgang zugrunde, und es ist mit einer Gegenbewegung des Aktienmarktes zu rechnen – somit sind die Basispreise höher zu wählen. Steigen dagegen die Volatilitätsprognosen, ist eine negative Marktentwicklung wahrscheinlicher und die Basispreise werden näher am aktuellen Indexstand gewählt. Die vielfältigen Risikofaktoren und Parameter der Optionschreibermodelle sowie die starke Abhängigkeit von der Volatilität erfordern ein maßgeschneidertes Risikomanagement mit einem genauen Monitoring der Optionsbestände und der Underlying Assets. Zudem müssen die unterschiedlichen Risikomaße in Form von historischen, impliziten und prognostizierten Volatilitäten kontinuierlich beobachtet werden. Ideal lässt sich dies in einem Overlay Management umsetzen.

### **Dynamische Anpassung laufend erforderlich**

Da die Schreiberstrategien keine reine Volatilitätsstrategien sind, ist nur ein indirekter Verkauf möglich, aufgrund der zum Handelszeitpunkt der Option eingegangenen Delta-Referenz zum respektive des dann zu tragenden negativen Delta-Exposures gegenüber dem zugrunde liegenden Aktienmarkt. Daher kommt in der Auswahlpraxis der Basispreise beziehungsweise der Ausübungspreise eine große Bedeutung zu, um mit der Schreiberstrategie relativ zeitstabile Prämieinnahmen zu generieren. Diese sollten dann der Zeitachse entlang die Verluste aus potenziellen Ausübungen übersteigen.

Eine regelmäßige Neuausrichtung der Parameter Laufzeit und Distanz zur Ausübung der verkauften Call-Positionen am aktuellen Marktgeschehen ist ein wichtiger Aspekt im (Risiko-)Management einer Schreiberstrategie. Werden Basispreise anhand der realisierten Schwankungsbreiten des Underlyings ausgerichtet, empfiehlt sich der Einsatz eines Dämpfungsfaktors (Decay-Faktor), um ein größeres Gewicht

Abbildung 3: Schreibermodelle können Renditeverteilung verbessern



in der Berechnung der Parameter aus der jüngeren Vergangenheit zu haben.

Angesichts der momentanen Risk-On-/Risk-Off-Börsen mit den sehr ausgeprägten Intraday-Bewegungen ist das Timing der Veroptionierung ein wesentlicher Aspekt in der Umsetzung der Strategie. Es empfiehlt sich, die Bestände über mehrere Tage und somit möglicherweise auf unterschiedlichen Basispreisen zu veroptionieren und nicht mit einer einzigen Delta-Referenz zu arbeiten. Das „Timing-Risiko“ lässt sich im Rahmen globaler Aktienmandate weiter entzerren, da nicht alle Optionsmärkte demselben Verfallsrhythmus folgen. In Asien verfallen einige Optionen zum Monatsende, in Europa und Nordamerika in der Regel am dritten Freitag eines Monats. So lassen sich Ausübungswahrscheinlichkeiten weiter reduzieren, die durch ein einzelnes Ereignis getrieben sind, und die Risiken entsprechend streuen.

### Kapitalprotektion durch Schreiberstrategien

Bis zum gewählten Verfallstag sollte der gesetzte Parameterrahmen die Möglichkeit vorsehen, Optionen auch wieder zurückzukaufen zu können. Sollte der Markt nach der Veroptionierung fallen, kann ein Großteil der bis dato potenziellen Prämien final vereinnahmt werden. Zudem lassen sich weitere Prämieinnahmen erzielen, wenn nach einer Erholung der Märkte auf einem dann höheren Niveau erneut auf den gleichen Verfall veroptioniert wird. Bei der Anzahlermittlung der zu gebenden Kontrakte sollte nicht deltagewichtet gerechnet, sondern mit einem Delta von eins gearbeitet werden. In stark steigenden Märkten kann dies ansonsten sehr

schnell zu unterdeckten Short-Call-Positionen führen, die im Falle einer Ausübung die bis dahin mühsam erarbeiteten Prämieinnahmen mit einem Schlag zunichte machen können.

Ein weiterer Vorteil von Schreiberstrategien für Investoren liegt langfristig in ihren „Protection-Eigenschaften“, auch wenn diese nicht primäres Ziel dieser Strategie sind. Potenzielle Verluste in schwachen Börsenzeiten werden durch einen nach und nach anwachsenden Prämienpuffer abgemildert; der sogenannte Drawdown sowie die Volatilität eines Aktienmasterfonds inklusive Covered-Call-Writing-Overlay gegenüber einem Vergleichsmaßstab verringern sich entsprechend.

Wichtig ist auch das Collateral Management im Kontext einer Schreiberstrategie. Am einfachsten ist es natürlich, wenn aus einem anderen Segment eines Masterfonds beispielsweise Anleihen mit relativ guter Bonität als Sicherheit für die Initial Margin hinterlegt werden können. Dieses Cross Pledging erfordert ein genaues Monitoring der Bestände beziehungsweise der getätigten Transaktionen der Segmentmanager, um zeitnah Sicherheiten bei der Depotbank zu entsperren und durch neue zu ersetzen. Bei einem Cash Collateral bedarf es einer entsprechend hohen Kassenhaltung.

Ein nicht minder wichtiger Aspekt ist die vorzuhaltende Kasse als Voraussetzung für den Fall einer Ausübung, um valutengerecht Mittel parat zu haben. Eine gewisse Grundkasse ist ebenso erforderlich, wenn sogenannte Futures-Styled-Optionen verkauft werden, deren Preisbewegung zum Vortageskurs über Variation-Margin-Zah-

lungen analog zu Futures-Kontrakten abgewickelt werden, beispielsweise bei Optionen auf den Hang-Seng-Index.

### Kein Free Lunch, aber attraktive Ertragsquelle

Im Kontext eines (globalen) Aktieninvestments lassen sich in einem separaten Overlay-Management-Segment innerhalb eines Aktienmasterfonds klare Zusatzerträge über eine Optionsschreiberstrategie erzielen. Die Cash-Flow-Ströme im Gesamtportfolio können so verstetigt werden, da die Dividendeneinnahmen durch die vereinnahmten Optionsprämien ergänzt werden. Die Generierung von Prämieinnahmen ist allerdings kein Free Lunch ohne Risiken. Die Herausforderung liegt in der dynamischen Auswahl der Basispreise und einer regelmäßigen Neuausrichtung der Short-Call-Positionen am aktuellen Marktgeschehen, um die Wahrscheinlichkeit einer Ausübung zu minimieren. Für die Umsetzung im Rahmen eines Overlay Managements ist es unabdingbar, auf täglicher Basis im Rahmen des Risikomanagements das Replikationsportfolio zu berechnen und gegen die aktuelle Short-Call-Positionierung zu halten, um einem eventuellen Überschreiben der Bestände entgegenzuwirken.

Der Aufbau einer Optionsschreiberstrategie zur Erschließung einer weiteren Ertragsquelle ist für Investoren also mit Aufwand verbunden. Dieser Aufwand ist aber durchaus gerechtfertigt, da sich die akkumulierten Prämieinnahmen entweder zur Finanzierung diskretionärer Absicherungsmaßnahmen nutzen lassen oder aber sich im Rahmen einer Wertsicherungssystematik als Risikobudgetspender integrieren lassen.