

# Absicherung von Aktienportfolios (Teil 1)

Protective Put – Der statische Depot-Hedge mit Verkaufsoptionen

Werbung  
23.04.2019

## Gibt es eine Versicherung gegen Kursverluste?

Das Brexit-Referendum, die US-Präsidenten-Wahl, der Zinsentscheid der EZB – es gibt eine Vielzahl von Ereignissen mit dem Potential, die Kursentwicklung an den Börsen erheblich zu beeinflussen. Einem Aktien-Anleger stellt sich daher häufig die Frage: Soll er seine Position halten, um von eventuell steigenden Kursen zu profitieren? Oder wäre es besser, zu verkaufen und so etwaigen Kursverlusten zuvorzukommen? Terminmarktstrategien bieten eine Möglichkeit, diesem Problem zu begegnen. Teil 1 und Teil 2 dieser Reihe beleuchten die **Absicherung** eines Aktienportfolios mit Optionen: Den Protective Put – den Kauf von Verkaufsoptionen.

## Optionen – Funktionsweise und Einflussfaktoren

Liegen bei einem Börsengeschäft der Zeitpunkt des Abschlusses des Geschäftes und der Zeitpunkt der Lieferung des gehandelten Wertes auseinander, spricht man von einem Termingeschäft. Grundlage vieler Terminstrategien bilden **Optionen**. Der Käufer der Option erwirbt das Recht zum Handel eines Basiswertes mit dem Verkäufer der Option als Kontrahenten. Unterschieden werden Kaufoptionen (Calls) und Verkaufsoptionen (Puts). Beide werden mit standardisierten Rahmenbedingungen (Laufzeit, Basispreis, Bezugsverhältnis etc.) an eigens geschaffenen Terminbörsen gehandelt und unterliegen hier den gleichen Regularien und der gleichen behördlichen Aufsicht wie Produkte an Wertpapierbörsen. Basis eines Depot-Hedges sind Verkaufsoptionen.

Im Englischen: Hedge für Absicherung bzw. Hedging für Absichern

Optionen sind sogenannte Derivate. Das bedeutet, es sind Finanzprodukte, die sich auf ein weiteres Anlageinstrument (Basiswert) beziehen. Dies kann eine Aktie sein, aber auch Optionen auf Aktienindizes, Rohstoffe, Währungen und viele weitere Börseninstrumente sind verfügbar.

## Wie funktioniert eine Put-Option?

Der Käufer einer Put-Option sichert sich das Recht, den Basiswert – etwa eine Aktie - innerhalb einer festgelegten Frist zu einem vorher fixierten Basispreis zu verkaufen. Der Verkäufer der Put-Option hingegen übernimmt die Verpflichtung, im Falle der Ausübung dieses Optionsrechts jene Aktie dem Verkäufer zu den vereinbarten Konditionen abzunehmen. Der Käufer zahlt dem Verkäufer für den Erwerb des Optionsrechts einen Kaufpreis, auch Optionspreis oder Optionsprämie genannt.

## Was bestimmt den Preis einer Put-Option?

Der Preis jeder Option setzt sich zusammen aus zwei Bestandteilen: Dem inneren Wert und dem Zeitwert. Bestimmt werden beide Werte zum einen aus dem Basispreis und der Laufzeit der Option. Zum anderen haben auch die **implizite Volatilität** und eine etwaige Dividendenzahlung des Basiswertes Einfluss auf den Preis einer Option.

Entscheidend für den inneren Wert einer Option ist der gewählte Basispreis, zu dem gegebenenfalls der Basiswert den Besitzer wechselt. Er errechnet sich aus dem Abstand zwischen dem aktuellen Kurs des Basiswertes und dem (bei Put-Optionen) höherem Basispreis. Je höher der Basispreis, desto wahrscheinlicher ist es, dass der Käufer aus seinem Optionsrecht Nutzen zieht und desto höher ist der zuvor zu zahlende Optionspreis.

Für den Zeitwert einer Option ist der bestimmende Wert deren Laufzeit. Eine längere Laufzeit bedeutet stets einen höheren Zeitwert, folglich einen höheren Optionspreis, da der Käufer der Option über einen längeren Zeitraum das Recht zur Ausübung hat.

Eine zweite wesentliche Einflussgröße auf den Zeitwert und damit auf den Optionspreis insgesamt ist die implizite Volatilität. Erwartet die Mehrheit der Marktteilnehmer innerhalb der Laufzeit der Option eher stärkere Kursschwankungen im Basiswert – die implizite Volatilität ist also höher –, steigt wiederum die Wahrscheinlichkeit für den Käufer, aus seinem Ausübungsrecht einen Vorteil zu erzielen und im Gleichklang steigt der Preis der Option.

Nachstehende Tabelle veranschaulicht beispielhaft den Einfluss der unterschiedlichen **Parameter** auf den Preis einer Put-Option anhand theoretischer Preise (ohne Berücksichtigung von Steuern oder Transaktionskosten). Tatsächliche Börsenpreise können hiervon abweichen. Als Basiswert dient eine Aktie mit einem angenommenen Kurs von 100 €.

Maß für die erwartete Schwankungsanfälligkeit eines Börsenkurses für einen bestimmten Zeitraum in der Zukunft.

Längere Laufzeit, höherer Basispreis, höhere implizite Volatilität => höherer Put-Optionspreis

Laufzeit	Impl. Vol	Basis 90	Basis 100	Basis 110
3 Monate	20	1,00 €	4,00 €	10,95 €
	30	2,10 €	6,25 €	12,45 €
	40	3,40 €	8,30 €	13,90 €
6 Monate	20	1,80 €	5,90 €	12,10 €
	30	3,65 €	8,75 €	14,20 €
	40	6,15 €	11,70 €	17,25 €

Für eine Put-Option mit Basis 110 €, 3 Monaten Laufzeit und einer impliziten Volatilität von 40 errechnet sich demnach ein theoretischer Preis von 13,90 € je Aktie.

Zu beachten ist: Der **Zeitwert** einer Option baut sich zum Laufzeitende vollständig ab und der Preis der Option entspricht dann ausschließlich ihrem inneren Wert. Dieser Zeitwertverfall geschieht jedoch nicht linear, sondern umso stärker je kürzer die verbleibende Restlaufzeit der Option. Notiert der Basiswert zum Laufzeitende am oder oberhalb des Basispreises, ist der innere Wert 0 und die Put-Option verfällt wertlos.

Eine Besonderheit für die Bestimmung des Optionspreises ergibt sich – neben den bisher dargestellten Faktoren - aus einer etwaigen Dividendenzahlung, nach welcher sich der Aktienkurs um die Höhe der Dividende ermäßigt. Dies spiegelt sich wider in einem höheren Optionspreis für jene Put-Optionen, innerhalb deren Laufzeit ein solcher Dividendenabschlag stattfindet.

Weitere Einflussfaktoren auf den Preis einer Option sind der aktuelle Marktzins und die Optionsart (**amerikanisch oder europäisch**), die den möglichen Zeitpunkt einer Ausübung festlegt. Beide bewirken allerdings nur marginale Veränderung im Optionspreis und können daher weitestgehend vernachlässigt werden.

### Absicherung mit Put-Optionen – das Prinzip

Der Verkauf einer Aktienposition ist die naheliegende Möglichkeit, drohenden Kursverlusten aus dem Wege zu gehen. Der Anleger sichert so das bisherige Kursniveau, verzichtet auf der anderen Seite aber auch auf Gewinne aus eventuell steigenden Kursen. Eine Absicherung mit Put-Optionen kann beide Aspekte vereinen.

Der Anleger belässt seine Aktienposition im Depot und behält somit weiter die Chance, an steigenden Kursen teilzuhaben. Parallel erwirbt er Put-Optionen auf das jeweilige Papier (bzw. auf einen **Aktienindex**, sofern ein gemischtes Aktienportfolio abgesichert werden soll). Fallen im Anschluss die Kurse, gewinnt der Put an Wert. Dieser Gewinn kann die im Gegenzug entstehenden Verluste aus der Aktienposition ganz oder teilweise ausgleichen.

#### Im Beispiel:

Basispreis 110 €  
- Aktienkurs 100 €  
= 10 € innerer Wert.

Optionspreis 13,90 €  
- innerer Wert 10 €  
= 3,90 € Zeitwert.

Amerikanisch = Die Option kann über die ganze Laufzeit hinweg ausgeübt werden.

Europäisch = Die Option kann nur am Laufzeitende ausgeübt werden.

So könnte etwa ein Portfolio aus deutschen Standardwerten mit Put-Optionen auf den DAX-Index, ein europäisches Portfolio mit Put-Optionen auf den EuroStoxx50-Index abgesichert werden.

Wird die Absicherung durch einen einmaligen Kauf von Put-Optionen umgesetzt und lediglich auf das Laufzeitende der Optionen ausgerichtet, spricht man von einem statischen Depot-Hedge. Dieser wird in Teil 1 dieser Ausarbeitung dargestellt. Eine weitere denkbare Vorgehensweise, die auch zwischenzeitliche Veränderungen des Aktienkurses berücksichtigt, ist der dynamische Delta-Hedge, der in Teil 2 näher erläutert wird.

### „Vollkasko“ oder „Selbstbeteiligung“?

Ähnlich dem Prinzip einer Autoversicherung kann ein Investor entscheiden, in welchem Umfang sein Aktienportfolio abgesichert sein soll. Maßgeblich dafür ist der Basispreis der gekauften Put-Option. Je höher dieser ist, desto höher ist auch das Absicherungsniveau. Gleichzeitig steigt aber mit der Höhe des Basispreises auch der Preis der Option – sprich: Die „Versicherung“ wird teurer.

Möchte ein Anleger die Absicherungskosten reduzieren, erreicht er dies durch den Kauf von Put-Optionen mit im Vergleich niedrigerem Basispreis. Deren Preis ist günstiger, allerdings greift im Gegenzug die Absicherung erst auf einem niedrigeren Niveau und der Anleger muss bereit sein, Kursverluste bis zu diesem Niveau selbst zu tragen.

Die nachfolgenden Beispiele sollen die Funktionsweise der beiden Varianten verdeutlichen. Zu beachten ist: Etwaige Transaktionskosten oder die steuerliche Situation des Anlegers werden nicht berücksichtigt. Beides führt dazu, dass das tatsächliche Ergebnis für jeden Anleger von den dargestellten Werten abweichen kann und vor einer Umsetzung der Termin-Strategie individuell zu prüfen ist.

#### Variante 1 – höheres Absicherungsniveau:

Ein Anleger hält 1.000 Aktien aus obigem Berechnungsbeispiel mit aktuellem Börsenkurs von 100 €. Dieses Niveau möchte der Anleger sichern und erwirbt hierfür eine Put-Option mit Basispreis 100 € und drei Monaten Laufzeit. Bei einer impliziten Volatilität von 20 kostet dies 4,00 € je Aktie, sprich 4.000 €.

Fällt im Anschluss der Aktienkurs, **verkauft** der Anleger am Laufzeitende die Put-Option und gleicht so mit dem Verkaufserlös die Verluste des Aktiendepots aus. Als Aufwand verbleiben die Kosten für den ursprünglichen Kauf der Option von 4.000 €.

Steigt hingegen die Aktie – und der Wert des Depots - und notiert zum Laufzeitende oberhalb des Basispreises von 100 €, verfällt die Put-Option wertlos. Der Anleger erleidet bezogen auf die Option einen Totalverlust, jedoch immer begrenzt auf den gezahlten Kaufpreis von 4.000 €. (Dies gilt auch bei einem gleichbleibenden Aktienkurs von 100 €.)

Tatsächlich kann der Anleger, statt die Option zu verkaufen, auch sein Ausübungsrecht nutzen und die Aktie zum Basispreis verkaufen. Als Aufwand verbleiben dann die Absicherungskosten für den Kauf der Put-Option und das wirtschaftliche Ergebnis entspricht einem Verkauf der Put-Option und gleichzeitiger Veräußerung der Aktien zum niedrigeren Börsenpreis.

Nachstehende Tabelle stellt das wirtschaftliche Ergebnis – Aktie vs. Aktie plus Put-Absicherung - gegenüber:

Aktienkurs	Wert des Portfolios ohne Put-Absicherung	Ergebnis ohne Put-Absicherung	Erlös aus dem Put-Verkauf bei Fälligkeit	Ergebnis inkl. Kosten für Put-Absicherung	Wert des Portfolios inkl. Put-Absicherung
115	115.000 €	15.000 €	0	11.000 €	111.000 €
110	110.000 €	10.000 €	0	6.000 €	106.000 €
105	105.000 €	5.000 €	0	1.000 €	101.000 €
100	100.000 €	0	0	-4.000 €	96.000 €
95	95.000 €	-5.000 €	5.000 €	-4.000 €	96.000 €
90	90.000 €	-10.000 €	10.000 €	-4.000 €	96.000 €
85	85.000 €	-15.000 €	15.000 €	-4.000 €	96.000 €
80	80.000 €	-20.000 €	20.000 €	-4.000 €	96.000 €
75	75.000 €	-25.000 €	25.000 €	-4.000 €	96.000 €

Behält der Anleger seine Aktie und fällt diese auf einen Kurs von 85 €, erleidet er gegenüber einem möglichen Verkauf zu 100 € einen Verlust von 15.000 €.

Hat der Anleger eine Put-Option gekauft und es fällt die Aktie auf 85 €, erhält er bei Fälligkeit der Option einen Erlös von 15.000 € (die Differenz zwischen Basispreis 100 € und dem Aktienkurs 85 €), was dem erlittenen Verlust des Depots entspricht und diesen ausgleicht. Als Aufwand verbleiben die Kosten für den Kauf der Put-Option von 4.000 €.

Steigt die Aktie auf 115 €, ergibt sich in der Aktienposition gegenüber einem möglichen Verkauf zu 100 € ein Gewinn von 15.000 €. Die gekaufte Put-Option jedoch verfällt wertlos und das Depotergebnis wird um die zuvor gezahlten Absicherungskosten von 4.000 € geschmälert.

#### Variante 2 – niedrigeres Absicherungsniveau:

Wie bereits erwähnt entscheidet der Basispreis der Put-Option zum einen über das Niveau, ab welchem die Absicherung greift, und zum anderen über deren Kosten. Um diese zu reduzieren, wählt der Anleger aus obigem Beispiel ein Absicherungsniveau 10 % unterhalb des aktuellen Aktienkurses von 100 €. Er erwirbt eine Put-Option mit Basispreis 90 €, die bei einer impliziten Volatilität von 20 und einer Laufzeit von 3 Monaten 1,00 € je Aktie, sprich 1.000 € kostet. Gegenüber der Absicherung auf Basis des aktuellen Aktienkurses spart der Anleger somit 3.000 €. Dieser Vorteil bedeutet aber auch den Nachteil, dass ein Kursverlust bis zu 10 % bzw. 10.000 € nicht durch die Absicherung aufgefangen wird und vom Anleger selbst getragen werden muss.

Nachstehende Tabelle stellt das wirtschaftliche Ergebnis – Aktie vs. Aktie plus Put-Absicherung mit niedrigerem Basispreis - gegenüber:

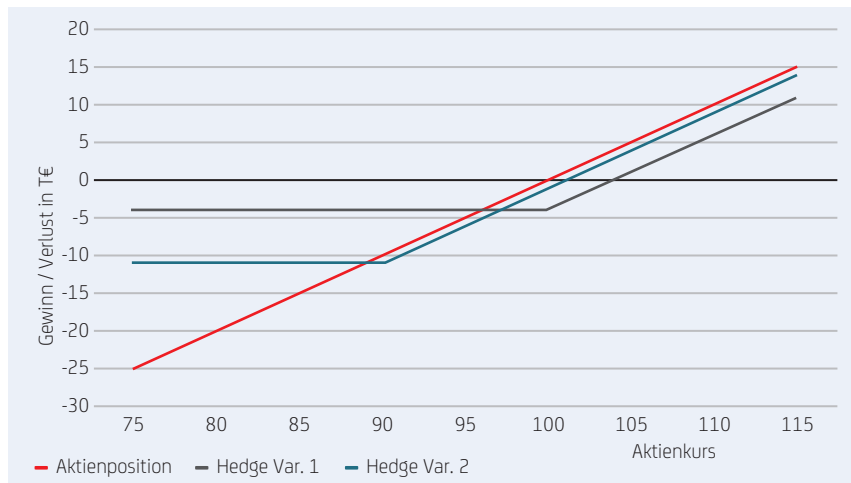
Aktienkurs	Wert des Portfolios ohne Put-Absicherung	Ergebnis ohne Put-Absicherung	Erlös aus dem Put-Verkauf bei Fälligkeit	Ergebnis inkl. Kosten für Put-Absicherung	Wert des Portfolios inkl. Put-Absicherung
115	115.000 €	15.000 €	0	14.000 €	114.000 €
110	110.000 €	10.000 €	0	9.000 €	111.000 €
105	105.000 €	5.000 €	0	4.000 €	104.000 €
100	100.000 €	0	0	-1.000 €	99.000 €
95	95.000 €	-5.000 €	0	-6.000 €	94.000 €
90	90.000 €	-10.000 €	0	-11.000 €	89.000 €
85	85.000 €	-15.000 €	5.000 €	-11.000 €	89.000 €
80	80.000 €	-20.000 €	10.000 €	-11.000 €	89.000 €
75	75.000 €	-25.000 €	15.000 €	-11.000 €	89.000 €

Deutlich zu erkennen ist, dass die Absicherung erst ab Kursen unterhalb von 90 € greift und neben den Kaufkosten der Put-Option von 1.000 € zusätzliche Kursverluste von 10.000 € durch den Anleger zu tragen sind.

Nachstehende Grafik veranschaulicht das Ergebnis der beiden unterschiedlichen Varianten in Abhängigkeit vom Aktienkurs:

### GEWINN- / VERLUST-PROFIL

Aktienposition vs. Hedge Variante 1 /Hedge Variante 2



### Was gilt es zu beachten?

Die obigen Beispiele zeigen das wirtschaftliche Ergebnis einer Absicherung mit Put-Optionen jeweils zu deren Fälligkeitstermin. Während der Laufzeit besteht jedoch das Risiko, dass etwa durch eine Änderung der impliziten Volatilität die Partizipation an der Kursentwicklung der Aktie nur unzureichend erfolgt und so mögliche Kursverluste nicht im gleichen Umfang ausgeglichen werden wie zum Laufzeitende der Put-Option kalkuliert.

Ebenfalls einen negativen Effekt auf die Wirkung der Absicherung hat ein Anstieg des Aktienkurses (auch wenn dieser natürlich im Sinne des Anlegers ist). Hierdurch „entfernt“ sich der Aktienpreis vom gewählten Niveau der Absicherung, so dass diese erst unterhalb des gestiegenen Aktienpreises wieder greifen würde. Etwaige Kursverluste ausgehend vom höheren Aktienniveau werden dann nicht aufgefangen und gehen zu Lasten des Anlegers. Um auch das höhere Aktienniveau zu sichern, muss der Anleger eine weitere Put-Absicherung mit höherer Basis kaufen mit entsprechend neuerlichem Kapitalaufwand.

Gleiches gilt auch bei Ablauf der gekauften Put-Option. Möchte sich der Anleger über den Fälligkeitstermin hinaus gegen Kursverluste absichern, muss er erneut eine Optionsposition erwerben mit entsprechend weiterem Kapitalaufwand. Eine permanente Absicherung verursacht demnach auch immer wiederkehrende Kosten, welche in Summe einen möglichen Ertrag aus der Aktienposition übersteigen können und damit wirtschaftlich nicht mehr sinnvoll wären.

Weiterhin zu beachten ist das Bezugsverhältnis des Optionskontraktes. So gilt z. B. für Optionen an der Deutschen Terminbörse Eurex in den meisten Fällen die Bezugsgröße von 100 Aktien pro Kontrakt. Möchte ein Anleger eine davon abweichende Zahl von Aktien absichern, die nicht durch 100 teilbar ist, entsteht je nach gewählter Kontraktzahl eine Über- oder Unterversicherung der Position. Das wirtschaftliche Ergebnis leidet dann durch in Relation höhere Absicherungskosten oder durch eventuell nicht vollständig abgedeckte Kursverluste.

Ähnliches gilt für die Besicherung eines Fonds- oder gemischten Aktienportfolios über Index-Optionen. Zu den unterschiedlichen Bezugsgrößen kommt eventuell eine mögliche abweichende Korrelation des Portfolios mit dem Index, so dass auch hier das Risiko besteht, ein schlechteres wirtschaftliches Ergebnis als ursprünglich kalkuliert zu erzielen.

Ergänzend zu den obigen Punkten sind stets auch die steuerlichen Konsequenzen zu prüfen. Das wirtschaftliche Ergebnis aus der Optionsposition unterliegt der Abgeltungssteuer und Gewinne hieraus sind nicht mit Verlusten aus Aktien verrechenbar (im Unterschied zu Aktiengewinnen).

Generell gilt, dass alle Varianten einer Absicherung mit Optionen zusätzliche Transaktionskosten verursachen, die das wirtschaftliche Ergebnis des Anlegers schmälern.

#### Fazit:

Der Protective-Put – der Kauf von Verkaufsoptionen – ist eine Terminmarktstrategie, mit der Anleger sich für einen bestimmten Zeitraum gegen mögliche Kursverluste absichern können, ohne die Werte ihres Portfolios verkaufen zu müssen. So bleibt die Möglichkeit erhalten, weiter von etwaigen Kurssteigerungen zu profitieren. Diese Strategie eignet sich besonders, um vor Kursrisiken aus Einzelereignissen wie Wahlen, Bilanzveröffentlichungen o.ä. geschützt zu sein.

Die vielfältigen Einflussfaktoren auf die Preisfindung von Optionen und deren begrenzte Laufzeit setzen jedoch eine sorgfältige Prüfung voraus, genauso wie die Berücksichtigung von Transaktionskosten und steuerlichen Effekten hinsichtlich der möglichen Vorteile und des wirtschaftlichen Ergebnisses.



## WICHTIGE HINWEISE

Unsere Darstellungen basieren auf öffentlichen Informationen, die wir als zuverlässig erachten, für die wir aber keine Gewähr übernehmen, genauso wie wir für Vollständigkeit und Genauigkeit nicht garantieren können. Wir behalten uns vor, unsere hier geäußerte Meinung jederzeit und ohne Vorankündigung zu ändern. Die in diesem Report diskutierten Anlagemöglichkeiten könnten – je nach speziellen Anlagezielen, Zeithorizonten oder bezüglich des Gesamtkontextes der Finanzposition – für bestimmte Investoren nicht anwendbar sein. Diese Informationen dienen lediglich der eigenverantwortlichen Information und können eine individuelle Beratung nicht ersetzen. Bitte wenden Sie sich an den Anlageberater Ihrer Bank. In der Bereitstellung der Informationen liegt kein Angebot zum Abschluss eines Beratungsvertrages. Alle Angaben dienen nur der Unterstützung Ihrer selbständigen Anlageentscheidung und stellen keine Empfehlungen der Bank dar. Diese Information genügt nicht den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Informationen in diesem Bericht beruhen auf sorgfältig ausgewählten Quellen, die für zuverlässig erachtet werden, doch kann die UniCredit Bank AG deren Vollständigkeit oder Genauigkeit nicht garantieren. Alle hier geäußerten Meinungen beruhen auf der Einschätzung der UniCredit Bank AG zum ursprünglichen Zeitpunkt ihrer Veröffentlichung, ganz gleich, wann Sie diese Information erhalten, und können sich ohne Vorankündigung ändern. Die UniCredit Bank AG kann andere Publikationen veröffentlicht haben, die den in diesem Bericht vorgestellten Informationen widersprechen oder zu anderen Schlussfolgerungen gelangen. Diese Publikationen spiegeln andere Annahmen, Meinungen und Analysemethoden der sie erstellenden Analysten wider. Wir behalten uns des Weiteren vor, ohne weitere Vorankündigung, Aktualisierungen dieser Information nicht vorzunehmen oder völlig einzustellen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit sollte nicht als Maßstab oder Garantie für die zukünftige Wertentwicklung genommen werden, und eine zukünftige Wertentwicklung wird weder ausdrücklich noch implizit garantiert oder zugesagt. Die Informationen dienen lediglich der Information im Rahmen der individuellen Beratung durch Ihren Berater und können diese nicht ersetzen.

Die von der PRIIPs-Verordnung geforderten Basisinformationsblätter (Key Information Documents, KIDs) zu den EUREX Futures und Optionen sind in deutscher Sprache auf der Webseite der EUREX unter folgendem Link erhältlich: [LINK](#)

Alle Angaben sind ohne Gewähr. Quellen zu Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben: Thomson Reuters Datastream, eigene Berechnungen.

## IMPRESSUM

### Herausgeber:

UniCredit Bank AG  
Arabellastraße 12  
81925 München

### Fachredaktion:

Johannes Horn, Thomas Ress

Erscheinungsweise: nach Bedarf  
Abgeschlossen am: 23.04.2019