

Vom Options-Fonds zur Fonds-Option

Dr. Markus König*

- I. Einleitung*
- II. Gestaltungsformen*
 - 1. Optionen auf einen oder mehrere Fonds*
 - 2. Optionen auf Fondsindizes*
- III. Verwendungsmöglichkeiten von Fonds-Optionen*
 - 1. Aktiv gemanagte Garantiefonds*
 - 2. Limitierte Kauf- und Verkauf-Order*
- VI. Investmentrechtliche Beurteilung*
 - 1. Erwerb und Veräußerung von Fonds-Optionen auf Rechnung eines Sondervermögens*
 - 2. Erwerb und Veräußerung von Fonds-Optionen durch die Kapitalanlagegesellschaft*
- V. Zusammenfassung und Ausblick*

I. Einleitung

Wenn im Bereich der Kapitalanlage von einem Jahrzehnt der Investmentfonds gesprochen wird,¹ ist dies angesichts der ungehindert wachsenden Fondsvermögen wohl berechtigt. Beschleunigt wird dieser Prozeß durch die laufende Entwicklung neuer Fondsprodukte. In diesem Zusammenhang ist die Nutzung derivativer Finanzinstrumente inzwischen zur Selbstverständlichkeit geworden. Um so erstaunlicher ist es, daß erst jüngst die ersten Schritte in die umgekehrte Richtung unternommen werden. So haben sich Derivate auf Energie-Kontrakte, Katastrophen-Indizes und Bonitäten inzwischen etabliert,² während der bedeutende Bereich der Investmentfonds bislang erst ansatzweise von dieser Entwicklung erfaßt wurde.

Mit den nachfolgenden Ausführungen soll daher der Versuch unternommen werden, den möglichen Nutzen entsprechender Derivate zu beschreiben und damit die Diskussion um eine entsprechende Weiterentwicklung der Investmentanlage anzuregen.

II. Gestaltungsformen

Bevor man sich mit den Chancen, aber auch eventuellen negativen Konsequenzen auseinandersetzen kann, sind zunächst mögliche Gestaltungsformen vorzustellen.

1. Optionen auf einen oder mehrere Fonds

Wie Presseberichten zu entnehmen ist, wird derzeit die Zulassung von Optionen auf einzelne Fonds an der American Stock Exchange (AMEX) geprüft.³ Auch in Deutschland sind erste Ansätze in diese Richtung erkennbar. So lief Ende Oktober 1997 die Zeichnungsfrist für eine spezielle Optionsanleihe ab.⁴ Das Besondere daran war die Kombination einer Null-Kupon-Anleihe mit einem Optionsschein auf einen Korb, bestehend aus drei Investmentfonds. Da die Emittentin im Verkaufsprospekt versichert, daß bezüglich des isolierten Handels mit den Optionsscheinen zukünftig ein liquider Markt zur Verfügung steht, kann dies als Grundstein für einen Fonds-Optionsschein-Markt in Deutschland gesehen werden. Die dabei gewählte Gestaltung, daß nämlich ein an der Performance der Fonds orientierter Zahlungsanspruch verbrieft wird, ist aber keineswegs zwingend.⁵ Denn in gleicher Weise könnten Fonds-Optionen auch das Recht verbrieften, im Zeitpunkt oder im Zeitraum der Vertragserfüllung den Anteilschein des zugrundeliegenden Fonds zu den bei Vertragsabschluß festgelegten Konditionen zu kaufen oder zu verkaufen. Soweit sich derartige Optionen auf börsennotierte geschlossene Fonds beziehen, kann unmittelbar auf die Gestaltung von Aktien-Optionen verwiesen werden. Beziehen sich Optionen dagegen auf Investmentfonds der in Deutschland vorherrschenden⁶ offenen Form, ergeben sich in der Folge sehr interessante finanztheoretische Fragestellungen, auf die an dieser Stelle nicht näher eingegangen wird. Zu nennen sind in diesem Zusammenhang beispielsweise die Einflüsse des in aller Regel erhobenen Ausgabeaufschlags und des jederzeitigen Rückgaberechts auf die Optionspreise.

2. Optionen auf Fondsindizes

Auch hinsichtlich Fondsindex-Optionen kann man seit dem 3. Dezember 1997 auf praktische Erfahrungen zurückgreifen.⁷ Seit diesem Zeitpunkt werden nämlich Optionskontrakte auf zwei neu geschaffene Fonds-Indizes an der Chicago Board Options Exchange gehandelt. Bei den Indizes, die sich aus den jeweils 30 größten Aktiefonds zusammensetzen, handelt es sich um den „Lipper/Salomon Growth Mutual

Fund Index“ und den „Lipper/Salomon Growth and Income Mutual Fund Index“. Die Anknüpfung an die spezifischen Anlagestile („Growth“ bzw. „Growth and Income“)⁸ war insoweit naheliegend, als diese charakteristisch für nahezu 50% aller in den USA vertriebenen Fonds sind.

Daß diese Entwicklung auf dem US-amerikanischen Kapitalmarkt seinen Ursprung nahm, war keineswegs selbstverständlich. Denn, was für viele überraschend klingen mag, es bestehen in Deutschland bereits Fonds-Indizes. Es handelt sich hierbei um folgende, börsentäglich veröffentlichte Indizes:

Name	Kriterien	Basis	Zahl der enthaltenen Fonds
HB-Fonds-Index Deutsche Aktienfonds	Alle Wertpapierfonds nach deutschem Recht und unter deutscher Aufsicht, die überwiegend in <u>Aktien</u> investieren und deren Auflagdatum länger als 1 Jahr zurückliegt.	31.12.1966 = 100	k.A.
HB-Fonds-Index Deutsche Rentenfonds	Alle Wertpapierfonds nach deutschem Recht und unter deutscher Aufsicht, die überwiegend in <u>Renten</u> investieren und deren Auflagdatum länger als 1 Jahr zurückliegt.	31.12.1966 = 100	k.A.
HB-Fonds-Index Deutsche Fonds Gesamt	Alle Wertpapierfonds nach deutschem Recht und unter deutscher Aufsicht, die sowohl in <u>Aktien</u> als auch <u>Renten</u> investieren und deren Auflagdatum länger als 1 Jahr zurückliegt.	31.12.1966 = 100	k.A.
HB-Fonds-Index Internationale Fonds	Wertpapierfonds, die weder deutschem Recht noch US-amerikanischem Recht unterstehen, also weder beim BAKred noch bei der SEC registriert sind), sondern in anderen Ländern domizilieren, z.B. in der Schweiz, in Luxemburg sowie in außereuropäischen Ländern, z.B. in Kanada.	Ende 1969 = 100	ursprünglich 50, derzeit ca. 30 Fonds
HB-Fonds-Index US-Fonds	Wertpapierfonds nach US-amerikanischem Recht, die in den USA beheimatet sind und bei der SEC registriert sind und von dieser überwacht werden.	Ende 1969 = 100	ursprünglich 50, derzeit ca. 40 Fonds

Quelle: Handelsblatt

Auf eine Eignung dieser Indizes im Zusammenhang mit Optionen soll an dieser Stelle nicht eingegangen werden. Wagt man aber einen Ausblick in die Zukunft und berücksichtigt man insoweit die parallele Entwicklung im Bereich der Aktienindizes, scheint sich die Konstruktion komplexerer Indizes aufzudrängen. Beispielsweise könnte analog einem an der Dividendenrendite orientierten Aktienindex auch ein Aktien-Fondsindex konstruiert werden, der sich aus den deutschen Aktienfonds mit der höchsten 1, 3- oder 5-Jahres-Performance zusammensetzt.

III. Verwendungsmöglichkeiten von Fonds-Optionen

Die Beantwortung der Frage, ob Fonds-Derivate als eine sinnvolle Bereicherung des Kapitalmarktes anzusehen sind, wird entscheidend von deren Nutzen bestimmt werden. Einen Anhaltspunkt für mögliche Anwendungsbereiche geben die Ankündigungen im Zusammenhang mit den bereits getätigten Emissionen. Diese stellten stets den Aspekt der Risikoabsicherung in den Vordergrund. Damit sind aber deren Möglichkeiten keineswegs erschöpfend beschrieben. Insbesondere zwei Anwendungsbereiche bieten sich an, die individuelle Gestaltung aktiv gemanagter Garantiefonds (unten 1.) sowie limitierte Kauf- bzw. Verkaufsoptions über Optionen (unten 2.). Nur aus Gründen der Vollständigkeit sei an dieser Stelle auch auf die grundsätzliche Möglichkeit hingewiesen, Fonds-Optionen als Bestandteil der Vergütung des Fondsmanagements einzusetzen. Denn in der Praxis würden vorzugsweise spezielle - wenngleich den Optionen angenäherte - Gestaltungen gewählt und angesichts der geringen Zahl von Fondsmanagern auf eine Verbriefung verzichtet.⁹

1. Aktiv gemanagte Garantiefonds

Der vielzitierten Risikoaversität deutscher Anleger wird in vielfacher Form Rechnung getragen. Im Bereich der Fondsanlage sind es insbesondere die Aktien-Garantiefonds, die den Anlegern die Ertragschancen der Aktienmärkte eröffnen, gleichzeitig aber das Verlustrisiko begrenzen. Dies wird dadurch erreicht, daß die Kapitalanlagegesellschaft den Anteilsinhabern eine Mindestausschüttung und/oder die Rückzahlung des ursprünglich eingesetzten Kapitals am Ende einer festen Laufzeit garantiert.

Nicht übersehen werden darf aber die in der Regel neutrale Anlagepolitik. Diese ist eine Folge der vornehmlich verwendeten Anlagestrategien, die entweder Indexzertifikate mit entsprechenden Verkaufs-Optionen („Protective Put“) oder Zerobonds mit entsprechenden Kaufoptionen („Portfolio Insurance mit Calls“) kombinieren.¹⁰ Jedenfalls ist es einem Anleger derzeit nicht möglich, einen beliebigen - aktiv gemanagten - Fonds gegen etwaige Kursverluste abzusichern. Dies kann allenfalls näherungsweise durch den parallelen Kauf von Put-Optionen auf den der Anlagepolitik zugrunde gelegten Index erreicht werden.

Sobald aber dem Anleger Put-Optionen auf einzelne Fonds zur Verfügung stehen, ist es jedenfalls dem versierten Anleger grundsätzlich möglich, jeden dieser Fonds als Garantiefonds zu gestalten. Abgesehen von der damit in der Praxis erstmals ermöglichten Absicherung eines aktiv gemanagten Fondsportfolios ist aus Sicht des Anlegers auch die damit verbundene Transparenz der Absicherungskosten hervorzuheben. Hinzu kommt die hohe Flexibilität, da - entsprechende Optionen vorausgesetzt - sowohl der Absicherungsgrad als auch der Absicherungszeitraum individuell bestimmt werden können. Trotz der genannten Vorzüge dürfen diese Möglichkeiten allerdings nicht überschätzt werden. Denn nicht jeder Anleger verfügt über die entsprechenden Wertpapier-Kenntnisse und ist bereit, ein individuelles Garantieprodukt selbst zu gestalten. Eng damit verbunden ist die Frage, ob es sich hierbei um ein Börsentermingeschäft handelt und damit unter der Voraussetzung der Termingeschäftsfähigkeit des Anlegers als verbindlich gilt.¹¹ Auch wenn es sich um Optionen mit exotischem Charakter handelt, ist in Übereinstimmung mit der herrschenden Meinung auch dann von einer Einordnung als Börsentermingeschäft auszugehen, wenn - was unwahrscheinlich sein wird - dem Anleger nicht die Möglichkeit geboten wird, seine Position glattzustellen.¹²

Insgesamt könnten sich daraus für Finanzdienstleister, die nicht dem KAGG unterworfen sind, interessante Marktchancen eröffnen. Denn diese könnten, ein hinreichendes Interesse von Seiten der Anleger vorausgesetzt, durch die individuelle Kombination von Put-Optionen mit Fonds in Zukunft auch selbst Garantiefonds „auflegen“.

2. Limitierte Kauf- und Verkauf-Order

Während bei börsennotierten Wertpapieren die Abgabe von Kauf- bzw. Verkauf-Limits eine Selbstverständlichkeit ist, kann der Anleger beim Erwerb oder der Veräußerung von Investmentzertifikaten von dieser Möglichkeit keinen Gebrauch machen.¹³ Zumindest einem limitierten Fondskauf stehen aber weder zwingende rechtliche noch tatsächliche Gründe entgegen. Diese angesichts der üblichen Praxis überraschende Aussage erschließt sich unmittelbar, wenn man sich die spezifische Methode der Anteilswertberechnung vor Augen führt. So wird zunächst der Nettoinventarwert ermittelt und dieser durch die Anzahl der ausgegebenen Anteile dividiert. Wenn zu diesem Zeitpunkt und zu dem dann festgestellten Anteilswert neue Anteile

ausgegeben werden, wird der Wert der übrigen Anteile nicht beeinflusst. Einzig der Anteil liquider Mittel nimmt zu, die dann am darauffolgenden Börsentag entsprechend der fondsspezifischen Anlagepolitik zu investieren wären. Es ist daher ohne weiteres möglich, auch bei Investmentzertifikaten limitierte Kauforders zuzulassen. Wenn von dieser Möglichkeit derzeit kein Gebrauch gemacht wird, kann das nur damit erklärt werden, daß das Fondsmanagement nicht auf die aus der gegenwärtigen Verfahrensweise resultierende Möglichkeit verzichten will, börsentäglich die Wertpapierbestände der Zahl der umlaufenden Anteile anzupassen.¹⁴

Bedeutsamer sind die Probleme im Zusammenhang mit limitierten Verkauforders. Diese können nämlich dann nicht ausgeführt werden, wenn der Mittelabfluß größer ist als die zur Verfügung stehenden liquiden Mittel und eine taggleiche Liquidierung von Wertpapieren aufgrund des Börsenschlusses nicht möglich ist. Insoweit sieht das Investmentrecht zwar die Möglichkeit vor, die Anteilscheinrücknahme auszusetzen,¹⁵ doch überwiegen die damit verbundenen Nachteile. So dürfen während des Zeitraums der Aussetzung keine neuen Anteilscheine ausgegeben werden.¹⁶ Der ultimative Charakter kommt auch darin zum Ausdruck, daß die Kapitalanlagegesellschaft die Aussetzung bei der Deutschen Bundesbank und den nationalen Aufsichtsbehörden anzuzeigen hat. Schließlich wären die Anleger durch entsprechende Zeitungsanzeigen sowohl über die Aussetzung als auch die Wiederaufnahme in Kenntnis zu setzen.¹⁷ Angesichts dieses Aufwandes erscheint es daher im Hinblick auf eine einheitliche Verfahrensweise vertretbar, auf limitierte Orders bei nicht-börsennotierten Fondsanteilen gänzlich zu verzichten. Weder unter rechtlichen noch abwicklungstechnischen Gesichtspunkten zu erklären ist aber ein Verzicht auch auf sogenannte „stop-loss“-Order. Bei diesen wird der Erwerb oder die Rückgabe von Anteilscheinen am nächsten Börsentag nach Erreichen des Limits für den Rücknahmepreis vollzogen. Eine noch zeitnähere Abwicklung könnte erreicht werden, wenn man den Kauf- bzw. Verkaufsauftrag an externe Größen koppelt, die laufend festgestellt werden (z.B. der zugrundeliegende Benchmark-Index). In der Praxis sähe dies wie folgt aus: Der Anleger würde beispielsweise eine Kauforder über Anteile eines deutschen Aktienfonds abgeben, die unter der aufschiebenden Bedingung steht, daß der deutsche Aktienindex (DAX) einen bestimmten Wert erreicht. Insbesondere bei hochvolatilen Märkten, also solchen, bei denen die Indexstände starken täglichen Schwankungen unterworfen sind, kann der Anleger von günstigen Ein- oder

Ausstiegskursen profitieren. Letztlich wird es sich dabei aber immer um Hilfskonstruktionen handeln.

Durch die Einbeziehung von Fonds-Optionen könnte dem Interesse der Anleger an limitierten Orders Rechnung getragen werden, ohne zugleich die berechtigten Interessen der Kapitalanlagegesellschaft, die sogar gesetzlich zur Gleichbehandlung aller Anteilsinhaber verpflichtet ist, zu verletzen. Dies ist möglich, da sich grundsätzlich jeder Verkauf eines Fondsanteils über einen Long-Put und jeder Kauf über einen Short-Call darstellen läßt.

VI. Investmentrechtliche Beurteilung

Derivative Finanzinstrumente sind inzwischen selbstverständlicher Bestandteil des Managements von Wertpapier-Sondervermögen. Dies gilt sowohl für deren Erwerb als auch für die Einräumung entsprechender Rechte an Dritte. In Anbetracht der damit verbundenen Gefahren schränkt das KAGG deren Anwendung jedoch ein, so daß es zunächst einer Auseinandersetzung mit der investmentrechtlichen Zulässigkeit sowohl eines entsprechenden Erwerbs zugunsten als auch der Einräumung entsprechender Rechte zu Lasten eines Sondervermögens bedarf. Dabei wird zu unterscheiden sein zwischen Wertpapier- und Investmentfondsanteil-Sondervermögen. Schließlich wird anzusprechen sein, ob es auch der Kapitalanlagegesellschaft selbst gestattet ist, derartige Optionen zu begeben bzw. zu erwerben.

1. Erwerb und Veräußerung von Fonds-Optionen auf Rechnung eines Sondervermögens

Unabhängig von der Person des Emittenten könnte es schon zweifelhaft sein, ob der Erwerb von Fonds-Optionen zugunsten oder die Veräußerung von Optionen auf Rechnung eines Wertpapier-Sondervermögens zulässig sind.

Die investmentrechtliche Terminologie unterscheidet grundsätzlich zwischen Optionen und Optionsscheinen.¹⁸ Entsprechend wird zunächst in § 8 Abs. 5 KAGG bestimmt, daß zugunsten des Sondervermögens nur solche Optionsscheine erworben werden dürfen, deren Bezugsgröße selbst zulässiger Bestandteil des Sondervermögens sein kann. Eine korrespondierende Regelung für Optionen enthält das Gesetz nicht. Wie aber in der Begründung zum Regierungsentwurf des Dritten Finanzmarktförderungsgesetz ausdrücklich betont wird,¹⁹ handelt es sich nach Auffassung

des Gesetzgebers insoweit um einen allgemeinen investmentrechtlichen Grundsatz, der auf sämtliche Arten von Derivaten anzuwenden ist. Verknüpft man nun diesen Gedanken mit der Bestimmung des § 8b Abs. 1 S. 2 KAGG, wonach bis zu 5% des Sondervermögens in Anteile anderer Wertpapier-Sondervermögen investiert werden können, muß für den Erwerb von Fonds-(Index) -Optionen/Optionsscheinen folgendes gelten:

Ausgeschlossen sind der Erwerb von Optionen zugunsten oder die Ausgabe auf Rechnung eines Sondervermögens, wenn die Option den Erwerb oder die Veräußerung von Anteilscheinen an diesem Sondervermögen verbrieft. Da es sich hierbei, wirtschaftlich gesehen, um eine modifizierte Ausgabe-/Rücknahmeregelung handelt, leitet sich auch die Begründung für deren Verbot unmittelbar aus der zwingenden gesetzlichen Regelung für die Bewertung der Anteilscheine im Zusammenhang mit deren Ausgabe oder Rücknahme ab.

So ist es der Kapitalanlagegesellschaft weder erlaubt, Abzüge von den Rücknahmepreisen vorzunehmen²⁰ noch - abgesehen von den in den Verkaufsprospekten festgelegten Ausgabeaufschlägen -, die Anteilswerte bei der Ausgabe von Anteilscheinen zu überschreiten²¹. Umgekehrt würde sowohl ein Ausgabeaufschlag als auch ein Rücknahmeaufschlag die übrigen Anteilhaber benachteiligen, so daß auch eine Abweichung zugunsten eines einzelnen Anlegers unzulässig ist. Es ist daher konsequent, diese Grundsätze auch auf solche Transaktionen anzuwenden, die durch die Einbeziehung von Optionen einen identischen Sachverhalt abbilden.

Aber nicht nur Optionen auf einzelne Fonds wären von einer Anwendung des beschriebenen Grundsatzes betroffen. Viel bedeutsamer wären die Konsequenzen im Hinblick auf Fondsindex-Optionen. Weil nämlich einem Fonds der Erwerb von Anteilen an sich selbst zum Zweck der Anlage untersagt ist, wäre ein Erwerb zugunsten bzw. die Einräumung entsprechender Optionen auf Rechnung eines Sondervermögens allen in dem jeweiligen Index enthaltenen Fonds untersagt. Dies würde je nach Konzeption des Index eine mehr oder minder große Zahl von Fonds von der Nutzung derartiger Instrumente ausschließen. Da aber der Wortlaut des § 8 Abs. 5 S. 2 KAGG insoweit eindeutig ist und sich einer extensiven Auslegung entzieht, wäre unter dem Aspekt des Gleichbehandlungsgrundsatzes ggf. über eine entsprechenden Gesetzeskorrektur nachzudenken.

In den verbleibenden Fällen, also dem Erwerb oder die Begebung von Optionen auf fremde Fonds sowie von Optionen auf solche Fonds-Indizes, in denen der jeweilige Fonds nicht enthalten ist, sind ausschließlich die allgemeinen Anlagegrenzen des KAGG zu beachten.²² Trotz dieser grundsätzlichen Möglichkeit ist angesichts der 5-%-Beschränkung für den Erwerb von Investmentfondsanteilen davon auszugehen, daß Fonds-Optionen im Bereich der Wertpapier-Sondervermögen nicht in nennenswertem Umfang eingesetzt werden. Grundlegend anders stellt sich dies im Bereich der Investmentfondsanteil-Sondervermögen (Dachfonds) dar. Abgesehen von liquiden Mitteln, die ggf. auch in speziellen Geldmarktfonds verwaltet werden können, ist dieser Fondstyp vornehmlich in Anteilen anderer Sondervermögen investiert. Aufgrund des allgemeinen Verweises²³ auf die §§ 8ff. KAGG und mangels entgegenstehender Spezialvorschriften ist der Einsatz derivativer Finanzinstrumente grundsätzlich zulässig. Es ist daher naheliegend, Fonds-Derivate jedenfalls zur Absicherung einzusetzen.

2. Erwerb und Veräußerung von Fonds-Optionen durch die Kapitalanlagegesellschaft

Für die Verwaltung des eigenen Vermögens der Kapitalanlagegesellschaft gelten grundsätzlich dieselben Beschränkungen wie für Wertpapier-Sondervermögen. Dies betrifft, wie das BAKred ausdrücklich hervorgehoben hat,²⁴ auch die Nutzung derivativer Finanzinstrumente. Da der Erwerb von Anteilen an Investmentfonds durch die diese verwaltende Kapitalanlagegesellschaft nicht untersagt, teilweise sogar ausdrücklich gewünscht wird,²⁵ wäre es konsequent, den Erwerb bzw. die Einräumung von Fonds-Optionen zumindest in den oben aufgezeigten Grenzen grundsätzlich zuzulassen. Da ein wechselseitiger Erwerb bzw. eine Begebung von Optionen durch die einzelnen Fonds zulässig ist, wäre auch die Kapitalanlagegesellschaft nicht auf Optionen auf Fremdfonds beschränkt. Wie bei jeder Auslegung investimentrechtlicher Bestimmungen ist auch hier die Frage zu erörtern, ob der das Investmentrecht prägende Aspekt des Anlegerschutzes entgegensteht. Eine einschränkende Auslegung wäre also in demselben Umfang geboten, wie durch die betreffende Maßnahme entweder die Unabhängigkeit des Fondsmanagements oder die Solvenz der Kapitalanlagegesellschaft negativ beeinflusst würde. Möglich ist aber auch, daß durch einen Erwerb von Optionen die Förderung der Anlegerinteressen sogar noch verstärkt wird.

Unter dem Aspekt der Unabhängigkeit des Fondsmanagements könnte sich ein negativer Einfluß insbesondere unter dem Gesichtspunkt eines „Moral Hazard“ ergeben. Mit diesem Begriff wird in der modernen Institutionenökonomie eine Verhaltensweise umschrieben, die dadurch gekennzeichnet ist, daß ein Vertragspartner einen Anreiz hat, nach Vertragsabschluß ein zunächst von beiden Seiten nicht gewünschtes Ereignis eintreten zu lassen, während der andere zu hohe Kosten für eine Überwachung und Kontrolle aufzuwenden hat.

Anleger haben ein berechtigtes Interesse an einem angemessenen und kalkulierbaren Risiko- und Ertragsverhältnis des Fonds. Die Anreize zur Erreichung dieses Ziels könnten aber konterkariert werden, wenn die Kapitalanlagegesellschaft als Stillhalter von Call-Optionen auf eigene Fonds auftritt oder Put-Optionen auf eigene Fonds erwirbt. Denn in beiden Fällen wäre ein Anreiz zu einer negativen Beeinflussung des Inventarwertes gegeben. Zwar darf nicht übersehen werden, daß ein provoziertes unausgewogenes Verhältnis von Risiko und Ertrag u.U. zu einem Reputationsverlust und damit letztlich zu Mittelabflüssen führt.²⁶ Dennoch kann nicht ausgeschlossen werden, daß die mit dem Erwerb oder der Veräußerung von Fondsoptionen verbundenen materiellen Anreize größer sind als mögliche Mittelabflüsse. Unter dem Gesichtspunkt der gestörten Interessenskongruenz wäre also zu überlegen, diese Tätigkeit zu untersagen.

Die Position der Kapitalanlagegesellschaft als Stillhalter einer Put-Option auf eigene Fonds ist dagegen unter Berücksichtigung des Liquiditätsaspekts bedenklich. Denn die Ausgabe von Put-Optionen wäre, wirtschaftlich gesehen, einer Garantie-Erklärung der Kapitalanlagegesellschaft gleichzusetzen. Die Abgabe von Garantien durch eine Kapitalanlagegesellschaft aber ist nach Ansicht des BAKred aufgrund der damit verbundenen Gefahr der Illiquidität untersagt,²⁷ so daß auch für eine identische Abbildung durch Optionen nichts anderes gelten kann.

Es verbleibt einzig der Erwerb einer Call-Option auf eigene Fonds. Angesichts der dabei gegebenen vollständigen Deckung der Interessen wäre jedenfalls unter dem Gesichtspunkt eines den Interessen der Anleger widersprechenden Verhaltens an sich keine Beschränkung erforderlich. Allerdings besteht auch hier die Gefahr der Illiquidität, so daß letztlich nicht anders gelten kann als bei der Position des Verkaufs einer Put-Option.

Sieht man von vollständig ausgeglichenen Positionen ab,²⁸ sind folglich sowohl der Erwerb als auch die Einräumung von Optionen auf eigene Fonds durch die Kapitalanlagegesellschaft unzulässig. Dies gilt jedenfalls auch für Optionen auf solche Indizes, die zu einem großen Anteil aus eigenen Fonds bestehen.²⁹

Zumindest die Gefahren einer Interessenkollision würden bei der Begebung oder des Erwerbs von Optionen auf fremde Fonds bzw. auf Indizes, die sich ausschließlich aus fremden Fonds zusammensetzen, nicht bestehen. Hinsichtlich der damit verbleibenden Möglichkeiten des Erwerbs von Put-Optionen oder der Begebung von Call-Optionen stellt sich allerdings die Frage, in welchem Umfang diese der ordnungsgemäßen Verwaltung des eigenen Vermögens dienen können. Jedenfalls ist auch in der jüngst vorgenommenen Erweiterung des Tätigkeitsfeldes von Kapitalanlagegesellschaften durch das Richtlinien-Begleitgesetz zur 6. KWG-Novelle³⁰ die Emission von Derivaten nicht enthalten. Es ist damit auf die allgemeine Regelung des § 1 Abs. 6 Nr. 3 KAGG zurückzugreifen, wonach der Kapitalanlagegesellschaft nur solche Nebentätigkeiten erlaubt sind, die nicht nur in einem plausiblen Sachzusammenhang mit der Haupttätigkeit einer Kapitalanlagegesellschaft stehen, sondern dieses Ziel unmittelbar unterstützen.³¹ Dieses Kriterium ist im Zweifel eng auszulegen. Da keine plausiblen Strategien für deren Einsatz ersichtlich sind, sind auch die Begebung oder der Erwerb von Optionen auf fremde Fonds bzw. auf Indizes, die sich ausschließlich aus fremden Fonds zusammensetzen, als unzulässig anzusehen.

V. Zusammenfassung und Ausblick

Die vorstehenden Betrachtungen verfolgten das primäre Ziel, das Interesse auf einen bislang weitgehend unbeachteten Teil des Derivate-Marktes zu lenken, nämlich auf Fonds-Optionen.

Auch wenn das deutsche Investmentrecht einheimischen Kapitalanlagegesellschaften sowohl für die Verwaltung des eigenen wie des Fondsvermögens die Teilhabe an diesem Marktsegment eingeschränkt, lassen die aufgezeigten Möglichkeiten (z.B. individuelle Absicherungskonzepte, limitierte Kauf-/Verkauforders sowie das Management von Investmentfondsanteil-Sondervermögen) erwarten, daß in Zukunft auch Fonds-Derivate integraler Bestandteil einer Fondsanlage werden. Soweit sich diese

auf Fonds-Indizes beziehen, mag der Hinweis auf komplexere Formen andeuten, daß dieser Bereich ebenfalls noch unterentwickelt ist. Auch wenn dies nicht angesprochen wurde, ist es angesichts des Volumens in Fonds investierter Mittel keineswegs abwegig, auch über den Nutzen weiterer Derivate, z.B. Fonds-Swaps, nachzudenken.

* Dr. iur. Markus König; Kaiser-Friedrich-Promenade 16, 61348 Bad Homburg v.d.H.

¹ Vergl. Zeyer/Böer, „Die Zukunft der Investmentbranche hat gerade erst begonnen“, FAZ Nr. 237 v. 13.10.1997, S. 36; o.V., „Investmentfonds in Europa weiter auf Wachstumskurs“, FAZ Nr. 179 v. 5.8.1997, S. 17.

² Zu Energie-Derivaten: Neuendorff, ZfE 96, S. 321 (323 ff.); Haedicke, Energiewirtschaftliche Tagesfragen 5/1997, S. 276; zu Derivaten auf Katastrophen-Indizes: König, VersR 1997, S. 1042 (Fn. 6). und zu Kredit-Derivaten: Murphy, Risk 9/1996, S. 123; Savelberg, Die Bank 1996, S. 338

³ Paul-Choudhury, Risk 10/1997, S. 124 (125).

⁴ Vergl. o.V. „Spekulation mit Fallschirm“, Wirtschaftswoche Nr. 42 v. 9.10.1997, S. 244.

⁵ Die Besonderheit dieser Option liegt darin, daß einmal erzielte jährliche Wertzuwächse durch spätere Verluste nicht aufgezehrt werden, andererseits der Anleger nur zu einem Bruchteil von möglichen Wertzuwächsen profitiert.

⁶ Abgesehen von Anteilen ausländischer Fonds, die bereits heute an einer deutschen Börse notiert werden, ermöglicht es das Dritte Finanzmarktförderungsgesetz nunmehr auch in Deutschland die Zulassung börsennotierter „Investmentaktien-Gesellschaften“. Daneben wurde an der Hamburger Börse ein Zweitmarkt für geschlossene Immobilien und Schiffsbeteiligungs-Fonds eingerichtet, an dem derzeit 33 Fonds von 5 verschiedenen Gesellschaften gehandelt werden (hierzu o.V., „Transparenz beim Fondsverkauf“ Handelsblatt Nr. 207 v. 28.10.1997, S. 37; „Marktplatz für geschlossene Fonds“, Handelsblatt Nr. 69, v. 8.4.1998, S. 35),

⁷ Vergl. die Ankündigungen bei Paul-Choudhury, Risk 10/1997, S. 124 (125) bzw. o.V., Handelsblatt Nr. 209 v. 30.10.1997, S. 47; o.V., Finanzen-Investmentfonds 49/97, S. 6. Ersten Berichten zufolge ist die Akzeptanz angesichts der pro Tag durchschnittlich 65 gehandelten Kontrakte noch zurückhaltend, doch sind die Initiatoren nach wie vor optimistisch (o.V. „Fonds-Optionen floppen“, Handelsblatt Nr. 61 v. 27./28. 03. 1998, S. 37.

⁸ Die Anlagepolitik eines Growth-Fund ist auf den Erwerb von Aktien solcher Gesellschaften gerichtet, deren langfristige Ertragsprognosen einen höheren Zuwachs versprechen als der Durchschnitt der in dem Referenzindex (z.B. Dow Jones, S&P 500) enthaltenen Wertpapiere. Demgegenüber orientiert sich ein Growth and Income-Fond nicht ausschließlich an den Ertragszuwächsen, sondern bezieht auch die laufenden Mittelzuflüsse aus Dividenden in die Beurteilung mit ein (vergl. Littauer, Grow Rich with Mutual Funds (1994), S. 147 f.).

⁹ Auch in diesem Zusammenhang könnten sich Fonds-Indizes als sehr hilfreich erweisen.

¹⁰ Hierzu Groffmann/König, Bank und Markt 5/96, S. 31; Steiner/Bruns, aaO, S. 332 ff.

¹¹ § 58 BörsG.

¹² Müller-Deku/Schuster, Anm. zu LG Stuttgart, WM 1996, S. 1448 (1449); OLG Hamm, ZBB 1997, S. 169 (169); Rodt/Schäfer, Die Bank 1996, S. 602. A.A. LG Stuttgart, WM 1996, S. 1446.

¹³ Ein limitierter Kauf wäre nur bei den wenigen Gesellschaften entbehrlich, die bei Ordereingängen bis 12.00 Uhr mittags noch zu Vortagspreisen abrechnen (vergl. o.V., Finanzen-Investmentfonds 8/98, S. 6).

¹⁴ Von einer - nicht näher erläuterten - potentiellen Gefahr der Manipulation ausgehend, o.V., Finanzen-Investmentfonds 8/98, S. 6.

¹⁵ § 11 Abs. 2 S. 2 KAGG.

¹⁶ § 11 Abs. 2 S. 3 KAGG.

¹⁷ Baur, Investmentgesetze (1997), § 11 Rdn. 16.

¹⁸ Kennzeichnend für letztere ist, daß es sich um ein umlauffähiges und den Publizitätsanforderungen genügendes Wertpapier handelt, dessen Handel im Sekundärmarkt prinzipiell im Wege des Kassageschäfts über Wertpapiere abgewickelt wird (Grundlegend Canaris, WM-Sonderbeilage 10/88, 1 ff; Jäger, ZBB 1991, S. 82). Demgegenüber handelt es sich bei Optionen um unverbriefte Rechte (§ 8d Abs. 1 S. 1 KAGG).

¹⁹ Bundesministerium der Finanzen (Hrsg.), Regierungsentwurf eines Gesetzes zur weiteren Fortentwicklung des Finanzplatzes Deutschland (23. Juli 1997), S. 293.

²⁰ § 11 Abs. 2 S. 1 KAGG.

²¹ § 21 Abs. 2 S. 1 KAGG.

²² §§ 8a Abs. 4, 8d KAGG.

²³ § 25k KAGG.

²⁴ BAKred, Schreiben v. 24.9.1974 (Beckmann/Scholtz, Investment-Handbuch 438 Nr. 8).

²⁵ Beckmann/Scholtz, aaO, § 2 KAGG, Rdn. 32. Kritisch: Gericke, DB 1959, S. 1277 f.

²⁶ Vergl. Krahen/Schmidt/Theisen, Institut für Kapitalmarktforschung - Working Paper 97/1, S. 1 ff.

²⁷ Vergl. Baur, Investmentgesetze (1997), § 2 Rdn. 52.

²⁸ Vergl. § 8d Abs. 2 S. 3 KAGG.

²⁹ Vergl. Janßen/Rudolph, Der Deutsche Aktienindex - DAX (1992), S. 8.

³⁰ BGBl I 1997, S. 2572 f.

³¹ Baur, aaO, § 2 Rdn. 36.