

Für jede Lebensphase die passende Investition wählen

Aktienquote im Portfolio kann sich im Lauf des Lebenszyklus ändern – Optionen erleichtern die Umsetzung aktiver Anlagestrategien

Von Klaus Spremann

Viele Menschen sparen einen Teil ihrer Arbeitseinkünfte, um im Alter finanzielle Freiheit genießen zu können. Dieser Personenkreis kann sich oft eines guten Einkommens erfreuen und knüpft entsprechende Erwartungen an die Sicherung der Lebensqualität. Jedoch zeigt die Geldanlage im Lebenszyklus Besonderheiten, weshalb sich diese Menschen eine Finanzberatung wünschen, die auf Themen wie Lebensereignisse und Lebensphasen zugeschnitten ist.

Die finanzielle Situation eines Menschen unterliegt ausgeprägten Veränderungen, und womöglich ändert sich mit dem Aufbau von liquidem Vermögen auch die psychologische Neigung gegenüber dem Risiko. Zudem werden beim Umgang mit Geldanlagen Erfahrungen gesammelt, die im Laufe der Jahre Zuversicht geben, neue Instrumente als Anlagevehikel zu versuchen.

Vermögen und Finanzanlagen

Ein wichtiges Thema ist die altersabhängige Asset allocation, die Gewichtung von Aktien im Portfolio des Privatanlegers. Wie die «richtige» Aktienquote vom Alter abhängt, ist aus verschiedener Perspektive untersucht worden. Alle Wissenschaftler kommen zum selben Ergebnis: Ein Privatinvestor sollte zu allen Zeiten – in der Jugend, in der Blüte des Lebens, im Alter – mit demselben Anteil seines Vermögens in Aktien investiert sein. Allerdings muss präzisiert werden, was als Vermögen anzusehen ist.

Offensichtlich darf Vermögen nicht einfach mit Finanzanlagen gleichgesetzt werden, weil gerade unter jungen Menschen oft das Humankapital (Barwert erwarteter Arbeitseinkommen) den Wert des Depots um ein Vielfaches übersteigen dürfte. In späteren Lebensphasen können die Ansprüche aus gesetzlichen Vorsorgesystemen (erste und zweite Säule) zu einem substanziellen Teil des Gesamtvermögens werden. Auf der anderen Seite ist das Vermögen durch Verpflichtungen zu reduzieren; allen voran ist hier die Lebenshaltungs-Liability der Person zu sehen, für sich und die Familie zu sorgen. Diese Verpflichtung kann beispielsweise dazu führen, dass das in vorstehender Betrachtung relevante Vermögen von Menschen in ihren ersten Ehejahren, die meist von grossem Liquiditätsbedarf geprägt sind, vergleichsweise gering ist, weshalb in dieser Lebensphase entsprechend geringe Beträge in Aktien angelegt sein könnten. Wichtig: Obwohl es optimal ist, stets einen konstanten Anteil des Vermögens in Aktien angelegt zu halten, wird sich auf Grund der skizzierten Einflüsse auf das Vermögen die Aktienquote im Portfolio im Lebenszyklus verändern. Weiter ist die Wahl des Instruments für die Geldanlage im Lebenszyklus wichtig. Hierbei stellt sich irgendwann die Frage, ob der Privatanleger in bestimmten Lebensphasen Optionen einsetzen sollte oder ob Optionsstrategien zu empfehlen sind, die mit strukturierten Produkten verbunden sind.

Optionen sind generell attraktiv; mehrere Gründe sprechen für ihren Einsatz zur aktiven Bewirtschaftung von Depots. Mit Optionen lassen sich Positionen ohne grossen Kapitaleinsatz aufbauen, was vielfach für junge Menschen ein Argument ist. Optionen erleich-

tern die Umsetzung aktiver Anlagestrategien. Das ist für Personen interessant, die sich intensiv mit Selektion und Timing befassen möchten und die Vorbildung und Erfahrung für das aktive Portfoliomanagement mitbringen. Sodann kann die Wertsensitivität von Optionen gegenüber der Volatilität gezielt eingesetzt werden; mit Optionen können Erwartungen hinsichtlich möglicher Änderungen der Volatilität umgesetzt werden. Schliesslich können auch aus steuerlichen Gründen Optionen zu empfehlen sein, weil einige strukturierte Produkte Zinseinkünfte durch Kapitalgewinne ersetzen.

Protected put buying

Abgesehen von solchen eher taktischen Massnahmen sind strategische Einsatzmöglichkeiten für Optionen entwickelt worden. Bei einer Optionsstrategie wird der Investor aus einer längerfristigen Perspektive handeln und ungeachtet der augenblicklichen Einschätzung der Marktsituation vorgehen, beispielsweise jedes Jahr wiederkehrend Optionen kaufen oder schreiben. Die bekanntesten Optionsstrategien sind das Protected put buying (PPB) und das Covered call writing (CCW). Es soll nun überlegt werden, welche Optionsstrategie sich für eine gewisse Lebensphase besonders anbietet.

Das Protected put buying ist die Grundform der Portfolio insurance. Beim PPB kauft der Inhaber eines Portfolios, das gänzlich aus Aktien besteht oder wenigstens teilweise Aktien enthält, regelmässig Put-Optionen, um den Aktienbestand abzusichern. So wird ein Floor geschaffen, eine Absicherung nach unten: Dem Investor bleibt das Aufwärtspotenzial unter gleichzeitiger Absicherung des Abwärtsrisikos.

CCW

Portfolio insurance ist Privatinvestoren schnell erklärt, die Strategie ist intuitiv einsichtig und deshalb weithin akzeptiert. Der Investor könnte beispielsweise jedes Jahr Puts mit einer Laufzeit von einem Jahr erwerben, wobei der Ausübungspreis etwa in der Höhe von 90% des augenblicklichen Kursniveaus oder Indexstands gewählt wird. Jeweils zum Ende des Jahres erhält der Investor einen Schutz des Werts seines Aktienbestands auf 90% des Anfangsvermögens. Allerdings ist die Absicherung nicht gratis: Jahr für Jahr muss die Prämie für den Kauf der Puts entrichtet werden. Deshalb ist von vornherein nicht klar, ob trotz Beliebtheit der Portfolio insurance diese Optionsstrategie wirklich empfohlen werden kann.

Im Fall des CCW schreibt der Inhaber eines Portfolios immer wieder Call-Optionen auf den Aktienbestand. Hier verkauft der Investor das mit den Aktien verbundene Aufwärtspotenzial und behält das Abwärtsrisiko. Mit CCW wird ein Cap hingenommen; es wird eine obere Wertbegrenzung akzeptiert.

Diese Optionsstrategie mag auf den ersten Blick seltsam anmuten: Ist es nicht so, dass man Aktien gerade deshalb kauft, um das Aufwärtspotenzial zu erhalten? Führt CCW nicht in eine verkehrte Welt: Der Aktionär gibt das Aufwärtspotenzial ab und behält das Abwärtsrisiko? Allerdings erhält, wer Calls auf seine Aktien schreibt, immer wieder eine Prämie. Die langfristigen Auswirkungen der CCW-Strategie sind deshalb keineswegs offensichtlich und könnten besser sein, als es durch die Tatsache des Verkaufs des Aufwärtspotenzials auf den ersten Blick vermutet wird. In der Tat wird die Rendite stabilisiert (Return enhancing).

Beispielsweise könnte der Investor Jahr für Jahr Calls auf seinen Aktienbestand schreiben, die eine Laufzeit von einem Jahr und einen Strike von 115% des Indexstands zum Zeitpunkt des Schreibens haben. Werden die Calls dann ausgeübt (wenn am Ende der Jahresfrist die Aktien um mehr als 15% gestiegen sind), dann muss der Investor die Aktien abgeben und erhält einen Geldbetrag in Höhe des Strike; mit diesem kauft er sofort wieder Aktien und schreibt darauf erneut Calls, um die Strategie fortzusetzen. Einige strukturierte Produkte, die immer wieder von Banken aufgelegt werden, verwirklichen Covered call wri-

ting. So wird mit einem Bloc der UBS eine Aktie gekauft und zugleich ein Call auf diese Aktie geschrieben; die vereinnahmte Prämie reduziert virtuell den Kaufpreis der Aktie. Mit einem Toro der Credit Suisse wird die Aktie nicht an den Spotmärkten, sondern gleichsam per Termin gekauft, wozu eine Low-exercise-price-call-Option gezeichnet wird. Die CCW-Strategie wird also auch so umgesetzt: es wird ein Call mit geringem Strike gekauft und ein Call mit hohem Strike geschrieben.

Plain-vanilla-Strategie

Wenn wir ausschliessen, dass der Investor über superiore Marktinformationen verfügt, dann wird mit den eben gezeigten Formen des Einsatzes von Optionen zwar nicht der Wert des Portfolios gesteigert – sofern die Optionen marktgerecht bewertet sind. Der Punkt aber ist: Durch die erwähnten Optionsstrategien wird die Wahrscheinlichkeitsverteilung für die Anlageergebnisse beeinflusst, weshalb der Nutzen erhöht werden kann, den der Investor aus diesen Strategien zieht. Dieser Sachverhalt soll nun aufgegriffen werden.

Wir beginnen mit einer Beobachtung: Mit einer Plain-vanilla-Strategie – Geldmarktinstrumente, Obligationen und Aktien in einer bestimmten Gewichtung –, die immer wieder von Neuem hergestellt wird (Adjustierung), entsteht ein logarithmisch normal verteiltes Anlageergebnis. Die logarithmische Normalverteilung zeigt eine ausgeprägte Rechtsschiefe, die umso deutlicher wird, je langfristiger die Anlage ist. In der Grafik ist die Verteilung der möglichen Ergebnisse als Geldbetrag dargestellt, wenn eine anfängliche Anlage von 100 Franken in ein reines Aktienportfolio über vier Jahre gehalten wird (rote Kurve ohne Höcker). Man sieht, dass ein Ergebnis um 250 bis 350 und mehr Franken durchaus möglich ist – eine Anlage in Aktien verschafft Chancen zu sehr hohen Gewinnen. Ein Ergebnis von 350 aus 100 in vier Jahren entspricht einer jährlichen Durchschnittsrendite von 37%.

Anders die ebenso in der Grafik eingetragene Ergebnisverteilung, wenn von einer anfänglichen Anlage von 100 Franken in Aktien Jahr für Jahr auf den Aktienbestand Calls geschrieben werden (grüne Kurve mit Höcker). Hiermit werden die Chancen, superreich zu werden, verkauft. In der Tat ist für die CCW-Strategie die Wahrscheinlichkeit gleich null, nach vier Jahren Ergebnisse von über 215 Franken zu erhalten (Durchschnittsrendite 21%). Auf der anderen Seite gibt es Jahr für Jahr berechenbare Einkünfte in Form der Prämieinnahmen. Durch sie wird das wahrscheinlichste Ergebnis, der Modus – der Wert, für den die Wahrscheinlichkeitsverteilung ein Maximum annimmt –, etwas grösser als mit der Plain-vanilla-Strategie. Ausserdem bewirken die jährlichen Prämieinnahmen mit dem Covered call writing einen gewissen Schutz gegen Wertverluste: Die Wahrscheinlichkeit, mit einer reinen Aktienanlage Ergebnisse unter 100 Franken zu haben, ist deutlich grösser als mit der Optionsstrategie.

Drei Lebensphasen

Soweit die Wirkungen der CCW-Strategie auf eine Dauer von vier Jahren. Ähnlich lassen sich die Auswirkungen dieser und anderer Optionsstrategien auf andere Fristen und in Varianten studieren. Im Ergebnis sollen drei Lebensphasen unterschieden werden.

- Junge Menschen, die noch vor der Familiengründung stehen und keine ausgeprägten finanziellen Verpflichtungen haben, möchten meistens die Chance behalten, sehr viel zu gewinnen. Für sie ist ein Portfolio aus Aktien oder aus Aktien, kombiniert mit wenig Obligationen, zu empfehlen.
- Familien mit ausgeprägten finanziellen Verpflichtungen sollten beachten, dass Portfolio insurance auf Dauer recht teuer ist. Ist der Bedarf des finanziellen Schutzes zeitlich genau identifizierbar, kann Portfolio insurance in der Form des Kaufs von Puts oder in ei-

ner anderen Variante empfohlen werden. Besteht der Bedarf eines finanziellen Schutzes über eine längere Zeit hinweg, wäre ein Plain-vanilla-Portfolio aus Obligationen und wenig Aktien zu bevorzugen.

- Personen in fortgeschrittenerem Alter, die «ihr Schicksal gefunden» haben, sind wohl dazu bereit, die Chance, noch superreich zu werden, zu verkaufen. Für sie dürfte die Optionsstrategie des CCW als Verfahren des Return enhancing interessant sein.

Selbstverständlich sind Optionsstrategien komplex, weshalb diese «Rezepte» mit höchster Vorsicht zu betrachten sind. Sie sind eine Anregung für die individuelle Finanzberatung und keine Vorwegnahme ihres Ergebnisses.