

Neue Zürcher Zeitung

Verkauf von Optionen als Anlagestrategie

Geld fürs Schirm-Aufspannen?

05.08.2013

In Zeiten niedriger Zinsen raten Banken zu auf Derivaten basierenden Investment-Ansätzen. Doch nicht alles, was auf den ersten Blick gut aussieht, überzeugt bei näherer Betrachtung.



Christian Gattringer

Ob Rechtsschutz, Haftpflicht oder Hausrat – wer eine Versicherung abschliesst, zahlt im Mittel mehr für den Schutz, als er an Ausgleichszahlungen für Schäden erhält. Gleiches gilt an den Finanzmärkten. Hier sichern sich die Marktteilnehmer allerdings nicht mit Policen ab, sondern mit Derivaten – vor allem mit Optionen, die ihrem Käufer das Recht einräumen, einen bestimmten Basiswert zu einem fixierten Preis zu kaufen (Call) oder zu verkaufen (Put). Mit Put-Optionen wappnen sich Aktieneigner gegen Kurseinbrüche bei ihren Valoren, denn diese Derivate steigen im Wert, wenn der Kurs der Aktie, auf die sie sich beziehen, sinkt. Call-Optionen ermöglichen das Gegenteil: den Schutz vor steigenden Kursen bzw. die Spekulation auf selbige.

Kapital aus der Schiefelage

Der Wert einer Option hängt – neben allerhand fixen Grössen – vor allem von einem Faktor ab, der nicht eindeutig zu ermitteln ist: dem Kursrisiko des Basiswerts. Die historische Schwankungsbreite des Aktienkurses ist nur ein Anhaltspunkt, denn die Vergangenheit ist kein exaktes Spiegelbild der Zukunft. Somit müssen Verkäufer von Optionen das zu deren Bewertung herangezogene Risiko schätzen – meist auf Basis ausgeklügelter Modelle. Je höher das Risiko, desto teurer auch die Option, egal ob Put oder Call. Umgekehrt lässt sich aus den Preisen, zu denen Optionen gehandelt werden, berechnen, wie hoch die den Marktpreisen zugrunde liegenden Risiken eingeschätzt wurden. Diese Zahl nennt man implizite Volatilität.

Wer diese implizite Volatilität mit dem im Nachhinein ermittelten tatsächlichen Kursrisiko vergleicht, stellt fest, dass Letzteres meist etwas niedriger ausfällt. Optionen sind also meist etwas teurer als im Nachhinein gerechtfertigt. In Finanzkreisen wird dieser Umstand «Volatility Bias» genannt. Wer eine Option schreibt, also das Risiko einer widrigen

Kursentwicklung trägt, lässt sich quasi für das Aufspannen des schützenden Regenschirms entlöhen.

Zahlreiche Investmentstrategien versuchen, aus dieser Prämie Kapital zu schlagen. Gerade im derzeitigen Umfeld, das von niedrigsten Zinsen und wackeligen Aktienbörsen geprägt ist, legen viele Institute ihren Kunden auf solchen Strategien basierende Produkte verstärkt nahe – auch in der Hoffnung, mit diesen höhere Gebühren zu kassieren als mit gewöhnlichen Anlagepapieren. Doch auf den «Volatility Bias» zu setzen, kann riskanter sein, als es wirkt – gerade wenn dies mit allzu simplen, quasi mechanisch operierenden Ansätzen erfolgt.

Das bekannteste Beispiel eines solchen Ansatzes sind Covered-Calls. Dabei verkauft der Anleger Call-Optionen auf Aktien, die er selbst hält. Dafür kassiert er eine Prämie, die – gemäss dem «Volatility Bias» – höher ist als gerechtfertigt. Im Tausch muss er dem Käufer der Option Geld zahlen, wenn der Kurs der Aktien steigt. Da er aber die Aktien selbst hält, heben sich Gewinn auf das Aktienpaket und Verlust aus Zahlungen an den Optionskäufer auf. Umgekehrt sieht es im Fall sinkender Aktienkurse aus: Zwar muss der Anleger nichts an den Optionskäufer bezahlen (weil die Option wertlos verfällt), er erleidet jedoch Kursverluste auf seinen Aktien. Allerdings werden diese durch die kassierte Prämie gemildert.

Der Erfolg einer solchen Strategie lässt sich an sogenannten Buy-Write-Indizes ablesen. Der Name kommt vom Kaufen der Aktien und vom Schreiben von Optionen. Buy-Write-Indizes publiziert etwa die Chicagoer Börse auf den Aktienindex S&P 500 und der Datenanbieter Stoxx auf den Euro-Stoxx 50. Zahlreiche Finanzunternehmen bieten Anlageprodukte auf diese und ähnliche Indizes an. Ahnherr dieser Produkte ist ein 2007 aufgelegter Exchange-Traded Fund (ETF) von Invesco auf den S&P-500-Buy-Write-Index, in dem derzeit etwa 192 Mio. \$ liegen. Mit 0,75% Gebühren im Jahr ist der ETF zwar beileibe nicht günstig. Er weist jedoch auf den ersten Blick ein attraktives Risiko-Rendite-Verhältnis auf.

Das gute Risiko verkauft

Finanzfachleute warnen allerdings davor, sich bei Buy-Write-Strategien – zu denen im Prinzip auch Short-Put-Ansätze oder strukturierte Produkte aus der Kategorie Renditeoptimierung, etwa Reverse-Convertibles, zählen – von solchen Statistiken blenden zu lassen. Bei diesen Anlageformen, sagt Nicola Carcano, Dozent für strukturierte Produkte an der Universität Lugano, rühre das auf den ersten Blick ansprechende Verhältnis zwischen Risiko und Ertrag daher, dass der Anleger positive Volatilität aufgabe und negative behalte.



Tatsächlich hinken Buy-Write-Indizes bei stark anziehenden Kursen deutlich hinterher (vgl. S&P 500 in der Grafik). In mageren Zeiten partizipiert der Anleger dagegen voll an den

fallenden Kursen. Erfolgreich sind die Strategien nur in seitwärts laufenden Märkten. Andreas Blümke, Anlage-Experte bei der Bank Vontobel, rät von starren Ansätzen ab. Man könne durch das mechanische Schreiben von Optionen keinen Mehrwert schaffen. Volatilität sei manchmal teuer und manchmal günstig, entsprechend sollte gehandelt werden. Er rät, entweder direkt und damit günstig in Aktienindizes zu investieren oder ausgefeiltere Ansätze zu evaluieren. In jedem Fall ist es wichtig, sich nicht von vergangenen Risiko-Rendite-Zahlen blenden zu lassen. Nur mit dem Schirm-Aufspannen ist auch im wahren Leben kaum jemand reich geworden.