

Mehr Optionen auf Bonds bitte!

Optionsstrategien bei Anleihen sind bislang ein Nischenthema. Während diese Konzepte im Aktienbereich seit vielen Jahren gang und gäbe sind, ist das Bewusstsein für den Einsatz von Optionen im Rentenbereich noch nicht sehr stark ausgeprägt. Das könnte sich in nächster Zeit ändern.

Optionsstrategien, mit deren Hilfe man Aktieninvestments absichert oder ertragsreicher macht, sind inzwischen hinlänglich bekannt und werden auch entsprechend häufig eingesetzt. Völlig anders präsentiert sich dieses Thema auf der Rentenseite. Schon die Spurensuche gestaltet sich auffällig schwieriger. So gibt es im Unterschied zu Aktien keine Indizes, die etwa das rollierende Verschreiben von Kaufoptionen auf Bonds (Buy-Write-Strategie) oder das Ausstellen von Puts (Put Write) – gleich in welchem Rhythmus und zu welchem Strike – sichtbar machen. Das mag vielleicht damit zu tun haben, dass Renten und hier vor allem Staatsanleihen traditionell als risikoloses Asset und nur Aktien als riskante Assetklasse erlebt wurden, sodass sich Optionsstrategien zu Zwecken der Volatilitätsreduktion nur bei Letzteren anbieten, vermutet Matthias van Randenborgh, Geschäftsführer der RP Crest GmbH. Das Münchner Unternehmen hat sich einer gänzlich neuen Anlageklasse verschrieben, nämlich der Volatilitätsrisikoprämie, und arbeitet ausschließlich für institutionelle Kunden. Van Randenborgh, der sieben Jahre Optionshändler bei J.P. Morgan und der Deutschen Bank war, hat kein Berührungsproblem mit Optionsstrategien auf der Rentenseite: „Für uns sind diese Strategien gleichwertig mit jenen auf der Aktienseite. Das Schreiben von Volatilität am Fixed-Income-Markt ist attraktiv.“

Steigende Rentenvolatilität

Dabei sei zu berücksichtigen, dass die Volatilität bei zehnjährigen Bün-

den schon einmal kurzfristig an die zehn Prozent herankommt, während sich Aktien dieser Marke von oben zu nähern beginnen. RP Crest setzt dabei auf gelistete Optionen auf Bund- respektive Treasury-Futures an der Eurex oder CME Globex. Van Randenborgh erinnert sich, dass das Geschäft mit OTC-Optionen auf Staatsanleihen noch Mitte der 90er Jahre zum Geschäftsmodell der Investmentbanken gehörte. Der

sodass es Anfang 2000 kaum noch Interesse an Optionen auf Staatsanleihen gab, sehr wohl aber ein extrem großes Geschäftsvolumen auf den Bund-, Bobl- und Schatz-Optionen. Aktuell werden diese Futures-Optionen verwendet, um das deutsche Zinsrisiko zu handeln, und Credit Default Swaps, um die unter den Euroländern existierenden unterschiedlichen Ausfallswahrscheinlichkeiten zu spielen. Die Liquidität



» Für uns sind Rentenoptionsstrategien gleichwertig mit jenen auf der Aktienseite.«

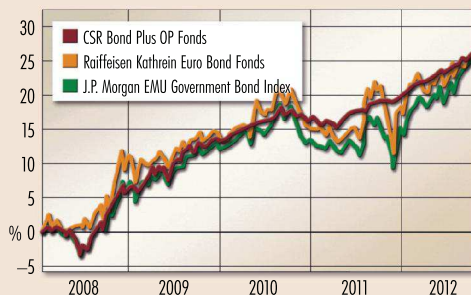
Matthias van Randenborgh, CEO der RP Crest GmbH, München

Optionshandel mit Optionen auf Staatsanleihen hatte in Europa in den frühen 90er Jahren richtig begonnen. Mit zunehmender Akzeptanz des Bund-Futures und der Einführung des Euro ist dieses Geschäft mehr oder weniger komplett an die gelisteten Optionen auf Bund, Bobl und Schatz migriert,

der Staatsanleihen der von der Eurokrise betroffenen Länder sei leider nicht mehr hoch genug, um den Optionsmarkt auf diese Papiere wieder aufblühen zu lassen, erklärt van Randenborgh. Vorbei seien die Zeiten, wo man Bid/Ask Spreads von einem Cent stellen konnte. Dass es mit den bis Ende der 90er Jahre florierenden OTC-Optionen auf Bonds heute nicht mehr weit her ist, bestätigt auch Matthias Rohrbach von der Bayerischen Landesbank: „Heute herrscht hier Illiquidität, dabei ist es ein interessantes Segment. Leider gibt es nur mehr wenige Player.“ Diese Illiquidität eröffne zwar auch die eine oder andere Chance, das Gros der Kunden sei aber zu Swaps respektive Swaptions abgewandert. Noch illiquider als bei deutschen Bünden gestaltet sich die Situation bei Optionen auf Peripherieanleihen – hier gebe es zwar vereinzelt Interesse, aber es mangle eben oft an der Gegenseite, sodass es zu keinen Abschlüssen over the counter komme.

Mit Optionsstrategie zum Erfolg

OP Fonds zeigt wenig Volatilität und geringere Drawdowns.



Im Ertrag auf Augenhöhe seit Auflage mit dem JPMorgan EMU Government Bond Index und auch mit dem Raiffeisen Kathrein Euro Bond Fonds, aber mit wesentlich weniger Bauchschmerzen: der CSR Bond Plus OP Fonds.

Quelle: Bloomberg



Der Einsatz von volatilitätssteuernden und ertragssteigernden Optionsstrategien im Rentenbereich im institutionellen Geschäft ist derzeit noch ein Nischenthema – angesichts der Zinslandschaft könnte sich das in den kommenden Jahren aber grundlegend ändern.

Grundsätzlich Positives kann jedenfalls Dirk Bongers, neben Kay-Peter Tönnies Geschäftsführer der Antecedo Asset Management GmbH, dieser noch nicht so sichtbaren Optionsstrategie im Rentenbereich abgewinnen. Antecedo hat sich mit Volatili-

ins Rampenlicht treten werden: „Wir hatten sehr ermutigende Gespräche mit institutionellen Investoren, was diese Strategien anbelangt, und werden im Dezember mit unserem neuen Publikumsfonds an den Markt herantreten, der genau diese Idee aufgreift.“

heute auf das Management institutioneller Rentenmandate spezialisiert und setzt ebenfalls Optionsstrategien ein. Antizyklisches Handeln ist das Credo der 2008 gegründeten CSR Beratungsgesellschaft.

Die Frage, warum die Deutsche Bundesbank über lange Zeiträume Jahr für Jahr einen Gewinn auswies, bildete den Grundstein des vor Jahren von Clément entwickelten Managementansatzes. Die Antwort ist, dass die Notenbanker stets antizyklisch handelten – allerdings mit dem Vorteil, dass sowohl der Anlagehorizont

» Wir managen Renten im Sinne der antizyklischen Bundesbankpolitik mithilfe von Optionen. «

Norbert Clément, Geschäftsführer der CSR Beratungsgesellschaft mbH, Hofheim am Taunus



tätsstrategien einen Namen gemacht und setzt wie RP Crest ebenfalls nur auf „Listed Options“. Bongers: „Spätestens seit der Lehman-Krise sind OTC-Optionen Geschichte.“ Das Kontrahentenrisiko rückte schlagartig ins Bewusstsein der Branche, sodass der Over-the-counter-Markt heute kaum mehr vorhanden ist. Bongers kann aber noch etwas berichten, das Hoffnung macht, dass Rentenoptionsstrategien bald

CSR im „Bundesbank-Stil“

Einer, der eher abseits des medialen Scheinwerferlichts aus seiner Family-Office-Tradition bei Sauerborn heraus agiert, ist Norbert Clément, Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der CSR Beratungsgesellschaft mbH aus Hofheim am Taunus. Der frühere Rentenhändler ist

als auch die zur Verfügung stehenden Mittel nicht limitiert waren. Wie die Risiko-Ertrags-Kennziffern zeigen, ist es CSR gelungen, auf Basis dieser Überlegungen mit dem Rentenfonds CSR Bond Plus OP ein Konzept zu entwickeln, das sich über die Jahre bewährt hat. Gerade im aktuellen Niedrigzinsumfeld ist die um ein optionsbasiertes Overlay ergänzte antizyklische Vorgehensweise möglicherweise der

„Schlüssel“ zur Erzielung der Vorgaben vieler institutioneller Anleger, möglichst risikofrei eine Performance in der Größenordnung von im Mittel rund 3,5 Prozent per annum erzielen zu können – ohne dabei das Risiko auf die Bonitätsseite zu verlagern. Die Basis des Portfolios bildet ein Investment in deutsche Hypothekendarlehenbriefe im Laufzeitenbereich ein bis zehn Jahre (Postulat der Sicherheit). Die Duration wird im CSR Bond Plus OP zwischen zwei und 7,25 Jahren antizyklisch gesteuert. Antizyklisch steuern heißt bei CSR im Vorhinein festzulegen, wo „oben“ und „unten“ der Kurse/Zinsen ist. Dies wird anhand der Rendite der zehnjährigen öffentlichen Anleihe in Deutschland auf Basis der Prognosen der großen Häuser zum Jahresende für das Folgejahr in einem sogenannten Trendkanal festgelegt. Dieser kann durchaus so breit sein, dass alle Prognosepunkte darin Platz finden. Am unteren Rand des Trendkanals (niedrige Rendite, hohe Kurse der Rentenpapiere) ist die kürzestmögliche Duration erreicht, am oberen Rand des Trendkanals (hohe Rendite, tiefe Kurse der Rentenpapiere) die längstmögliche. Diese antizyklische Steuerung erfolgt fortwährend in festgelegten Schritten (Postulat der Transparenz).

Umgesetzt wird diese Durationssteuerung mittels Futures und Eurex-Optionen, wobei Optionen stets nur verkauft werden. Ein Short Call auf den Bund Future verkürzt die Duration, ein Short Put auf den Bund Future verlängert die Duration. Dazu Ulrich Zorn, der nach zwölf Jahren Deka-Spezialfonds-Rentenmanagement 2009 zu CSR als Gesellschafter gestoßen ist und gemeinsam mit Clément Renten- und Balanced-Mandate verwaltet: „Der Einsatz der Optionen hat zwei Vorteile: Einerseits werden Prämien generiert – die Zeit läuft für den Verkäufer –, andererseits wird hierdurch die Risiko-

auslastung im Fonds deutlich gesenkt.“ Die Entscheidung, wann Futures und wann Optionen mit welcher Laufzeit eingesetzt werden – in der Regel sind das die nächsten drei Verfallsmonate –, wird in Abhängigkeit der Volatilität von den beiden Fondsmanagern Clément und Zorn getroffen.

Die interne Benchmark des Fonds ist REXP, wobei es das Ziel des Fondsmanagements ist, auf mittlere Sicht den Index zu

Government Bond Index und auch mit dem Raiffeisen Kathrein Euro Bond Fonds. Dabei wurden diese Ergebnisse mit deutlich geringerer Volatilität und niedrigeren Drawdowns erzielt (siehe Chart „Mit Optionsstrategie zum Erfolg“). CSR selbst stellt einen anderen Vergleich an: Seit Startinvestment des Fonds am 11. 2. 2008 bis Ultimo September 2012 weist der CSR Bond Plus OP eine Performance von 25,37 Prozent



» Optionsstrategien im Rentenbereich sind viel weniger entwickelt und werden seltener eingesetzt als bei Aktien.«

Thomas Bargl, Vorstand der Faros Fiduciary Management AG, Frankfurt



» CSR benutzt geschriebene Calls zur Durationsverkürzung, geschriebene Puts zur Durationsverlängerung.«

Ulrich Zorn, Prokurist und Gesellschafter der CSR Beratungsgesellschaft mbH, Hofheim am Taunus



» Wir setzen gerade eine Renten-Overlay-Strategie auf, die auch Optionen umfassen wird.«

Mag. Manfred Brenner, Head of Investment bei der APK Pensionskasse AG, Wien

schlagen, dies jedoch mit deutlich geringerem Risiko. Temporär kann dabei die Performance der Fonds zu REXP auch einmal nach unten abweichen, so etwa 2011, als die Pfandbriefspreids deutlich herausgelaufen sind, was das Fondsmanagement jedoch nicht veranlasste, die Strategie zu ändern. Im CSR Bond Plus OP Fonds verwaltet man an die 130 Millionen Euro, wobei hier neben Family Offices auch einige Institutionelle sowie Spezialfonds für Pensionsfonds und Sparkassen investiert sind.

Das Schaufenster kann sich jedenfalls sehen lassen: Im Ertrag ist man seit Auflage auf Augenhöhe mit dem J.P. Morgan EMU

oder fünf Prozent pro Jahr auf, der REXP eine von 30,29 Prozent oder 5,88 Prozent annualisiert. Die Volatilität des Fonds in diesem Zeitraum liegt jedoch nur bei 2,32 gegenüber der des REXP von 3,82 Prozent.

Der gleiche Managementstil liegt dem CSR Bond Extra Fonds zugrunde, der in einer Duration zwischen null und zwei Jahren gesteuert wird und damit im aktuellen Umfeld eine attraktive Alternative zur Festgeldanlage bildet, sowie in einer Reihe von Spezialfondsmandaten.

Keinen Bedarf ortet jedenfalls die Asse-nagon Asset Management S.A., wie uns Martin Weithofer, Managing Director und

PRODUKTE & STRATEGIEN: OPTIONSTRATEGIEN

für den institutionellen Vertrieb zuständig, wissen ließ. Er nimmt an, dass das Thema am Markt von größeren Asset Managern als Overlay-Strategie angeboten wird. In seinem Haus steht dieses Thema nicht als eigenständiges Produkt im Fokus.

Laut Rentenfondsmanager Dr. Egbert Sauer von Lupus alpha werden Optionsstrategien primär von institutionellen Investoren eingesetzt. Dabei hätten sich diese bisher auf Aktienoptionsstrategien konzentriert, weil Aktien mit ihrer hohen Volatilität und starken Kursrückschlägen (Drawdowns) zwei sehr störende Eigenschaften besitzen. Sauer: „Da Versicherungen, Altersvorsorge-

werke, Sparkassen und Volksbanken relativ stabile Erträge brauchen, können sie Aktien nur ein geringes Gewicht beimessen. Oft werden Aktien nur in Kombination mit Optionsstrategien gekauft, die die beiden genannten störenden Eigenschaften von reinen Aktieninvestments dämpfen.“ Die Kurse von Staatsanleihen guter Schuldner schwanken hingegen deutlich weniger als Aktien. Sauer weiter: „Außerdem werden Anleihen regulatorisch gegenüber Aktien bevorzugt. Renteninvestments bereiten institutionellen Investoren generell keine Probleme. Deshalb gibt es für die Assetklasse Renten kaum Bedarf an Stoßdämpfern durch Optionen.“

Man solle Optionen auf Renten also nicht als Stoßdämpfer betrachten, sondern eher als eine Möglichkeit, Zusatzerträge zu erzielen, wenn eine längere Phase erwartet wird, in der die Rentenkurse seitwärts verlaufen. Dies sei bisher aber selten der Fall gewesen, merkt Sauer an, vielmehr wiesen die meisten Kalenderjahre deutliche Kurstrends auf. Lupus alpha schließt aber nicht aus, dass Optionsstrategien auf Renten aus Renditegesichtspunkten in der Zukunft eine steigende Bedeutung erhalten.

Glaubt man an die „Financial Repression“, also eine viele Jahre lang währende Periode eines niedrigen, von der EZB ver-

Moderat besser

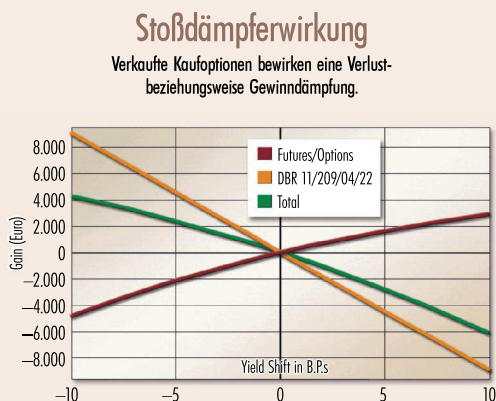
Short Call auf den Bundfuture im aktuellen Umfeld exemplarisch dargestellt.

Die Beispielrechnung mit aktuellen Preisen vom 24. 10. 2012 zeigt, dass bei einem angenommenen Anstieg von zehn Basispunkten auf Bundrenditen nur moderate Performancebeiträge erwirtschaftet werden können. Deutlich effizienter und auch in der Praxis stärker verbreitet ist etwa die Strategie, mögliche Zinsänderungsrisiken über Shortpositionen im Bundfuture abzusichern und eine Mehrrendite über Spreads z. B. bei Staats- oder Unternehmensanleihen zu realisieren. Insbesondere in diesem Jahr war die genannte Vorgehensweise mit Renditen nahe dem zweistelligen Bereich sehr erfolgreich. Ob dies in nächster Zukunft so weitergehen wird, darf getrost bezweifelt werden, sind doch Spreadeinengungen bei Corporates schon weit fortgeschritten.

Ausgangspunkt der Rechnung ist eine Longposition von Nominale 10 Millionen Euro der 1,5 Prozent Deutschland-Anleihe September 2022 zu einem Kurs von 99,40 Prozent, wogegen gedeckt 100 Dezember Optionskontrakte auf den Bundfuture mit Fälligkeit Dezember 2012 und einem Strike von 141,50 at the money (ATM) verkauft werden, wofür 0,5 Prozent an Prämie erlöst werden. Die Gewinn- und-Verlust-Rechnung sieht dann bei Renditebewegungen von +/- 10 Basispunkten (bps) und einer unterstellten impliziten Volatilität des Calls von 5,67 Prozent wie

in der Tabelle dargestellt aus. Der um 50 Cent verkaufte Call (Open Selling) ist bei

steigerung zu mehr als der Hälfte aufgefressen wird. Anders verhält es sich beim Renditeanstieg um 0,1 Prozent: Dem Verlust der Bundesanleihe in der Kasse von rund 90.000 Euro steht ein Gewinn des aus dem Geld geratenen Calls gegenüber, der in diesem Beispiel nur mehr 21 Cent kostet, um die Position zu schließen (Close Buying). Dadurch kann der Verlust um fast ein Drittel auf zirka 61.500 Euro abgefedert werden. In der Praxis werden Calls out of the money verkauft, wodurch die Prämien geringer ausfallen, aber auch das Abrufisiko geringer wird. So sind im günstigen Fall bei durchschnittlicher Volatilität und monatsweisem Weiterrollen Gewinne von 100 bis 120 bps per annum möglich. Der Chart „Stoß-



Gewinn und Verlust bei Covered Call Writing anhand eines aktuellen Beispiels, wo sich die Rendite der aktuellen zehnjährigen Bundesanleihe um jeweils zehn Basispunkte erhöht beziehungsweise erniedrigt. Quelle: Bloomberg

einem Renditerückgang der Zehnjährigen um 10 Basispunkte dann im Geld und 98 Cent wert, wodurch das Plus aus der Kurs-

dämpferwirkung“ zeigt die Veränderung des Gewinn-Verlust-Profiles der Positionen im Beispiel grafisch aufbereitet.

Verändertes Risiko- und Ertragsprofil

Covered Call Writing bei Bundesanleihen mithilfe von Options von Bund-Futures

	Bundrenditen sinken um 10 bps	Bundrenditen steigen um 10 bps
Long 10 Mio. Euro Nominale 1,5 % Bund 4. 9. 2022	plus 90.906 Euro	minus 89.960 Euro
Short Call auf Bundfutures	minus 48.430 Euro	plus 28.501 Euro
Dez Strike 141,5 zu 50 Cent	(Short Call steigt von 50 auf 98 Cent)	(Short Call fällt von 50 auf 21 Cent)
Gesamtergebnis	plus 42.476 Euro	minus 61.458 Euro

Bei der Optionsbewertung wird eine implizite Volatilität von 5,67 Prozent unterstellt.

Quelle: Farns, Bloomberg

PRODUKTE & STRATEGIEN: OPTIONSTRATEGIEN

ordneten nominellen Zinsniveaus, das es den schuldengebeutelten Staaten ermöglichen soll, sich klammheimlich langsam zu entschulden, dann könnte die Optionsstrategie im Rentenbereich durchaus als Lieferant dringend benötigter Zusatzerträge zu neuen Ehren kommen. Allerdings darf die Volatilität am Rentenmarkt bei erstklassigen Staatsanleihen nicht zu gering werden, denn dann macht das Verkaufen von Volatilität gleich wieder weniger Freude, obwohl auch die Gefahr des Abrufs durch den Optionskäufer wieder geringer wird. Auch wer an ein Japan-Szenario glaubt, wäre derzeit mit dieser Strategie des Ausstellens von Call-Optionen nicht gut bedient, weil ja noch ein wenig Luft nach unten bei den Zinsen besteht, wenn man an eine Blaupause Nippons im Euroraum bei deutschen Bündeln glaubt.

Auf institutioneller Seite beginnt sich jedenfalls auch das Interesse der Pensionskassen zu manifestieren. Mag. Manfred Brenner, Head of Investments bei der drittgrößten österreichischen Pensionskasse (APK), bestätigt, dass man gerade darangehe, sich mit dem Thema intensiv zu beschäftigen. Dabei denke man daran, Overlaystrategien bei Renten zu implementieren, die auch Optionskomponenten beinhalten, und dies in-house selbst zu managen und nicht etwa an Dritte auszulagern.

Consulter noch skeptisch

Thomas Bargl, Vorstand von Faros Fiduciary Management AG, sieht keinen Bedarf in der Breite: „Grundsätzlich ist zu konstatieren, dass unseres Erachtens Optionsstrategien im Rentenbereich viel weniger entwickelt sind und seltener in der Praxis eingesetzt werden, als dies im Aktienbereich zu beobachten ist.“ Vereinzelt seien bei großen institutionellen Investoren opportunistische Strategien zu sehen, die punktuell bei einer kurz- bis mittelfristig negativen Markterwartung Covered

Call Writings auf Staatsanleihen oder auf den Bundfuture realisieren würden. Da diese Strategien sehr individuell angewandt werden, sind repräsentative Aussagen zu Performanceentwicklungen hier sehr schwierig. „Indizes oder ETFs, die diese Strategien systematisch spielen, sind in Europa für uns nicht sichtbar“, hält Bargl fest.



» Wir starten im Dezember mit unserem neuen Publikumsfonds, der genau diese Ideen aufgreift.«

Dirk Bongers, Geschäftsführer der Antecedo Asset Management GmbH, Bad Homburg v. d. Höhe



» Renteninvestments bereiten kaum Probleme, deshalb gibt es geringen Bedarf an Optionsstoßdämpfern.«

Dr. Egbert Sauer, Partner, Portfoliomanager Absolute Return bei Lupus alpha Asset Management AG, Frankfurt

Schaut man sich nach strukturierten Produkten beziehungsweise integrierten Strategien um, so wird man in Deutschland beim DWS Invest Euro Bonds (Premium) Fonds (siehe Chart) fündig, der 2006 aufgelegt wurde. Hierbei handelt es sich um ein Basisportfolio aus Euro-Anleihen und Pfandbriefen, das mit einer Covered-Call-Wri-

ting-Strategie kombiniert wird. Dadurch erhält der Fonds ein von klassischen Anleihenmandaten abweichendes Risikoprofil. Der Manager verkauft Kaufoptionen auf Bund-, Bobl- und Schatzfutures und erhält dafür einen Zusatzertrag in Form der Optionsprämie. In seitwärts tendierenden, fallenden oder leicht steigenden Märkten hat der Fonds dadurch einen Renditevorteil ge-

genüber dem Direktinvestment. Auf der anderen Seite wirkt die vereinnahmte Prämie als Risikopuffer und kann Verluste teilweise kompensieren. Nach oben ist das Kurspotenzial selbstverständlich begrenzt. Somit überrascht es auch nicht, dass der Fonds 2008 und 2010, als die Euro-Kernmärkte neue Renditetiefs erlebten, gegenüber Direktanlagen das Nachsehen hatte. Darüber hinaus schadete 2010 allerdings auch die Übergewichtung von Euro-Peripherie-Anleihen. Der Fonds blieb bisher hinter einem Direktinvestment in Anleihen zurück.

Vielleicht ist es ja zu früh, den Ansatz der DWS abschließend zu beurteilen. Es ist durchaus möglich, dass die Produktidee nur zu früh kam. Sollte es im „New Normal“ zu viele Jahre währenden Seitwärtsbewegungen kommen, kann die Strategie noch ihre Meriten beweisen. Das Thema scheint trotz so mancher skeptischen Stimme in den nächsten Monaten angesichts der Rahmenbedingungen am Staatsanleihenmarkt an Bedeutung zu gewinnen.

