

Anlegen mit Derivaten: Anbieter von Warrants haben unterschiedliche Erwartungen und Strategien

Die Emittenten setzen nicht auf den Verfall aus dem Geld

Der Markt für Optionsscheine ist nicht immer leicht zu verstehen, was das Feld für Halbwahrheiten und Verallgemeinerungen eröffnet. So wird häufig behauptet, dass Händler daran interessiert seien, Aktienwarrants aus dem Geld verfallen zu lassen, weil sie dann einen höheren Gewinn erzielen. Denn der Emittent, der „Schreiber“ eines Calls, müsse für einen im Geld liegenden Call eine Aktie zu einem geringeren Ausübungspreis als dem aktuellen Aktienkurs liefern. Für einen im Geld liegenden Put lautet die These, der Emittent bzw. der „Put-Schreiber“ sei verpflichtet, die Aktie zu einem höheren Ausübungspreis als zum aktuellen Aktienkurs zu erwerben. In beiden Fällen würde der Warrants-Emittent einen „Verlust“ realisieren, dem lediglich der Emissionspreis (Prämie) entgegenstehe.

Diese Argumentation stammt vermutlich von einer einseitigen Sicht in Bezug auf das Stillhaltergeschäft. Vernachlässigt wird, dass verschiedene Motive für die Begebung von Warrants existieren. Im weiteren wird unterschlagen, dass schätzungsweise 90% der in der Schweiz ausstehenden Aktienwarrants dynamisch abgesichert werden.

Still oder dynamisch absichern

Grundsätzlich gibt es zwei Arten um Warrants „herzustellen“: zum einen das Stillhaltergeschäft und zum anderen die dynamisch abgesicherten Optionen. Im Stillhaltergeschäft werden Calls auf bestehende Aktienpositionen verschrieben oder Puts leer verkauft. Stillhalteremissionen werden beispielsweise getätigt, wenn die Rendite des Gesamtportfolios erhöht werden soll und ein gegenläufiger Kurstrend erwartet wird. Wird mit einem Kursanstieg gerechnet, werden Puts verkauft. Lautet die Prognose auf Kursrückgang, werden Calls emittiert. Handelt es sich um solche Stillhalterwarrants, trifft die eingangs aufgestellte Behauptung zu.

Es kommt allerdings auch vor, dass der Stillhalter bei Notierungen, die unter ein bestimmtes Niveau fallen, in den Basiswert einsteigen möchte, zum Beispiel, weil er eine Aktie ab einem bestimmten Kurs für unterbewertet hält. Beim Leerverkauf von Puts errechnet sich der Einstiegspreis aus Ausübungspreis minus der erhaltenen Optionsprämie. Steigen die Kurse, kann der Verkauf des Basiswertes attraktiv werden. Der Stillhalter emittiert Calls mit entsprechenden Ausübungspreisen und verkauft seinen Aktien zu einem effektiven Preis von Ausübungspreis plus Prämie. Anders als im ersten Fall ist der Stillhalter nun daran interessiert, dass die Optionen leicht im Geld enden, da sie sonst nicht ausgeübt werden.

Der Emittent von dynamisch abgesicherten Warrants braucht hingegen keine Erwartungen hinsichtlich der Kursentwicklung des Basiswertes zu hegen, sondern über die künftige Volatilität (Kursschwankungen) des Basistitels. Der Händler kauft und verkauft Wahrscheinlichkeiten und ist wenn immer möglich risikoneutral. Dadurch kann der Basiswert steigen oder fallen, sodass er theoretisch kaum einen Verlust erleidet.

Wenn der Markt perfekt wäre

In einem Markt, der gemäss dem Bewertungsmodell von Black-Scholes funktioniert, entspricht der Optionspreis exakt den Ko-

sten einer permanenten Replikation (Nachbildung) mit risikoneutralem Portfolio. Das Einkommen für einen solchen Händler besteht in erster Linie aus der Geld-Brief-Spanne der Option. In perfekt dynamisch abgesicherten Warrants hält der Händler zu jedem Zeitpunkt die genaue Gegenposition zu den Optionären in Aktien. Er kann im Fall einer Ausübung der Option die Aktien liefern (Calls) oder übernehmen (Puts). Es ist ihm deshalb egal, ob die Optionen im Geld oder aus dem Geld verfallen. Das widerspricht der Eingangsthese. Damit ist das Stillhaltergeschäft zur Erhöhung der Portfoliorenditen die einzige Strategie, auf welche die These zutrifft.

Die Theorie der Optionspreisbewertung liefert ein weiteres Argument, warum Stillhalter - ausgenommen die obige Kategorie - nicht Warrants emittieren, damit sie aus dem Geld verfallen. Ein rationaler Stillhalter ist zwischen Ausübung und Nichtausübung des Warrants indifferent. Denn der Optionspreis lässt sich als kapitalisierter Gegenwartswert künftiger innerer Werte einer Option interpretieren (vgl. Formel). In der Optionsbewertung wird in der Regel von einer Normalverteilung der Basiswertrenditen ausgegangen und das Wachstum der Aktienkurse dem risikolosen Zinssatz gleichgesetzt. Unter diesen Annahmen entspricht der faire Optionspreis (bei Emission) der Summe aller möglichen Endwerte der Option, multipliziert mit der Eintrittswahrscheinlichkeit des jeweiligen Endwertes (vgl. Grafik in Originaltext).

Der Stillhalter wird im Zeitpunkt des Verschreibens eines Calls dafür abgegolten, dass er das Gewinnpotential seines Portfolios oberhalb des Ausübungspreises an die Optionäre abtritt. Der Stillhalter eines Put-Warrants wird dafür entschädigt, dass er das objektive Verlustpotential der Aktie übernimmt.

Verfallen die Calls im Geld, muss der Stillhalter die verschriebene Aktienposition verkaufen. Der Optionär wird seine Call gegen Bezahlung des Ausübungspreises ausüben. Verfallen die Calls aus dem Geld, ist der Stillhalter nach Verfall noch im Besitz der Aktien und behält, die bei Emission an ihn bezahlte (aufgezinste) Optionsprämie. Für Puts hinterlegt der Stillhalter liquide Geldwerte, um im Falle der Ausübung die Aktien zum Ausübungspreis zu übernehmen. Verfallen die Puts im Geld, muss der Stillhalter die Aktien zu einem Preis kaufen, der über dem aktuellen Aktienkurs liegt. Verfallen die Puts aus dem Geld, bleibt dem Stillhalter die (aufgezinste) Optionsprämie per Verfall.

Die Vermutung liegt nahe, dass der Stillhalter seine geschriebenen Optionen aus dem Geld verfallen sehen möchte. Subjektiv mag der Stillhalter dies sogar erwarten. Da er aber im Zeitpunkt des Verschreibens für das objektive Gewinn- bzw. Verlustpotential abgegolten worden ist, müsste er zwischen einem Verfall im Geld und einem Verfall aus dem Geld indifferent sein. Denn hätte ein Stillhalter nicht von vornherein das Gefühl, einen objektiv fairen Preis für das eingegangene Risiko zu erhalten, hätte er das Geschäft nicht getätigt. Als Argument aus der Praxis ist anzuführen, dass Kunden zufriedener sind, wenn die Warrants im Geld enden. An zufriedenen und damit regelmässig wiederkehrenden Kunden ist auch der Emittent interessiert. Die Emittenten zielen deshalb kaum darauf ab, Warrants aus dem Geld verfallen zu lassen.

Heinz R. Kubli,

Warburg Dillon Read, Equities and Derivatives Research