

מחקרי קרנות הסל של GLOBAL X

טיעון לטובת ניהול סיכונים בעזרת קרנות סל להשקעות באסטרטגיית צווארון (Collar)

נקודות עיקריות:



מאת:

Rohan Reddy

אנליסט מחקר

תאריך: 26 באוגוסט

2021

נושא: הכנסה

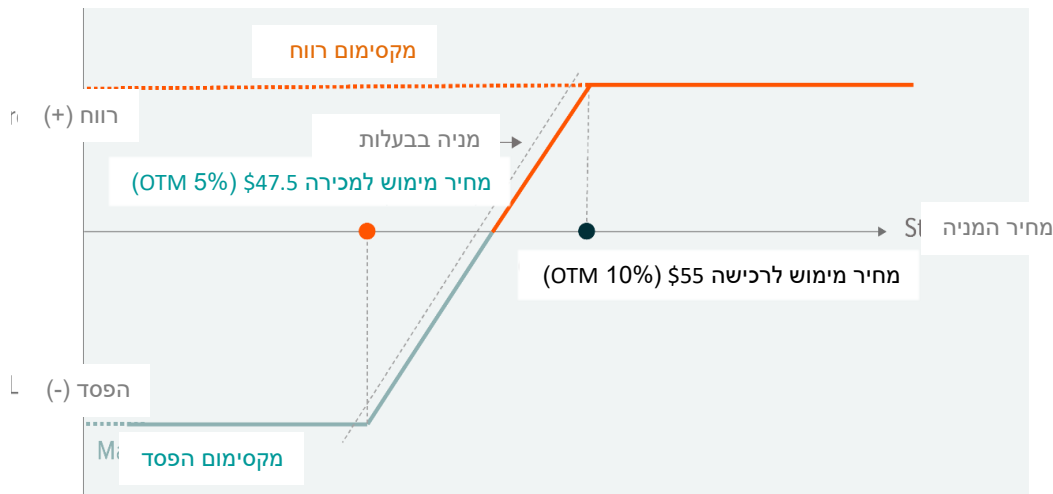


- אסטרטגיות צווארון (Collar) משלבות בדרך כלל בעלות על מניות עם רכישת אופציית מכר (put) (OTM) out-of-the-money ומכירת אופציית רכש (call) OTM לגבי מניות אלה.
- אסטרטגיית הצווארון תוחמת ביצועים בתוך טווח נתון עד ליום תפוגת האופציה. מחיר המניה יכול לרדת עד למחיר המכירה של אופציית המכר, בעוד שהרווחים מוגבלים למחיר המכירה של אופציית הרכש. בהתאם לעיצוב אסטרטגיית הצווארון, האופציות יכולות להיות חוב נטו (כלומר, עולה כסף ליישם אותן), זיכוי נטו (כלומר, הן מייצרות הכנסות חיוביות בלבד), או שעלותן אפס.
- משקיעים המבקשים להימנע מתנודות קיצוניות באחזקות שלהם, עשויים לראות באסטרטגיות הצווארון כלים שימושיים לתיק ההשקעות שלהם.

מהן אסטרטגיות צווארון?

אסטרטגיות צווארון אופייניות, פירושן בעלות על נכס בסיס מסוים, כגון מניות, שעליו מורכבת רכישה של אופציית מכר (put) OTM ומכירת אופציית רכש (call) OTM של נכס זה. מטרתן של אסטרטגיות הצווארון להגביל את התשואות במסגרת טווח מוגדר למשך חוזה האופציה. למשל, Collar ETF 95-110 יכולה להשקיע במניות של מדד מסוים, תוך הגבלת הטווח הגבוה של מניית הסל עד 10% ממחיר המימוש (strike) למשך שלושת חודשי תקופת האופציה, והגבלת המחיר הנמוך ל- 5% ממחיר המימוש למשך שלושת חודשי האופציה. קיימות גרסאות שונות של אסטרטגיות צווארון, המשתנות בהתאם לפוטנציאל העלייה, הירידה, עלות המימוש, נכס הבסיס ומסגרת הזמן.

**צווארון 95-110 (אופציית מכר ל-3 חודשים OTM ב-5%  
ואופציית רכש ל-3 חודשים OTM ב-10%)**



אסטרטגיות צווארון משלבות באופן יעיל את המבנה המשתלם של מכירה מגינה ורכישה מכוסה.

אסטרטגיות מכר מגינות מקושרות לרוב לצמצום סיכוני הפסד, משום שהן שואפות לקבוע גבול תחתון להפסדים פוטנציאליים. אופציית מכר מגינה מורכבת מרכישת מניה יחד עם רכישת אופציית מכר עבור מניה זו. אופציית מכר מעניקה לרוכש זכות, אך אינה מחייבת אותו, למכור מניה במחיר מימוש (strike) שנקבע מראש, בתוך מסגרת זמן נתונה. בתמורה לתשלום סכום מסוים עבור רכישת אופציית מכר, מקבל המשקיע חוזה שערכו עולה, במקרה שמחיר המניה (שהיא נכס הבסיס) יורד.

עלות רכישת אופציית מכר משתנה בהתבסס על מספר גורמים, אך הגורם העיקרי בהקשר זה הוא מחיר המימוש. באופן כללי, ככל שמחיר המימוש גבוה יותר, כך עולה גם מחיר האופציה. אך גם ההגנה שהאופציה מקנה למשקיע גבוהה יותר במקרה זה. למשל, רכישת מניה XYZ ואופציית מכר במצב at-the-money (ATM) במחירה הנוכחי של המניה XYZ, מגדרת באופן יעיל כנגד ירידות מחיר. אך זו בדרך כלל גם אופציה יקרה מאוד שעלולה להיעשות חסרת ערך, אם מחירה של XYZ עולה בתקופת החוזה. רכישת אופציית מכר OTM, שהיא נמוכה ב- 5% ממחיר המימוש של XYZ, תעלה כנראה פחות, אך היא תתחיל להגן על המשקיע מפני הפסד רק כשהוא יעלה על 5%.

אסטרטגיות רכש (call) מכוסות עוסקות ברכישת מניות ומכירת אופציית רכש מתאימה על אותן מניות. אופציית רכש מקנה לרוכש את הזכות, אך אינה מחייבת אותו, לקנות מניה במחיר מימוש שנקבע מראש, בתוך מסגרת זמן נתונה. את מחיר המימוש של אופציית הרכש אפשר להתאים לצורכי המשקיע. זה יכול להיות ATM אם המשקיע מוכן לוותר על מלוא פוטנציאל הרווח של המניה, או OTM, אם המשקיע רוצה לשמור לעצמו חלק מפוטנציאל הרווח. המחיר הוא שאופציית רכש ATM תיצור פרמיות גבוהות יותר מאלה של אופציית רכש OTM.

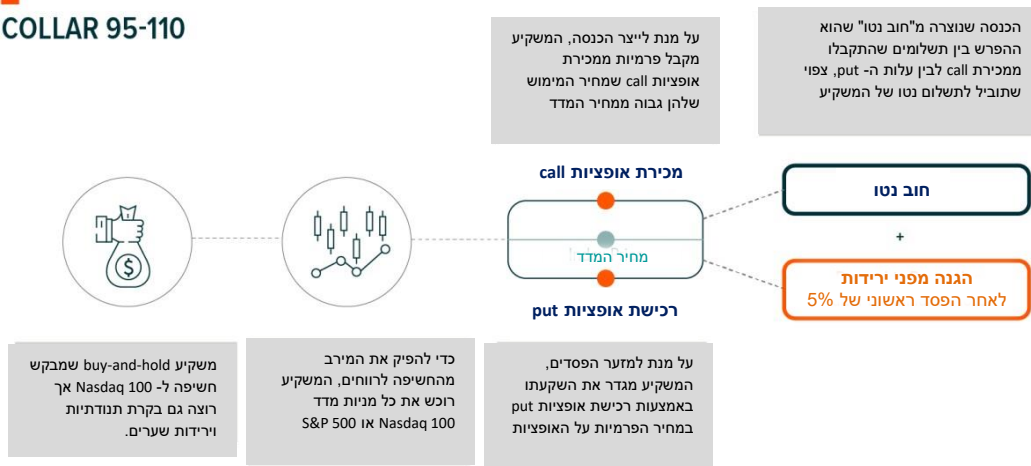
שילוב היתרונות של מכר מגן ורכש מכסה באסטרטגיית צווארון, מוביל לאסטרטגיית צווארון אשר מגבילה את התשואות בין רצפה תחתונה לתקרה עליונה למשך חיי חוזה האופציות. מיקומן המדויק של רצפות ותקרות אלה יכול לקבוע אם אסטרטגיית הצווארון תעלה כסף,

עלותה תהיה אפס, או שהיא תייצר הכנסה. אם מטרת הצווארון לייצר הכנסה, הוא מתאפיין בדרך כלל בחשיפה תחתונה שהיא גדולה יותר מהחשיפה העליונה. אך צווארונים יכולים להיות גם חוב נטו, כלומר, הם יכולים לעלות כסף, במיוחד אם מטרתם לשמור על פוטנציאל רווחים, יותר מאשר להגן מפני הפסדים.

### מדוע כדאי למשקיעים לשקול אסטרטגיות צווארון

תשואות על השקעות יכולות, כמובן, להיות תנודתיות ובלתי צפויות. בשנה נתונה, יכול המשקיע לחוות עליות אופוריות, בריחת משקיעים מרסקת, או פשוט לראות את השקעותיו מדשדשות במקום. לא כל המשקיעים רוצים לחוות תנודתיות קיצונית, במיוחד לא בהפסדים. לכן הם מעדיפים לקבוע מראש את הציפיות בתוך טווח של תוצאות אפשריות. אסטרטגיות צווארון יכולות לסייע בהשגת מטרה זו. ואולי, חשוב מכול, הן יכולות לצמצם סיכוני הפסדים באמצעות רכישת אופציית מכר מגינה. באמצעות מכירת אופציית רכש מכוסה, אסטרטגיה זו יכולה גם להגביל את עלות אופציית המכר, גם אם במחיר הגבלת פוטנציאל הרווח.

#### COLLAR 95-110



### אסטרטגיות הצווארון Global X 95-110

קרנות הצווארון 95-110, QRMI ו- XRMI של Global X, הן שתיהן קרנות סל פסיביות המיישמות אסטרטגיות מערכתיות, שמטרתן לקבוע טווח של תשואות מוגבלות בעליות ובירידות עבור משקיעים. קרנות אלה פועלות באופן זהה, אך הן עוקבות אחרי מדדים שונים: נסדא"ק 100 ו- S&P 500 בהתאמה.<sup>1</sup> אם נבדוק, לדוגמה, את QRMI, הקרן פותחת ברכישת כל מניות נסדא"ק 100. בשלב הבא, מנהלי התיקים המקצועיים של Global X רוכשים בנסדא"ק 100 אופציית מכר, שהיא OTM במצב של 5%, בעלת תאריך תפוגה של שלושה חודשים. ואז, הם מוכרים בנסדא"ק 100 אופציית רכש בת שלושה חודשים שהיא OTM ב- 10%. כשחוזי האופציות פוקעים לאחר שלושה חודשים, מנהלי תיק ההשקעות מממשים את האופציות הקיימות וחותרים על חוזים חדשים בני שלושה חודשים. היעד הוא שבמשך תקופת שלושת החדשים של האופציה, ההפסדים יהיו מוגבלים לכ- 5% והרווחים לא יעלו על 10%, לפני עמלות והוצאות.

## תהליך צווארון 95-110

כדוגמה לדרך שבה קרן הסל מיישמת אסטרטגיית צווארון חוב נטו, Global X Nasdaq 100 Collar 95-110 ETF (QCLR) עוקבת אחרי מניות מדד נסדא"ק 100, תוך כדי רכישת אופציות מכר ומכירת אופציות רכש של המדד בכל שלושה חודשים.

### QCLR רוכשת את כל מניות מדד נסדא"ק 100

QCLR רוכשת אופציות מכר בנסדא"ק 100 ב-OTM ברמה של 5% ומוכרת אופציות רכש ב-OTM ברמה של 10%. האופציות הן לתקופה של 3 חודשים. מכיוון שהפרמיית המתקבלת ממכירת אופציות הרכש נמוכה מהפרמיית המשולמת עבור רכישת אופציות המכר, נוצר צווארון חוב נטו.

בכל שלושה חודשים, QCLR מצפה להחזיק באופציות עד תאריך תפוגתן.

תהליך זה חוזר על עצמו שוב ושוב, QCLR רוכשת ומוכרת אופציות רכש ומכר חדשות של נסדא"ק 100 (NDX) שיפוגו בכל 3 חודשים.

כאמור לעיל, לשימוש באסטרטגיית צווארון חוב נטו יש מחיר. QCLR ו-XCLR שואפות ליצור איזון בין הגבלת הירידות ושמירה על פוטנציאל של עליות מחירים, תוך ניסיון לוודא שיישום האסטרטגיה לא יהיה יקר מדי.

להלן חישובים המבוססים על מודל תמחור האופציות של בלק ושולס, המעריכים את עלותן של אסטרטגיות צווארון לאורך זמן, הן במדד נסדא"ק 100 והן במדד S&P 500, אשר רוכשות אופציות מכר לשלושה חודשים ב-OTM של 5% ומוכרות אופציות רכש ב-OTM של 10%. כפי שאפשר לראות, במהלך תקופות כמו המשבר הפיננסי הגלובלי ומגפת COVID-19, עלות צמצום הסיכונים הייתה גבוהה יותר בשל התפרצויות גבוהות יותר של מצבי תנודתיות, בעוד שבתקופות תנודתיות פחות, העלות הייתה נמוכה יותר באופן משמעותי.

### חישוב עלות לשלושה חודשים: רכישת אופציית מכר 5% OTM, מכירת אופציית רכש 10% OTM

מקור: נתוני בלומברג מ-18 באוג' 2006 עד 20 באוג' 2021. פרמיות מוערכות מבוססות על מודל בלק ושולס.<sup>2</sup>



## שילוב אסטרטגיות הצווארון של QCLR ו- XCLR בתיק השקעות

מגוון רחב של משקיעים מעוניינים לשקול שילוב של QCLR או XCLR בתיק ההשקעות שלהם: (א) משקיעים שחוששים מסיכוני ירידות בטווח הקצר יכולים להוסיף את אסטרטגיות הצווארון משיקולים טקטיים, כדי לסייע בצמצום הסיכונים של בריחת משקיעים. (ב) משקיעים שאינם מעוניינים לעסוק בסחר מניות באופן פעיל, אך לא רוצים לחוות ירידות חדות בטווח הארוך יותר, יכולים לשלב אסטרטגיות אלה בתיק ההשקעות שלהם על מנת לנהל טוב יותר את הסיכונים. (ג) משקיעים בעלי חשיפה משמעותית לאגרות חוב המבקשים לגוון את תיק ההשקעות שלהם, בלי להוסיף לו סיכונים משמעותיים, עשויים למצוא שאסטרטגיות אלה מתאימות להם. (ד) משקיעים שכבר משתמשים באסטרטגיות של אופציות בתיק ההשקעות שלהם, אך מעדיפים להוציא את ניהול התיק למיקור חוץ על ידי מנהלי תיקים אחרים, עשויים למצוא שהיעילות של מבנה קרן הסל מתאימה להם.

הערת סיום:

1. מודל בלק ושולס הוא מודל הדגל לחישוב המחיר ההוגן של חוזה לאופציה המשתמשת במחיר המניה הנוכחי, בדיבידנדים צפויים, במחיר מימוש האופציה, בשיעורי ריבית צפויים, במועד התפוגה ובתנודתיות הצפויה. המודל מניח שאין תשלומי דיבידנד, שאפשר לממש את האופציה רק במועד התפוגה שלה, ששיעור הריבית ללא סיכון והתנודתיות של נכס הבסיס ידועים וקבועים, שאין עלויות עסקה בעת רכישת האופציה, שהשווקים יעילים ושהתשואות הן בהתפלגות לוג-נורמלית.

השקעות כרוכות בסיכונים, בכללם אובדן אפשרי של הקרן. השקעות הממוקדות במגזר או בתעשייה מסוימים חושפות את הקרנות לסכנת הפסדים בשל מגוון האירועים שעשויים להשפיע על תעשייה או מגזר נתונים אלה. משקיעים בקרנות צריכים להיות מוכנים לקבל רמה גבוהה של תנודתיות במחיר מניות הקרן ואפשרות להפסדים משמעותיים.