

Tim Habicht sprach mit Peter Klöckner und Manuel Stratmann über Overlay Management

Peter Klöckner

Geschäftsführer, Versorgungswerk der rheinland-pfälzischen Rechtsanwaltskammern, Koblenz

Manuel Stratmann

Team Head Overlay & Quant Models, Portfolio Management, Universal-Investment-Luxembourg S.A., Niederlassung Frankfurt am Main

Tim Habicht

Gründer und geschäftsführender Gesellschafter der Nachrichten-Plattform Fundview

Institutionelle Investoren stehen vor großen Herausforderungen: Stabile und planbare Renditen aus der Fixed-Income-Allokation gehören aufgrund der weltweit anhaltenden niedrigen Zinsen der Vergangenheit an. Dennoch müssen Versorgungswerke und Pensionskassen für ihre Anleger eine Rendite erzeugen, die planbar und stabil ist. Auf diese Problematik reagieren institutionelle Investoren mit der Steigerung ihrer Quoten bei Alternatives und Aktien. Aber wie gehen Investoren dann mit höherem Risiko beispielsweise auf der Aktienseite um?

Vor dieser Frage stand auch Peter Klöckner. Entschieden hat er sich für ein optionsbasiertes Overlay von Universal-Investment, sowohl für das Versorgungswerk der rheinland-pfälzischen Rechtsanwaltskammern als auch für die Versorgungsanstalt der Landes Zahnärztekammer Rheinland-Pfalz, für das Peter Klöckner ebenfalls die Kapitalanlagen verantwortet. Warum er sich für dieses Overlay entschieden hat, er ein optionsbasiertes Overlay gegenüber einem Overlay mit Futures favorisiert und wie diese Absicherung im Rahmen der Corona-Krise funktioniert hat, erklärt er zusammen mit Portfolio Manager Manuel Stratmann.

Peter Klöckner



Herr Klöckner, Sie haben sich für den Einsatz eines Overlays entschieden. Wieso?

Peter Klöckner: Aufgrund der anhaltenden niedrigen Erträge auf der Anleihe Seite und einer Erhöhung der Anlagen auf der Aktien Seite sind die Risikolimits insgesamt sehr überschaubar geworden. Zudem können die risikoreichen Anlageklassen sowohl positive als auch natürlich negative Überraschungen liefern; das wurde zuletzt eindrucksvoll durch die Corona-Krise gezeigt. Deswegen ist es uns wichtig, die positiven Entwicklungen auf der Aktienseite mitzunehmen, aber dennoch auch ein gewisses Sicherungsnetz bei Bewegungen nach unten zu haben.

Wird die Aktienseite des Portfolios für institutionelle Investoren aufgrund des anhaltenden Niedrigzinsumfeldes insgesamt immer wichtiger?

Peter Klöckner: Abgesehen vom Immobilienbereich nehmen fest kalkulierbare Einnahmen mehr und mehr ab. Die konventionelle Anlage im Rentenbereich wirft im Grunde nur noch bei den Positionen eine Rendite ab, die im Bestand sind. Der Ertrag auf der Rentenseite geht insgesamt immer weiter zurück. Insofern müssen wir uns als Investoren nach Alternativen umschauchen. Da ist die Aktie eine ganz besondere Alternative. Denn Aktien sind Sachwerte, die insgesamt immer mehr Bedeutung gewinnen werden. Dennoch ist klar, dass die Aktienseite wegen ihrer höheren Bedeutung und Allokation im Portfolio auch eine Absicherung benötigt, um mögliche Korrekturen oder Crash-Situationen abzufedern.

Worin sehen Sie die Stärken eines optionsbasierten Overlays? Und hat Ihnen das Overlay im Rahmen der Corona-Krise geholfen, Ihre strategische Asset-Allokation umzusetzen beziehungsweise die Aktienseite abzusichern?

Peter Klöckner: In der Krisenphase selbst haben wir insgesamt relativ wenig unternommen. Die Maßnahmen zur Absicherung wurden bereits bei einem Volatilitätsniveau umgesetzt, bei dem die Optionen noch relativ kostengünstig waren. Als die Corona-Krise Ende Februar in Europa ins Bewusstsein rückte und sich im März verschärft hat, konnten wir deutlich ruhiger schlafen. Unsere Positionen und Strike-Levels wurden im Vorfeld ausgewählt, so dass wir bestimmte Niveaus nicht unterschreiten konnten. Die Strike-Levels wurden so ausgerechnet, dass wir unter Berücksichtigung sämtlicher Ertragsquellen ein bestimmtes Renditeprofil für unser Gesamtportfolio pro Jahr nicht unter-

schreiten würden. Bezüglich der Corona-Krise wurde unsere Absicherung, sicher auch mit ein wenig Glück, einen Tag nach dem Tiefpunkt aufgelöst. Wir haben die positive Entwicklung mit geringer Absicherung nach oben hin mitgenommen. Insofern haben wir zwar mit angezogener Handbremse die Rebound-Rallye erlebt, aber haben hier trotzdem gut an diesem Aufschwung partizipiert. Das wäre mit einer Futures-Absicherung nicht zwingend der Fall gewesen. Diese Flexibilität beim optionsbasierten Overlay ist einer der Gründe, warum wir mit Optionen und nicht mit Futures absichern.

Manuel Stratmann: Viele Investoren betrachten Optionen noch immer mit einem gewissen Argwohn, da es mehrere Einflussgrößen auf den Preis gibt und sie nicht linear sind. Deswegen sind auf Futures basierende Overlays bei uns noch in der Mehrzahl. Hier entstehen zunächst keine Ex-ante-Kosten. Gegenüber Optionen ist das ein großer Vorteil. Die Schwierigkeit bei den Futures ist aber der richtige Wiedereinstieg. Diese Frage treibt momentan auch viele unserer Kunden um. Bei den Optionen ist hingegen durch den Strike klar definiert, ab wann diese greifen. Bei steigenden Märkten funktioniert der Wiedereinstieg durch das sinkende Delta quasi automatisch. Insofern sind diese weniger linear und deutlich flexibler.

Ist diese Flexibilität beim optionsbasierten Overlay ein zentraler Punkt für die Wahl dieser Absicherung?

Peter Klöckner: Ja, auf jeden Fall. Die Nachteile beim optionsbasierten Overlay liegen

natürlich auf der Kostenseite. Zunächst hat man eine Ausgabe für die Prämien und damit einen weiteren Kostenpunkt. Mit Futures wird der abgesicherte Teil des Portfolios allerdings eingefroren. Bei den Optionen zahle ich die Prämie, aber bin auch nach oben besser beteiligt.

Manuel Stratmann: Bei Futures ist die Beziehung eins zu eins. Der Markt steigt ein Prozent, das verliere ich auf der Futures-Seite. Bei Optionen schwankt das Delta. Wenn der Markt steigt, partizipiert das Portfolio auch mehr an den steigenden Marktbewegungen. Das erleichtert den Wiedereinstieg beim optionsbasierten Overlay. Der große Unterschied ist: Optionen kosten zunächst etwas. Dafür ist die Absicherung nach unten und ein automatisierter Wiedereinstieg vorhanden. Bei Futures muss zunächst nichts bezahlt werden. Aber es kommt auch stark darauf an, welchen Verlauf der Markt nimmt. Hier fallen möglicherweise Opportunitätskosten an.



Wir sichern mit Optionen und nicht mit Futures ab.

Peter Klöckner



Manuel Stratmann

Peter Klöckner: Wenn der Markt nach oben läuft und man ist mit Futures short positioniert, dann habe ich auf der einen Seite eine schöne Portfolio-Bewegung. Auf der anderen Seite aber eine negative Future-Bewegung. Und die muss irgendwann bedient werden; entweder aus der Liquidität oder durch den Verkauf von Positionen. Das konterkariert das vorhandene Aktien-Exposure. Dieses Exposure lässt sich durch Optionen einwandfrei weiter steuern und adjustieren.

Sind hier viele Investoren möglicherweise zu kurzfristig und wollen ihr Portfolio nur absichern, so dass viel Performance bei einem Rebound verloren geht?

Peter Klöckner: Das ist nicht zwingend das Problem. Der Grund, warum viele Investoren meiner Meinung nach das optionsbasierte Overlay scheuen, liegt auf der Kostenseite. Hier fallen bei millionenschweren Portfolios auch höhere Prämien auf der Ausgabenseite an. Aber bei der Dynamik, die die Märkte in den vergangenen Jahren hatten, ist diese Ausgabe gerechtfertigt. Die Ausgabe für die Optionsprämie muss zum einen im Vergleich zum Gesamtportfolio gesehen werden und zum anderen auch im Vergleich zur Asset-Klasse Aktien selbst. Hier lässt sich die Ausgabe für die Prämien unter Umständen auch schnell wieder verdienen. Ich will das Aktien-Exposure für mein Portfolio haben; deswegen setzen wir auch auf ein optionsbasiertes Overlay und wollen unser Aktien-Exposure nicht durch Futures minimieren oder ganz streichen.

Könnte die Corona-Krise als positiver Katalysator für das optionsbasierte Overlay fungieren?

Peter Klöckner: Ich denke, dass viele institutionelle Investoren insbesondere nach den heftigen Schwankungen im Rahmen der Corona-Krise ihr Aktien-Exposure durch ein Overlay absichern werden. Ob das jetzt durch Optionen, Futures oder eine Mischung aus beidem stattfindet, kann ich nicht beurteilen. Wir favorisieren aber aus den genannten Gründen das optionsbasierte Overlay. Durch dieses Overlay kann der Anteil des Aktien-Exposures insgesamt größer werden. Und das wird für die künftige Asset-Allokation aufgrund des Niedrigzinsumfeldes immer wichtiger werden, um eine entsprechende Rendite zu erzielen.

Manuel Stratmann: Das kann ich von der Investment- beziehungsweise Angebotsseite bestätigen. Wir haben insgesamt deutlich mehr Anfragen für unser Overlay. Die Gründe liegen zum einen in den heftigen Marktschwankungen im Dezember 2018 oder im März 2020. Zum anderen aber auch darin, dass institutionelle Investoren ihr Portfolio



Das Overlay von Universal-Investment hat durch seine Flexibilität gepunktet.

Peter Klöckner



insgesamt anders aufstellen müssen, weil die Fixed-Income-Seite nur ungenügende Renditen verspricht. Investoren beschäftigen sich natürlich mit dieser Thematik und allokalieren mehr Gelder in Alternatives oder auch in Aktien. Dadurch beschäftigen sich Investoren zwangsläufig mit der Möglichkeit, diese Assets abzusichern und ein Overlay zu implementieren.

Warum haben Sie sich für das Overlay von Universal-Investment entschieden?

Peter Klöckner: Wir haben uns vor der Implementierung mehrere Overlay-Angebote angeschaut. Das Overlay von Universal-Investment hat durch seine Flexibilität gepunktet. Andere

Lösungen waren uns zu statisch auf den Einsatz von Futures ausgelegt. Gemeinsam mit Universal-Investment haben wir auch den Einsatz von Futures diskutiert oder eine Mischung aus Futures und Optionen. Letzten Endes haben wir uns dann für das optionsbasierte Overlay entschieden. Universal-Investment ist für uns dabei der erste Ansprechpartner gewesen, weil wir bereits einen Großteil unserer Assets bei Universal-Investment als Service-KVG haben. Es gibt insgesamt schon einen großen Einblick und Verständnis für unser Portfolio. Wir haben selber nicht die Manpower, um ein Overlay-Team aufzubauen oder ein Overlay alleine umzusetzen. Insofern war uns wichtig, einen externen Partner zu finden, der mit uns auf Augenhöhe ist. Ein großer Vorteil bei Universal-Investment ist, dass wir die komplette Wertschöpfung von der Überwachung, der Umsetzung und dem Reporting aus einer Hand erhalten. Weil wir ein Dachfondskonstrukt umsetzen und dafür das Overlay nutzen, ist es bilanziell sehr hilfreich, einen einzigen Ansprechpartner zu haben. Das hätten wir bei einem anderen Partner nochmal einzeln bilanziell darstellen müssen. Das ist ein regulatorischer und organisatorischer Pluspunkt bei der Umsetzung des Overlays durch Universal-Investment.



Transparenz und Offenheit sind zentral.

Manuel Stratmann



Blicken wir auf die andere Seite. Herr Stratmann, wie sind Sie die Implementierung des Overlays für beide Versorgungswerke angegangen?

Manuel Stratmann: Durch das Konstrukt des Dachfonds und damit unterschiedlichen Zielfonds war die Implementierung des Overlays durchaus eine Herausforderung. Wir mussten unsere interne Front-Office-Software und die Risiko-Reports auf diese Gegebenheiten einstellen und weiterentwickeln. Insgesamt haben wir eine stabile technische Lösung gefunden, die sich auch und gerade während der starken Marktschwankungen bewährt hat.

Wie wichtig ist es, abseits der technischen Umsetzung, die unmittelbare Kommunikation mit dem Kunden einzugehen und diesen direkt und transparent ins Boot zu nehmen?

Manuel Stratmann: Das ist sehr wichtig, auf jeden Fall. Transparenz und Offenheit sind zentral. Das gilt auch bei der Erwartungshaltung, die man dem Kunden vermittelt. Es muss klar aufgezeigt werden, was das Produkt liefern kann und was eben auch nicht. Ehrlichkeit und Transparenz sind für uns das A und O jeglicher Zusammenarbeit. Unser Kunde muss das Produkt nachvollziehen können, auf Augenhöhe sein.

Das Risikoumfeld hat sich in Corona-Zeiten extrem verändert, wie muss man ein optionsbasiertes Overlay in diesem Umfeld aufstellen?

Manuel Stratmann: Das aktuelle Umfeld und die gestiegene Volatilität ist für optionsbasierte Overlays zum Teil eine Herausforderung. Optionen, die gegen einen Kursverfall absichern, machen derzeit eine höhere Prämienzahlung als vor der Krise nötig. Das ist zunächst ein Nachteil auf dieser Seite. Andererseits kann man das auch zu seinem Vorteil nutzen, indem man durch den Verkauf von Calls höhere Prämien vereinnahmen kann oder auf der Absicherungsseite auch Put-Spreads als Vehikel implementiert. Das ermöglicht zumindest eine gewisse Absicherung nach unten. Generell kann der optionsbasierte Overlay-Ansatz sehr kreativ und flexibel eingesetzt und aufgestellt werden, um Aktienrisiken zu minimieren.

Vielen Dank für das Gespräch.