

# „Attraktive Marktbedingungen für die Prämienstrategie“

Ottmar Wolf, Manager des Axxion Focus Prämienstrategie, zur Funktionsweise von Stillhaltergeschäften und ihrer praktischen Umsetzung innerhalb eines Investmentfonds.

***Herr Wolf, der von Ihnen gemanagte Axxion Focus Prämienstrategie soll Anlagemöglichkeit bieten, die Privatanleger bei keiner anderen Fondsgesellschaft finden. Sind Sie kreativer oder sind Ihnen bei klassischen Aktien- und Anleiheinvestments schlicht und einfach die Ideen ausgegangen?***

**Wolf:** Ganz so provokativ würde ich das nicht formulieren. Fakt ist aber, dass es sowohl am Aktien- wie auch am Anleihemarkt in den vergangenen Jahren zunehmend enger geworden ist. Der Standardrentenbereich mit Schuldverschreibungen guter Bonität wirft nicht mehr die Verzinsung ab, die wir und unsere Kunden erwarten. Der Aktienmarkt ist trotz des jüngsten Einbruchs keineswegs unterbewertet und darüber hinaus verhältnismäßig volatil. Bei klassischen Mainstreaminvestments sehen wir aktuell deshalb in der Tat kaum noch Möglichkeiten, eine aus unserer Sicht angemessene risikoadjustierte Rendite zu erzielen. Dies gilt umso mehr, als eine Beimischung von Aktien für viele Bondholder aus den genannten Gründen derzeit einfach nicht in Frage kommt.

***Und an dieser Stelle soll die Prämienstrategie für Abhilfe sorgen?***

**Wolf:** Ganz genau. Wie viele Mischfonds beinhaltet auch der Axxion Focus Renten- und Aktieninvestments. Die Basisrendite von derzeit jährlich ca. vier Prozent wird dabei durch ein breit gestreutes Anleiheportfolio generiert. An dieser Stelle agieren wir nicht anders als viele andere Rentenfondsmanager auch. Das Besondere ist jedoch die Darstellung des Aktienmarktanteils, der über eingegangene Stillhaltergeschäfte abgebildet wird.

***Wie muss man sich das mit den Stillhaltergeschäften genau vorstellen?***

**Wolf:** Hierbei verkaufen wir über die Terminbörse Eurex Puts auf Aktien und Indizes. Damit räumen wir anderen Marktteilnehmern das Recht ein, uns die zugrundeliegenden Basiswerte zu einem bestimmten Preis unterhalb des aktuellen Kursniveaus anzudienen. Plastisch gesprochen entspricht diese Vorgehensweise dem Setzen von Abstauberlimits. In beiden Fällen kommt der Käufer nur zum Zug, wenn der festgelegte Kurs, der sich bei der Prämienstrategie aus dem Basispreis (Strike) der jeweiligen Option ergibt, unterschritten wird. Der einzige Unterschied besteht letztendlich darin, dass wir als Stillhalter hierbei noch eine entsprechende Optionsprämie erhalten, die der Erwirtschaftung des angestrebten Renditeaufschlags von drei bis fünf Prozentpunkten auf die Rendite des Bondportfolios dient. Unser Fonds verfügt damit über zwei wesentliche Renditebausteine: Optionsprämien und Zinsen. Ein weiterer Vorteil ist, dass wir uns dem Aktienthema mit einem gewissen

Verlustpuffer annähern, da der Strike bei Eröffnung einer Position stets deutlich unter dem Kurs des Underlyings liegt.

***Wie wirkt sich diese Strategie in verschiedenen Börsenphasen auf die Wertentwicklung des „Aktienmarktanteils“ ihres Fonds aus?***

**Wolf:** In heftigen Abwärtsphasen oder bei einem Crash verlieren wir deutlich weniger als der Markt. Bei leicht fallenden, seitwärtstendierenden und steigenden Börsen ist es möglich, eine mittlere einstellige Rendite zu erzielen. Dabei partizipieren wir lediglich bei stark steigenden Aktienkursen unterproportional von der Entwicklung des Aktienmarktes. Dies liegt daran, dass der maximale Gewinn beim Verkauf ungedeckter Puts, die im Fachjargon auch als Short-Puts bezeichnet werden, jeweils auf die vereinnahmte Optionsprämie begrenzt ist. Für die meisten Kunden ist es aber sehr wohl verkraftbar, in guten Börsenjahren z.B. „nur“ acht bis zehn statt 15 Prozent mit einem DAX-ETF zu verdienen, sofern sie dafür in allen anderen Phasen ein Mehr an Rendite bzw. ein entsprechendes Sicherheitspolster erhalten. In den USA sind derartige Strategien übrigens schon seit vielen Jahren etabliert.

***Dann wird es dort sicherlich auch empirische Kapitalmarktuntersuchungen zu diesem Thema geben?***

**Wolf:** Die Chicago Board Options Exchange (CBOE), eine der weltweit führenden Terminbörsen, hat sogar einen Index für diese Strategie ins Leben gerufen und bis 1986 zurückgerechnet. Dabei hat sich der Index, der den rollierenden Verkauf monatlicher Put-Optionen (am Geld) unterstellt, im Zeitraum von 1986 bis heute leicht besser geschlagen als der S&P 500 Total Return – und zwar bei geringeren Schwankungen.

***Lassen sich diese Ergebnisse auch ökonomisch begründen?***

**Wolf:** Es gibt im Markt eine systematische Nachfrage nach Puts von Investoren, die sich gegen Crashes absichern wollen. Aufgrund hoher Marginanforderungen sowie des Risikos, welches mit dem Verkauf ungedeckter Puts verbunden ist, sind andererseits nur wenige Investoren gewillt bzw. dazu in der Lage, sich derart zu positionieren. Entsprechend hoch fallen die „Preisaufschläge“ bei Verkaufsoptionen aus.

***Zurück zu Ihrem Fonds: Auf welche Basiswerte setzen Sie hier im Allgemeinen?***

**Wolf:** Beim Axxion Focus handelt es sich um ein Europaprodukt. Ein wichtiger Basiswert ist deshalb der Euro Stoxx 50, wobei auch der DAX und der Schweizer SMI vorkommen können. Bei Einzelwerten setzen wir insbesondere auf deutsche und europäische Blue Chips. Wichtig ist in diesem Zusammenhang die Schnittmenge aus einer guten fundamentalen Qualität der jeweiligen Titel und einer attraktiven Optionsprämie. Dabei hängt letztere im Wesentlichen von der impliziten Volatilität des Underlyings ab. Rechnen die Marktteilnehmer bis zum Ende der Laufzeit mit einem ruhigen Kursverlauf des Underlyings, wird sie eher niedrig ausfallen, werden stürmische Zeiten erwartet, gehen die implizite Volatilität und damit auch die Prämien nach oben. So kam es im Rahmen des Dieselskandals von VW und dem damit verbundenen Absturz der Aktie zu einer wahren Explosion der impliziten Volatilität und der Optionsprämien.

### ***War der Fonds hiervon betroffen?***

**Wolf:** Volkswagen ist in Bezug auf unsere Strategie in verschiedener Hinsicht ein spannender Fall. Bei Bekanntwerden des Abgasdesasters hatten wir eine variabel verzinsliche VW-Anleihe mit dreijähriger Restlaufzeit im Portfolio. Diese haben wir mit einem kleinen Verlust verkauft. Zeitgleich haben wir zu 86 Prozent eine langlaufende Festkuponanleihe des Autobauers erworben, die im Frühjahr noch bei 105 Prozent notierte. Auf die Endfälligkeit (2030) bezogen wirft dieses Papier eine jährliche Rendite von knapp drei Prozent ab. Mit Beruhigung der Lage sollte es jedoch schon mittelfristig zu einer Kurserholung kommen. Zudem besaßen wir Short-Puts auf Porsche. Die Porsche Automobil Holding ist aus der ehemaligen Porsche AG hervorgegangen und ihr einziges wesentliches Asset sind VW-Aktien. Beim Eingehen der Position war die implizite Volatilität von Porsche-Aktien deutlich höher als die von Anteilen der Volkswagen AG. Zum anderen wurde Porsche mit einem deutlichen Abschlag auf VW gehandelt. Insofern war es sinnvoll, nicht direkt in Volkswagen sondern in die Porsche Holding zu investieren. Ein Teil dieser Optionen ist inzwischen ausgeübt worden und wir mussten die uns angedienten Aktien übernehmen. In der Erwartung einer Erholung werden wir sie zunächst im Portfolio behalten. „Gekostet“ hat uns die Porsche-Position ca. 50 Basispunkte, also eine negative Fondsrendite von einem halben Prozentpunkt. Zudem haben wir aufgrund der gigantisch hohen impliziten Volatilität zwei neue Stillhalterpositionen mit Strikes bei 92 und 80 Euro auf VW-Vorzugsaktien eröffnet, jeweils mit Fälligkeit Dezember 2015.

### ***Mit welchen Strikelevels s agieren Sie sonst üblicherweise? Oder hängt dies auch vom jeweiligen Basiswert sowie den aktuellen Marktgegebenheiten ab?***

**Wolf:** Wenn wir Puts verkaufen liegen die Strikelevels typischerweise zwischen 80 und 90 Prozent des Basiskurses. Wir sind somit immer mit einem gewissen Verlustpuffer unterwegs. Oder anders ausgedrückt: Der Kurs des Basiswertes kann noch zehn Prozent oder mehr nachgeben, ohne dass wir überhaupt einen Teil der mit dieser Position erzielten Prämie einbüßen. Aufgrund der schwachen Aktienmarktentwicklung der vergangenen Monate sind die Strikelevels zuletzt allerdings deutlich angestiegen. Aktuell liegen sie im Durchschnitt bei ziemlich genau hundert.

### ***Der ursprünglich mal vorhandene Sicherheitspuffer ist somit aufgezehrt?***

**Wolf:** Die Strategie atmet ein Stück weit mit den Märkten mit. In der Fachsprache befindet sich die Mehrzahl unserer Optionen derzeit „at-the-money“ und wir vollziehen in etwa die Hälfte der Marktbewegung nach. In gewisser Weise legt der Fonds ein antizyklisches Verhalten an den Tag: Bei sinkenden Kursen baut sich Aktienexposure auf, bei steigenden Notierungen, wie wir sie in den ersten vier Monaten dieses Jahres gesehen haben, wird das Risiko automatisch reduziert. Die Prämienstrategie wird also vorsichtig, wenn alle gierig werden, und sie wird mutiger, wenn die Mehrzahl der Marktteilnehmer ängstlich ist. Das scheint uns sinnvoll. Dieser Aspekt wird noch dadurch verstärkt, dass wir bei sehr attraktiven Prämienlevels – sprich hoher Volatilität – bezüglich des Optionsportfolios einen relativ hohen Investitionsgrad fahren und in Marktphasen mit niedrigem Prämienlevel diesen entsprechend reduzieren.

***Wie werden Sie bei weiteren Rückgängen reagieren?***

**Wolf:** Fällt ein Basiswert unter den Ausübungspreis, gibt es verschiedene Möglichkeiten darauf zu reagieren. Zum einen ist natürlich die Glattstellung der Position, also der Rückkauf des Puts möglich, was entsprechend Geld kostet. Einen Schritt weiter geht das sogenannte Rollen. Dabei wird gleichzeitig ein Put mit niedrigerem Strike und längerer Restlaufzeit verkauft. Nicht selten kann dadurch der Rückkauf des ursprünglichen Puts finanziert werden, das Rollen gelingt somit aufwandsneutral. Bei sehr positiver fundamentaler Einschätzung des Basiswertes und/oder in Erwartung eines Rebounds kann es auch vorkommen, dass der Wert kurzfristig ins Portfolio aufgenommen und gegebenenfalls sogar noch veroptioniert wird, wir also Call-Optionen auf den Wert schreiben und dafür wiederum eine Prämie erhalten.

***Seit dem Hoch im April hat der DAX nach fulminantem Jahresstart in der Spitze fast ein Viertel eingebüßt. Wie hoch lag bei Ihrem Fonds der maximale Drawdown?***

**Wolf:** Im aktuellen Kalenderjahr haben wir im Maximum 13,9 Prozent an Wert verloren. Wir haben die Abwärtsbewegung des deutschen Aktienindex seit Mitte April somit in abgeschwächter Form mitgemacht. Dies war gleichzeitig auch der größte Verlust in den letzten drei Jahren. Über unsere Homepage haben Sie übrigens die Möglichkeit, sich die Kursentwicklung für jeden beliebigen Zeitraum in der Vergangenheit anzeigen zu lassen.

***Ist die hohe Unsicherheit an den Aktienmärkten ein Plus für die Prämienstrategie oder sollten interessierte Anleger mit einem potenziellen Einstieg in den Fonds lieber noch etwas warten?***

**Wolf:** Aufgrund ihrer Konstruktion eignet sich die Prämienstrategie grundsätzlich als Daueranlage. Wenn wir im Zusammenhang mit dem Axxion Focus allerdings über Timing sprechen, ist vollkommen klar, dass die implizite Volatilität das entscheidende Kriterium sein muss. Sowohl bei den Indizes wie auch diversen Einzeltiteln sehen wir hier derzeit sehr hohe Werte, die die aktuelle Unsicherheit widerspiegeln. Die Marktbedingungen sind für einen Einstieg in die Prämienstrategie zurzeit deshalb äußerst attraktiv. So liegt der Renditepfad des Fonds aktuell bei etwa zwölf Prozent. Dies bedeutet, dass unter Berücksichtigung der im Portfolio enthaltenen Anleihen sowie der eingegangenen Stillhalterposition bei unveränderten Basiswertpreisen auf Jahressicht eine Renditechance in ebendieser Höhe besteht.

Das Interview führte Dr. Martin Ahlers, Finanz- und Wirtschaftsjournalist aus Frankfurt.  
Stand: 30.09.2015.