



Kapitalanlage in Derivaten

von

Dr. rer. nat. Hans Uhlig

Copyright Hinweis

Der Text und die Abbildungen dieses Beitrages unterliegen dem Urheberrechtsschutz. Wer diese Produkte erwirbt, darf sie für den eigenen Gebrauch nutzen. Kopien oder Wiedergaben in anderer Form ob vollständig oder nur teilweise, bedürfen meiner schriftlichen Zustimmung.

Hans Uhlig, Juni 2010

Kapitalanlage in Derivaten

Für alle Anlagemedien gibt es auch davon abgeleitete Anlageinstrumente, sogenannte Derivate, wie z.B. Futures und Optionen. Mit Derivaten kann man besonders hohe Erträge – oder Verluste – erzielen. Die ersten Futures Kontrakte wurden in Chicago bereits im Jahr 1860 gehandelt. Diese wurden ursprünglich eingeführt, um Mittel zur Absicherung gegen die Risiken von Preis- bzw. Kursschwankungen zur Verfügung zu haben. Beispielsweise liegt im Agrarbereich zwischen Aussaat und Ernte fast ein Jahr. Auch die Aufzucht von Vieh bis zur Schlachtreife dauert etliche Monate. Die Produzenten von Schlachtvieh oder Feldfrüchten möchten sicher gehen, dass sie ihre Produkte später auch gewinnbringend verkaufen können. Außenhandelsunternehmen, im Import oder Export müssen sich gegen starke Devisenkursänderungen schützen. Industrieunternehmen möchten sich gegen starke Schwankungen der Energiekosten absichern. Juweliere können sich gegen sinkende Gold- und Platinpreise schützen. Früher konnte man dies nur über individuelle Vereinbarungen mit ausgesuchten Vertragspartnern und mit Hilfe von Terminverträgen erreichen. Inzwischen sind die Verträge für häufig nachgefragte Produkte standardisiert. Es gibt feste Qualitätsnormen, Kontraktgrößen und Fälligkeitstermine. Auf diese Weise besteht für Anbieter und Käufer mehr Auswahl und somit auch mehr Konkurrenz und effizientere Märkte. Darum werden diese Kontrakte in der Form von Futures z.B. an den Terminbörsen dieser Welt gehandelt.

Erläuterungen zu Derivaten

Charles Lightner, der eine amerikanische Investment-Beratungsgesellschaft leitet, merkt an dass der Waren-Terminmarkt (engl. *commodity futures market*) mehr mit dem Aktien- oder Anleihemarkt gemein habe, als vielfach angenommen. Jeder akzeptiert, dass Anleihen einen Zinswert besitzen. Man kauft Anleihen und erhält später mehr Geld zurück als man gegeben hat. Es lässt sich auch verstehen, dass man am Aktienmarkt ohne eigenes Zutun auf lange Sicht verdient, denn Aktien sind Kapitalbeteiligungen an Unternehmen. Aktienkurse erfolgreicher Unternehmen steigen in Folge des Kapitalbildungsprozesses, der mit dem Wirtschaftswachstum einher geht. Futures und Optionen sind jedoch in den Augen vieler nur eine Domäne für (Glücks-) Spieler. Auf den ersten Blick mag es so aussehen, doch die Ähnlichkeit mit einem Spiel besteht nur scheinbar.

Bei einem Spiel wird die Unsicherheit künstlich geschaffen, indem man würfelt oder gemischte Karten verteilt und alle Beteiligten wünschen diese Unsicherheit, denn sie brauchen den Nervenkitzel. Am Futures Markt jedoch ist das Risiko zwangsläufig vorhanden, weil keiner die zukünftigen Preise kennt. Die Futures Märkte wären vorhanden, unabhängig davon, ob jemand bereit wäre dort zu spekulieren. Diese Märkte erfüllen eine wichtige Aufgabe in der Wirtschaft, indem sie den Produzenten, Kaufleuten und Konsumenten von Waren die Möglichkeit geben, sich gegen ungünstige Änderungen der Marktpreise abzusichern. Dass es diesen Markt gibt, eröffnet die Gelegenheit für Spekulanten, sich zu beteiligen und daran zu profitieren. Die Kaufleute wiederum nutzen die Anwesenheit der Spekulanten, um einen Teil des Preisrisikos an diese risikobereiten Partner zu übertragen. Gemeinsam sorgen diejenigen, die sich gegen Preisverluste absichern und die Spekulanten dafür, dass die Märkte liquide und effizient sind.

Der Gegenentwurf zu den Futures Märkten ist beispielsweise der regulierte europäische Agrarmarkt, bei dem die Produzenten Garantiepreise bekommen. Das Preisrisiko wird hier nicht von Spekulanten übernommen, sondern von den europäischen Steuerzahlern und die werden nicht gefragt, ob sie das Risiko tragen möchten. Viele wären sicher froh, wenn die ungeliebten Spekulanten für sie das Preisrisiko übernehmen würden.

Die Übernahme von Risiken ist eine geldwerte Leistung, wie jeder weiß, der eine Versicherung abgeschlossen hat und dafür Versicherungsprämien zahlen muss. Auch am Kapitalmarkt wird für die Übernahme von Risiken eine Prämie gezahlt, bzw. Handelsgewinne teilweise abgetreten. Auf den Futures Märkten sind es die kommerziellen Händler, Produzenten und Konsumenten, die sich einen akzeptablen Preis für ihre Waren sichern möchten und dafür bereit sind, Abschläge vom, bzw. Zuschläge zum möglicherweise erzielbaren Preis in Kauf zu nehmen. Die nichtkommerziellen

Händler, z.B. Hedge Fonds übernehmen dieses Risiko, garantieren also dem Verkäufer oder Käufer einen bestimmten Preis. Dabei nehmen sie an, dass der Kontraktwert mit der Zeit steigen wird, sie also einen Verkaufserlös erzielen werden. Die Preisabschläge, die ein kommerzieller Händler hinnimmt, entsprechen somit einer Versicherungsprämie. Dieser Prämienfluss speist den Futures Markt und ist seine Ertragsgrundlage.

Wenn diese Annahme korrekt ist, sollte man auch ohne besonderes Handelsgeschick einen Ertrag am Futures-Markt erwirtschaften können. Beim Versuch, das nachzuweisen, stößt man auf ein Problem, nämlich die Kurzlebigkeit von Futures, die in der Regel nur eine maximale Laufzeit von neun Monaten besitzen. Eine rein passive Investmentstrategie ist daher nicht möglich. Ein Investor müsste also für sich entscheiden, in welche Richtung der Markt sich bewegt und entsprechend disponieren, also innerhalb der Laufzeit der Futures kaufen und wieder verkaufen. Aber die Regeln kann man klar definieren und in ein Programm übersetzen, das als Marktmodell dient, nach dem jeweils zu einem bestimmten Zeitpunkt und nach einem genau definierten Verfahren die erwartete Marktrichtung festgelegt wird. Auf diese Weise lässt sich die These dann überprüfen. Auf der Grundlage eines solchen Ansatzes gab im Jahr 1988 die Mount Lucas Management Inc. (MLM), Princeton, New Jersey, U.S.A., einen Index heraus. Der Index verfolgt die Erträge eines kontinuierlichen, gleich gewichteten Engagements in 25 verschiedenen Futures Märkten. Jeden Monatsanfang wird nach einer einfachen Trendbestimmungsformel festgelegt, ob man ‚long‘ oder ‚short‘ geht (auf steigende oder fallende Kurse setzt) und die so eingegangene Position wird immer bis zum jeweiligen Monatsende gehalten. Für alle 25 Märkte wird nach einheitlichen Regeln agiert. Der Index ist kumulativ, wie der DJIA oder der S&P 500 für Aktien oder der Shearson-Lehman bzw. der Ryan Index für Anleihen. So wie diese Indizes als Vergleichsstandard (*benchmark*) für die entsprechenden Fondmanager dienen, ist inzwischen der MLM Index die Vergleichsgröße für verwaltete Derivatportfolios (*managed futures accounts*) etabliert und wird beispielsweise im WALL STREET JOURNAL veröffentlicht.

Die Bedeutung der Futures Märkte hat immer mehr zugenommen. Im Jahr 1971 wurden an allen amerikanischen Terminbörsen etwa 14 Millionen Kontrakte umgesetzt, im Jahr 2000 waren es fast 500 Millionen, allein in den U.S.A., dazu kamen noch über 900 Millionen Kontrakte in anderen Ländern. Die beiden ersten und noch immer die größten dieser Terminbörsen haben ihren Sitz in Chicago, Illinois, U.S.A., das CBOT (Chicago Board of Trade) und die CME (Chicago Mercantile Exchange), doch es gibt noch weitere in den U.S.A. und anderen Ländern in Übersee sowie einige bedeutende auch in Europa, darunter die LIFFE (London International Financial Futures Exchange) in London und die EUREX (European Futures Exchange) in Frankfurt und Zürich. Die EUREX ist jünger als die LIFFE, aber sie hatte in den Jahren 1999 und 2000 beinahe den dreifachen Umsatz. Sie ist, gemessen an der Zahl gehandelter Kontrakte sogar die größte einzelne Terminbörse der Welt, mit fast 300 Millionen Kontrakten im Jahr 2000.

Die Futures Märkte sind vergleichsweise transparent. Eine Aufsichtsinstanz, die Commodity Futures Trading Commission (CFTC) erfasst die Engagements der Marktteilnehmer, d.h. ob sie ‚long‘ oder ‚short‘ sind und wie viele Kontrakte sie abgeschlossen haben. Oberhalb einer bestimmten Anzahl abgeschlossener Kontrakte müssen sie einer von zwei Kategorien zugeordnet werden, entweder den kommerziellen Händlern oder den nichtkommerziellen Händlern. Wie viele Kontrakte das sind, wird von der Börse festgelegt. Die kommerziellen Händler sind jene, die ein nachweisbares physisches Interesse an der jeweiligen Ware besitzen, sie müssen also entweder Produzenten oder Konsumenten sein. Die nichtkommerziellen Händler brauchen ein solches Interesse nicht nachzuweisen. Sie werden auch Spekulanten oder Fonds genannt, da viele aus dieser Gruppe den Hedge Fonds zugeordnet werden können. Die dritte Gruppe sind Kleinanleger, die nur wenige Kontrakte abgeschlossen haben und daher nicht in eine der ersten beiden Kategorien eingeordnet werden müssen. Als vierte Gruppe gibt es noch die sogenannten Spreader, das sind Anleger, die sowohl ‚long‘ als auch ‚short‘ gehen, jedoch jeweils für unterschiedliche Fälligkeitszeitpunkte. Die CFTC veröffentlicht die Statistik der offenen Verträge für jede Marktkategorie und für jeden Markt am Freitag jeder Woche im sogenannten ‚Commitment of Traders‘ (COT) Bericht. Die darin angegebenen Zahlen geben die Marktsituation vom jeweils davor liegenden Mittwoch wieder. Die Häufigkeit des COT wurde im Laufe der Jahre immer weiter erhöht. Ende der neunziger Jahre wurde beispielsweise nur alle vierzehn Tage berichtet und die

Daten waren bei ihrem Erscheinen eine Woche alt.

Kapitalanlagen in Derivaten sollte man den Spezialisten anvertrauen

Derivate sind für den Laien schwer zu durchschauen und sie sollten deshalb den gewerbsmäßigen Händlern, sogenannten *Commodity Trading Advisers* (CTAs), überlassen bleiben. Diese müssen mindestens drei Jahre lang erfolgreich gehandelt haben, bevor sie diesen Status erlangen und den Titel führen dürfen. Bei diesen Fachleuten, deren Befähigung von unabhängigen Prüfern überwacht und regelmäßig bewertet wird, kann man auch Konten eröffnen. Für den Kleinanleger erscheint die Mindestkapitalanforderung relativ hoch. Umfragen des kanadischen Wirtschaftsjournalisten Martin Hiemstra ergaben, dass die typische Mindestanforderung für eine begrenzte Partnerschaft US-\$ 25000 betrug. Das ist, wenn man den derzeitigen Wechselkurs des US-\$ zum Euro betrachtet, allerdings deutlich weniger, als bei uns für die Eröffnung eines Festgeldkontos gefordert wird. Mit einem Kapitaleinsatz in dieser Höhe ist keine individuell abgestimmte Anlagestrategie, z.B. hinsichtlich Risikotoleranz, möglich. Denn in diesem Fall muss das Kapital mehrerer Anleger gemeinsam verwaltet werden. Die übliche Mindestgröße für individuelle Konten liegt bei US-\$ 100.000 oder mehr.

Der große Kapitalbedarf hat verschiedene Gründe. Zum einen gibt es Mindestgrößen für Futures Kontrakte und für die muss entsprechende Sicherheit hinterlegt werden. Für die meisten US-Futures gibt es mittlerweile Mini-Kontrakte, die nur ein Fünftel oder ein Zehntel der regulären Kontraktgröße besitzen und daher entsprechend weniger kosten. So können auch weniger betuchte Anleger diese Kontrakte erwerben. Das erleichtert die Diversifizierung und damit die Risikostreuung. Aber die Anlagemittel sollten auch über verschiedene Märkte gestreut werden, beispielsweise Aktienindizes, Währungen, Edelmetalle, Energierohstoffe, Nahrungsmittel, Textilrohstoffe, Zinspapiere. Schließlich ist ein gutes Kapitalmanagement nötig, das nicht nur realistische Kursschwankungen zugrunde legt, sondern auch sehr seltene Ereignisse berücksichtigt und längere zwischenzeitliche Verluststrähnen mit einkalkuliert. Ein üblicher Ansatz besteht darin, täglich nur 1% seines Kapitals, maximal 2% pro Engagement, zu riskieren. Dazu muss das Handelssystem, das man verwendet, zum Schutz vor Verlusten, rigorose ‚harte‘ Stopbedingungen für jede Position enthalten, bei deren Eintritt die Position zwangsweise liquidiert wird. Die Stopbedingungen müssen jedoch an die Marktentwicklung angepasst werden, wenn der Markt sich in die gewünschte Richtung bewegt. Beginnt man, Gewinne zu erzielen, dann dienen die Stopmarken zur Absicherung der Gewinne. Sie werden also kontinuierlich parallel zum Marktpreis angepasst, solange die Markttrichtung stimmt. Der größte Teil des Kapitals wird als Sicherheit zurück behalten. Es trägt dennoch Zinsen, denn es wird üblicherweise als Tagesgeld angelegt. Je weniger Kapital man zur Verfügung hat, desto weniger kann man diversifizieren und das bedeutet stärkere Ertragsschwankungen, also mehr Risiko oder man muss so enge Stopbedingungen setzen, das man bei der kleinsten Zufallsbewegung des Marktes in die falsche Richtung sofort liquidieren muss. Beides ist unerwünscht und darum ist die Mindestanforderung von US-\$ 100.000 für ein Futures Konto verständlich.

Die CTAs als Gruppe haben im Vergleich zu Fondsmanagern am Aktienmarkt oder Anleihemarkt hinsichtlich Ertrag und Risiko gut abgeschnitten. Auch wenn am Aktienmarkt Flaute herrscht, können CTAs noch lukrative Anlagemittel finden, denn sie haben mehr als 50 Rohstoffe und Finanzderivate zur Verfügung, in die sie investieren können. Meist ist man gleichzeitig nur in etwa 20 verschiedenen Derivaten engagiert. Die Zeithorizonte die ein Anleger einkalkulieren muss, um angemessene Erträge zu erzielen, sind bei Aktiendepots weniger günstig als bei 'managed futures accounts'. Für Aktien rechnet man mit zehn Jahren, als langfristige Kapitalanlage. Das hat damit zu tun, dass man gern mehr als einen Konjunkturzyklus und damit auch mehr als einen Investitionszyklus überbrücken möchte, um vorübergehende Flaute am Markt ausgleichen zu können. Bei Finanzderivaten hat man mit Rohstoffen, Aktien, Anleihen und Währungen eine Vielzahl von Anlageinstrumenten zur Verfügung, deren Zyklen gegeneinander versetzt sind. Zudem kann man mit entsprechenden Instrumenten nicht nur bei steigenden, sondern auch bei fallenden Kursen Gewinne erzielen. Darum gibt es bei den Derivaten öfter Gelegenheit, von

günstigen Marktbedingungen zu profitieren. Aus diesem Grund werden für ‚managed futures accounts‘ bereits drei Jahre als langfristige Anlage betrachtet.

Wenn man also einen CTA mit der Verwaltung von Kapital beauftragt, ist man in mehrfacher Hinsicht besser beraten, als würde man einen herkömmlichen Anlageberater in einer Bank dafür bemühen. Ein CTA muss einen Befähigungsnachweis erbringen, bevor er überhaupt als solcher tätig sein darf. Für herkömmliche Anlageberater gilt dies in dieser Strenge nicht. Die Erfolge eines CTA werden zudem laufend von Aufsichtsbehörden überprüft. Herkömmliche Anlageberater unterliegen einer solchen Aufsicht nicht. Es werden auch Ranglisten veröffentlicht, in denen die Erträge der CTAs aufgelistet sind, beispielsweise unter www.cta-index.com oder www.managedfutures.com. Ein CTA ist es gewohnt, mit schwankenden Märkten umzugehen und er kann in Aufschwung- und in Abschwungphasen der Börsen Geld gewinnbringend anlegen. Die Weisheit der anderen Anlageberater beschränkt sich meist darauf, Wertpapiere zu kaufen und zu hoffen, dass deren Kurse steigen. In schwankenden Märkten oder gar in Abschwüngen sind sie meist nicht in der Lage Geld zu verdienen.

Falls Sie im Internet nach CTAs suchen, könnten Sie eine Überraschung erleben: die Abkürzung CTA ist nämlich in Deutschland für eine andere Berufsgruppe (chemisch-technische Assistenten) belegt.

Dubovsky, David A. & Miller, Thomas W.: Derivatives – Valuation and Risk Management. Oxford University Press, New York, 2003.

Hiemstra, Martin: Managed Futures And Commodity Trading Advisors. Technical Analysis of STOCKS & COMMODITIES, September 1997, S. 92-97.

Hull, John C.: Options, Futures and other Derivatives, 4th Edition, Prentice-Hall International Inc., Upper Saddle River, N.J., U.S.A. 2000.

Lightner, Charles R.: A Rationale For Managed Futures. Technical Analysis of STOCKS & COMMODITIES, März 1999, S. 80-90.

David Skeel & Frank Partnoy: The Promise and Perils of Credit Derivatives. University of Cincinnati Law Review, 2006.