

Stillhaltergeschäfte: die konservativste Form, in Aktien zu investieren

Von Winfried Walter, Senior Portfolio Manager

Ausgangslage:

Wer die Wertentwicklung von Stiftungsportfolios verantworten muss, steht seit einiger Zeit vor großen Herausforderungen. Die traditionell als sicher geltenden Investitionen in Rentenpapiere erzielen nur noch geringe Renditen. Das bedeutet, dass das Risikofenster, z.B. für Aktien, geöffnet werden muss. Hier ist der Markt in den letzten fünf Jahren gut gelaufen, wobei die sehr liquiditätsgetriebene Kursrallye der letzten Monate der fundamentalen Entwicklung etwas vorausgeeilt ist. Es ist abzusehen, dass der Markt seinen neuen Gleichgewichtspunkt in einer breiten Seitwärtsspanne durch entsprechende volatile Bewegungen in beide Richtungen austesten wird. In solchen Marktphasen sind vor allem Tradingstrategien gefragt, bei denen das Timing im Mittelpunkt steht – und damit Investmentansätze, die dem langfristigen Charakter des Stiftungsvermögens eigentlich nicht gerecht werden. Eine schon dem Namen nach ruhigere Alternative: Durch das Eingehen von Stillhaltergeschäften lassen sich gerade in einer derart volatilen Marktphase nachhaltig Erträge generieren!

Was versteht man darunter? Eine Bemerkung vorweg: Wir schreiben zwar Optionen – aber wir spekulieren nicht! Das Gegenteil ist der Fall. Wir geben Investoren, die sich absichern wollen, aber auch Spekulanten die dafür notwendigen Instrumente an die Hand und lassen uns dies durch eine (Versicherungs-)Prämie auskömmlich honorieren.

Kurzeinführung in das Optionsgeschäft

(hier am Beispiel von Put-Optionen):

Der Käufer einer Verkaufsoption erhält das Recht (aber nicht die Verpflichtung), eine Aktie bis zu einem bestimmten Zeitpunkt (Laufzeit) zu einem definierten Kurs (Basispreis) jederzeit zu verkaufen. Dafür bezahlt er eine (Options-)Prämie. Seine Motivation ist die Absicherung des Portfolios gegen Verluste oder die Spekulation auf fallende Kurse.

Der Verkäufer (also wir als Stillhalter) einer Verkaufsoption (die wir noch nicht besitzen) geht vice versa die Verpflichtung ein, die Aktien bis zu dem definierten Zeitpunkt zum festgesetzten Basis-



preis eventuell abzukaufen. Unser Interesse ist es, die (Versicherungs-)Prämie zu vereinnahmen. Im Gegensatz zum Käufer besitzt der Verkäufer kein Wahlrecht, solange er in der Position "short" ist. Übt der Optionsinhaber (also unser Gegenüber

Winfried Walter managt als Aktienspezialist zusammen mit seinem Partner Peter Schneider (Rentenexperte) seit über 20 Jahren Depots mit unterschiedlicher Akzentuierung des Anteils an Aktien und Renten.

Dabei spielt die Chancen-Risikooptimierung und die Feinadjustierung der Volatilitäten des Portfolios über Stillhaltergeschäfte eine gewichtige Rolle. Mandanten des Hauses Schneider, Walter und Kollegen sind Unternehmer(-familien), Stiftungen, Versorgungswerke und Publikumsfonds.

aus, muss der Verkäufer in diesem Falle die Aktie zum vereinbarten Preis abnehmen. Er muss bis zum Laufzeitende „Stillhalten“. Er kann sich dieser Verpflichtung aber jederzeit durch Rückkauf der Option am Markt entledigen.

Der Beweggrund, diese Stillhalterposition einzugehen, liegt in der Vereinnahmung der Optionsprämie – und diese ist durchaus attraktiv.

Die Prämie einer Option setzt sich aus zwei Komponenten zusammen: dem inneren Wert und dem sogenannten Zeitwert. Letzterer bestimmt sich maßgeblich aus der Höhe der Dividende (soweit bis zum Verfallsdatum eine solche gezahlt wird), den Zinsen, der Laufzeit einer Option sowie der Volatilität der Aktie.

Geht man nun idealtypisch von einem Seitwärtsverlauf des Kurses der zugrunde liegenden Aktie aus, so frisst sich diese Zeitprämie sukzessive auf, wobei sich der Prozess gegen Laufzeitende beschleunigt. Die Ursache hierfür ist äußerst simpel. Mit jedem weiteren Tag nimmt die Wahrscheinlichkeit ein wenig ab, dass das Ereignis, auf das ich setze (Aktie fällt unter Kurs X), eintritt. Also ist auch der Käufer jeden Tag ein bisschen weniger bereit, dafür zu zahlen.

Genau dies ist der Kern des Stillhaltergeschäftes. Der Verfall der (eingekommenen) Zeitprämie über den Zeitablauf. Studien haben nachgewiesen, dass in 70-80% der Fälle den eingegangenen Verpflichtungen nicht nachgekommen werden muss. Genau diesen Effekt macht sich der Stillhalter zunutze.

Genau diesen Effekt macht sich der Stillhalter zunutze.

Wie sieht nun das Chancen-Risiko-Profil eines derartigen Geschäftes aus?

Ein **Fallbeispiel** soll dies verdeutlichen:

Die Aktie A steht bei 100,- €. Das Unternehmen entspricht meinen hohen qualitativen Anforderungen. Der aktuelle Kurs von 100,- € wäre im Hinblick auf Substanz und zukünftige Erträge zu rechtfertigen. Anstatt am Markt die Aktie zu kaufen, begeben sich nun eine Verkaufsoption mit Basispreis 100,- €. Die Option läuft bis Jahresende. Ich vereinnahme sofort eine Prämie von 10 €.

Folgende drei Fälle lassen sich nun im Hinblick auf die Ertragssituation am Laufzeitende konstruieren:

	Fall 1*	Fall 2	Fall 3
Kurs der Aktie am Laufzeitende	86	100	114
Kursgewinn durch Aktie	-14	0	0
Vereinnahmte Prämie	10	10	10
Gesamtbetrag	-4	10	10
Ertrag bei direktem Kauf der Aktie	-14	0	14

*Die Aktie wurde zum Laufzeitende dem Portfolio angedient

Die Fallbeispiele verdeutlichen: Im Falle eines Kursrückgangs, einer Seitwärtsbewegung oder einer Wertsteigerung der Aktie bis zur Höhe meiner erzielten Prämie zeigt sich die Vorteilhaftigkeit einer Stillhalterposition gegenüber einem Direktinvestment in die Aktie. Bedingt durch die kassierte Prämie nimmt die Wahrscheinlichkeit eines positiven Ertrags meines Investments zu. Einzig im Fall einer Wertsteigerung, die das Ausmaß der erzielten Prämie übersteigt, wäre ein Direktinvestment vorteilhafter gewesen.

Oder anders ausgedrückt: Ich tausche einen meine erzielbare Prämie übersteigenden Ertrag mit einer kleineren Eintrittswahrscheinlichkeit gegen einen kalkulierbaren Ertrag mit einer deutlich höheren Eintrittswahrscheinlichkeit.

Wie hoch sind die Ertragserwartungen für Stillhaltergeschäfte?

Erfahrungswerte zeigen, dass im Hinblick auf die Optimierung von Optionslaufzeit und absoluter Höhe der Prämie eine Laufzeit von 6-9 Monaten empfehlenswert ist. Unter diesen Voraussetzungen lassen sich derzeit im Schnitt Prämien von 7-11 % (absolut) erzielen.

Darüber hinaus lässt sich durch den Abstand des Basispreises zum aktuellen Aktienkurs die zu erzielende Prämie steuern. Würde man im obigen Fallbeispiel den Basispreis des Puts bei 90 wählen, dürfte man bei gleicher Laufzeit nur noch mit einer Prämie von ca. 4-5 € rechnen. Demgegenüber nimmt aber die Wahrscheinlichkeit zu, obige Prämie vollständig zu vereinnahmen.

Über diesen Mechanismus lässt sich das angestrebte Chancen-Risiko-Profil steuern.

Beispiele aus jüngster Vergangenheit

Besonders geeignet erscheint uns diese Methode um bei exzellenten Value-Titeln, die vorübergehend einen Rücksetzer erleiden, erste Positionen im Portfolio aufzubauen. In der Regel erfahren diese Titel nämlich eine Bodenbildung in einer breiten Spanne. So zuletzt geschehen bei Wacker Chemie, K&S und Südzucker.

Anwendbar ist diese Methode auch um durch geschriebene Kaufoptionen Langfristbestände an Aktien zu veroptionieren und so in einer vorübergehenden Seitwärtsphase Zusatzerträge zu generieren. So zuletzt bei BASF.