

Stillhalteroptionen – Mehrwert im Portfolio

Für die meisten Anleger bleiben Aktien langfristig nach wie vor erste Wahl. Zur Ertragssteigerung und Risikominimierung werden aber Stillhalteroptionen als Portfolioergänzung immer beliebter.

*Von Markus Eberle
und Dr. Andreas Walther
Mitglieder der Geschäftsleitung
OZ Bankers AG*

An der SWX Swiss Exchange sind über 1000 Optionsscheine kotiert. Die überwiegende Mehrheit davon gehört zur Kategorie dynamisch abgesicherter Optionen. Bei diesen Produkten werden die Transaktionen, die sich aus dem Optionshandel ergeben, jeweils durch Gegengeschäfte in Aktien oder anderen Optionen abgesichert. Dies ist erforderlich, um die Sicherstellung der Rechte der Optionsbesitzer zu gewährleisten; gleichzeitig kann der Market Maker auf diese Weise sein Risiko minimieren.



Markus Eberle

Optionen können aber auch als Stillhalteroptionen (gedeckte Optionen) emittiert werden. Das Stillhaltergeschäft besteht aus zwei Transaktionen: dem Kauf der Basiswerte und dem gleichzeitigen Verkauf der Optionen.

Stillhalteroptionen beruhen auf einer Vereinbarung zwischen der emittierenden Bank und dem Stillhalter, der die Optionen verkauft (schreibt). Dabei handelt es sich immer um Call Optionen. Aufgrund eines Stillhaltervertrags hinterlegt der Schreiber dabei eine den Optionen entsprechende Anzahl Aktien. Die Titel werden in einem Sperrdepot blockiert; auf diesen Titeln hat der Emittent ein Pfandrecht, damit er bei einer allfälligen Ausübung der Optionen seiner Verpflichtung zur Lieferung der Aktien jederzeit nachkommen kann. Erfolgt nach Ablauf der Optionsfrist keine Ausübung, kann der Stillhalter wieder frei über seine Aktien verfügen. Will er sich – etwa aufgrund veränderter Marktverhältnisse – vor Ablauf der Optionsfrist aus der Stillhalterverpflichtung lösen, kann er jederzeit die nötige Anzahl Optionen am Markt erwerben und bei der Emissionsbank einreichen. Sie wird ihn anschliessend aus der Stillhalterverpflichtung entlassen.

Stillhalter bleibt Aktionär mit Dividendenberechtigung

Der Stillhalter bleibt Aktionär der Gesellschaft und somit dividendenberechtigt. Er verpflichtet sich jedoch zur Lieferung seiner Aktien, sofern diese vom Besitzer der Option durch Ausübung gefordert wird. Das Gewinnpotential des Stillhalters verkleinert sich somit und wird auf der Höhe des Ausübungspreises der Option plafoniert. Im Gegenzug für den Verzicht auf das (theoretisch) unlimitierte Ge-



Dr. Andreas Walther

winnpotential der Aktien erhält der Stillhalter die Prämie aus dem Optionsverkauf. Dieser Betrag ist ihm auf jeden Fall sicher, egal in welche Richtung sich der Aktienkurs bewegt.

In einer Investitionsrechnung verfügt das Stillhaltergeschäft über folgende Charakteristiken: Der Anfangswert besteht aus dem Kauf des Basiswerts; dieser wird aber gleichzeitig um den Nettoerlös aus dem Verkauf der Option reduziert. Während der Laufzeit der Option werden die Dividendenzahlungen dem Aktionär gutgeschrieben. Bei Verfall der Option ergeben sich zwei Szenarien: Liegt der Aktienkurs über dem Ausübungspreis, so muss die Aktie geliefert werden, und der Stillhalter erhält eine Gutschrift in der Höhe des Ausübungspreises; liegt der Aktienkurs unter dem Ausübungspreis, so verfällt die Option wertlos und der Aktionär bleibt Besitzer der Aktie. Je nach Szenario entspricht die Rendite eines Stillhalter-

geschäfts der Optionsprämie plus Dividenden oder der Optionsprämie plus Dividenden plus Kurssteigerung bis zur Erreichung des Ausübungspreises.

Optimierung des Anlageerfolgs

Geht man von der Annahme aus, dass aufgrund des makroökonomischen Umfelds in den kommenden Jahren eine durchschnittliche jährliche Aktienperformance von 5 bis 10% erwartet werden kann, bleiben Aktien erste Wahl. Mit einer Optionsschreiberstrategie kann der Anlageerfolg indessen optimiert werden. Optimierung bedeutet, dass entweder das Risiko verkleinert oder der Ertrag erhöht wird. Im Vordergrund steht dabei eine nachhaltige Wertsteigerung bei geringeren Kursschwankungen.

Das Stillhaltergeschäft eignet sich für Investoren, die an eine weitere Kurssteigerung der Basiswerte glauben, die aber bereit sind, ihre Aktien bei Erreichen eines bestimmten Niveaus zu verkaufen. Ihr Ertrag steigert sich durch die erhaltene Optionsprämie. Bei einem Kursrückgang wird ein Teil eines eventuellen Verlusts durch die ursprünglich erhaltene Optionsprämie kompensiert. Je nach Ausgestaltung des Stillhaltergeschäftes kann beispielsweise erreicht werden, dass ein Anleger bei einem Kursrückgang um 7% keinen Verlust erleidet, umgekehrt aber bei einem Kursanstieg um bis zu 20% voll an der Wertsteigerung partizipiert.

Zur Quantifizierung der Schreiberstrategie hat die OZ Bankers AG historische Risiko- und Renditezahlen analysiert. Dabei wurde der Anlageerfolg einer Investition in ein Schreiberportfolio mit 20 bis 30 verschriebenen Schweizer Aktien mit der Entwicklung des Schweizer Aktienmarkts verglichen. Der Betrachtungszeitraum umfasst die Periode vom 1. Januar 1999 bis zum 10. September 2001.

In dieser Zeitspanne verlor der Swiss Performance Index (SPI) 5,8%. Das Musterportfolio dagegen steigerte sich um 5,2%. Beim Vergleich der Risiken einer Schreiberstrategie mit den Risiken eines reinen Aktienengagements ergab sich ebenfalls ein sehr vorteilhaftes Bild. Das Risiko – definiert als die Abweichung der täglichen

Renditen von ihrem Mittelwert – lag beim Musterportfolio rund einen Drittel tiefer als beim Aktienmarkt. Die Volatilität der Tagesrenditen betrug für das Musterportfolio 10,3%, diejenige des SPI 15,0%.

Auffallend waren auch die Extremwerte der beiden Anlagen: Die grössten Tagesgewinne lagen nur wenig auseinander (SPI 3,5% / Musterportfolio 2,9%). Die grössten Tagesverluste fielen jedoch in der reinen Aktienanlage deutlich höher aus als beim Musterportfolio (SPI -5,2% / Musterportfolio -3,5%).

Verbesserung des Risiko-/Ertragsverhältnisses

Der Einsatz von Stillhalteroptionen ermöglicht somit ein im Vergleich mit einem reinen Aktienportfolio markant verbessertes Risiko-/Ertragsverhältnis. Unter normalen Verhältnissen lässt

sich mit einer Schreiberstrategie klar eine Überrendite erwirtschaften. Das «Risiko» besteht dabei vornehmlich darin, dass sehr grosse Kursavancen nicht voll mitgemacht werden können.

Absoluter Erfolg kann selbstverständlich auch mit einer Schreiberstrategie nicht garantiert werden; das Risiko in Form unliebsamer Kursschwankungen kann jedoch deutlich gesenkt werden – und dies ohne grosse Beschränkungen im Aufwärtspotential. Anleger, die an einer nachhaltigen Wertsteigerung ihrer Anlagen bei geringeren Kursschwankungen interessiert sind, sollten sich die Möglichkeit einer Schreiberstrategie einmal genauer anschauen.

Musterportfolio vs. Swiss Performance Index

Der historische Vergleich eines Musterportfolios, das eine Schreiberstrategie verfolgt, mit der Entwicklung des Schweizer Aktienmarktes zeigt, wie markant sich das Risiko-/Renditeverhältnis eines Aktienportfolios durch den Einsatz von Stillhalteroptionen verbessern lässt.

	Musterportfolio	SPI
Startzeitpunkt	1.1.1999	–
Kapitalisierung (10.9.2001)	Fr. 98'040'000	–
Performance seit 1.1.1999	5,2%	-5,8%
Performance annualisiert	1,9%	-2,2%
Volatilität	10,3%	15,0%
Sharpe Ratio	-0,1	-0,3
Korrelationskoeffizient	0,81	0,81
Beta-Faktor	0,55	1,00
Grösster Tagesgewinn	2,9%	3,5%
Grösster Tagesverlust	-3,5%	-5,2%

Annahme: risikofreier Zinssatz für einen Tag: 3,00%
Daten: tägliche Renditen vom 1.1.1999 bis 10.9.2001