

Editorial:

Zum Einsatz derivativer Instrumente

Derivative Instrumente sind aus der heutigen Finanzwelt nicht mehr wegzudenken. Sie erfüllen eine wichtige ökonomische Funktion, wie dies bereits aus mehreren Beiträgen der Zeitschrift "Finanzmarkt und Portfolio Management" hervorging. So erlauben sie die Umsetzung von Portfoliostrategien, welche mittels Basisanlagen nur unter grösserem Kostenaufwand beziehungsweise gar nicht möglich sind.

Ein Blick in die Praxis lässt allerdings vermuten, dass derivative Instrumente nicht ausschliesslich aufgrund solcher ökonomischer Überlegungen zum Einsatz gelangen. So verwenden zahlreiche Anleger Optionen und Futures, weil sie glauben, dass sich dadurch die Rendite per se - unter einem reinen Ertragsgesichtspunkt, ohne Risikoeffekte zu beachten - erhöhen lässt. Oder es wird die Meinung vertreten, dass Derivative vor allem dem Hedging dienen, womit suggeriert wird, dass dadurch grundsätzlich risikoärmere Strategien bei gleichen Renditeerwartungen ermöglicht werden. Diesen beiden Vorstellungen soll im vorliegenden Editorial nachgegangen werden, um anschliessend noch einmal die Funktion derivativer Instrumente im Portfoliomanagement zu analysieren.

Die erste angesprochene Vorstellung basiert auf der Behauptung, mit Derivativen lasse sich grundsätzlich die Rendite verbessern. Ein häufiges Beispiel dafür stellt das Schreiben von Call-Optionen auf bestehenden Basisbeständen dar. Motiviert wird eine solche Aussage durch unvollständige beziehungsweise falsche Verbuchungspraktiken seitens

vieler institutioneller Investoren und durch eine Fehleinschätzung asymmetrischer Risikostrukturen. Implizit wird dann abgeleitet, dass das Verkaufen von Call-Optionen grundsätzlich erfolgsversprechend ist, unabhängig von den individuellen Marktprognosen und Risikobedürfnissen.

Nun ignoriert allerdings eine solche Einschätzung die Tatsache, dass aus gesamtwirtschaftlicher Sicht alle Derivative zusammen, weil es sich ja lediglich um von Basisanlagen "abgeleitete" Instrumente handelt, insgesamt (vor Kosten) ein monetäres Nullsummengeschäft darstellen. Mit anderen Worten existiert für jede Long- eine Short-Position, so dass ein Gewinn für die eine Seite einen entsprechenden Verlust für die andere Seite bedeutet. Die für eine Strategie erzielte Rendite hängt somit entscheidend von der Entwicklung der Basisanlage ab, vorausgesetzt, es sind genügend Arbitrageure für eine korrekte relative Preisbildung besorgt. Womit auch erklärt ist, dass sich die Rendite durch den Einsatz derivativer Instrumente nicht per se verbessern lässt. Der Erfolg hängt vielmehr vom gekonnten und bedürfnisgestützten beziehungsweise glücklichen Einsatz solcher Anlagevehikel ab.

Weitere Missverständnisse leiten sich von der Aussage ab, dass derivative Instrumente vorwiegend zwecks Hedging eingesetzt werden. Da unter Hedging die Reduktion von Risiko verstanden wird, wird eine solche Strategie von vielen Praktikern begrüsst. Es erstaunt daher nicht, dass unter Zuhilfenahme des vorliegenden Arguments von vielen Verantwortlichen der Einsatz derivativer In-

strumente gerechtfertigt wird. Nun ist aber zu beachten, dass jede Hedgingoperation mittels Derivativen einem (Teil-)Verkauf der Basisanlage entspricht, was in den allermeisten Fällen der Ausfluss einer aktiven und also spekulativen Strategie ist. So hat der Hedger zu definieren, welches Risikoengagement um wieviel und wann er abzusichern gedenkt - alles Entscheidungsparameter, welche typischerweise einen aktiven Timing-Entscheid charakterisieren. Dies bedeutet, dass der Einsatz derivativer Instrumente, selbst wenn dies tatsächlich zwecks Hedging erfolgt, nicht notwendigerweise mit einer vorsichtigen Anlagepolitik gleichgesetzt werden darf.

Die Verwendung und Propagierung derivativer Instrumente aufgrund missverständlicher oder gar falscher Argumente kann infolge Enttäuschungen und Widersprüchlichkeiten die Skepsis der verantwortlichen Organe institutioneller Investoren hervorrufen. Die mögliche Konsequenz sind Einsatzverbot oder -einschränkung, was in Anbetracht der wichtigen ökonomischen Funktion von Derivativen kontraproduktiv ist. Aus diesem Grund seien noch einmal einige wichtige Charakteristiken, aus welchen sich auch der Einsatzzweck ableiten lässt, verdeutlicht. Derivative Instrumente sind nicht eigenständige Anlageinstrumente, sondern lediglich von Basisanlagen (z.B. Aktien, Obligationen, Währungen) "abgeleitete" Instrumente. Ihr Preis und damit auch Risikoverhalten ist daher im wesentlichen durch die Wertbewegungen der zugrundeliegenden Basisanlagen bestimmt. Als zusätzliche Risiken weisen die Derivativen das Gegenparteiisiko - Wahrscheinlichkeit, dass die Zahlungsverpflichtung durch die Gegenpartei nicht eingehalten werden kann, welche im Falle standardisierter Kontrakte gering ist - und das Risiko falscher Preisrelationen zwischen Basis- und Derivativanlagen auf.

Eine wichtige Determinante, ob Derivative oder die Basisanlagen einzusetzen sind, sind damit die Kosten. Darunter sind Transaktions- (Brokerage), Verwahrungs- (Custody) und Überwachungsentschädigungen (Management), aber auch eventuell entgangene Erträge in den Basisanlagen (z.B. Quellensteuerab-

zug) oder relative Zusatzrisiken zu verstehen. So dürfte beispielsweise eine vorübergehende taktische Allokationsverschiebung, welche innerhalb weniger Monate rückgängig gemacht wird, mittels liquider Futures-Kontrakte billiger realisiert werden als durch Kauf und Verkauf der physischen Anlagen. Andererseits drängt sich für den Abschluss einer Versicherung, bei welcher das Verlustpotential limitiert und das Gewinnpotential beibehalten werden soll, infolge der asymmetrischen Pay-off Struktur auch ein asymmetrisches Instrument, d.h. eine Option, auf. Ein synthetisches Nachvollziehen einer Versicherungsstrategie mittels symmetrischer Instrumente (Basistitel oder Futures) dürfte für den Portfoliomanager viel zu teuer zu stehen kommen. Eine dynamische Portfolioabsicherungsstrategie wird er daher nur anwenden, wenn keine entsprechenden Optionskontrakte vorliegen und keine nicht-standardisierte Instrumente eingesetzt werden sollen. Derivative sind nichts anderes als die Konsequenz eines Spezialisierungsgrades der Finanzwelt, bei welcher ein Spezialist (Market Maker) mit günstigsten Kostenvoraussetzungen Instrumente schafft, welche dem Portfoliomanager die Umsetzung der gewünschten Strategie billiger ermöglicht. Damit wird deutlich, dass derivative Anlageinstrumente nicht allein aus Prestige Gründen eingesetzt werden sollten, sondern dass ihr Einsatz die Konsequenz des rationalen Abwägens der relativen Vor- und Nachteile gegenüber dem Einsatz der entsprechenden Basisanlagen sein sollte. Das Portfoliomanagement mittels derivativer Instrumente verlangt vom Portfoliomanager also nicht "nur" die Wahl der einzuschlagenden Politik, sondern immer mehr auch die sorgfältige Evaluation der Instrumente, mittels welchen diese Politik implementiert werden kann.