

Anlage mit Derivaten: Warum dynamisch abgesicherte Warrants die Bewegungen der Aktienkurse nicht verstärken

Die Vielfalt der Märkte reduziert den Hedging-Effekt

Während der Finanzmarkturbulenzen Herbst ist ein weiteres Mal die Diskussion um den Einfluss von dynamisch abgesicherten Warrants auf die Aktienkurse entbrannt. Auch heute werden Kursbewegungen am Schweizer Aktienmarkt zum Teil auf dynamisch abgesicherte Optionsscheine zurückgeführt. Es wird die These aufgestellt, dass diese Instrumente die Volatilität der Aktienrenditen - ein Mass für Kursschwankungen - erhöhen würden, weil der Emittent von dynamisch abgesicherten Warrants im Fall von steigenden Kursen zusätzlich Aktien kaufen und bei fallenden Kursen veräussern muss.

Diese Aussage ist richtig, wenn man Warrants betrachtet. Wird auf ein gesamtes Handelsbuch, bestehend aus verschiedenen Long- und Short-Positionen, sowie Kreuzbeteiligungen an Emissionen anderer Banken, abgestellt, kann nicht voraus gesagt werden, ob Händler prozyklisch handeln oder nicht.

Wie man dynamisch absichert

Der Ausdruck dynamische Absicherung stammt von der Art und Weise, wie ein Händler sein Portfolio bewirtschaftet, um die Auszahlungsstruktur einer Option nachzubilden (Replikation). Da Optionen während der Laufzeit nichtlineare Instrumente sind und asymmetrische Auszahlungen (Aufwärtspotential ungleich Verlustrisiko) aufweisen, kann ein Händler, der anfänglich keine Basiswerte hält, nicht ohne weiteres z.B. einen Call emittieren. Er beginnt mit Hilfe von Aktien und Geldmarktanlagen die Calls zu replizieren. Mit geborgtem Geld kauft er eine Anfangsposition im Basiswert. Diese entspricht dem sogenannten Hedge-Ratio (Delta). Erstens, gibt sie die Reaktion der Option auf eine Veränderung des Basiswertes um einen Franken an. Für Warrants müsste zur Berechnung der absoluten Preisänderung die Hedge-Ratio durch die Anzahl Warrants pro Aktie (Bezugsverhältnis) dividiert werden. Zweitens misst sie die Anzahl Aktien, die der Händler braucht, um seine Position „risikolos“ abzusichern, und drittens entspricht die Hedge-Ratio in etwa der Wahrscheinlichkeit, mit der die Option im Geld verfällt. Im Laufe der Zeit verändert sich die Hedge-Ratio, da sich der Basiswertkurs, die Restlaufzeit, der Zinssatz und die Volatilitäten bewegen. Um bei Ausübung oder Verfall dennoch die entsprechende Anzahl Aktien zu liefern (Calls) oder zu übernehmen (Puts), muss der Emittent seine Position fortlaufend anpassen. Er sichert die verkauften Instrumente dynamisch ab, d.h. er neutralisiert sein Portfolio.

Werden Einzelpositionen betrachtet, ergeben sich folgende Handlungsweisen: Sichert der Händler Optionen ab, die Kunden von ihm erworben haben (Kunde long, Händler short), kauft er bei steigenden Kursen Aktien, um sein Portfolio zu neutralisieren. Fallen die Kurse, verkauft er Aktien. Sichert der Händler jedoch Optionen ab, die Kunden an ihn verkauft haben (Kunde short, Händler long), wird er mit fallenden Kursen Aktien kaufen und mit steigenden Kursen verkaufen. (Im Zeitungsartikel gibt es hierzu eine Grafik). Daher ist die

Vermutung, dass all die ausstehenden Call-Warrants im Schweizer Markt einen hohen Einfluss ausüben könnten, berechtigt. Vernachlässigt werden dabei jedoch die Abhängigkeiten zwischen den verschiedenen Derivatemärkte.

Kombinationen von Positionen

Aktienderivate werden nicht allein auf dem Warrants-Markt gehandelt, wo Kunden fast ausschliesslich als Käufer auftreten. Andere Märkte und Instrumente wie Eurex-Optionen, strukturierte Produkte (Goal, Bloc, Revexus, Reverse Convertibles etc.) - mit denen der Anleger implizit Optionen verkauft - und ausserbörsliche Transaktionen können ebenfalls grosse Volumen erzielen und die Gesamtposition des Händlers beeinflussen. Ein Händler, der verschiedene derivative Produkte in seinem Buch zusammenfasst, muss deshalb bei steigenden Kursen nicht zwangsläufig kaufen und bei fallenden Kursen verkaufen. Steht eine grosse strukturierte Emission (z.B. Bloc) auf einen Titel aus, sammelt der Händler Basiswerte bei sinkenden Kursen und verkauft bei steigenden Kursen wieder. Ob ein Händler sich pro- oder antizyklisch verhält, kann nicht ohne genaue Analyse seiner Gesamtposition bestimmt werden. Leider ist der Schweizer Markt zu wenig transparent, als dass eine genaue Schätzung für den Interventionsbedarf in den einzelnen Aktien möglich wäre. Ob ein Market-Maker den Aktienkurs stützt, in dem er antizyklisch agiert, oder ob er prozyklisch die Kursbewegungen verstärkt, lässt sich daher nicht beantworten.

Neben den Händlern gibt es andere Akteure, die pro- oder antizyklisch handeln. Angenommen, zwei grosse Indexfonds auf den SMI verfolgen eine dynamische Anlagestrategie (Asset-Allocation). Der eine versucht, den prozentualen Anteil von Aktien in seinem Portfolio konstant zu halten. Dieser Fondsmanager wird Aktien verkaufen, wenn die Kurse steigen, und kaufen, wenn die Kurse fallen. Er verhält sich antizyklisch und stabilisiert damit die Titel in ihrem Kursverhalten. Der zweite Fonds möchte den Wert des Gesamtportfolios nicht unter ein zuvor bestimmtes Niveau fallen lassen. Dieser Fondsmanager wird im Gegensatz zum ersten bei steigenden Kursen Aktien erwerben, bei fallenden veräussern. Er verhält sich prozyklisch und destabilisiert den Kurs der im Portfolio gehaltenen Aktien.

Da ein Händler nicht nur Optionen verkauft, sondern auch kauft, verringert er sein Interventionsbedarf in Bezug auf die entsprechenden Aktien. Allein auf Grund der Handelsbücher kann nicht bestimmt werden, ob ein Titel gestützt oder seine Kursveränderungen verstärkt werden, da auch andere Marktteilnehmer (Fonds usw.) dynamisch handeln. Daher dürften Warrants die Aktien nur wenig beeinflussen. Wie Studien in der Schweiz und den USA zeigen, hat die Einführung von Optionen die Volatilität der Aktienrenditen nur in den seltensten Fällen erhöht.

Heinz R. Kubli,

Warburg Dillon Read, Equities and Derivatives Research