
Berichte

„Risikobegrenzende“ Aktienfonds ? Zugleich ein Beitrag zum Einsatz von Finanzderivaten bei Investmentfonds.

von Professor Dr. Hans E. Büschgen

1. Grundlegung

Betrachtet man das Anlageverhalten deutscher Kapitalanleger, so kann dieses durch eine ausgeprägte Risikoscheu bzw. den Wunsch nach Sicherheit charakterisiert werden. Ausdruck findet das Sicherheitsstreben darin, daß nur 20% des Gesamtvermögens der privaten deutschen Haushalte in Wertpapieren investiert sind, wovon wiederum rund 90% auf festverzinsliche Wertpapiere und 10% auf Aktien entfallen. Während in Belgien 10%, in Frankreich 17%, in Großbritannien 22% und in Japan sowie in den USA sogar über 50% der Bevölkerung Aktien besitzen, sind es in Deutschland nur 5,7%. Als Anlagealternativen werden von den deutschen Haushalten hingegen Spareinlagen, Bausparverträge und Lebensversicherungen bevorzugt.¹

Nun könnte die sprichwörtliche „deutsche Angst“, die zuweilen unter anderem auf die protestantische Ethik mit ihrem hohen Arbeitsethos (Fleiß, Zuverlässigkeit) sowie die preußischen Grundtugenden (Ordentlichkeit,

¹ Vgl. Frey, Dieter, Die deutsche Mentalität, in: FAZ, Nr. 97 v. 25.08.95, S. B 3.

Disziplin und Korrektheit) zurückgeführt wird², als Charakteristikum der Deutschen angesehen und als Datum hingenommen werden. Jedoch bringt Risikoscheu auch Nachteile sowohl für die gesamte Volkswirtschaft als auch für den einzelnen Anleger mit sich: Aus volkswirtschaftlicher Sicht führt eine Aversion gegen risikobehaftete Anlagealternativen dazu, daß den Unternehmen nicht genügend Risikokapital für im Hinblick auf die Fortentwicklung eines Industriestandortes wichtige Innovationen und Investitionen zur Verfügung steht. Aus Anlegersicht wird zugleich auf eine höhere Verzinsung des Vermögens verzichtet, die zu erreichen wäre, wenn die Anleger intertemporäre Schwankungen ihrer Eigenkapitalverzinsung hinzunehmen bereit wären.

Auswege aus diesem Dilemma können zum einen — quasi mittels Einwirkung auf die Nachfragerseite — darin bestehen, durch eine breit angelegte Öffentlichkeitsarbeit die Vorteile der Aktie stärker in das Bewußtsein der Anleger zu bringen oder durch weitere steuerliche oder sonstige fiskalische Anreize das Aktiensparen zu fördern.³ Zum anderen kann aber auch angebotsseitig versucht werden, die privaten Investoren zum Aktienkauf zu bewegen, indem Anlagealternativen konstruiert werden, die nur einen von den Anlegern akzeptierten Teil des Risikos herkömmlicher Aktien verbiefen.

Eine Anlagealternative letzterer Art sollen die in jüngerer Zeit in Erscheinung getretenen sogenannten risikobegrenzenden Aktienfonds darstel-

² Vgl. Gross, Johannes, Die Risikobereitschaft der Deutschen, Referat auf dem ersten Deutschen Eigenkapitaltag am 21.05.1992 in Frankfurt.

³ Vgl. Humbert, Christian, Förderung der Aktienanlage und die Rolle der Investments, in: Investmentfonds-Management, hrsg. v. Fred Zeyer, Frankfurt 1993, S. 125-132.

len⁴. Fonds dieser Art versprechen eine Begrenzung des mit einer Anlage in Aktien verbundenen Risikos starker Kursrückschläge (Marktrisiko), was mit Hilfe des Einsatzes derivativer Finanzinstrumente erreicht werden soll. Die ersten Ergebnisse risikobegrenzender Fonds zeigen jedoch, daß die Anleger zum Teil bereits im ersten Jahr nach Auflegung der Fonds trotz der versprochenen Risikobegrenzung einen nicht unerheblichen Vermögensverlust hinnehmen mußten und die performance der Fonds erheblich schlechter war als die eines vergleichbaren Index. So mußten etwa die Anleger eines sich besonders negativ entwickelnden risikobegrenzenden Fonds im Jahr 1994 einen Verlust von 13,9% ihres eingesetzten Vermögens p.a. hinnehmen. Unter Berücksichtigung des hohen Ausgabeaufschlags in Höhe von 5% ermittelt sich für das erste Jahr sogar eine Vermögensminderung von etwa 18,9% p.a. Dieser Verlust ist unter Umständen noch höher für den einzelnen Anleger ausgefallen (s. weiter unten). Der meist zum Performance-Vergleich für solche Fonds herangezogene europäische Aktienindex MSCI verlor im gleichen Zeitraum hingegen 13,2% an Wert.

Erschwerend kommt in diesem Zusammenhang hinzu, daß risikobegrenzende Fonds den Kapitalanlegern von den Beratern der Banken oftmals ausdrücklich als „risikoarme Anlage“ verkauft wurden und gutgläubige Kunden in einigen Fällen tatsächlich kursrisikoarme Anlagen, wie etwa festverzinsliche Wertpapiere, in Fondsanteile umgetauscht haben.

⁴ Als risikobegrenzende Aktienfonds im engeren Sinne werden im folgenden solche Fonds bezeichnet, die im Rahmen dynamischer Sicherungskonzepte Aktienbestände durch den Erwerb von Verkaufsoptionen auf einem leicht unterhalb ihres Wertes liegenden Niveau absichern, wobei die Basispreise im Falle von Kurssteigerungen dynamisch angepaßt werden. Im Rahmen der folgenden Ausführungen nicht als risikobegrenzende Aktienfonds bezeichnet werden hingegen Fonds mit einer fixierten Sicherungsbasis, die bei Kursveränderungen des Basiswertes nicht angepaßt wird, sowie reine Absicherungsfonds, die neben Verkaufsoptionen lediglich in festverzinsliche Wertpapiere investieren und als eigenständige „Fondsversicherung“ einzusetzen sind. Vgl. Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V., Investment 95, Frankfurt 1995, S. 39.

Abgesehen von sich möglicherweise aus letzterem ergebenden Klagegründen wegen falscher Beratung sowie bei Vernachlässigung der Tatsache, daß risikoscheue deutsche Investoren wohl kaum durch Vorgänge wie die oben beschriebenen von den Vorzügen einer Aktienanlage überzeugt werden können, aufgrund der enttäuschten Erwartungen vielmehr eine weitere Aversion gegenüber dem Aktiensparen zu befürchten ist, wird auch einer Versachlichung der Diskussion über den Einsatz derivativer Finanzinstrumente kein Dienst erwiesen. So könnte der frustrierte Anleger vermuten, daß die nicht erwarteten Verluste risikobegrenzender Aktienfonds aus Spekulationen resultieren oder eine Risikobegrenzung durch Finanzderivate entgegen den Beteuerungen der Bankpraxis eben doch nicht möglich ist.

Nun wäre es nicht sachgerecht, risikobegrenzende Aktienfonds im folgenden grundsätzlich zu verurteilen und darüber hinaus einem Verbot des Einsatzes von Finanzderivaten das Wort zu reden, obwohl einzelne Negativ-Beispiele zeigen könnten, daß Fondsmanagers teilweise offenbar nicht in der Lage sind, Derivate und deren Einsatz zu verstehen, ihnen das Instrument daher besser nicht an die Hand gegeben werden sollte, wenigstens aber eine stärkere Kontrolle des Einsatzes von Finanzderivaten im Interesse der „ahnungslosen“ Fondskapitalanleger vorgesehen werden könnte. Aufgezeigt werden soll jedoch im folgenden, in welcher Weise Finanzderivate bei risikobegrenzenden Aktienfonds idealerweise eingesetzt werden sollten, damit letztere ihrem Anspruch, risikobegrenzend zu sein, gerecht werden, und der insgesamt sinnvolle Einsatz von Finanzderivaten auch dem breiten Anlegerkreis offenkundig wird. Zuvor sind jedoch im Rahmen einer Grundlegung die mit einer Aktienanlage grundsätzlich verbundenen Risiken darzulegen, um deutlich zu differenzieren zwischen der von den Aktienfonds in der Regel geleisteten Reduzierung des sogenannten unsystematischen Risikos einerseits und der im Rahmen dieser Ausführungen primär in Betracht stehenden Verminderung der Gefahr starker und allein negativer Kursausschläge andererseits (systematisches Risiko).

2. Risiken bei der Anlage in Aktienfonds

Spätestens seit der Entwicklung der Portfolio-selection-Theorie von Markowitz⁵ bzw. der Konstruktion des „Capital Asset Pricing Model“ von Sharpe⁶, Mossin⁷, Lintner⁸ und anderen ist weithin akzeptiert, daß das Risiko einer Aktienanlage durch die Varianz bzw. die Standardabweichung der gesamten Rendite aller im Portfolio enthaltenen Aktien widerspiegelt wird, das Risiko also seinen Ausdruck findet in der Stärke der Renditeschwankungen des Portfolios um einen Erwartungswert, wobei sowohl positive als auch negative Abweichungen von diesem impliziert werden. Markowitz zeigt in seinem Modell allerdings auf, wie dieses Schwankungsrisiko dadurch reduziert werden kann, daß in mehrere und hinsichtlich ihrer Ertragsentwicklung gering untereinander korrelierte Aktien investiert wird. In diesem Fall heben sich allein auf den Besonderheiten eines einzelnen Unternehmens beruhende positive und negative Ertragsveränderungen — sog. unsystematische Risiken — weitgehend auf. Determiniert wird das Schwankungsrisiko eines Portfolios dann im wesentlichen nur noch von solchen Faktoren, die den Gesamtmarkt betreffen. Bei den Faktoren dieses systematischen Risikos handelt es sich zum Beispiel um die allgemeine Zins- und Konjunktorentwicklung oder um psychologische Einflüsse, die nicht weiter diversifiziert werden können.

Bezogen auf Aktienfonds entscheidend ist in diesem Zusammenhang folgender Aspekt: Während Aktienfonds das unsystematische Risiko weitgehend eliminieren und insofern auch für den risikoscheuen Kleinanleger

⁵ Vgl. Markowitz, Harry M., *Portfolio Selection*, New York et al 1959.

⁶ Vgl. Sharpe, William F., *Capital Asset Prices: A Theory of Equilibrium under Conditions of Risk*, in: *Journal of Finance*, Vol. 19, S. 424-442.

⁷ Vgl. Mossin, Jan, *Equilibrium in a Capital Asset Market*, in: *Econometrica*, Vol. 34, S. 768-783.

⁸ Vgl. Lintner, John, *The Valuation of Risk Assets and the Selection of Risky Investments in Stock Portfolios and Capital Budgets*, in: *The Review of Economics and Statistics*, S. 13-37.

eine Möglichkeit zur Verringerung bzw. Vermeidung des unsystematischen Risikos bieten, damit eine grundsätzlich sinnvolle Anlagealternative darstellen, sind die Anleger in Abhängigkeit vom Anteil des in Aktien investierten und nicht in liquider Form gehaltenen Vermögens des jeweiligen Fonds sowie in Abhängigkeit von der Auswahl der Aktien doch weiterhin der — obschon im Vergleich zum Kauf nur einer Aktie geringeren — Gefahr ausgesetzt, ihr Vermögen zumindest teilweise zu verlieren. Primär letztere Gefahr, und nicht das unsystematische Risiko zu reduzieren, ist das im folgenden zu konkretisierende Ziel der risikobegrenzenden Aktienfonds.

3. Ziele risikobegrenzender Aktienfonds

Zwar wird den Anlegern risikobegrenzender Aktienfonds nicht eine Mindestverzinsung in Höhe des aktuellen Geld- und Kapitalmarktzinses und gleichzeitig eine darüber hinausgehende Partizipation an potentiellen Aktienkurssteigerungen versprochen, doch ist es das erklärte Ziel dieser Fonds, eine in der Regel nicht genau spezifizierte Absicherung eines bestimmten Kursniveaus⁹ unter Inkaufnahme einer im Vergleich zu den Marktverhältnissen geringeren Rendite zu erreichen. In den Verkaufsprospekten risikobegrenzender Aktienfonds heißt es beispielsweise: „Ziel der Anlagepolitik ist es, die Anteilsinhaber weitgehend an den Kurssteigerungen der europäischen Aktienmärkte zu beteiligen, gleichzeitig jedoch den Einfluß sinkender Aktienkurse, die zu Anteilswertrückgängen führen, zu begrenzen.“¹⁰ Auf den Preis der Absicherung bezogen wird hinzugefügt: „Die Beteiligung des Anlegers an einer Wertsteigerung des Aktienvermögens ist durch die Kosten der Absicherung gemindert.“¹¹

⁹ Das abgesicherte Kursniveau bestimmt sich — wie im folgenden zu zeigen sein wird — anhand der Basispreise der gekauften Verkaufsoptionen sowie der Zeitwerte der Optionen.

¹⁰ Dresdnerbank asset management S.A., Luxemburg, DIT-Lux Europa Aktien RB (Verkaufsprospekt), Luxemburg 1994, S. 2.

¹¹ Dresdnerbank asset management S.A., Luxemburg, DIT-Lux Europa Aktien RB (Verkaufsprospekt), Luxemburg 1994, S. 2.

In concreto können die Ziele risikobegrenzender Fonds mit Hilfe folgender schematischer Szenarien dargestellt werden:¹²

Wird von kontinuierlich steigenden Aktienkursen ausgegangen (Abb. 1), dann soll sich auch der Wert der Fondsanteile — allerdings vermindert um die Kosten der Absicherung — erhöhen. Dem steht jedoch der Vorteil einer ständigen Absicherung eines bestimmten Kursniveaus gegenüber.

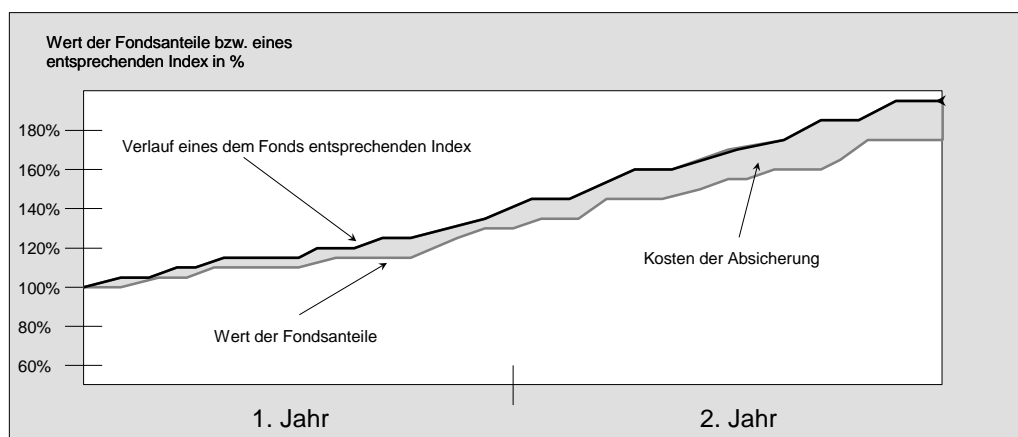


Abb. 1: Modellszenario risikobegrenzender Aktienfonds: steigende Aktienkurse

Im Falle zuerst steigender und dann fallender Kurse (Abb. 2) soll das erreichte Kursniveau auch bei einem „crash“ des Aktienmarktes weitgehend erhalten bleiben. Es soll also nicht nur das ursprüngliche Anlagevolumen vor Wertminderungen geschützt werden, vielmehr sollen auch noch nicht realisierte Kursgewinne gesichert werden. Letzteres wird damit zu erreichen versucht, daß die Absicherungsbasis vor einem möglicherweise eintretenden „crash“ in diskreten Sprüngen von zum Beispiel 5% erhöht wird.

¹² Vgl. in diesem Zusammenhang auch Oppenheim Investment Management International S.A., Oppenheim Aktien D Protect (Verkaufsprospekt), Luxemburg (ohne Jahr).

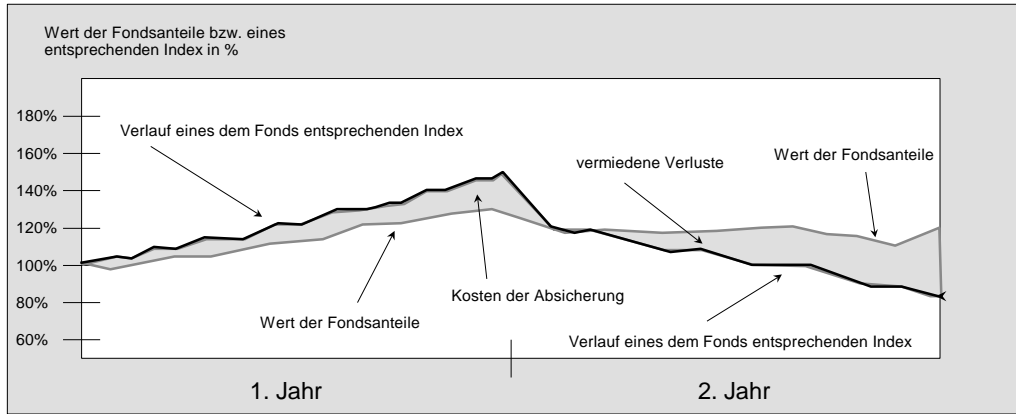


Abb. 2: Modellszenario risikobegrenzender Aktienfonds: erst steigende, dann fallende Aktienkurse

Eine umgekehrte Situation ist bei zuerst fallenden und dann wieder steigenden Kursen intendiert (Abb. 3). Hier sollen die Fondsanteile in der Anfangsphase im Vergleich zu einem korrespondierenden Index zuerst weniger an Wert verlieren. Bei einem nachfolgenden Kursanstieg hingegen muß damit gerechnet werden, daß die Wertentwicklung der Fondsanteile langfristig — aufgrund der Absicherungskosten — gegenüber der durch den Indexverlauf wiedergespiegelten Marktentwicklung zurückbleibt.

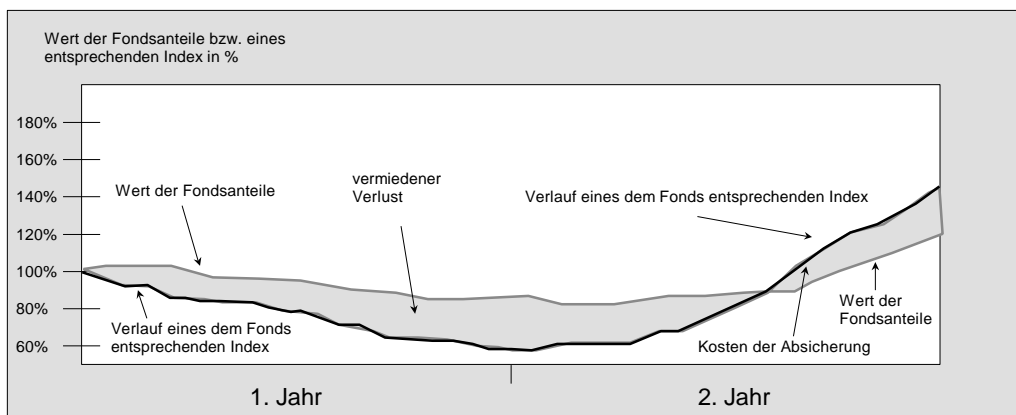


Abb. 3: Modellszenario risikobegrenzender Aktienfonds: erst fallende, dann steigende Aktienkurse

4. Grundsätzliche Problematik der Konstruktion eines risikobegrenzenden Aktienfonds mit Hilfe von Finanzderivaten

Um die genannten und in den Verkaufsprospekten der risikobegrenzenden Fonds explizit formulierten Ziele zu erreichen, wird in der Regel eine sogenannte Fixed-hedge-Strategie gewählt¹³, die den Kauf von Verkaufsoptionen beinhaltet.¹⁴ Hierbei wird gewöhnlich der Wert des Portfolios etwa 5% unter dem aktuellen Kurswert des Fonds in Landeswährung abgesichert. Letzteres bedeutet allerdings nicht, daß maximal ein Verlust in Höhe von 5% p.a. des eingesetzten Vermögens zu erwarten ist. Vielmehr können — wie nicht zuletzt stark negative Wertentwicklungen einzelner Fonds zeigen — auch höhere Wertminderungen der Fondsanteile eintreten.

Geht man zur Verdeutlichung der Zusammenhänge zunächst vereinfachend von einem Aktienportfolio aus, das allein in deutsche Standardaktien investiert und in seiner Zusammensetzung genau dem Deutschen Aktienindex (DAX) entspricht — vernachlässigt man also vorerst das Wechselkursrisiko —, und beträgt das aktuelle Kursniveau des DAX 2000 Punkte bzw. 2000 DM¹⁵, so würde der Fonds im Hinblick auf eine Risikobegrenzung zusätzlich zu den Aktien eine den Wert des Aktienportfolios absichernde Anzahl von Verkaufsoptionen mit Basispreisen von jeweils 1900 Punkten, die 5% unter dem Kassakurs des Index liegen, erwerben.

¹³ Bei einer Fixed-hedge-Strategie besteht die Zielsetzung in der Festlegung einer bestimmten und als günstig empfundenen Kursuntergrenze, um ein bestimmtes Kassainstrument gegebenenfalls zu verkaufen. Vgl. Cordero, Ricardo, Risiko-Management mit Optionen, Bern, Stuttgart 1989, S. 112 ff. Diese Strategie schließt eine dynamische Anpassung der Kursuntergrenze jedoch nicht aus.

¹⁴ Grundsätzlich wäre auch eine Absicherung mittels eines Verkaufs von Kaufoptionen möglich, doch ist diese Strategie nur bei zu erwartenden begrenzten Kursrückgängen sinnvoll, und bei großen Rückgängen der Basiswerte ist ein nahezu unbegrenzter Verlust möglich.

¹⁵ Im folgenden wird vereinfachend davon ausgegangen, daß ein DAX-Punkt 1 DM entspricht.

Fällt nun der Wert des Index unter den Basispreis von 1900 DM, erleidet der Anleger einen Verlust nicht nur in Höhe der Differenz zwischen Basispreis und ursprünglichem Kassakurs — hier also in Höhe von 100 DM —, sondern der Verlust erhöht sich vielmehr noch um die für die Optionen gezahlten Zeitwerte¹⁶. Steigt hingegen der Wert des Index, partizipiert der Anleger an der Aufwärtsbewegung gleichfalls nur mit einem um den Zeitwert der Optionen verminderten Betrag. Der Zeitwert der Optionen kann in diesem Zusammenhang als eine Art Versicherungsprämie betrachtet werden. Insgesamt sieht die Gewinn- und Verlustsituation des Anlegers grafisch wie folgt aus (Abb. 4):

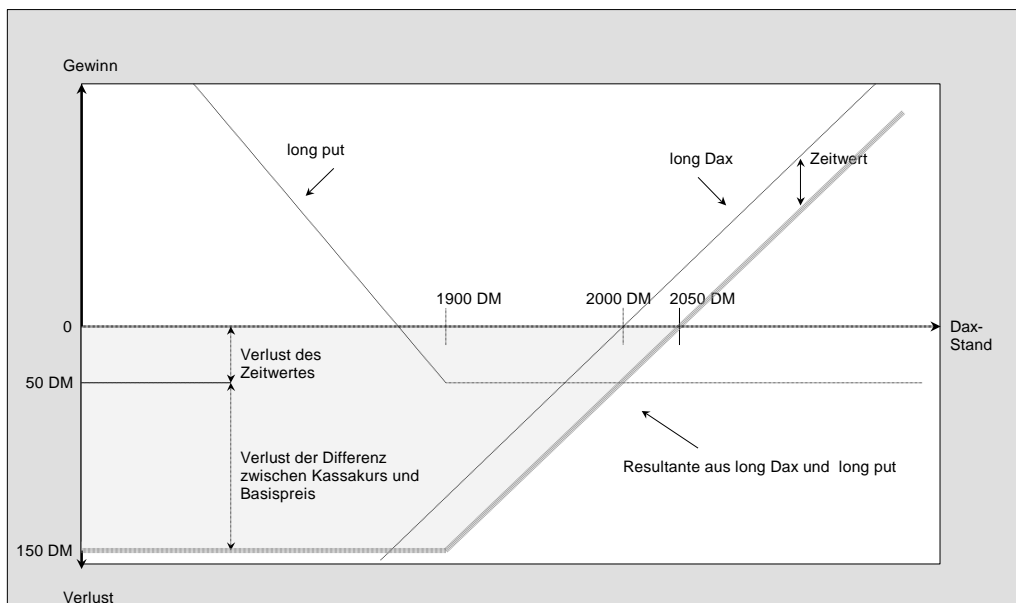


Abb. 4: Gewinn- und Verlustsituation einer durch den Kauf von Verkaufsoptionen zu einem Basispreis von 1900 DM gesicherten Aktienanlage

Beträgt der Zeitwert der Option zum Absicherungszeitpunkt zum Beispiel 50 DM — ein wohl realistischer Wert bei einem Indexstand bzw. Kassakurs von 2000 DM —, dann beläuft sich der allein aus der Marktentwicklung der Aktien resultierende maximale Verlust des Anlegers auf 7,3%

¹⁶ Der Zeitwert einer Option bezeichnet den über den (effektiven) inneren Wert hinausgehenden Bestandteil des Optionspreises.

p.a. seines eingesetzten Vermögens in Höhe von 2050 DM.¹⁷ Berücksichtigt man ferner Verwaltungskosten in einer Höhe von üblicherweise 1,5% p.a., sonstige Kosten, die bei der Erstemission eines Fonds bis zu 2% betragen können, sowie einen Ausgabeaufschlag von 5%, so ist ein Verlust von tatsächlich 15,8% p.a. des eingesetzten Vermögens nicht auszuschließen.

Wenngleich ein Verlust in dieser Höhe insbesondere für den risikoscheuen Anleger „schmerzlich“ ist und er hiermit angesichts der risikobegrenzenden Bezeichnung der Fonds unter Umständen nicht gerechnet hat bzw. angesichts der „Beratung“ von Anlageberatern der Banken nicht rechnen konnte, so wird eine derartige Entwicklung in dem Verkaufsprospekt der Fonds — allerdings nur bei genauem Lesen — nicht ganz verschwiegen. Fraglich und zu kritisieren ist hingegen, ob eine Strategie, bei der der Basispreis der Verkaufsoptionen unterhalb des Kassakurses liegt, tatsächlich als „risikobegrenzend“ zu bezeichnen und mit den Zielvorstellungen der Anleger zu vereinbaren ist. Letztere Absicherungsstrategien, bei denen die Basispreise der Verkaufsoptionen unter den Kassakursen liegen, werden nämlich allgemein als „aggressiv“ angesehen.¹⁸ „Defensiv“ nennt man hingegen solche Strategien, bei denen die Basispreise der gekauften Verkaufsoptionen über dem Kassakurs liegen. In diesem Fall kann der Anleger bei einem Kursrückgang allein den Zeitwert der Optionen verlieren und nicht zugleich auch die Differenz zwischen dem Kassakurs und dem niedrigeren Basispreis. Nachteilig ist bei dieser Alternative allerdings, daß der Anleger im Vergleich zur Wahl eines Basispreises, der unter dem Kassakurs liegt, erst später in die Gewinnzone kommt und er

¹⁷ Das insgesamt eingesetzte Vermögen in Höhe von 2050 DM setzt sich in diesem Fall zusammen aus den Investitionen für den Kauf des Aktienportfolios in Höhe von 2000 DM einerseits und für eine entsprechende Anzahl von Verkaufsoptionen in Höhe von 50 DM andererseits. Der maximale relative Verlust berechnet sich dann wie folgt:

$$(2050 - 1900) / 2050 = 7,3\% .$$

¹⁸ Vgl. zum Beispiel Cordero, Ricardo, Risiko-Management mit Optionen, Bern, Stuttgart 1989, S. 120.

an Kurssteigerungen insgesamt nur mit einem um die Zeitwerte zuzüglich der Differenz zwischen Basispreis und Kassakurs verminderten Betrag partizipiert. Letzteres dürfte dem risikoscheuen Anleger allerdings einen geringeren Mißnutzen bereiten als ein vergleichsweise höherer maximaler Verlust bei einem Kursrückgang am Aktienmarkt. Dies ist bei einer den Käufern risikobegrenzender Aktienfonds zu unterstellenden hohen Risikoaversion zumindest zu vermuten und sollte von den Anlageberatern der Banken, bevor sie Fonds der genannten Art andienen, eruiert werden. Bezogen auf das obige Beispiel stellt sich die defensive Strategie bei einem Basispreis von zum Beispiel 2100 DM, der diesmal um 5% über und nicht unter dem aktuellen Kassakurs liegt, grafisch wie folgt dar (Abb. 5):

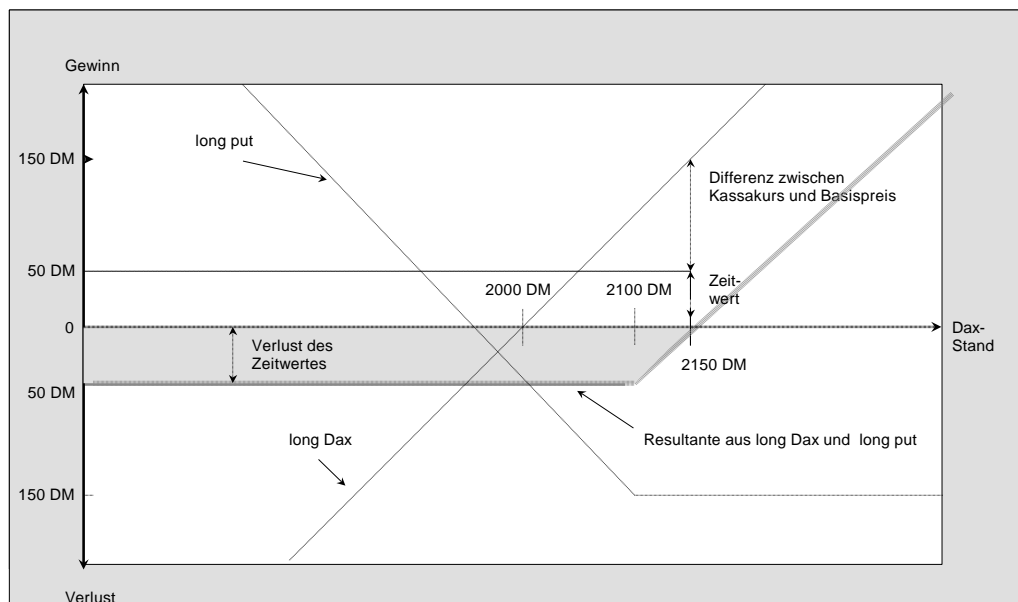


Abb. 5: Gewinn- und Verlustsituation einer durch den Kauf von Verkaufsoptionen zu einem Basispreis von 2100 DM gesicherten Aktienanlage

Bei abgesehen von einem höheren Basispreis gleichen Wertannahmen wie im obigen Beispiel beträgt der maximale und allein aus verminderten

Aktienkursen resultierende Verlust in diesem Fall 50 DM bzw. 2,3% p.a.¹⁹ und nicht 7,3% p.a. des eingesetzten Vermögens. Selbst unter Berücksichtigung des Ausgabeaufschlags und der sonstigen Kosten wird der Anleger hier zumindest eher eine Risikobegrenzung verspüren. Allerdings wird die Gewinnzone auch nicht — wie im Falle einer aggressiven Absicherungsstrategie — bereits bei einem Indexstand von 2050 DM, sondern erst bei einem Indexstand von 2150 DM erreicht.

Zu beachten ist in diesem Zusammenhang aber noch ein weiterer Aspekt: Bislang wurde stets von einem Anleger ausgegangen, der Fondsanteile kauft, wenn der Kassakurs des Index bzw. der Wert des zugrundeliegenden Portfolios genau um 5% höher liegt als die Basispreise der Verkaufsoptionen, wenn der Kursverlust also auf 5% p.a. des Vermögens zuzüglich des Zeitwertes der Option begrenzt ist. Dies ist insbesondere bei der Erstemission von Fonds der Fall. Daneben ist aber auch eine Situation vorstellbar, bei der ein Anleger in einen steigenden Markt hinein Fondsanteile kauft, die dynamische Anpassung des Sicherungsniveaus nach einer Steigerung des Index um 5% aber noch nicht erfolgt ist und der Kassakurs der Aktien nach dem Erwerb der Anteile sinkt. Bei diesem Szenario — auf das in den meisten Verkaufsprospekten der Investmentgesellschaften nicht ausdrücklich hingewiesen wird — ist im Extremfall nicht nur allein ein Kursverlust — einschließlich Zeitwert²⁰ — von 7,3% p.a., sondern — bezogen auf den höheren Anschaffungskurs bzw. einen Wert des Index von zum Beispiel 2099 DM — ein Kursverlust von

¹⁹ Bei einem Basispreis der Verkaufsoption von 2100 DM und einem Wert des Index von 2000 DM errechnet sich unter Berücksichtigung eines Zeitwertes von weiterhin 50 DM — es wird also eine symmetrische Verteilung der Zeitwerte um den aktuellen Kassakurs unterstellt — ein Wert der Option von 150 DM und folglich ein Wert des Fondsvermögens von 2150 DM. Ist der Wert des Index bei Ablauf der Optionsfrist auf 1900 DM gefallen, beträgt der Verlust des Anlegers in Relation zu seinem eingesetzten Vermögen: $(2150 \text{ DM} - 2100 \text{ DM}) / 2150 \text{ DM} = 2,3\%$.

²⁰ Die Veränderung des Zeitwertes der Optionen wird hier aus Vereinfachungsgründen vernachlässigt.

rund 11,6% p.a. denkbar.²¹ Bei der Wahl eines Basispreises in Höhe von 2100 DM hingegen beläuft sich der maximale Verlust weiterhin nur auf die Zeitwerte der Optionen, d.h. auf rund 2,3% p.a. des eingesetzten Vermögens.²² Nicht zuletzt hier wird deutlich, daß die defensive Absicherungsstrategie der aggressiven im Hinblick auf das Ziel der Risikobegrenzung vorzuziehen ist.

Schließlich ist noch ein letzter Aspekt zu erwähnen. In den Verkaufsspekten wird der Absicherungshorizont, also die Laufzeit der zu erwerbenden Verkaufsoptionen, gewöhnlich nicht angeführt. Der Anleger wird also im unklaren darüber gelassen, ob sich das Absicherungsniveau in Höhe von 5% des eingesetzten Vermögens auf ein halbes, ein Jahr oder sogar mehrere Jahre bezieht. Werden zum Beispiel Verkaufsoptionen mit einer Laufzeit von nur einem halben Jahr gekauft, wird also das Sicherungsniveau bei nachteiliger Kursentwicklung bereits nach einem halben Jahr um weitere 5% nach unten hin angepaßt, beträgt der maximale Verlust des Anlegers bei einer aggressiven Strategie nicht mehr nur 11,6%

²¹ Kauft ein Anleger beispielsweise Fondsanteile bei einem DAX-Wert von 2099 DM zu einem Preis von 2149 DM — wird also vereinfachend von einem konstanten Zeitwert von 50 DM ausgegangen — und ist der Wert der Fondsanteile nach Ablauf der Optionsfrist auf 1900 DM gefallen — beträgt der Zeitwert der Option bei Fälligkeit also 0 DM, so errechnet sich der Verlust bezogen auf das eingesetzte Vermögen wie folgt: $(2149 \text{ DM} - 1900 \text{ DM}) / 2149 \text{ DM} = 11,6\%$.

²² Das Anlagevolumen beträgt bei einem DAX-Wert von beispielsweise 2099 DM zum Kaufzeitpunkt und einem Zeitwert der Option von 50 DM weiterhin 2149 DM. Der Verlust bei einem Wert des DAX von 1900 DM bei Fälligkeit der Optionen beträgt aufgrund des Basispreises von 2100 DM dann: $(2149 \text{ DM} - 2100 \text{ DM}) / 2149 \text{ DM} = 2,3\%$.

p.a., sondern sogar 16% p.a.²³ Wenngleich die meisten Gesellschaften einen Absicherungshorizont von einem Jahr wählen dürften, müßte dies dem Anleger in den Verkaufsprospekten zumindest mitgeteilt werden. Zudem dürfte es auch im Sinne einer Risikobegrenzung sein, wenn ein möglichst langer und unter Umständen ein über ein Jahr hinausgehender Absicherungshorizont gewählt wird.²⁴

5. Die Absicherung von Wechselkursrisiken bei international investierenden risikobegrenzenden Aktienfonds als Sonderproblem

Wurde in den bisherigen Ausführungen unterstellt, daß risikobegrenzende Investmentfonds allein in deutsche Aktien investieren, so gibt es darüber hinaus auch risikobegrenzende Fonds, die neben inländischen auch ausländische und in Fremdwährung denominierte Anteile erwerben. Dies ist unter dem Aspekt sinnvoll, daß hierdurch das unsystematische Aktienkursrisiko bei gleicher Renditeerwartung der Fonds weiter reduziert werden kann, indem sich positive und negative Aktienmarktentwicklungen am inländischen und an den ausländischen Märkten tendenziell kompensieren und die Gefahr einer negativen Wertentwicklung der Fonds weiterhin reduziert werden kann. Problematisch ist in diesem Zusammenhang allerdings die Tatsache, daß durch die Denomination der ausländischen Aktien in Fremdwährung neben dem Aktienkursrisiko zusätzlich ein Wechselkursrisiko virulent werden kann. Letztere Gefahr ist insbesondere dann

²³ Ist der Wert des Index nach einem halben Jahr, d.h. nach Ablauf der Optionsfrist der Verkaufsoption, zum Beispiel von 2099 DM auf 1900 DM gefallen, dann hat sich der ursprünglich für ein halbes Jahr gezahlte Zeitwert von annahmegemäß 25 DM auf 0 DM verringert, und das neue Absicherungsniveau, das wiederum 5% unter dem nun aktuellen Indexstand von 1900 DM liegt, beträgt 1805 DM. Da auch für das zweite Halbjahr ein Zeitwert von 25 DM gezahlt werden muß, errechnet sich der Verlust des Anlegers in Relation zum insgesamt eingesetzten Vermögen von 2149 DM bei einem Indexstand von 1805 DM nach einem Jahr wie folgt: $(2124\text{DM} - 1900\text{DM}) + (1925\text{DM} - 1805\text{DM}) / 2149\text{DM} = 16\%$.

von Bedeutung, wenn die Aktien in Währungen denominated sind, die im Vergleich zur heimischen stärker volatil sind und sich in der Vergangenheit oftmals durch unerwartet heftige Kursausschläge auszeichneten. Bei den europäischen Währungen ist hierbei etwa zu denken an das englische Pfund, die italienische Lira oder die spanische Peseta, deren Kurse sich oftmals erheblich anders entwickelt haben als „vom Markt“ erwartet wurde. Die durch die breitere internationale Streuung der Aktienanlage bewirkte Reduktion des unsystematischen Aktienkursrisikos kann also leicht durch ein Wechselkursrisiko überkompensiert werden, wenn letzteres nicht ebenfalls durch bedingte oder unbedingte Termingeschäfte — zum Beispiel durch einen entsprechenden Terminverkauf von Devisen — abgesichert wird.²⁵ Eine derartige Wechselkursabsicherung ist aber bei einigen risikobegrenzenden Aktienfonds nicht vorgesehen.

Als Begründung für das bewußte Eingehen von Wechselkursrisiken wird vom Management dieser Fonds angeführt, daß eine Absicherung zu hohe und die Kursgewinne aus ausländischen Aktien zu stark reduzierende Kosten verursachen würde, wobei als Kurssicherungskosten die Differenz zwischen dem Kassa- und dem Terminkurs der jeweils in Betracht stehenden Fremdwährung bzw. entsprechende Zinsdifferenzen angesehen werden. Beträgt der in DM gemessene Devisenkassakurs für 1000 italienische Lira zum Beispiel 1 DM und der Einjahresterminkurs für 1000 Lira nur 0,90 DM, so entstehen nach Ansicht der Fondsverwaltung Kurssicherungskosten von 0,10 DM pro 1000 italienische Lira. Vernachlässigt wird bei dieser Betrachtung allerdings, daß die Differenz zwischen Devisen-

²⁴ Problematisch bei der Wahl längerer Absicherungszeiträume ist aber unter Umständen die fehlende Verfügbarkeit entsprechender Optionen. An der Deutschen Terminbörse gehandelte Aktienoptionen auf den DAX weisen zum Beispiel eine maximale Laufzeit von neun Monaten auf.

²⁵ Problematisch hierbei ist allerdings, daß der cash flow in Fremdwährung und damit der Absicherungsbetrag aufgrund der ungewissen Aktienkursentwicklung nicht genau zu bestimmen ist, so daß es zu Unter- oder Überabsicherungen kommen kann. Jedoch dürften daraus resultierende offene Fremdwährungspositionen in geringerem Maße zur Risikoerhöhung der Fondsanlage beitragen als eine unterlassene Absicherung.

kassa- und -terminkurs — der sogenannte Swapsatz — gemäß der Zinssatztheorie der Wechselkurserwartung bereits auf eine vom Markt erwartete Wechselkursänderung hindeutet²⁶ und die durchschnittlichen Renditen einer Aktienanlage im Ausland diese Entwicklung in der Regel bereits eskomprieren. In Ländern mit im Vergleich zum deutschen Markt höheren Zinssätzen, für deren Währungen eine Abwertung erwartet wird, ist also auch die durchschnittliche Rendite von Aktienanlagen höher als in Deutschland. Ein Anleger wäre ansonsten nicht bereit, bei einer erwarteten Aktienkursrendite von zum Beispiel 10% in italienische Aktien zu investieren, wenn der kurzfristige Geldmarktzins für die italienische Lira bereits 12% beträgt. Die von den Fonds in Höhe der Swapsätze definierten „Kosten“ für die Absicherung des Wechselkursrisikos einer Aktienanlage in Fremdwährung gleichen also — bei effizienten Märkten — langfristig allein die im Vergleich zu einer Aktienanlage in Deutschland höhere, aber in Fremdwährung gemessene Aktienrendite aus, und die Swapsätze stellen folglich auch keine „echten“ Kosten bzw. Versicherungsprämien dar.

Abgesehen von hohen Kurssicherungskosten wird vom Management einzelner Fonds aber noch ein weiteres Argument für das bewußte Eingehen von Wechselkursrisiken angeführt: So wird darauf hingewiesen, daß Aktienkurs- und Wechselkursrisiken in der Regel negativ korreliert seien, da im Falle einer Abwertung der Fremdwährung gewöhnlich mit einer Verbesserung der Exportchancen der ausländischen Unternehmen und damit einer Aktienkurssteigerung zu rechnen sei. Es wird also erwartet, daß virulent werdende Wechselkursrisiken tendenziell durch positive Aktienkursentwicklungen kompensiert werden. Wenngleich dieser Zusammenhang a prima vista plausibel erscheint und langfristig auch oft eintreten dürfte, so ist jedoch mit einer vollständigen sowie auch kurzfristig und nicht nur langfristig zu beobachtenden negativen Korrelation, also mit einer stets zu erwartenden gegenläufigen Entwicklung von Aktien- und

²⁶ Vgl. Büschgen, Hans E., Internationales Finanzmanagement, 2. Aufl.,

Wechselkursrisiken, kaum zu rechnen. Dem Anleger hilft es in diesem Zusammenhang wenig, wenn mit dem gleichzeitigen Eintritt von negativen Wechselkurs- und Aktienkursentwicklungen nur mit geringer Wahrscheinlichkeit zu rechnen war, denn gerade gegen derartige Worst-case-Szenarien wollte er sich ja durch den Kauf des risikobegrenzenden Fonds schützen.

Insgesamt ist der Argumentation der Investmentfonds, daß eine zusätzliche Wechselkursabsicherung aus Kostengründen unterlassen wird bzw. daß negative Wechselkursentwicklungen tendenziell durch positive Aktienkursentwicklungen kompensiert werden und Wechselkursrisiken daher nur bedingt von Relevanz sind, also kaum zu folgen. Vielmehr ist dieses Risiko im Hinblick auf die postulierte Risikobegrenzung unbedingt abzuschließen, zumal die Frage, ob für das Eingehen von Wechselkursrisiken, d.h. für die Schwankung der zukünftig eintretenden Devisenkassakurse um die Devisenterminkurse, langfristig entsprechende Prämien erzielt werden können, wissenschaftlich noch nicht abschließend untersucht wurde.²⁷

Frankfurt 1993, S. 129.

²⁷ Prämien für Wechselkursschwankungen können bei Fremdwährungsforderungen dann erwirtschaftet werden, wenn die Devisenterminkurse niedriger sind als die erwarteten zukünftigen Devisenkassakurse.

6. Ausblick/Resumee

Zusammenfassend kann festgehalten werden, daß sogenannte risikobegrenzende Aktienfonds grundsätzlich eine Möglichkeit darstellen, traditionell risikoscheue deutsche Investoren zur Aktienanlage zu bewegen. Voraussetzung hierfür ist allerdings, daß die derivativen Finanzinstrumente von den Fonds auch tatsächlich risikobegrenzend eingesetzt werden. Hierzu gehört insbesondere, daß beim Kauf von Verkaufsoptionen ein Basispreis gewählt wird, der am oder möglichst über dem aktuellen Kassakurs der abzusichernden Finanzinstrumente liegt. Zudem sollte bei einer grundsätzlich sinnvollen und das unsystematische Risiko reduzierenden Anlage in ausländische Aktienmärkte das Wechselkursrisiko abgesichert werden.

Bleiben letztere Voraussetzungen hingegen weiterhin unerfüllt, so kann von risikobegrenzenden Aktienfonds im eigentlichen Sinne nicht gesprochen werden. Zu Recht enttäuschte Anleger, die Anteile an diesen Fonds erworben haben, werden einer zukünftigen Aktienanlage wohl noch risikoscheuer gegenüberstehen als zuvor. Zudem werden sie Finanzderivaten — denen und nicht den Fehlleistungen produzierenden Fondsmanagern sie die versagte Absicherung unter Umständen anlasten — weiterhin kritisch gegenüber eingestellt sein. Schließlich ist auch der Investmentbranche insgesamt mit risikobegrenzenden Fonds, die ihrem eigenen Anspruch nicht gerecht werden, kaum gedient. Abgesehen vom hierdurch entstehenden Imageschaden wird man — bei einem nicht sachgerechten Einsatz von Finanzderivaten — auch den Anstrengungen der Branche, sich durch eine weitere Novelle des Gesetzes über Kapitalanlagegesellschaften den Einsatz zusätzlicher derivativer Finanzinstrumente genehmigen zu lassen²⁸, in der Öffentlichkeit zurecht wohl eher mit Ablehnung gegenüberstehen.

²⁸ Vgl. Bundesverband Deutscher Investment-Gesellschaften e.V., Investment 95, Frankfurt 1995, S. 37 ff.