



Juli 2010

AK Hintergrundpapier

Derivate:

Bedeutung und Regulierungsbedarf

Wir über uns

Die Bundesarbeitskammer ist die gesetzliche Interessenvertretung von rund 3,2 Millionen ArbeitnehmerInnen und KonsumentInnen in Österreich. Sie vertritt ihre Mitglieder in allen sozial-, bildungs-, wirtschafts- und verbraucherpolitischen Angelegenheiten auf nationaler als auch auf der Brüssler EU-Ebene. Darüber hinaus ist die Bundesarbeitskammer Teil der österreichischen Sozialpartnerschaft.

Das AK EUROPA Büro in Brüssel wurde 1991 errichtet, um die Interessen aller Mitglieder der Bundesarbeitskammer gegenüber den Europäischen Institutionen vor Ort einzubringen.

Zur Organisation und Aufgabe der Bundesarbeitskammer in Österreich

Die Bundesarbeitskammer Österreichs bildet die Dachorganisation von neun Arbeiterkammern auf Bundesländerebene, die gemeinsam den gesetzlichen Auftrag haben, die Interessen ihrer Mitglieder zu vertreten.

Im Rahmen ihrer Aufgaben beraten die Arbeiterkammern ihre Mitglieder unter anderem in Fragen des Arbeitsrechts, des Konsumentenschutzes, in Sozial- und Bildungsangelegenheiten. Mehr als drei Viertel der rund 2 Millionen Beratungen jährlich betreffen arbeits-, sozial- und insolvenzrechtliche Fragestellungen. Darüber hinaus nimmt die Bundesarbeitskammer im Rahmen von legislativen Begutachtungsverfahren die Aufgabe wahr, die Positionen der ArbeitnehmerInnen und der KonsumentInnen gegenüber dem Gesetzgeber in Österreich als auch auf EU-Ebene einzubringen.

Alle österreichischen ArbeitnehmerInnen sind per Gesetz Mitglied der Arbeiterkammern. Die Mitgliedsbeiträge sind gesetzlich geregelt und betragen 0,5 Prozent des Bruttoeinkommens (maximal bis zur Höchstbemessungsgrundlage in der Sozialversicherung). 560.000 (ua Arbeitslose, Eltern in Karenz, Präsenz- und Zivildienstler) der rund 3,2 Millionen Mitglieder sind von der Zahlung des Mitgliedsbeitrages befreit, haben aber Anspruch auf das volle AK-Leistungsangebot!

Herbert Tumpel
Präsident

Werner Muhm
Direktor

Executive Summary

Hintergrund

Derivate sind Verträge, deren eigener Wert von einer Bezugsgröße (underlying, Basiswert) abgeleitet wird. Diese Bezugsgrößen sind sehr unterschiedlich und reichen von Waren (Nahrungsmitteln und Rohstoffen), Aktienindizes, Wechselkursen, Zinsen bis zur Wetterentwicklung etc. Die Bewertung des Derivats hängt von der Entwicklung dieser Bezugsgröße ab, kann sich aber auch (zum Beispiel) in die entgegengesetzte Richtung bewegen (z.B. beim Setzen auf fallende Aktienindizes). Dabei handelt es sich um auf Termin abgeschlossene Kauf- oder Kaufähnliche Geschäfte. Gestaltet werden diese in Form von Forwards, Futures, Optionen, Swaps und deren Mischformen, aber auch anderen Konstruktionen. Unterschieden wird auch zwischen standardisierten oder für den Einzelfall maßgeschneiderten Derivaten.

Die ursprüngliche und für die Gesamtwirtschaft sinnvolle Funktion derivativer Instrumente besteht in der Absicherung von Risiken („hedging“), vorzüglich schwankender Marktpreise, Wechselkursen etc. Seit dem Beginn der 90-er Jahre des vorigen Jahrhunderts wurden Derivate hingegen von der Finanzwirtschaft vorzüglich für zwei Funktionen entdeckt, wodurch der spekulative Charakter immer mehr in den Vordergrund rückte:

1.) als Mittel des Portfoliomanagements, worunter man die Auslagerung möglichst aller Risiken aus den eigenen Büchern versteht, um die Eigenkapitalbindung so gering wie möglich zu halten, damit möglichst viel Kapital für neue Geschäfte zur Verfügung steht. Dieses wurde (wird) vorzugsweise für Investmentgeschäfte, weniger für die Kreditvergabe eingesetzt, da im ersteren höhere Renditen erzielbar sind. Dazu die Deutsche Bank: „Der Wettbewerb um Renditen hat die Menschheit weitergebracht. Renditevorgaben von 25% sind nicht der Ausdruck von Gier, sondern zeigen den Anspruch, erfolgreich zu sein.“

2.) als Handelsobjekt losgelöst vom Grundgeschäft: die Geschäftspartner, die mit Derivaten handeln, tragen kein Risiko aus einem Grundgeschäft, sondern handeln in der Hoffnung auf steigende oder fallende Kurse der abgeleiteten Papiere. Der ursprüngliche Zweck der Absicherung geht in Spekulation über. Daraus lässt sich auch erklären, wieso in den Jahren vor der Krise die geschätzten Marktvolumina rasant anstiegen, wobei aufgrund der mangelnden Transparenz durch Handel außerhalb von Börsen („over the counter“ – OTC) eine empirische Abschätzung des Ausmaßes der gegenwärtigen Finanzkrise kaum möglich ist.

Werden Derivate direkt zwischen zwei Vertragsparteien abseits öffentlicher Handelsplätze bzw. Börsen gehandelt, wird dies als „Over the counter“ (OTC) bzw. außerbörslicher Handel bezeichnet. Diese Form macht gemessen am Volumen der außenstehenden Positionen inzwischen einen Großteil des Derivatehandels aus. (Vgl. Kapitel „Handelsvolumina der Derivate“) Im Hinblick auf den jeweiligen Basiswert werden am OTC-Markt folgende Marktsegmente unterschieden: Zinsderivate, Kreditderivate, Wechselkursderivate, Aktiengebundene Derivate und Warenderivate.

Wie der (Beinahe-)Konkurs einiger großer Finanzinstitute gezeigt hat, birgt der Derivatmarkt ein hohes systemisches Risiko in sich. Die vor der Finanzkrise vorherrschende Meinung, eine äußerst zurückhaltende Regulierung sei ausreichend (Vertrauen auf Selbstregulierung), weil die Investoren selbst daran interessiert seien, Gegenparteienrisiko („counterparty risks“) und Risiken aus der Transaktion zu minimieren, hat sich als Trugschluss erwiesen.

Kurzfassung der Ergebnisse:

Die Spezifika des OTC-Handels haben entscheidend zur Finanzkrise beigetragen und das Segment ist nach wie vor hochproblematisch: Die mit den Kontrakten verbundenen Risiken können oftmals nur schwer bis gar nicht angemessen in Kennzahlen ausgedrückt werden. Dies ist u.a. Folge der mangelnden Transparenz in diesem Marktsegment. In Zukunft muss die Situation einer zwangsweisen Haftung für Finanzinstitute durch die öffentliche Hand aufgrund einer drohenden weiteren Eskalationsgefahr verhindert werden. Voraussetzung dafür ist ua eine höhere Transparenz der Derivatmärkte. Dies liegt auch im Sinn von Arbeitnehmer/-innen, die ein massives Interesse an einem stabilen öffentlichen Haushalt haben, während sie von den Spekulationsmöglichkeiten am Derivatemarkt nur in Ausnahmefällen profitieren. Aus diesem Grund ist es dringend notwendig, sich Gedanken über eine entsprechende Neuorganisation des Marktes und über Marktregulierung sowohl in Hinblick auf eine Unternehmens- als auch eine Produktaufsicht zu machen. Die gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen des OTC-Handels sind bei der Gestaltung des Marktes deutlich höher zu gewichten als einzelwirtschaftliche Interessen.

Geringe Standardisierung, „exotische“ für den einzelnen Geschäftsfall maßgeschneiderte Produkte, eine enorme Komplexität, eine hohe Marktkonzentration und ein undurchsichtiges Netz gegenseitiger Kontraktverbindungen zählen zu typischen Merkmalen des OTC-Handels. Folgen des aufgeblähten Handels im Derivatebereich sind eine hohe Volatilität von Preisen der für uns alle wichtigsten Handelsprodukte (Nahrungsmittel und Rohstoffe) sowie von Wechselkursen, Zinssätzen, Aktienkursen etc. Durch enorme Transaktionsvolumina (1000e Trades pro Sekunde) basierend auf komplexen Algorithmen ergibt sich zusätzlich eine Verzerrung von Unternehmens- und Rohstoffwerten. Werden aufgrund von Spekulation

die Refinanzierungskosten von Staaten oder Unternehmen erhöht, kann dies Unternehmen oder Staaten empfindlich treffen. Dort, wo Schwächen bestehen, werden diese durch die Transaktionen mit spekulativem Hintergrund weiter verschärft und eine Lösung der Probleme wird erschwert. Es ergibt sich auch eine ständige Krisengefahr für die Gesamtwirtschaft und für den öffentlichen Haushalt, weil die hohen Volumina des Handels auf den Finanzmärkten den realwirtschaftlichen Handel um ein Vielfaches übersteigen. Hinzu kommt das Problem des Moral Hazard, wenn Risiken „zerteilt“ werden und der Kreditgeber das Risiko des Kreditausfalls nicht mehr selbst trägt, sondern es an eine Kette von Gegenparteien, die das ursprüngliche Risiko gar nicht entsprechend einschätzen können, sondern sich auf die Bewertung von Ratingagenturen verlassen, weiterverkauft. Damit kommt dem „Urteil“ von drei US-amerikanischen Ratingagenturen eine immense Bedeutung für die weltweite wirtschaftliche Entwicklung zu.

Der Derivatehandel hat sich darüber hinaus auch zu einem Mittel der „Bilanzkosmetik“ sowie der Marktmanipulation entwickelt.

Die Position der AK im Einzelnen

1. Derivative Produkte und ihre Funktion

Zu den gängigen Vertragsformen auf den Derivatemärkten gehören

- Forwards (unbedingte, nicht börsengehandelte Termingeschäfte): Verpflichtung zum Austausch eines Vermögenswertes („asset“) zu einem bestimmten Preis zu einem bestimmten Datum.
- Futures (börsengehandeltes Termingeschäft): mit Forwards vergleichbar, nur werden sie an der Börse gehandelt und sind standardisiert.
- Optionen (bedingtes Termingeschäft): räumen das Recht auf den Kauf oder Verkauf eines Vermögenswertes zu einem bestimmten Preis zu einem bestimmten Datum ein.
- Swaps: eine Vereinbarung zwischen zwei Vertragspartnern, in Zukunft Zahlungsströme (Cash flows) auszutauschen. Mit Swaps können Zahlungsströme fast beliebiger Natur getauscht werden. Dadurch können gezielt finanzielle Risiken eines Portfolios abgesichert werden oder neue Risiken zur Renditeoptimierung in ein Portfolio aufgenommen werden.

Kennzeichnend für Derivate ist die Hebelwirkung, d.h. mit einem Bruchteil des eingesetzten Kapitals können wesentlich höhere Nominalbeträge z.B. von Aktien bewegt werden.

Beispiel:

Möchte jemand mit dem Einsatz von 2000 Euro auf den Anstieg von Aktien, die derzeit 20 Euro kosten, spekulieren, kann er 100 Aktien erwerben, und diese bei gestiegenem Kurs (27 Euro) wiederverkaufen und dadurch einen Gewinn von 700 Euro machen. Als Alternative könnte er 2000 Kaufoptionen (auf 2000 Aktien, 1 Euro pro Kaufoption) erwerben, die ihm das Recht einräumen, dieses Aktienpaket etwa im September zum Preis von 22,50 Euro zu erwerben. Steigt der Kurs auf 27 Euro, macht er einen Gewinn von 4,50 Euro x 2000, wovon der Preis der Kaufoption (2000 Euro) abzuziehen ist, also von 7000 Euro. Umgekehrt steigen bei sinkendem Kurs die Verluste dementsprechend.

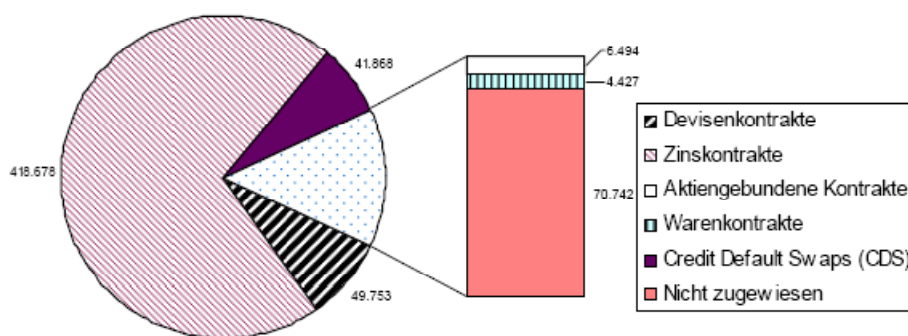
Werden Derivate direkt zwischen zwei Vertragsparteien abseits öffentlicher Handelsplätze bzw. Börsen gehandelt, wird dies als „Over the counter“ (OTC) bzw.

außerbörslicher Handel bezeichnet. Diese Handelsform macht inzwischen einen Großteil des Handels aus. Die Regulierungsvorhaben konzentrieren sich vor allem auf diesen Bereich. Im Unterschied zum Spotmarkt gehen die Parteien am Derivatemarkt in der Regel längerfristige Kontrakte ein. Daraus ergeben sich neben den üblichen Marktrisiken, wie bspw. eine negative Entwicklung von Aktienkursen, noch weitere Risiken, etwa dass die Gegenpartei den Kontrakt nicht mehr erfüllen kann (Gegenparteirisiko).

Die Bandbreite der Derivate reicht von standardisierten, relativ einfachen, seit Jahrzehnten genutzten Kontrakten bis hin zu hochkomplexen, für den Einzelfall „maßgeschneiderten“, exotischen und für die (anderen) Marktteilnehmer und die Finanzmarktaufsicht intransparenten Konstrukten. Den Anteil der einzelnen Derivatearten (sortiert nach dem Grundgeschäft) am gesamten OTC-Markt gibt die folgende Graphik unten wieder. In den folgenden Kapiteln werden die einzelnen Segmente näher beschrieben.

Marktsegmente der OTC-Derivate

Ausstehende fiktive Beträge in Bio. USD, Dezember 2008



Quelle: BIZ (2009)

1a. Zinsderivate

Zinsderivate machen den weitaus überwiegenden Teil des Derivatehandels aus, bestehen schon länger und gelten als „gut entwickelt“. Die weitaus größte Rolle spielen Zinsswaps (etwa drei Viertel der offenen Nominalbeträge), gefolgt von Zinsoptionen (gute 10 Prozent) und Forwards auf Zinsen (knapp unter 10 Prozent). Trotz des immensen Volumens der offenen Zinsswaps ist die Anzahl der Transaktionen geringer als am vom Volumen her kleineren CDS-Markt (Vgl. folgendes Kapitel), während es eine weitaus höhere Anzahl von Marktteilnehmern als am CDS-Markt gibt.

Zinsswaps dienen grundsätzlich zur Umwandlung eines Kredites mit variablen Zinssatz in einen mit fixem Zinssatz und umgekehrt.

Es kann zum Beispiel sein, dass Microsoft einen offenen Kredit mit einem fixen Zinssatz hat. Die Kreditsumme könnte Microsoft bzw. zu einem fixen Zinssatz an Intel weiterverleihen, im Gegenzug aber von Intel wiederum einen Kredit zu einem variablen Zinssatz erhalten. In der Regel findet dieser Handel über ein Finanzinstitut statt. Am gebräuchlichsten ist der „Plain Vanilla“ Zinsswap, bei dem sich ein Unternehmen verpflichtet einen Betrag zu einem vorher festgelegten Zinssatz auf einen fiktiven Nominalbetrag für eine bestimmte Zeitspanne zu leisten. Im Gegenzug erhält es variable Zinsen auf denselben fiktiven Nominalbetrag.

Als Gründe für die weite Verbreitung von Zinsswaps werden genannt, dass sie „selbstfinanzierend“ sind bzw. keine Zahlung zu Beginn des Kontraktes anfallen, die einfache Preisbildung aufgrund gut bestimmbarer Swapkurven (auch für lange Fristen), und der liquide Euribor-Markt, der Hedging für die s.g. Market Making Dealer einfach macht. Es gibt drei Arten des Handels: einen Direktmarkt (Bank zu Bank), einen Markt über Zwischenhändler und einen Markt Händler zu Kunden. Aufgrund der vielen „maßgeschneiderten“ Kontrakte dominiert noch immer die mündliche Handelsanbahnung. Abgewickelt wird der Handel in erster Linie elektronisch.

Die Zahlungsbedingungen sind stabil und hängen direkt mit dem Zinssatz zusammen, dessen Entwicklung transparent ist. Selbst im Falle von Zinsschocks kommt es nicht zu einem plötzlichen Anstieg der Zahlungsverpflichtung wie im Kreditfall bei CDS. Zinsderivate werden teilweise – vor allem wenn ausreichend standardisiert – über eine zentrale Stelle saldiert (vor allem bei „SwapClear“, 20 Prozent).¹

1b. Kreditderivate (Credit Default Swaps-CDS)

Vor allem die noch relativ jungen Kreditderivate sind problematisch für die Finanzmarktstabilität, weshalb auch Regulierungsschritte speziell für diese Produkte dis-

¹ Arbeitsdokument der Kommission begleitend zur Kommissionsmitteilung vom 3.7.2009

kutiert werden. Sie dienen dem Handel mit Ausfallsrisiken von Krediten, Anleihen oder Schuldernamen. Sie werden im vorliegenden Papier genauer betrachtet. CDS in ihrer heutigen Form wurden 1997 bei JPMorgan Chase & Co mit dem Ziel „erfunden“, um das Ausfallsrisiko von Krediten auf Dritte zu übertragen und dadurch die für die Kredite notwendige Eigenkapitalunterlegung zu reduzieren. Sie werden somit zur Steuerung von Portfoliorisiken verwendet. Vorteile aus Sicht der Finanzinstitutionen sind die getrennte Absicherung von Kredit- und Zinsrisiken, keine Notwendigkeit zur Vorfinanzierung, sowie die Änderung des Risikoprofils des Portfolios ohne die Beziehung zum Kunden aufgeben zu müssen. Zunehmend werden CDS aber auch zum Handel mit Kreditrisiken verwendet.²

CDS sind eine Kreditausfallsversicherung: Eine Vertragspartei, der so genannte Sicherungsnehmer, bezahlt – normalerweise – eine Gebühr. Dafür erhält er vom Vertragspartner, dem so genannten Sicherungsgeber, das Recht, die vom Referenzschuldner emittierten Anleihen zu ihrem Nennwert zu verkaufen, sofern der in dem CDS-Vertrag bezeichnete Referenzschuldner (Unternehmen oder Staat) z.B. insolvent wird und damit z.B. dessen Anleihen entscheidend an Wert verlieren, d.h. das „Kreditereignis“ tritt ein. Möglich ist auch, dass eine Umstrukturierung ein Kreditereignis darstellt. Der Gesamtnennwert der Anleihen, die verkauft werden können, wird als Nominalbetrag des CDS bezeichnet.

Allerdings erhält der Sicherungsnehmer - anders als bei der Kreditversicherung - die Ausgleichzahlung auch dann, wenn ihm durch den Ausfall des Referenzschuldners kein Schaden entsteht, denn CDS können auch erworben werden, ohne dass der Käufer das zugrunde liegende Kreditrisiko trägt bzw. die entsprechenden Anleihen besitzt (naked CDS). In diesem Sinn „wettet“ der Verkäufer auf den Zahlungsausfall des Referenzschuldners, da er beim Kreditereignis eine sehr hohe Summe lukrieren könnte.

Ein Beispiel: Der Käufer erhält das Recht, im Kreditfall Anleihen zum Nominalbetrag von 10 Millionen Euro zu verkaufen, und bezahlt dafür jährlich 100 Basispunkte (0,01 Prozent) des Nominalbetrages an den Verkäufer, also 100.000 Euro. Genau diese Entkoppelung der Absicherung vom tatsächlichen Risiko stellt die Hauptproblematik der CDS dar. Credit Default Swaps sind somit ein Instrument, mit dem unabhängig von bestehenden Kreditbeziehungen Kreditrisiken gehandelt werden, und auf Ausfälle bzw. Insolvenzen „gewettet“ werden kann.

Der Gesamtbetrag, der pro Jahr als Prozentsatz des fiktiven Nominalbetrags für die Absicherung gezahlt wird, wird als CDS Spread bezeichnet. Je höher die Ausfallswahrscheinlichkeit des Referenzschuldners, desto höher ist auch dieser CDS Spread.³ CDS-Spreads werden als Anhaltspunkt für die Bewertung der Bonität von Schuldnern herangezogen. Unternehmen sind zum Beispiel direkt von der Höhe

² Deutsche Bank, Themen international, Aktuelle Themen 477

³ Quelle: Hull J.C., Optionen, Futures und andere Derivate

dieser Spreads betroffen, wenn sich die Verzinsung von Kreditlinien nach diesen Spreads richtet, ebenso Staaten, deren Anleihezins davon beeinflusst wird. Der Marktwert von CDS, also der Preis, der für ein CDS bezahlt werden muss, steigt mit den am Markt wahrgenommenen Kreditrisiken.

Mit Hilfe von CDS werden auch CDOs (Collateralized Debt Obligations) gebildet, mittels derer die CDS in verschiedene Risikotranchen geschichtet und dann gehandelt werden, um so das Risiko auf viele Gläubiger zu verteilen.

Ergebnis:

Die Finanzkrise hat gezeigt, dass der wirtschaftliche Sinn von CDS auf die Auslagerung der Risiken aus den Bankenbüchern reduziert wurde, um möglichst viel Kapital für weitere Geschäfte freizumachen bzw. das Volumen dafür immer weiter aufzublähen. Hinzu kam, dass die Nähe zum zugrunde liegenden Geschäft nicht mehr gegeben war, somit eine reale Einschätzung des Ausfallsrisikos durch den Einsatz von Wahrscheinlichkeitsrechnungen (s auch Algorithmen) ersetzt wurde. Naked CDS werden schließlich als eigenes Spekulationsinstrument auf einen Zahlungsausfall eingesetzt.

1c. Aktiengebundene Derivate

Diese Derivatgruppe ist die kleinste innerhalb der OTC-Derivate und stellt ein relativ junges Instrument dar. Auch sind die Derivate auf Aktien viel kleiner als der zugrundeliegende Markt selbst. Sie sind relativ wenig standardisiert und die Infrastrukturbestimmungen sind relativ neu. Der Markt ist regional, wobei der europäische Markt mit der Summe der Nominalwerte in offenen Positionen von 4 Billionen Dollar, als der Größte gilt (in den USA erfolgt ein größerer Teil des Handels über Börsen). Der europäische Markt ist hochkonzentriert auf wenige professionelle Investoren. Die regionale Struktur erschwert die Standardisierung. Daher werden auch nur 20 Prozent elektronisch abgewickelt. Insgesamt ist der Nominalwert von 10 Billionen auf 6,5 Billionen Dollar zwischen Juni und Dezember 2008 gesunken. Eine Schwierigkeit stellt dar, dass diese Derivate wenig besichert sind (nur 52 Prozent).⁴

1d. Warenderivate

Dieser Derivatemarkt besteht schon sehr lange und ist äußerst diversifiziert. Die Marktstruktur ist bestimmt von einzelnen Segmenten und reicht von hoher Standardisierung mit zentralem Clearing bis zu kompletten OTC-Märkten. Außerbörslich werden Forwards, Swaps und Optionen gehandelt, an den Börsen Futures und Optionen. Basiswerte sind Gas und Energie, Metalle, Öl, Lebensmittel, Emissionen etc. Die Marktteilnehmer sind Finanzinstitute, internationale Energieunter-

⁴ Arbeitsdokument der Kommission begleitend zur Kommissionsmitteilung vom 3.7.2009

nehmen, Stromerzeuger, andere Unternehmen und Regierungsinstitutionen und auch Konsumenten.

Warenderivate (insbesondere die OTC-Produkte) sind relativ wenig standardisiert und oft für die speziellen Kundenwünsche „maßgeschneidert“. Daneben gibt es auch standardisierte Rahmenverträge (Master Confirmation Agreements)⁵. Der Handel findet meist mündlich statt, die Abwicklung ist zu einem Großteil elektronisch unterstützt. Gleichzeitig sind nur 30 Prozent des Handelsvolumens von Derivaten auf Metalle und Energie besichert, was daran liegt, dass hier viele Nicht-Finanzunternehmen am Werk sind, die ihre Geschäfte allgemein weniger besichern, wobei es aber zu anderen Formen von Versicherungen kommt.

Im Bereich der Warenderivate gibt es eine Reihe von Clearingstellen, insbesondere wenn der Handel über die Börse stattfindet. Zwar wurde im Bereich der Energiederivate zentrales Clearing seit dem Enron-Fall forciert. Aufgrund der unterschiedlich hohen Anforderungen an Händler und Geschäftsstruktur kommt es allerdings zu bedenklichen Umgehungsmöglichkeiten (s nachfolgend, Exkurs bei Pkt 5d).

Exkurs – Enron-Fall

Enron beschäftigte etwa 22.000 Mitarbeiter und verursachte im Jahr 2001 aufgrund fortgesetzter Bilanzfälschungen einen der größten Unternehmensskandale der US-Wirtschaft. Die Betriebsrenten für die Mitarbeiter im Wert von 2 Milliarden US-Dollar gingen verloren. Im Januar 2002 wurde der Handel der Aktie ausgesetzt. Der Aktienpreis sank zuvor innerhalb kurzer Zeit vom Höchststand von 90 US-Dollar (August 2000, das Management von Enron verkaufte zu diesem Zeitpunkt seinen gesamten Aktienbestand) auf wenige Cent pro Aktie. Im Februar 2002 wurde bekannt, dass rund 500 Enron-Manager kurz vor der Pleite ihres Konzerns kräftige Bonuszahlungen erhalten hatten (bis zu 300 Mio US \$). Die Ratingagenturen Standard&Poor's und Moody bescheinigten bis kurz vor der Insolvenz Enron noch immer eine „vorzügliche Bonität“.

1e. Wechselkursderivate

Dieser große Derivatebereich ist eng verbunden mit dem zugrundeliegenden Cash-Markt und hat ebenso wie Zinsderivate schon längere Tradition und ist entsprechend entwickelt. Der Cash-Markt setzt sich zusammen aus dem Spot-Markt (Tausch der Währungen binnen 2 Tagen) und dem Forward- und Swapmarkt mit sehr kurzen Laufzeiten (etwa zwei Wochen). Am Derivatemarkt werden „traditionelle“ Swaps, Optionen und Forwards, aber auch immer mehr kaum bis gar nicht standardisierte „exotische“ Produkte gehandelt. Der weitaus überwiegende Teil des Derivatehandels findet außerbörslich statt.

⁵ von der International Swaps and Derivatives Association (ISDA) und anderen Behörden

57 Prozent des globalen Umsatzes werden in Europa gehandelt und hier vor allem in London, wo auch die großen Händler angesiedelt sind. Außerdem spielt noch das Continuous Linked Settlement System (CLS) eine wichtige Rolle, bei welchem ein durchgängiges Abrechnungsservice angeboten wird. Betrieben wird es von CLS Bank International in New York, welche sich im Besitz der großen Wechselkurshändler befindet und von der Federal Reserve beaufsichtigt wird. Die Regeln der CLS Bank werden durch das englische Recht bestimmt. Die CLS-Bank nimmt teilweise auch Clearingaufgaben wahr.

Es gibt einen großen Anreiz, den Handel so weit wie möglich zu automatisieren, denn die Gewinnspannen sind eher klein und die Gewinnmöglichkeiten basieren auf großen Handelsvolumina. In den letzten Jahren wurde diese Tendenz durch zunehmenden Einsatz des algorithmischen Handels über Computer(-netzwerke) verstärkt. Eine Besicherung des Handels findet nur zu 36 Prozent statt.⁶

Exkurs: Algorithmischer (automatisierter) Handel

Darunter versteht man den automatischen Handel von Wertpapieren durch Computerprogramme, die dazu genutzt werden, Kauf- und Verkaufsbefehle (Orders) auf elektronischem Wege an die Börse zu leiten. Der Algorithmus legt das Aufsplitten und das Timing der Orders anhand vordefinierter Parameter fest. Diese Parameter nutzen üblicherweise sowohl historische als auch aktuelle Marktdaten. Algorithmischer Handel wird von Brokern zum einen für den Eigenhandel verwendet, zum anderen bieten sie es auch ihren Kunden als Dienstleistung an. Der Vorteil des automatisierten Handels für die Marktteilnehmer ist die immense Geschwindigkeit, in der Geschäfte platziert werden können, und die enorme Informationsverarbeitungskapazität. Damit gehen auch geringere Transaktionskosten einher.

Die Schwierigkeit bei algorithmischem Handel liegt in der Aggregation und Analyse historischer Marktdaten sowie der Aggregation von Real-time-Kursen, um den Handel zu ermöglichen. Ebenso ist das Aufstellen und Testen mathematischer Modelle weder einfach und es ist zweifelhaft, ob das zugrunde liegende Modell von den meisten „Usern“ überhaupt nachvollzogen wird bzw. nachvollzogen werden kann. Somit ergibt sich die Möglichkeit, dass die schwierigen mathematischen Modelle nicht (mehr) der „Wirklichkeit“ entsprechen, aber dennoch die Entwicklung der Basiswerte mitprägen könnten. Falsche Marktinformationen oder Gerüchte, die in das System Eingang finden, verstärken Auf- und Abwärtstrends (self fulfilling prophecy).

Bei Wechselkursderivaten gerät das Erfüllungsrisiko (Settlement-Risk) - die Abrechnung findet nicht wie erwartet statt - in den Fokus. Der Grund hierfür liegt in der Globalisierung des Marktes mit sehr vielen Teilnehmern in unterschiedlichen Zeitzonen, wobei ein Fehler eine Kettenreaktion auslösen kann. Je länger der Kontrakt aufrecht ist, desto eher entsteht zusätzlich ein Kreditrisiko.

⁶ laut International Swaps and Derivatives Association

2. Handelsvolumina der Derivate

Laut Bank für Internationalen Zahlungsausgleich betrug der Nominalwert der ausserbörslichen Derivate Ende Dezember 2009 deutlich über 600 Bio US \$ (das ist etwa das 10fache des weltweiten Inlandsproduktes).

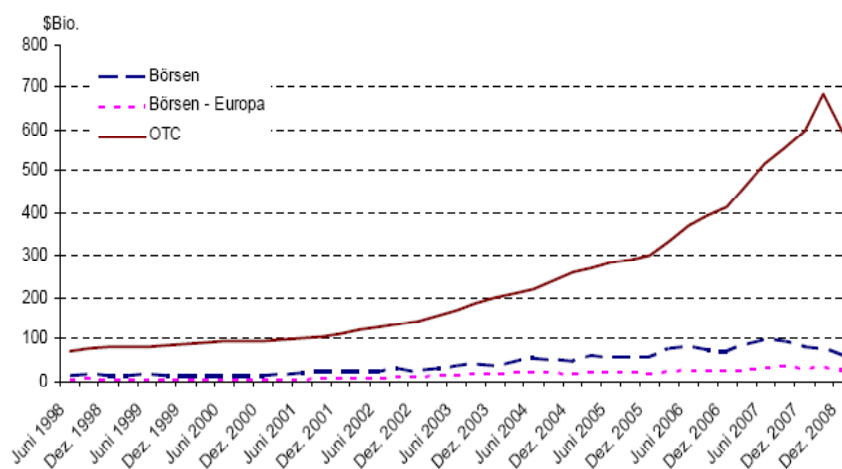
Demgegenüber werden beim Bruttokreditengagement bilaterale Nettingvereinbarungen (aber keine Sicherheiten) berücksichtigt. Demnach bricht das enorme Volumen des Marktes scheinbar in sich zusammen: Im der zweiten Hälfte des Jahres 2009 machte das Bruttokreditengagement 3,6 Bio US \$ aus.

Exkurs zu Prinzip von Brutto- und Nettogrößen anhand eines einfachen Beispiels:

Händler B kauft eine Kreditversicherung von Händler C, welcher wiederum eine Kreditversicherung von Händler D kauft (bzw. die offene Position gegenüber Händler B absichert), während sich Händler D bei Händler E absichert. Die Summe der drei abgeschlossenen Verträge bildet den Bruttonominalwert, der somit das Dreifache des abgesicherten Risikos ausmacht. Das Risiko selbst trägt Händler E am Ende dieser Kette. Werden die Risiken hingegen nicht weiter transferiert entspricht der Bruttonominalwert der Nettorisikoposition. Es wird behauptet, dass letztlich nur der Nettowert bei der Beurteilung des (gesamtwirtschaftlichen) Risikos relevant ist. Diese Ansicht ist jedoch umstritten, zumal sich die Verflechtung in der Realität nicht auf einfache Risikoketten wie im Beispiel oben beschränkt, sondern vielmehr hochkomplexen Netzen ähnelt. Außerdem ist oft unklar, welche offenen Positionen die Gegenpartei tatsächlich mit anderen Händlern hat, so dass die Einschätzung des Gegenparteirisikos nicht einfach ist. Dies muss (grundsätzlich) aber von den einzelnen Marktteilnehmern selbst getragen werden. Es stellt sich sogar die Frage, ob durch diese Transferkette nicht ein höheres Risiko entsteht als es die Summe der Einzelteile ausmachen würde.

Folgende Grafik veranschaulicht die immense Zunahme des Volumens der Derivatmärkte im Laufe der letzten Jahre:

Volumen der Derivatmärkte: Börse und Freiverkehr



Anmerkung: Die Grafik zeigt für den Zeitraum 1998-2008 die fiktiven Beträge, die im börslichen und außerbörslichen Marktsegment in Billionen USD ausstehen. Die Trends zeigen die weltweit ausstehenden Beträge. Der Marktanteil der europäischen Börsen wird gesondert ausgewiesen (bei den OTC-Daten liegt keine vergleichbare geografische Aufschlüsselung vor). Quelle: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ).

Quelle: Mitteilung der Kommission „Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatmärkte“ vom 3.7.2009, KOM(2009) 332 endg.

Im ersten Halbjahr 2009 - also nach Krisenausbruch - stieg (nach einem Rückgang im 2. Halbjahr 2008) der ausstehende Nominalwert der außerbörslichen Derivate auf 605 Billionen US-Dollar an. Die offenen Positionen der Zinsderivate insgesamt summierten sich Ende Juni 2009 auf immense 438 Bio. Dollar, eine Steigerung von 13 Prozent gegenüber Dezember 2008.

Von der Tendenz her einen etwas anderen Verlauf nahm der Bruttomarktwert der außerbörslichen Derivate. Dieser misst den Wiederbeschaffungswert aller ausstehenden Kontrakte. Seine Entwicklung spiegelt die hohe Volatilität des Marktes wieder: Von 11,1 Bio. Dollar im Juni 2007 verdoppelte er sich beinahe auf 20,4 Bio Dollar im Juni 2008, stieg im Dezember 2008 nochmals auf 32,2 Bio. Dollar und fiel bis zum Juni 2009 wiederum auf 25,4 Bio. Dollar. Während also der Nominalwert im ersten Halbjahr 2009 angestiegen ist, ist der Marktwert gefallen. Dies wird vor allem auf die Entwicklungen im Bereich der Zinsderivate zurückgeführt.

CDS-Markt in Zahlen:

Zwischen 2002 und 2007 hat die Verbreitung von CDS stark zugenommen. Der ausstehende Bruttonominalwert stieg von 2 Billionen US-Dollar auf 60 Billionen US-Dollar. Dies ist immens im Vergleich zum weltweit ausstehenden Anleihevolumen von ca. 80 Billionen US-Dollar. Zwar ist das Volumen der ausstehenden CDS-Kontrakte seit 2007 wieder gesunken, im Jahr 2009 auf 30 Billionen US-Dollar. Ein Grund für den Rückgang der ausstehenden Nominalwerte der CDS war aber auch das Netting großer Akteure. Der Nettonominalwert bei CDS macht nur ein Zehntel des Bruttonominalwertes aus. Als Grund wird angegeben, dass CDS-Geschäfte oft Durchgangsposten sind, bei dem das Risiko eines anderen CDS Geschäfts abgesichert wird.⁷ Bei den Sovereign-CDS ist das Bruttovolumen entgegen dem allgemeinen Trend weiter gestiegen.⁸ Dies ist sicherlich auch Folge der von Staaten eingegangenen Risiken im Zuge der Finanzkrise.

Der Marktwert von CDS steigt mit den am Markt wahrgenommenen Kreditrisiken. Zum Höhepunkt der Finanzkrise im Jahr 2008 summierte sich der Bruttomarktwert von CDS auf 5,1 Milliarden Dollar (2007 2 Mrd. Dollar) und sank im Juni 2009 wieder auf etwa 3 Mrd. Dollar⁹.

3. Händler und Marktteilnehmer auf dem Derivatemarkt

Die Marktteilnehmer divergieren zwar je nach Derivatesegment, grundsätzlich ist dieser Markt aber sehr konzentriert. Die Akteure am OTC-Derivatemarkt werden von der ISDA (International Swaps and Derivatives Association) vertreten bzw. sind darin organisiert. Dazu gehören auch die mächtigen „leading dealing firms“ nämlich Barclays Capital, Citigroup Global Markets, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan Chase, Morgan Stanley, UBS und Nomura International. Diese Unternehmen treten nicht nur als Händler und Market Maker - das heißt, sie sind immer bereit, sowohl ein Kaufangebot (zum Bid Price) und ein Verkaufsangebot (zum Offer-Preis) abzugeben - auf, wofür sie in der Regel von der Börse bzw der Clearingstelle ein bestimmtes Entgelt erhalten, sondern nutzen den Derivatehandel auch aktiv. So wird geschätzt, dass bis zu 40 Prozent der Gewinne für die Investmenthäuser Goldman Sachs und Morgan Stanley aus dem Handel mit OTC-Derivaten stammen. ISDA entwickelt unter anderem die Musterkontrakte für den OTC-Handel und hat 810 Mitgliedsinstitutionen aus 57 verschiedenen Ländern. Ein Argument für die kaum vorhandene Regulierung auf diesen Märkten war, dass hier hochprofessionelle Händler am Werk sind, die das damit verbundene Risiko einschätzen können. Eine Fehleinschätzung, wie sich im Zuge der Krise herausstellte, vor allem bei den dramatischen Entwicklungen bei Lehman Brothers, AIG und Bear Stearns, die ebenso zu den „Big Playern“ zählten.

⁷ Deutsche Bank, Themen international, Aktuelle Themen 477

⁸ BIZ-Quartalsbericht Dezember 2009

⁹ BIZ, Quaterly Review, December 2009

Neben den großen Banken sind va auch Hedgefonds tätig. Aufgrund der geringeren Regulierung (etwa im Vergleich zu Investmentfonds) besteht hier ein großer Freiraum zur Entwicklung „ausgeklügelter, unkonventioneller und proprietärer Anlagestrategien“.¹⁰ Aber auch Unternehmen, Regierungsinstitutionen und andere „Endverbraucher“ sind am OTC-Derivatemarkt als Käufer und Verkäufer aktiv. Unter den 500 größten weltweit tätigen Unternehmen nutzen 94 Prozent Derivate. Am häufigsten werden Wechselkursderivate verwendet, gefolgt von Zins- und Warenderivaten.

Die Geschäftsbestätigung (trade confirmation) erfolgt ebenso wie die Geschäftsdurchführung je nach OTC-Segment unterschiedlich; unter anderem über Swift, Markit Wire und CLS (Continuous Linked Settlement System) bei Wechselkursderivaten.

CDS-Segment

Besonders hoch ist die Händlerkonzentration bei CDS, die außerbörslich gehandelt werden. Nach dem Ausscheiden von Lehman Brothers, Meryll Lynch und Bear Stearns nahm der Konzentrationsprozess weiter zu, sodass die zurzeit fünf größten Institute für 88 Prozent der gehandelten Volumina verantwortlich sind. Daraus erfolgt eine Verkettung ihrer Bonitäten, da die Institute denselben externen Schocks ausgesetzt sind. Es besteht auch die Sorge, dass aufgrund der starken Vernetzung der Marktteilnehmer der Zusammenbruch eines großen Marktteilnehmers zu schweren Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten führen könnte.¹¹

Die Finanzinstitute agieren aber nicht nur als CDS-Händler, sondern treten – ebenso wie bei anderen Derivaten - auch als Käufer und Verkäufer von CDS auf, einerseits um Risiken abzusichern, andererseits um Eigenhandel zu betreiben. Banken dominieren dabei mit einem Anteil von 40 Prozent (33 Prozent Handel, 7 Prozent Absicherung) den Verkauf von CDS und mit einem Anteil von 54 Prozent (36 Prozent Handel, 18 Prozent Absicherung) den Kauf von CDS. Daneben agieren auf diesem Markt auch Hedgefonds, die CDS in erster Linie für Eigenhandel umsetzen (31 Prozent Marktanteil als Verkäufer und 28 Prozent als Käufer) und Versicherungen wie etwa auch AIG, die fast ausschließlich als Verkäufer auftreten.¹²

Die zehn größten Referenzschuldner (im Unternehmensbereich) sind (in dieser Reihenfolge) GE Capital, Deutsche Bank, Bank of America, JP Morgan, Goldman Sachs, Morgan Stanley, Wells Fargo, Merrill Lynch, Deutsche Telekom, Royal Bank of Scotland. Mindestens 6 dieser Unternehmen sind gleichzeitig aktive CDS Händler.

¹⁰ Hull

¹¹ Deutsche Bank, Themen international, Aktuelle Themen 477

¹² Deutsche Bank, Themen international, Aktuelle Themen 477

4. Marktorganisation über Clearingstellen

Beim OTC-Handel müssen die Vertragspartner die vertraglichen Details (z.B. Definitionen von Kreditereignissen und Abwicklungsprozeduren) individuell verhandeln. Auch wenn der Handel nicht direkt auf Börsen stattfindet, gibt es neben den rein bilateralen Verbindungen auch Strukturen, in denen zwischen zwei Handelspartnern eine Clearingstelle geschaltet ist.

4a. Wirtschaftliche Aufgabe

Clearingstellen werden dort geschaffen, wo sich eine Vielzahl wechselseitiger Forderungen verschiedenster Gläubiger und Schuldner gegenüberstehen. Statt jede einzelne Forderung zu begleichen, werden Aufrechnungsabsprachen getroffen. Nur das Positiv- bzw. Negativsaldo, das zu einem bestimmten, vereinbarten Zeitpunkt besteht, muss dann ausgeglichen werden. Derartige Aufrechnungsvereinbarungen werden in verschiedensten Formen getroffen (Aufrechnung durch Vertrag, Vertrag über Aufrechnung), und in der internationalen Wirtschafts- und Bankpraxis als „Netting“ („net“ für Netto) bezeichnet, ohne danach zu differenzieren, ob der jeweiligen Vereinbarung neben ihrer rechnerischen Saldierungsfunktion auch die rechtliche Qualität eines Aufrechnungsvertrages zukommt.

4b. Justische Konstruktion – Haftung und Transparenz

Basis für die Tätigkeit der Clearingstelle ist in der Regel eine Nettingvereinbarung. Sie hat den Zweck, mehrere Bruttobeträge im Wege der Saldierung auf einen Nettobetrag zurückzuführen. Die Nettingvereinbarung hat folgende Funktionen:

- a) Instrument des Eigenkapitalmanagements, indem sie die Eigenkapitalkosten durch Erstellung einer Nettoforderung reduziert
- b) Reduzierung von Kredit- und Gegenparteirisiko (counterparty risk); Voraussetzung für diese Funktion ist, dass die Vereinbarung tatsächlich die mit der Aufrechnung verbundene Tilgung der zu verrechnenden Bruttoforderung dauerhaft bewirkt. Ansonsten muss etwa bei Swapgeschäften die Bank bei Ausfall des Partners die ausfallenden Zahlungen von und zum Swappartner neu darstellen. Die der Bank dabei entstehenden Wiederbeschaffungskosten (replacement costs) sind das Maß für das Kreditrisiko aus dem Swapgeschäft. Die Höhe der offenen Position bestimmt sich durch den Zeitpunkt der Insolvenz des Partners und die dann geltenden Marktpreise.
- c) Rationalisierungseffekt: Zahlungsaufrechnung und Netting erhalten die Konkurrenzfähigkeit der Bank, indem sie zu einer spürbaren Transaktionskostensenkung beitragen, da statt mehrerer Zahlungsvorgänge nur noch eine Forderung gebucht werden muss.

Hierbei ist jedoch zu beachten, dass im Inter-Banken-Zahlungsverkehr die beiden Begriffe „netting“ und „clearing“ meist als Synonyme verwendet werden. Juristisch sind sie jedoch streng voneinander zu trennen: Clearing bezeichnet lediglich den verfahrensmäßigen Ablauf einer Abrechnung bei der Daten und/oder Belege bezüglich Geld- und Wertpapierübertragungen an einem einzigen Ort (der Clearing- bzw. Verrechnungsstelle) vorgelegt und ausgetauscht werden. Je nach System werden gegebenenfalls die aussehenden Nettopositionen der einzelnen Abrechnungsteilnehmer berechnet. Der Begriff Netting beinhaltet eine konsensuale Aufrechnung, damit eine rechtliche Wertung des Abrechnungsverfahrens.

Clearingstellen liegen in der Regel multilaterale Clearing- (ohne Aufrechnung) oder Nettingverträge (mit Aufrechnung) zugrunde. Bei letzterer ist die vertragliche Beziehung zwischen Clearingstelle und Nettingpartnern und damit die Haftung unterschiedlich ausgestaltet:

- Multilaterales Netting:

Die Funktion der Verrechnungsstelle erschöpft sich in der eines Geschäftsbesorger für die Verrechnungsteilnehmer – sie haftet also nicht für die Erfüllung. Eine zentrale Nettinginstanz (Clearingstelle, „Clearing House“) fungiert im Zahlungsverkehr als Mittler zwischen den angeschlossenen Parteien, indem ihnen Verrechnungseinrichtungen und Personal zur Verfügung gestellt und Nettosalden mitgeteilt werden.

Alle Parteien sind also untereinander durch eine multilaterale Nettingvereinbarung verbunden (Skontration): Sie ist eine auf allseitiger Vereinbarung beruhende gegenseitige Verrechnung von Forderungen und Schulden zwischen mehr als zwei Personen, um ohne jede oder nur mit geringer Zahlung Schulden zu tilgen. Die Zustimmung aller zu der umfassenden Verrechnung statt zur Barzahlung beruht auf dem Grundgedanken, dass sich alle Teilnehmer als gleich gut (solvent) betrachten, sodass es für sie nicht darauf ankommt, durch wen ihre Forderungen bezahlt und ihre Schulden getilgt werden. Nicht jeder Abrechnungsteilnehmer muss also zugleich Gläubiger und Schuldner eines anderen Abrechnungsteilnehmers sein. Gemeinsamer Zweck der am Abrechnungsverkehr beteiligten Parteien ist die Vereinfachung der Zahlungsabrechnung untereinander, die Vermeidung überflüssigen Hin- und Herzählens und die Tilgungsfunktion. Wirtschaftlicher Vorteil ist die Vergrößerung der Liquidität der beteiligten Handelspartner, da sie für die von der Clearingstelle abgewickelten Geschäfte keine Eigenkapitalbindung benötigen.

Die Verrechnung der einzelnen Zahlungen kann durch Bildung eines einzigen Nettosaldos erfolgen (Netto-Netto-Saldo). Die Netto-Netto-Ausgleichsposition eines Teilnehmers ist die Summe aller Übertragungen, die dieser zu einem bestimmten Zeitpunkt von allen übrigen Teilnehmern erhalten hat, abzüglich seiner eigenen Übertragungen an alle übrigen Teilnehmer. Die Netto-Netto-Ausgleichspositionen

aller Teilnehmer ergeben stets die Summe Null. Typisch ist bei diesem System die Hinauszögerung der Verrechnung aller in das Abrechnungsverfahren eingestellten Forderungen bis zu einem festgelegten Abrechnungstermin. Diese Zeitverschiebung zwischen Einstellen und Verrechnen der Forderungen bedeutet ein Element der Unsicherheit im Clearingsystem. Je länger der Zeitraum ist, desto größer ist die Gefahr der Realisierung des Systemrisikos (s. dazu unten „Unwind-Verfahren“)

Dieses Risiko versuchen Bruttozahlungsverkehrssysteme oder Echtzeit-Bruttozahlungsverkehrssysteme (real-time gross-settlement system) zu vermeiden. Statt des einmaligen Ausgleichs am Ende einer bestimmten Verrechnungsperiode wird jeder Zahlungsvorgang individuell nach Eingang der entsprechenden Zahlungsnachricht auf dem Verrechnungskonto des jeweiligen Abrechnungsteilnehmers verbucht. Eine vorherige Aufrechnung von Forderungen der Abrechnungsteilnehmer findet nicht statt. Diese Zahlungssysteme sind daher Clearingverfahren, aber keine Nettingverfahren. Zeitliche Verzögerungen können sich nur ergeben, wenn bei fehlender Deckungsbeschaffung eines Teilnehmers die Zahlungsanweisung bis zum Eingang der notwendigen Mittel oder Erweiterung der vorhandenen Kreditlinien und Besicherungen in einer Warteschlange (Queueing) gehalten oder zurückgewiesen werden.

Exkurs:

Bei beiden Systemen müssen Vorkehrungen für den Fall ausbleibender Deckung getroffen werden:

Endgültigkeit der Verrechnung – Rückabwicklung oder „unwind“-Verfahren

Diese Verfahren dienen dazu, im Falle der ausbleibenden Deckungsanschaffung durch einen Verrechnungsteilnehmer, für den die Saldierung ein Nettosoll ergeben hat, die von diesem Teilnehmer in das System im Laufe des Abrechnungszeitraums eingespeisten Zahlungsaufträge und Leistungen wieder aus dem Saldo herauszurechnen und die Saldierung erneut, diesmal ohne Beteiligung dieser Partei, durchzuführen. In der Verzögerung des endgültigen Zahlungsausgleichs mit dem insolventen Abrechnungsteilnehmer liegt zugleich eine Kreditvergabe der Teilnehmer mit einem Nettohabenssaldo und damit verbunden ein Liquiditätsrisiko. Zudem sind Teilnehmer, die ihre gegenüber dem ausgefallenen Teilnehmer bestehende Nettoforderung nicht mehr zum Ausgleich von eigenen Nettosollpositionen verwenden können, einem stark erhöhten Liquiditätsbedarf ausgesetzt. Dieser kann zur Absorption von Mitteln führen, die eigentlich zur Erfüllung von Geschäften in andern Märkten oder Währungen vorgesehen waren.

Es entsteht also daraus ein erhebliches marktübergreifendes Risikopotential. Diese Liquiditätsrisiken werden noch dadurch verstärkt, dass Finanzinstitutionen über die aus der Abrechnung zu erwartenden Mittel zu verfügen pflegen, bevor die entsprechenden Salden gebucht sind. Die Berechnung unerwarteter Sollsalden verbunden mit der Notwendigkeit einer kurzfristigen Mittelaufnahme kann dann

zu erheblichen Liquiditätsschwierigkeiten mit der Gefahr von Dominoeffekten für andere Banken- und Finanzmarktsegmente führen.

Zur Verhinderung eines derartigen Ausfallsrisikos kann der sofortige Kontoschluss durch die Clearingstelle vereinbart werden. Hingegen ist es problematisch, eine Pflicht zur Warnung der anderen Teilnehmer durch die Clearingstelle vor drohender Insolvenz festzulegen. Eine derartige Verpflichtung ist schwer mit dem Schutzgedanken des Konkursrechtes vereinbar, da sie einer vorweggenommenen Konkursöffnung gleichkäme, wodurch bestimmte Konkursgläubiger (nämlich die Nettingpartner) bevorzugt werden.

- Uneigentliches multilaterales Netting

Die Rolle der zentralen Verrechnungsstelle erschöpft sich nicht in der eines Geschäftsbesorgers für die Teilnehmer. Vielmehr wird sie direkt in den Nettingprozess einbezogen, indem die Verrechnungsteilnehmer ihre Forderungen an die Verrechnungsstelle als „central counterparty“ abtreten. In diesem Fall werden Vereinbarungen der einzelnen Teilnehmer mit der Verrechnungsstelle abgeschlossen, wonach diese als Gläubiger und Schuldner in das Vertragsverhältnis der ursprünglichen Vertragspartner zwischengeschaltet wird und für jedes Mitglied eine laufende Nettoposition führt. Die eigentliche Verrechnung findet nur zwischen dem Clearinghaus und der jeweiligen Partei, also im Zweipersonenverhältnis statt. Jede Aufrechnung zwischen den Abrechnungsteilnehmern wird in zwei sich entsprechende Aufrechnungen („Matching pair“) aufgespalten. Zwar wird hier die unmittelbare Gegenseitigkeit hergestellt, indem nun die Abrechnungsstelle einem einzelnen Abrechnungsteilnehmer gegenübersteht. Zugleich tragen aber die Anteilseigner der Clearinghäuser auch das Bonitätsrisiko der Teilnehmer, was durch komplexe Verlustausgleichssysteme (loss-sharing arrangements) und Haftungskonstruktionen abgefangen werden muss.

In Betracht kommt die Abwälzung der Verlustausgleichspflicht auf das ausgefallene Mitglied im Rahmen eines zentralisierten Verrechnungssystems (defaulter-pays Modell) zB durch Leistung von Einschusszahlungen, eine anteilmäßige Aufteilung der Verlustausgleichspflicht auf die anderen Mitglieder im Rahmen eines dezentralisierten Systems mit bilateralen Kreditlimits (survivors-pay Modell), oder eine Mischform, wonach die weiter bestehenden Teilnehmer zwar die Verluste nach einem vorher festgelegten Verteilungsschlüssel zu tragen haben, die Verluste aber zunächst durch die vom ausgefallenen Mitglied hinterlegten Sicherheiten reduziert werden. Als Sicherheiten kommt die Absicherung durch Garantien oder Versicherungen in Betracht (vgl. Londoner Chaps, New Yorker Chips, wobei letztere durch amerikanische Bundesschaftzbriefe besichert ist).

4c. Transparenz

Jedenfalls kann man sich durch die Verpflichtung zum Handel über Clearingstellen erhöhte Transparenz erwarten. Um aber nicht nur die Handelsvolumina und Handelsströme zu erfassen, sondern auch Steuerflucht zu vermeiden, müssen die technischen Besonderheiten dieser Stellen mit berücksichtigt werden. Konkret erhalten in der Regel die Teilnehmer an der Clearingstelle offiziell bekannte elektronische Postfächer, über die internationale Transaktionen abgewickelt werden. Gemäß der Gründungsidee des Clearing-Geschäftes sollten nur seriöse Finanzinstitute Postfächer erhalten und diese Nummern sollten, wie die Bankleitzahl, offen gelegt und allgemein bekannt sein. Bei der Clearingstelle können die Finanzinstitute weltweit Buchungsaufträge eingeben, die von den Clearingcomputern auf den Konten der Empfängerbanken verbucht werden. Im internationalen Geldstrom sind diese Verrechnungszentralen Engstellen, durch die alles transnationale Buchgeld fließt. Doch diese Grundidee wurde mit zunehmendem „Portfoliomangement“ abgeändert: dem Wunsch der Finanzinstitute mit internationalem Filialnetz folgend wurden für die interne Buchführung zwar mehrere Postfächer eröffnet, jedoch nur eines gegenüber Dritten bekannt gegeben (um diese nicht zu verwirren), die anderen, unveröffentlichten, wurden für den internen Gebrauch geführt. Unveröffentlicht heißt in diesem Zusammenhang, dass die Konten nur die eröffnende Bank und die Clearing-Geschäftsstelle kennen.

Dh aber auch, dass der Verlauf großer Geldströme in diesem System verschleiert werden kann. Hinzu kommt, dass im Rahmen des Schattenbankensystems fast alle Großbanken Zweigstellen auf Steueroasen besitzen, die mit den Mutterhäusern über Geheimkonten bei den Clearingstellen verbunden sind. Mit dieser Konstruktion können Bankkonten durch eine Computertransaktion das Steuerrecht wechseln, indem eine Überweisung von einem heimischen Konto auf ein Steueroasenkonto innerhalb der Hausbank/eines Finanzinstituts durchgeführt wird.

Ergebnis – Clearing:

In jedem Verrechnungssystem ist die Gefahr der rechtlichen Interessenkollision im Falle des Ausfalls eines beteiligten Systemteilnehmers immanent. Die Herausnahme eines Verrechnungsteilnehmers im Fall der drohenden Zahlungsunfähigkeit oder Insolvenz ist das rechtliche Spiegelbild des im Abrechnungsverfahren angelegten bankaufsichtsrechtlich relevanten Systemrisikos. Zugleich ist sie Korrelat der Nebenpflicht, den Zahlungsausgleich zwischen den Verrechnungsteilnehmern zu erleichtern, und zwar ohne Rücksicht darauf, welchem Zweck die auszugleichenden Leistungen dienen und ob die Zweckerreichung möglicherweise gefährdet ist. Die Clearingstelle erfüllt somit nicht die Funktion einer Marktaufsicht.

Bei der Wahl der vertraglichen Konstruktion einer Clearingstelle ist entscheidend, ob das Risiko der multilateralen Aufrechnung durch die Einschaltung der Clearingstelle abgedeckt werden soll, oder ob sich deren Funktion in der rein organisatorischen Unterstützung der multilateralen Abrechnung erschöpft.

Um ein Forumshopping und die Risiken von Nettozahlungssystemen möglichst zu vermeiden, ist das „Real-Time“ Bruttozahlungssystem eine Lösungsmöglichkeit, bei dem jede Zahlung einzeln gebucht und endgültig gutgeschrieben wird, wenn Deckung angeschafft wurde oder ein Kreditrahmen besteht. In diesem Verfahren entfällt das Liquiditäts- und Kreditrisiko, vorausgesetzt, die Verrechnungsstelle ist berechtigt, Zahlungsanweisungen, die den Kontostand oder die Kreditlinie des Auftraggebers (Finanzinstitut) übersteigen, zurückzuweisen oder in eine Warteschlange zu überführen. Die Verrechnung wird so lange aufgeschoben, bis Deckung verschafft oder die Kreditlinie erhöht wurde, wobei hier wieder ein Kredit/Liquiditätsrisiko entsteht, falls nicht entsprechende systemimmanente Limits (caps) eingeführt werden. Allerdings wird die größere Sicherheit mit einer höheren Kostenbelastung erkaufte, da eine Verrechnung vor Zahlungsverbuchung und die damit verbundenen Kostenersparnisse nicht greifen.

Um tatsächlich Transparenz zu erreichen und Steuerflucht über die Clearingstelle zu unterbinden, sollten nur Finanzinstitute mit realer Geschäftstätigkeit Konten bei der Clearingstelle errichten dürfen, nicht hingegen Briefkastenbanken und „Off-shore“-Steuerasentöchter. Unveröffentlichte Konten müssen verboten sein, verbunden mit konsequenter Clearingsystemprüfung, um Finanztricks zu sanktionieren.

Insgesamt müssen die neu geschaffenen Clearingstellen – anders als die bisher bestehenden, wie Swift, Euroclear, Clearstream – der Kontrolle durch eine Aufsichtsbehörde unterworfen sein. Nahe liegend wäre hierfür die Aufsicht durch die neu geschaffene Europäische Wertpapieraufsichtsbehörde.

5. Krisenrelevanz der Derivate

Die Bewertung der Auswirkungen des Derivatehandels erfolgt meist nur aus einzelwirtschaftlicher Sicht, also bspw welche Wirkungen dieses oder jenes Produkt auf die Risikoposition eines Finanzunternehmens hat. Nicht-Finanzunternehmen führen die Kosten von Absicherungsgeschäften ins Treffen. Dieser Ansatz greift jedoch zu kurz, denn die Gestaltung des Derivatemarktes betrifft die gesamte Wirtschaft. Arbeitnehmer/-innen werden nicht nur im Krisenfall zur Kassa gebeten. Auch ohne akute Krise bleiben die Auswirkungen des OTC-Handels keineswegs auf den Finanzmarkt beschränkt. Aus gesamtwirtschaftlicher Sicht ergeben sich folgende Problemfelder:

5a. Risiken

Am Derivatemarkt gehen die Parteien wie oben beschrieben längerfristige Kontrakte ein. Daraus ergeben sich neben den üblichen Marktrisiken, wie bspw eine negative Entwicklung von Aktienkursen, noch weitere Risiken. So insbesondere das Ausfallrisiko (Kreditrisiko), da Kreditnehmer und ihre Gegenparteien (Versiche-

rungsgeber) in Derivatgeschäften möglicherweise ihren Zahlungsverpflichtungen nicht nachkommen können. Beim Gegenparteirisiko geht es um die Bonität der Gegenpartei bzw. deren Ausfallswahrscheinlichkeit. Das systemische Risiko beschreibt den Umstand, dass bestimmte Entwicklungen – wie bspw der Verfall von Immobilienpreisen – mehrere Marktteilnehmer gleichzeitig in Schwierigkeiten bringen. Beim Konkurs von Lehman Brothers war z.B. unklar, wie hoch das Ausfallrisiko für Geschäfte war, an denen Lehman Brothers selbst beteiligt war, für Geschäfte, bei denen das Finanzhaus als Kreditversicherer fungierte und für Papiere, die von Lehman begeben wurden.

Die Abbildung der Risiken in Kennzahlen bzw. die Frage, wie hoch das dafür reservierte Eigenkapital sein soll, ist aktuell Gegenstand der Diskussion. Die Schwierigkeit besteht unter anderem darin, dass sich die Risiken auch aufgrund der Intransparenz nicht ohne weiteres abbilden lassen.

5b. Transparenz und Standardisierung

Die hohe Intransparenz des OTC-Handels stellt an und für sich ein Problem da, zumal sehr hohe Volumina über diesen Sektor fließen. Je weniger standardisiert und je komplexer die Finanzinstrumente sind, desto schwieriger ist es, die damit verbundenen Risiken nachzuvollziehen und den Wert der Kontrakte zu bestimmen. Es gibt zwar aggregierte Daten über die gehandelten Derivatetypen (etwa bei der Bank für internationalen Zahlungsausgleich, BIZ), jedoch herrscht nach wie vor kaum Klarheit, wie hoch die Volumina der offenen Positionen einzelner Finanzinstitute sind, sodass das Gegenparteirisiko sowohl für die Marktteilnehmer als auch für die Aufsicht sehr schwer abschätzbar ist. Aktuelle Preise von OTC-Derivaten können noch z.B. von Händlern erfahren werden, schwieriger zu bekommen sind Post-Trade Daten. Was den Handel betrifft, müssen bei OTC-Derivaten im Gegensatz zu „normalen“ Wertpapieren keine Transaktionsberichte von Investmentgesellschaften an die Aufsichtsbehörden erfolgen. Die EU-Kommission ortet insgesamt einen Informationsvorsprung der großen Finanzhäuser.

Diese Problematik trifft auch am CDS-Markt stark zu: Andere OTC-Derivate hängen von Variablen ab, bei denen grundsätzlich alle Marktteilnehmer gleich guten Zugang zu Informationen haben, wie z.B. Wechselkurse, Aktienindizes, Rohstoffpreise, etc. Im Fall der CDS sind Informationen über die Bonität der Referenzschuldner nicht allgemein zugänglich, bzw. haben jene Institutionen einen Informationsvorteil, die mit ihm in Geschäftsbeziehungen stehen. Diese Informationsasymmetrie trägt nicht nur zur hohen Volatilität von CDS Spreads bei, sondern spielte auch eine fatale Rolle in der Finanzkrise. Weil zu wenig Informationen über die diversen Risikopositionen verfügbar waren, wurde die Einschätzung und Steuerung des Gegenparteirisikos immer schwieriger bis unmöglich. Dies führte im Krisenfall zum kompletten Austrocknen des Marktes bzw. zum Ansturm auf betroffene Institute.¹³

¹³ Deutsche Bank, Themen International, Aktuelle Themen 477

Diese Intransparenz trug auch zur Fehleinschätzung der amerikanischen Behörden, Lehmann Brothers sei keine systemisch relevante Bank, bei.

5c. Komplexität der Produkte und Vernetzung

Eine grundlegende Schwierigkeit ergibt außerdem aus der vielschichtigen Vernetzung der einzelnen Institutionen mittels Derivatbeziehungen. Wenn in einem Teilbereich des Systems (wie z.B. bei Kreditderivaten) eine Schwierigkeit auftritt, kann sich diese rasant auf andere Unternehmen und sogar den gesamten Finanzmarkt ausbreiten. Der amerikanische Versicherungskonzern AIG musste vor allem auch deswegen gerettet werden, weil er außerhalb seines Versicherungs-Kerngeschäfts mit vielen Finanzmarktakteuren Derivatekontrakte abgeschlossen hatte. Damit hatte ein Unternehmen, das an sich keine Investmentbank war, letztlich eine Schlüsselstellung im globalen Finanzsystem inne. Eine AIG-Insolvenz wäre daher (auch im Zusammenwirken mit den Folgen der Lehmann-Insolvenz) eine Art Super-GAU im internationalen Finanzsektor gewesen.

Es ergeben sich aus dem Graubereich des Handels abseits der Öffentlichkeit und der sehr hohen Komplexität darüber hinaus Anreize, den Derivatehandel für Steuervorteile oder zur „Bilanzkosmetik“ zu nutzen.¹⁴ Vor allem auf Märkten mit nur wenigen Teilnehmern wird auch Marktmanipulation nicht ausgeschlossen. Ganz grundsätzlich stellt sich die Frage, welchen gesamtwirtschaftlichen Nutzen die hohe Komplexität diverser Produkte hat.

5d. Volatilität von Preisen, Anleihezinsen, Wechselkursen, CDS-Spreads

Realwirtschaftliche Preise von Nahrungsmitteln oder Rohstoffen, insbesondere Öl, werden durch Derivatehandel beeinflusst. Hohe Preise in diesen Sektoren haben eine negative Verteilungswirkung, hohe Volatilität erschwert die Planbarkeit.

Exkurs:

• Rohstoffderivate:

Die UNCTAD stellt in ihrem Welthandelsbericht von 2008¹⁵ fest, dass ein Teil der Preissteigerungen von Rohstoffen auf die größere Präsenz von Finanzinvestoren in Märkten für landwirtschaftliche Rohstoffe zurückzuführen ist. Die Rohstoffpreise mit Ausnahme der tropischen Getränke waren historisch hoch im Jahr 2008. Auch die EU-Kommission kommt in ihren Analysen zu diesem Ergebnis.¹⁶

¹⁴ Die Zeit 17.12.2009, „Die Wall Street siegt“

¹⁵ Unctad, World Trade Report 2008:6

¹⁶ Mitteilung der EU-Kommission KOM (821) vom 9.12.2008

Nach Angaben der UNCTAD wuchs der Handel mit Rohstoffpapieren (Indexfonds, Futures und Optionsscheine) im Jahr 2007 um 32 Prozent.¹⁷ Gleichzeitig stieg zwischen Juni 2005 und Juni 2007 der Wert von Rohstofffutures die außerhalb der Börse gehandelt wurden, um 160 Prozent.¹⁸ Die Anzahl der ausstehenden Futures- und Optionsscheine stieg von 2002 – 2008 um das dreifache an. Gleichzeitig stieg der fiktive Preis für OTC-Rohstoffderivate um das 14-fache.¹⁹ An der Rohstoffbörse in Chicago stieg die Anzahl der Kontrakte zwischen Oktober 2007 und Ende März 2008 um 65 Prozent, ohne dass sich die reale Produktion in der Landwirtschaft erhöht hätte. Die US-Aufsichtsbehörde für den Handel mit Rohstofffutures (CFTC) stellte im September 2008 fest, „dass die Rohstoffmärkte Preisverzerrungen oder möglicherweise sogar eine spekulative Blase erzeugt haben.“²⁰

Das Beispiel US-Weizen²¹:

In den USA hat sich das „Permanent Subcommittee on investigations“ mit den exzessiven Spekulationen auf dem US-Weizenmarkt befasst. Es stellt in seinem Bericht (2009) fest, dass die spekulativen Investitionen in Warenindizes in den vergangenen fünf Jahren um das 10-fache angestiegen, von geschätzten 15 Mrd. US-Dollar (2003) auf rund 200 Mrd US-Dollar (Mitte 2008). Bei Weizen lassen sich ähnliche Anstiege verzeichnen. So sind an der Chicagoer Börse die Kontrakte von im Durchschnitt 30.000/Tag auf rund 220.000 Kontrakte/Tag bis Mitte 2008 gestiegen um im Dezember 2008 auf rund 150.000 Kontrakten/Tag wieder gesunken, davon lagen 35–50 Prozent in den Händen von Index-Spekulanten. Weizen wurde bis dahin nur über Barkäufe (cash transactions) abgewickelt.

In den USA gibt es drei Börsen an denen mit Weizen gehandelt wird: Chicago, Kansas und Minneapolis. In vier Jahren ist die Differenz zwischen dem Basispreis und dem „Future-Preis“ um das Zehnfache angestiegen: Die Differenz zwischen dem Basispreis und „Future- Preis“ lag 2005 bei 13 Cent/bushel Weizen,²² 2006 bei 34 Cent, 2007 bei 60 Cent und 2008 bei \$ 1,53/bushel Weizen. Im selben Zeitraum wurde auf der Chicagoer Börse eine extrem starke Präsenz von „Future-Händlern“ im Weizenmarkt beobachtet, sie hielten bis zu 50% der ausstehenden Kontrakte. Die hohe Nachfrage und das geringere Angebot ließ die Weizenpreise weiter steigen.

¹⁷ Peter Wahl, 2010: Eine rhetorische Schwalbe macht noch keinen Reformfrühling. Hintergrundpapier zu EcoFair-Trade-Konferenz, 2010.

¹⁸ s. FN 17

¹⁹ Unctad, World Trade Report 2008:55

²⁰ CFTC, 2008: Remarks of Commodity Futures Trading Commission in: Peter Wahl, 2010: Eine rhetorische Schwalbe macht noch keinen Reformfrühling. Hintergrundpapier zu EcoFair-Trade-Konferenz, 2010.

²¹ US Senate Permanent Subcommittee on Investigations, 2009: Excessive Speculation in the wheat market

²² 1 bushel Weizen = 27,2 kg Weizen

Diese Entwicklung zeigt sich auch bei internationalen Preisen von Agrarrohstoffen, die in den Jahren 2007 und 2008 extrem angestiegen sind, um dann wieder zu fallen.

So ist z.B. der Preis bei Weizen von \$ 3/bushel auf über \$ 11/bushel bis Mitte 2008 gestiegen und bis Ende 2008 wieder auf \$ 3/bushel gefallen. In Europa gab es ähnliche Preisveränderungen. Im Jänner 2005 lag der Preis bei Brotweizen an der Börse in Rouen bei 104 €/t, im Jänner 2008 bei 267 €/t und im Jänner 2009 bei 165 €/t, im März 2010 bei 115 €/t.²³

Diese Erkenntnisse werden auch von der OECD bestätigt.²⁴ Sie führt dies auf verschiedene Gründe zurück: sinkende Rohstofflager, vor allem aber auch die Integration des Landwirtschaftsmarktes in den Energiemarkt, insbesondere weil agrarische Rohstoffe für die Nutzung von Bioenergie genutzt werden. Laut OECD waren noch weitere Faktoren für diese Preissteigerungen ausschlaggebend: geringe Zinsraten und geringe Ergebnisse bringen nichtkommerzielle Investoren in die landwirtschaftlichen Märkte. So z.B. institutionalisierte Investmentfonds, die auf „Langzeit-Rohstoff-Indizes“ handeln statt auf spezifischen Märkten. Die OECD vermutet, dass dies wahrscheinlich eine Rolle bei den hohen Preisen für Futures spielte, auch wenn es dafür kaum empirisch nachweisbare Daten gibt.

Fazit - Wird die Preisvolatilität künftig steigen?

Die landwirtschaftliche Produktion ist von Energie abhängig und wird zunehmend als Futtermittel und zur Energiegewinnung eingesetzt. Die Rohstoffpreise werden zunehmend stärker an den Ölpreis angehängt und die Volatilität von Energiepreisen wird Auswirkungen auf die landwirtschaftlichen Rohstoffpreise haben. Ein weiteres neues Element ist die Präsenz von großen institutionellen Investoren in den Futures-Märkten und erhöht das Potential für Spekulationen, welche die Lebensmittelpreise in kurzer Zeit beeinflussen können. Schließlich haben auch die Abkehr von der Stabilitätspolitik und die reduzierten Lagerbestände von Getreide ein Umfeld für größere Preisvolatilität geschaffen.

• Futures und Energiepreise

Das Subcommittee²⁵ kommt zu dem Schluss, dass der Hedgefonds Amaranth-Futures die US-Preise für „natürliche“ Gas-Futures-Kontrakte durch seine großen Ankäufe an der New York Mercantile-Börse (NYMEX) und durch „Swap-Kontrakte“ an der unregulierten Interkontinental-Börse (ICE), zerstört hat. An der NYMEX werden Gas-Futures gehandelt, an der ICE werden Gas-Swaps gehandelt. Die Daten

²³ Vgl. www.ama.at, Quelle: Europäische Kommission

²⁴ vgl. OECD Group on Commodity Markets – Working Party on Agricultural Policies and Markets: Price Volatility and Price Transmission, 29-30 März 2010

²⁵ Permanent Subcommittee on Investigations – US Senate, 2007: Excessive Speculation in the natural gas market

zeigen, dass die Preise einer Börse die Preise der anderen Börse beeinflussen. Der Unterschied in der Regulierung zwischen NYMEX und ICE resultiert aus dem „Enron-Schlupfloch“ im „Commodity Change Act“. Dieses befreit den elektronischen Energiemarkt (ICE) von der CFTC-Aufsicht und Regulierung, was „no limits“ sowie keine staatliche Aufsicht für den Handel an der ICE bedeutet.

Die Fakten:

Ein einziger Hedgefonds, Amaranth Advisors LLC, dominierte den US-Gasmarkt im Jahr 2006. Er ist einer der größten Hedgefonds am US-Gasmarkt und akkumulierte eine extrem hohe Anzahl an Gas-Holdings an der NYMEX und ICE in den Jahren von 2006 – 2010. Gleichzeitig häufte dieser Hedgefonds ein derart hohes Volumen an Gas im Jahr 2006 sowohl an der NYMEX als auch an der ICE an, dass es direkte Effekte auf die US-Gaspreise hatte und sich die Preisvolatilität im US-Gasmarkt erhöhte. Amaranth's Position im Gasmarkt verursachte exzessive Verwerfungen.

Die „Commodity Future Trading Commission“ (CFTC) definiert als einen „großen Händler“ einen Händler, der mindestens 200 Kontrakte hält. Die NYMEX prüft Händler, die mehr als 12.000 Kontrakte in einem Monat überschreiten. Amaranth hielt 100.000 „natürliche“ Gaskontrakte in einem Monat, was 5% des jährlichen US-Gasverbrauches bedeutete. Zu bestimmten Zeiten kontrollierte Amaranth 40% der ausstehenden Gaskontrakte der NYMEX, in der Wintersaison rund 75% der ausstehenden Kontrakte. Amaranth's herausragende Position als Händler verursachte signifikante Preisbewegungen bei Schlüssel-Gasfutures und Preisbeziehungen. ZB erhöhte Amaranth's Verkauf von Kontrakten zur Gasauslieferung in den Wintermonaten in Verbindung mit Amaranth's Verkäufen von Gaskontrakten für die Auslieferung in Sommermonaten die Preise für „Wintergas“ gegenüber denen von „Sommergas“. Diese Preisspanne zwischen dem Winterpreis und dem Sommerpreis war 2006 um vieles höher als die Jahre zuvor – bis zum Kollaps von Amaranth, wodurch diese Preisspanne wieder zu ihrem normalen Level zurückkehrte.

Das Regulierungssystem war nicht in der Lage, die exzessiven Spekulationen von Amaranth im Gasmarkt zu verhindern. Das derzeitige Gesetz verlangt, dass NYMEX die Händlerpositionen überwacht, um festzustellen, ob diese zu groß ist. Wenn ein Händler einen bestimmten „Haftungsumfang“ übersteigt, kann die Börsenaufsicht den Händler auffordern, die Position zu reduzieren.

Der Amaranth-Fall zeigte zwei kritische Schwachstellen dieser US-Börsenaufsichtsgesetze:

- 1) NYMEX hat keinen Routinezugang zu Informationen bei der ICE. Es ist daher für NYMEX in ihrer derzeitigen Position nicht möglich festzustellen, ob eine Händlerposition zu groß ist oder nicht.
- 2) Wenn NYMEX einem Händler anordnet, seine Positionen auf NYMEX zu reduzieren, kann der Händler diese ganz einfach auf ICE verschieben, wo es keine Limits

gibt. Und genau das tat Amaranth, als sie von NYMEX im August 2006 aufgefordert wurde, ihre Gaskontrakte zu reduzieren – diese wurden einfach an die ICE verschoben. Somit hielt Amaranth die gleiche Anzahl an Gastkontrakten wie zuvor mit dem Unterschied, dass sie einen geringeren Teil auf einem kontrollierten Markt (NYMEX) und einen größeren Teil auf einem unkontrollierten Markt (ICE) handelte.

Die Geschädigten der gestiegenen Gaspreise waren zB Schulen, Spitäler und Industrien, die Gas zu überhöhten Preisen bezogen. Viele ihrer Kosten wurden auf die KonsumentInnen überwält.

Aus diesen Fehlern resultieren folgende Empfehlungen des Subcommittees:

- 1.) Das „Enron Schlupfloch“ muss vom Kongress beseitigt werden
- 2.) Die CFTC sollte die aggregierten Positionen an der NYMEX und der ICE überwachen. Weiters sollten die CFTC ihr Monitoringsystem stärken um exzessive Spekulationen zu verhindern
- 3.) Der Kongress sollte das CFTC-Budget erhöhen und zudem die Einhebung einer CFTC-Abgabe von den Händlern vorsehen, um die zusätzlichen Kosten abdecken zu können.

• **Terminmärkte und Ölpreis**

Gängiges Argument von ÖkonomInnen zur Erklärung der volatilen Ölpreise ist erstens, dass der Ölpreisanstieg der vergangenen Jahre mit der steigenden Nachfrage, insbesondere in Asien, zu erklären sei. Zweitens können Spekulationen den Ölpreis nicht beeinflussen, weil sie weder Öl produzieren noch verbrauchen. Dieses Argument basiert auf der Annahme, dass es eine klare Trennung zwischen den Preisen auf physischen Spotmärkten („wet barrels“) und den Preisen auf Terminmärkten („paper barrels“) gibt. Die Praxis auf den Ölmärkten sieht jedoch anders aus: Spotpreise werden vereinbart, lange bevor ein Öltanker seine Ladung löscht. Das heißt, in der Regel werden die Preise ungefähr drei Wochen vor einer tatsächlich stattfindenden Lieferung vereinbart, bestehen zumeist aus Formelpreisen, die sich wiederum an den Preisen der „paper barrels“ orientieren. Der Spotpreis wird also vom Terminmarkt beeinflusst und nicht umgekehrt.

Nach der Ölpreishausse 2008 widmeten sich mehrere Institutionen der Fragestellung zum Einfluss spekulativer Faktoren auf den Ölpreis. Die Tatsache, dass der Ölpreis seit Anfang 2009 wieder stark zulegte, obwohl dieser Preisanstieg im diametralen Widerspruch zu den Fundamentaldaten (sinkender Verbrauch bei gleichbleibendem Angebot) steht, bestärkte jene KritikerInnen, die in den „paper barrels“ den Haupttreiber für den steigenden Ölpreis sahen. Selbst die International Energy Agency, die in dieser Frage in der Vergangenheit sehr zurückhaltend agiert hat, räumt nun ein, dass spekulative Kräfte den Terminmarkt künstlich aufblähen und somit auch den physischen Spotmarkt lenken können. Statistische Analysen bestä-

tigen dieses Bild der zunehmenden Verschränkung von Spot- und Terminmärkten. Zurückgeführt wird diese Verschränkung in erster Linie auf den Markteintritt von Indexinvestoren, Swap Dealern und Hedge Fonds.

Die enge Verschränkung von „wet barrels“ und „paper barrels“ führt letztlich dazu, dass der Kauf von Terminkontrakten genauso auf das Ölpreisniveau einwirkt, wie der Kauf einer physischen Lieferung. Damit können faire Preise, also Preise, die auf Fundamentaldaten basieren, verzerrt werden. Diese Marktunsicherheit über den fairen Preis von Öl führt zu erhöhter Preisvolatilität und dies bietet wiederum ein ideales Investitionsumfeld für risikoaffine Spekulanten.

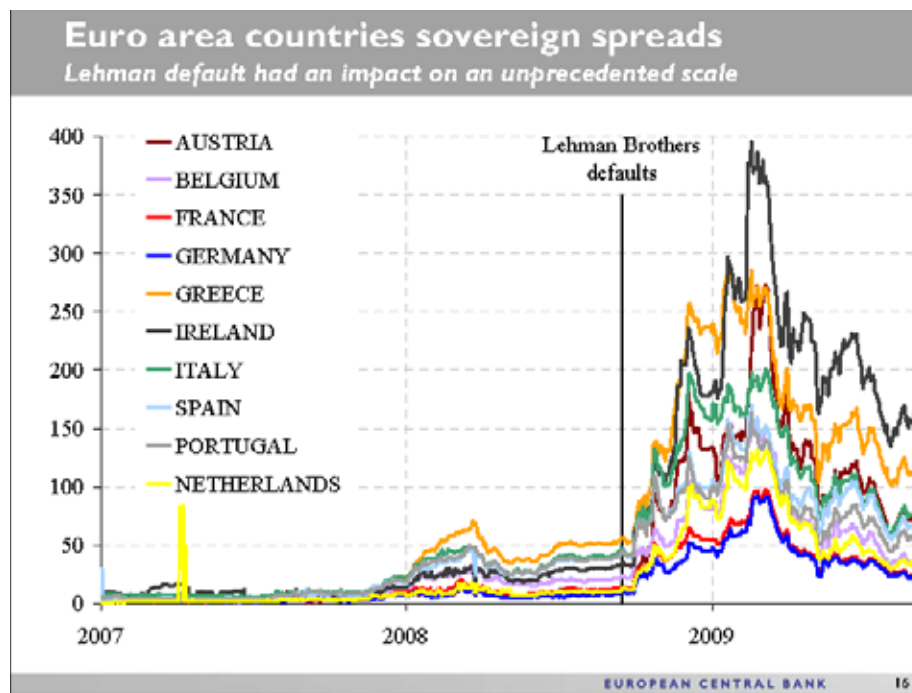
Fazit:

Den Spekulations-Anteil am Ölpreis zu beziffern gestaltet sich offensichtlich schwierig. Wissenschaftliche Analysen von Institutionen oder Behörden (bspw. IEA, CFTC, Deutsche Bank) bestätigen vermehrt, dass Spekulationen einen Einfluss auf Ölpreissteigerungen haben, von einer konkreten Benennung des Anteils wird in der Regel jedoch abgesehen. Nur vereinzelt wird dieser Spekulationsanteil beziffert. Zuletzt erfolgte ein derartiger Versuch von Steffen Bukold (EnergyComment), der die aktuelle „Spekulationsprämie“ (April 2010) mit circa 30 \$/b bezifferte, also einen Spekulationsanteil am Ölpreis von 35-40 Prozent konstatierte.

Zwar soll der Handel mit Derivaten eine Absicherung gegen Volatilität bringen, tatsächlich kam es mit steigender Bedeutung des Derivatemarktes aber zu einer immer instabileren Entwicklung der Basiswerte selbst, z.B. von Zinsen, Wechselkursen, Preisen, Indizes etc. Wie auch bei Nahrungsmittel- und Rohstoffpreisen liegt somit die Vermutung nahe, dass der Derivatemarkt zu Volatilität beiträgt, insbesondere dort, wo der Handel von abgeleiteten Papieren mit dem Grundgeschäft auseinander fällt.

Kreditversicherung: Seit dem Zusammenbruch von Lehmann Brothers lässt sich folgender Zusammenhang zwischen CDS-Spreads von Banken und Staaten beobachten: Ein Teil des Bankenrisikos ist auf die Staaten übergegangen, und die CDS-Spreads der Staaten reagieren stark auf jene der Banken. Mit der Zunahme des staatlichen Risikos steigt aber letztlich auch wieder jenes der Banken, insbesondere wenn sie „too big to safe“ werden. Darüber hinaus verkaufen Banken CDS bezogen auf Staaten, in denen sie ihren eigenen Sitz haben (und für die diese Staaten im Notfall einspringen).

Die Grafik bildet die drastische Zunahme der Volatilität von CDS-Spreads von Sovereign-CDS seit dem Zusammenbruch von Lehman-Brothers ab:



Quelle: Foliensatz „Sovereign Credit Default Swaps: Functions, Importance and Information Content“ von David Zochowski, präsentiert im Rahmen einer Veranstaltung zum Thema CDS der OeNB am 28.9.2009

5e. Refinanzierung und Ausfallsrisiko

Die Refinanzierungskosten von Unternehmen und Staaten sind von der Entwicklung des OTC-Marktes im Allgemeinen und vom CDS-Markt bzw. der eben dargestellten Entwicklung der CDS-Spreads im Besonderen abhängig. Die Problematik: CDS Spreads sind im Aufschwung tendenziell unterbewertet, im Abschwung können sie hingegen überschießen. Das wirkt sich auf die Kosten von Fremdkapital aus, die sich dann in heiklen Situationen zusätzlich erhöhen. Kreditversicherungen lösen im Extremfall also selbst Zahlungsunfähigkeit aus.²⁶ Dies trifft insbesondere auf „naked CDS“ zu. Im wirtschaftlichen Interesse eines Kontrahenten liegt hier der Eintritt des Kreditereignisses bzw. der Zahlungsausfall des Referenzschuldners. Die CDS-Spreads steigen also nicht immer nur, weil die Bonität des Schuldners tatsächlich sinkt. Vielmehr können sie auch steigen, wenn Händler darauf setzen, dass sie die CDS teurer an andere Anleger weiterverkaufen können (Mechanismus einer Blasen-Bildung).

²⁶ EU Kommission, Arbeitspapier 3.7.2009

Exkurs: CDS und Griechenland

Ein Beispiel für die negativen Auswirkungen des CDS Handels stellt Griechenland dar: Einem Bericht von Barclay Capital zufolge wäre die Verzinsung griechischer Staatsanleihen deutlich geringer, wenn Investoren auf dem CDS-Markt nicht auf steigende Risikoprämien spekuliert hätten. Das Volumen der CDS Kontrakte verdreifachte sich Ende Jänner innerhalb von nur einer Woche und fiel Anfang Februar wieder stark zurück. Spekulanten wetteten darauf, dass die CDS-Spreads nach einer bestimmten Zeit ansteigen.

Fallen Referenzschuldner (Schuldner des Grundgeschäftes) und die Gegenpartei (Versicherer) gleichzeitig aus, steigt das Ausfallsrisiko sprunghaft an, bezeichnet als jump risks, womit die Kreditversicherung für den Gläubiger des Grundgeschäftes wertlos werden kann. Aufgrund der häufigen Doppelrolle der „Big Player“ als Referenzschuldner und als Gegenpartei ist es auch sehr wahrscheinlich, dass es zu intensiven Wechselwirkungen zwischen Kredit- und Gegenparteirisiko kommt.

Schließlich schwindet durch die Absicherung mit CDS das Interesse an der Bonität des Schuldners bzw. sinkt der Anreiz zur Überwachung des vergebenen Kredits durch den Gläubiger (Moral Hazard). Eine besondere Problematik ergibt sich, wenn damit das Risiko auf die öffentliche Hand übertragen wird, die im Schadensfall einspringen muss, um eine weitere Eskalation zu verhindern. Es kann auch sein, dass Kreditgeber bei einem bestimmten Unternehmen überbesichert sein können, wodurch sie von der Insolvenz des Schuldners sogar profitieren („empty creditor“). Grundsätzlich gehen die Verkäufer der CDS davon aus, dass das versicherte Kreditereignis – das sie selbst meist gar nicht kennen – nicht eintritt. In diesem Sinn haben sich CDS von einem Absicherungsinstrument zu einem Instrument zur Einkommensbeschaffung entwickelt.

Beispiel AIG: Das Versicherungsunternehmen verkaufte im zweiten Quartal 2008 CDS zu Nominalbeträgen in Höhe von 307 Mrd. Dollar, erlitt im Zuge der Finanzkrise daraus Verluste in Höhe von 30 Mrd. Dollar, während die Einnahmen daraus in der ersten Jahreshälfte 2008 nur 157 Mio. Dollar betragen.

5g. Problematische Handelspraxis – Leerverkäufe (short sales)

Der Verkäufer verkauft Wertpapiere, welche er nicht besitzt in der Absicht, sie später billiger zu erwerben und an der Differenz zwischen Verkaufs- und Kaufpreis zu verdienen. Der short sale bemisst sich nicht entscheidend an der Eigentümerstellung bzw. des Besitzes des (leer) verkauften Wertes zum Zeitpunkt des Vertragschlusses, sondern ob unter Berücksichtigung der bisherigen Position in der Aktie aus dem Leerverkauf eine offene wertvariable Verbindlichkeit in der Aktie verbleibt. Diese ist die „short position“. Aus ihr folgt die Partizipation des Verkäufers an den Wertveränderungen des Wertpapiers.

Durch den wertvariablen Preis des Produktes auf Verkäuferseite kommt ein stark spekulatives Element in den Vertrag, wodurch sich auf Verkäuferseite einer Wette ähnelt. Hinzu kommt, dass von beiden Vertragsparteien nicht geprüft wird, ob der Gegenstand des Kaufvertrages überhaupt auf dem Markt erhältlich ist. Dh , es können mehr Wertpapiere bzw Derivate verkauft werden, als tatsächlich existieren, was zwar nachträglich etwaige Schadenersatzansprüche des Käufers gegenüber dem Verkäufer (wegen Nichterfüllung) nach sich zieht, jedoch die Finanzmarktstabilität extrem gefährden kann.

Einen Gewinn erzielt der Leerverkäufer, wenn es ihm gelingt, sich am Markt mit Wertpapieren einzudecken, die er zuvor (leer) teurer verkauft hatte. Der max Gewinn des short sale ist auf den Kurswert der verkauften Anteile begrenzt. Steigt der Kurs entgegen den Erwartungen des Leerverkäufers, so droht ihm ein betragsmäßig unbegrenzter Verlust.

Den Zeitraum zwischen Kaufvertrag und Erfüllung nutzt der Leerverkäufer zur Eindeckung auf dem Markt:

- a) durch Kauf: nach Eingehung seiner wertveränderlichen Verbindlichkeit tätigt er einen Kauf, um sich mit den geschuldeten Wertpapieren einzudecken.
- b) durch Wertpapierleihe (security lending), dh ein Sachdarlehen. Dabei verwendet er die darlehensweise an ihn übereigneten Wertpapiere, um die Forderung aus einem short sale zu erfüllen. Erst zu dem gegebenenfalls späteren Zeitpunkt der Fälligkeit des Darlehensrückgabeanspruchs muss sich der Leerverkäufer am Markt durch einen Kauf mit den betreffenden Wertpapieren eindecken. Wertpapierleihsysteme werden von den Zentralverwahrern und Großbanken angeboten. Banktechnisch werden short sale und Wertpapierleihe in kürzester Zeit abgewickelt (reflexartige Arbeitsabläufe).

Short sales können als Kassageschäft (Sofortgeschäft) oder als Termingeschäft durchgeführt werden. Leeverkäufe sind kapitalmarktrechtlich nicht geregelt.

Erscheinungsformen

- a) Naked short sale (ungedeckter Leerverkauf): Der Verkäufer hat bei Vertragsschluss kein Eigentum an den Wertpapieren. Der Verkäufer muss entsprechend den Geschäftsbedingungen der Börse die Frist von max zwei Werktagen nach Abschlusstag nutzen, um die geschuldeten Wertpapiere zu beschaffen, oder einen diesen Zeitraum überschreitenden short sale in Verbindung mit einem Wertpapierdarlehen tätigen.
- b) Gedeckter Leerverkauf: hat der Verkäufer bei Vertragsschluss Eigentum an den Wertpapieren entweder durch Kauf oder aus einer Wertpapierleihe erlangt, übereignet er diese Stücke zur Erfüllung seiner Verbindlichkeit.

Gefahren des short selling

Naked short sales können starke Preisbewegungen entfachen, die die Stabilität des Finanzsystems gefährden – neben den Interessen der Aktionäre, Unternehmen und stake holder.²⁷ Es wird auch vermutet, dass naked short sales mit Aktien der betroffenen Unternehmen Liquiditätsengpässe verursachen oder verstärken, indem die Kapitalaufnahme erschwert bzw verhindert wird. Daneben wird eine Marktmanipulation durch Ausstreuen von Gerüchten befürchtet. Naked short sales sind insbesondere deshalb problematisch, weil mehr Wertpapiere bzw Derivate verkauft werden können, als insgesamt existieren bzw auf dem Markt erhältlich sind. Außerdem tritt naked short selling verstärkt dort auf, wo die Unterlegung mittels Wertpapierleihe, meist aufgrund von Engpässen – schwierig ist, dh, wenn die Erfüllung des short sale nicht oder nur zu hohen Kosten realisiert werden kann.

Das Ausmaß der Finanzkrise lässt vermuten, dass Unternehmen systematisch Leerverkäufe bezüglich Wertpapieren bzw Derivaten ohne tatsächliche Verkaufsabsicht getätigt hatten, um deren Kurs negativ zu beeinflussen, indem der Markt (scheinbar) mit Wertpapieren geflutet wurde, was bis zur Insolvenz des betroffenen Unternehmens führte. Dieses sogenannte „abusive naked short selling“ ist im täglichen Wirtschaftsleben allerdings nur schwer vom „ernsthaften“ short selling zu trennen, das wegen Nichterfüllbarkeit (weil keine entsprechenden Wertpapiere beschafft werden können) scheitert. Denn beide Fälle unterscheiden sich nur durch das subjektive Merkmal des mangelnden Erfüllungswillens, auf das in der Praxis höchstens konkludent aus dem Verhalten des Marktteilnehmers geschlossen werden kann.

5h. Spezifische Risiken einzelner Marktsegmente

Zinsderivate: Auch wenn der Markt scheinbar weniger riskant ist, sollte aufgrund seines immensen Volumens ein verstärktes Augenmerk auf ihn gerichtet werden. Die großen Schwankungen des Bruttomarktpreises - auch entgegen der Entwicklung der Volumina – bedarf einer genaueren Betrachtung. Die Auswirkungen des Handels mit Zinsderivaten auf den tatsächlichen Zinssatz und die Realwirtschaft sind zu prüfen.

Dass auch auf dem Markt für Zinsderivate erhöhte Transparenz gefordert ist, beweisen wiederum die Entwicklungen rund um Griechenland, wobei sicherlich auch andere Staaten dieses Instrument benutzt haben könnten (z.B. Italien).

²⁷ Aufgrund dieser Preisbewegungen hat bspw die dt Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht seit 19.9.2008, verlängert bis 31.1.2010 ungedeckte Leerverkäufe über Aktien von elf-Dax bzw M-Dax-notierten Kredit- und Finanzinstituten, Börsenbetreibern und Versicherungsunternehmen untersagt, welche aufgrund ihrer gesamtwirtschaftlichen Bedeutung schützenswert schienen.

Exkurs: Zinsderivate und Griechenland

Das griechische Budget wurde mittels Cross Currency Swaps (CCS - eine Kombination aus Zins- und Währungsswap) geschönt, um in den Euroraum Eingang zu finden. Dabei sollten in Fremdwährung (Dollar und Yen) aufgenommene Staatsschulden von rund zehn Mrd. Euro für einen gewissen Zeitraum in Euro getauscht werden und dann wieder zurück. Das Ungewöhnliche dabei: Es wurde mit fiktiven Wechselkursen gearbeitet, wodurch Griechenland als Gegenwert für seinen Fremdwährungsbetrag eine deutlich höhere Summe in Euro erhielt als es dem tatsächlichen Wechselkurs entsprach. Dadurch erhielt Griechenland einen zusätzlichen Kredit von 1 Mrd. Euro, der jedoch als solcher nicht im Budget ausgewiesen wurde.

Aktiengebundene Derivate: Zwar dürfte es sich hier um einen vom Volumen her weniger großen Markt handeln, dennoch gibt es problematische Merkmale, wie die hohe Konzentration, die geringe Standardisierung und die geringe Besicherung dieser Papiere.

Warenderivate: Auch hier ist vor allem das Augenmerk auf den nichtstandardisierten Teil des Marktes zu legen. Von der Kommission wurde angekündigt, einen Vorschlag für eine Beaufsichtigung der Strom- und Gasmärkte zu erarbeiten. Ebenso möchte sie prüfen, ob der Markt für Emissionszertifikate hinreichend vor Insidergeschäften oder Marktmanipulation geschützt ist (s auch Pkt 5d). Auch für den Agrarbereich wird ein umfassendes Transaktions- und Positionsreporting an die Finanzbehörden überlegt.²⁸

Wechselkursderivate: Dieser Markt muss nicht zuletzt aufgrund starker Wechselkurschwankungen unter die Lupe genommen werden.

6. Regulierungspläne

Die Europäische Kommission hat eine Initiative mit ersten Vorschlägen zum Thema Derivate in einer Mitteilung²⁹ veröffentlicht, deren wichtigste Elemente eine zentrale Gegenpartei – va zur besseren Einschätzung des Gegenparteiisikos - und eine gewisse Standardisierung der Kontrakte, sowie eine erhöhte Transparenz sind. Sie untersucht außerdem die Rolle, die Derivate bei der Finanzkrise gespielt haben, die Vor- und Nachteile der Derivatemärkte und wie Risiken reduziert werden können.

Betreffend außerbörsliche Verträge schlägt die Kommission die Anwendung standardisierter Verträge, sowie elektronische Auftragsbestätigungen, zentrale Datenspeicherung und automatische Zahlungen vor, um so die Finanzmarktstabilität zu verbessern. Außerdem soll eine zentrale Clearingstelle insbesondere

²⁸ Mitteilung der Kommission vom 20.10.2009

²⁹ KOM(2009)563

auch für Kreditderivate geschaffen werden. Nach diesem System würden Derivate über einen Mittelsmann bearbeitet, anstatt privat ausgetauscht zu werden. Ziel ist, Kosten und Risiken bei gleichzeitiger Steigerung der Sicherheit zu reduzieren. Die Industrie soll bis Ende Juli 2009 in Europa ein oder mehrere solcher Clearingstellen errichten.

Darüber hinaus hat die Kommission zwei Arbeitspapiere veröffentlicht: einerseits eine Analyse der OTC Derivatemärkte³⁰ und andererseits ein Konsultationsdokument in Form eines detaillierten Fragebogens³¹. Nach einer öffentlichen Anhörung (Ende September 2009) zu den Ergebnissen der Konsultation sind allfällige Gesetzesinitiativen bzw. andere Maßnahmen bis Mitte/ Ende 2010 zu erwarten.

7. Forderungen aus Sicht der Arbeiterkammer

7a. Allgemeine Ziele der Regulierung

Basis der Überlegungen zur Gestaltung des Derivatemarktes muss die Frage sein, welcher gesamtwirtschaftliche Nutzen aus diesem Marktsegment erwächst, und welche gesamtwirtschaftlichen Gefahren damit verbunden sind. Das grundsätzliche Anliegen beim Einsatz einer bestimmten Organisationsstruktur kann schließlich nicht die Frage sein: „Wie können einzelne Unternehmen ihre Rendite maximieren bzw. ihre Kosten senken?“

Vielmehr muss gefragt werden: *„Wie können wir die Wirtschaft organisieren, damit möglichst viele Menschen auf einem möglichst hohen Wohlstandsniveau und in einem möglichst stabilen Umfeld leben können.“*

Im Sinne der zweiten Frage ist es äußerst zweifelhaft, ob die rasche Entwicklung der Handelsvolumina am OTC-Markt als positiv zu bewerten ist, mit allen Begleiterscheinungen wie Intransparenz, Volatilität, Komplexität und Marktkonzentration. Es ist zu befürchten, dass die eigentliche sinnvolle Funktion von Derivaten, nämlich die Absicherungen gegen Risiken von realwirtschaftlichen Geschäftsvorgängen, immer mehr aus dem Blickwinkel gerät und Spekulation und das Streben nach Erzielung maximaler Renditen zur obersten Priorität am Derivatemarkt wird.

Ebenso gibt es keine Rechtfertigung für das hohe Maß an Intransparenz. Was ist der gesamtwirtschaftlich positive Effekt, wenn immense Volumina abseits der Öffentlichkeit – also OTC - gehandelt werden?

Welchen Vorteil bringen intransparente Netzwerke, in welche die Öffentlichkeit kaum Einblick hat, und dennoch mit den Ergebnissen der gewaltigen Transaktionen innerhalb dieser Netzwerke leben muss – sei es in Form steigender Rohstoffpreise oder CDS-Spreads?

³⁰ SEC (2009) 905

³¹ Stellungnahme der BAK vom 31.8.2009

Die Weiterführung derartiger „Geheimbünde“ auf dem Finanzmarkt ist abzulehnen, insbesondere weil die Ausfallhaftung von der „uninformierten“ Öffentlichkeit zu tragen ist.

Die grundsätzliche Funktion von Derivaten, nämlich die Absicherung gegen Risiken, muss bestmöglich gewährleistet sein. In diesem Sinn sollten auch Unternehmen ihre Position überdenken, ob ein transparenter Markt, auf dem auch Preisvergleiche möglich sind, ihren Interessen nicht besser entgegen kommt, als die Absicherung über exotische maßgeschneiderte Derivate. Aus ökonomisch-wissenschaftlicher Sicht gilt asymmetrische Information als eine wesentliche Quelle von Marktversagen. Die Praxis des Handels abseits von Börsen ist somit auch aus traditionell-ökonomischer Sicht abzulehnen.

In diesem Sinn ist grundsätzlich ein Handel der Derivate über Börsen anzustreben. Das schafft nicht nur Transparenz, sondern ermöglicht auch eine bessere Risikobewertung. Das von der EU-Kommission angestrebte zentrale Clearing ist zwar besser als der gegenwärtige Zustand, jedoch kann dies nur ein Zwischenschritt sein. Die Regulierungsbehörde muss außerdem mit Eingriffskompetenzen sowie Kompetenz zur Produktkontrolle (Finanz-TÜV) ausgestattet sein.

Kritisch zu hinterfragen ist auch die Praxis der Aufspaltung der Risiken, gefolgt von schwierigen Bemühungen diese Risikoteile wieder in Indikatoren abzubilden. Es ist zweifelhaft, ob eine sich gegenseitig aufschaukelnde Komplexität von Produkten und Kennzahlen die Stabilität des Systems erhöht, oder nicht vielmehr das wahre Risikoausmaß vernebelt.

7b. Konkreter Regulierungsbedarf

Aus Sicht der Arbeiterkammer ergeben sich aus der obigen Analyse folgende Schwerpunkte, will man eine Finanzkrise für die Zukunft vermeiden:

1.) Welche Produkte sind volkswirtschaftlich notwendig und nützlich?

Nur solche Derivate, die neben einem Spekulationselement auch Finanzierungs- und Absicherungselemente aufweisen, können überhaupt in eine nähere Betrachtung einbezogen werden. Insbesondere hat dies Relevanz bei CDS und Rohstoffderivaten.

Von Seiten der Finanzwelt wird zwar behauptet, dass von den Marktteilnehmern ohnehin eine Reihe von Initiativen gestartet wurden, welche auf eine Erhöhung der Transparenz und Reduktion systemischer Risiken abzielen, z.B. Abbau des Gegenparteerisikos und Abwicklung des Neugeschäfts über zentrale Gegenparteien.

Diese Maßnahmen reichen jedoch nicht aus, um die mit Derivaten verbundene Problematik ausreichend zu lösen. Dazu sind weitere Schritte nötig:

1.1 Der Besitz eines CDS muss an die Beteiligung am Grundgeschäft gebunden sein. Nur ein tatsächlich eingegangenes Risiko darf abgesichert werden. Sollte dies aus technischen Gründen nicht möglich sein, etwa wenn dasselbe Anleihenbündel mehrfach als Beleg für das übernommene Risiko herangezogen werden kann oder weil es sich zum Beispiel um ein komplexes CDO-CDSs oder ein Index-CDS handelt, ist ein Verbot dieser Derivatform anzustreben. Denn hier überwiegen die negativen ökonomischen Anreize, bzw die schweren gesamtwirtschaftlichen Folgen von Spekulation und die dadurch ausgelöste Instabilität der Gesamtwirtschaft.

1.3 Maßgeschneiderte OTC-Derivate sind insofern sehr kritisch zu beurteilen, als ihre Abwicklung nach den dzt Vorstellungen der EU-Kommission über eine zentrale Clearingstelle ohne Standardisierung erfolgen soll. Dadurch werden aber weiterhin gerade die bezüglich des Risikos am schwersten zu bewertenden Derivate weiterhin außerbörslich gehandelt. Eine derartige Unterscheidung ist daher abzulehnen.

2.) Welche Handelsformen sind für die Volkswirtschaft sinnvoll und dienen der Finanzierung bzw den Investitionserfordernissen der Realwirtschaft?

2.1 Handel, der zu einer künstlichen Aufblähung des Finanzmarktes durch Kauf oder Verkauf von Nicht-Eigentümern von Wertpapieren erfolgt (Leerverkauf) mag in ausgefallenen Geschäftskonstruktionen für die Realwirtschaft nützlich sein, ist aber für den Markt insgesamt auch durch andere Geschäftskonstruktionen ersetzbar, die sich weniger schädlich auf den Gesamtmarkt auswirken. Daher ist der Leerverkauf von Aktien und Derivaten abzulehnen.

2.2 Um das spekulative Element beim Handel mit Rohstoffen wieder in den Griff zu bekommen, sollte die Anzahl der Kontrakte pro Person eingeschränkt werden. Am Beispiel der Chicagoer Börse könnte ein Limit von 5 000 bis 6 000 Kontrakten je Händler vorgesehen werden. In dieselbe Richtung zielen Positionslimits, die einen Plafonds für die mit einem Derivat eingegangene Position vorschreiben.

2.3 Mit Warenkontrakten handeln dürfen nach entsprechendem Zulassungsverfahren nur Personen, die auch tatsächlich mit Agrarrohstoffen zu tun haben, also ua Landwirte, Verarbeiter.

2.4 Außerbörslicher Handel

Der zunehmende außerbörsliche Handel – rund vier Fünftel des Derivatemarktes – hat dazu geführt, dass die offenen Positionen der Handelspartner sowie das damit verbundene Kreditrisiko völlig außer Kontrolle geriet und eine seriöse Bewertung der Kreditwürdigkeit („rating“) der Handelspartner nicht mehr möglich war (s. Ausführungen zum Zusammenbruch von Lehman Brothers). Aus diesem Grund ist der OTC-Handel mit Derivaten abzulehnen, und der gesamte Derivatehandel

über eine zentrale Clearingstelle abzuwickeln. Es gibt kein Argument dafür, dass derartig hochsensible Positionen, die schließlich auch auf ganze Volkswirtschaften rückwirken, abseits der öffentlichen Einsicht und Kontrolle abgewickelt werden. Dass dies gut funktionieren kann, zeigt die Leipziger Strombörse.

2.3 Zentrale Clearingstelle (CCP)

Die Vorteile von zentral gehandelten Derivaten liegen in einer erhöhten Transparenz und Liquidität. Es spricht vieles dafür, nicht nur die Abwicklung, sondern auch den Handel über Börsen bzw. entsprechende Plattformen zu leiten, sodass ein Vergleich der Produkte für alle möglich wird. Insbesondere auch Nicht-Finanzunternehmen würden von dem so entstandenen Wettbewerb profitieren und könnten das am besten geeignete Produkt wählen. Die Clearingstelle sollte gleichzeitig eine zentrale Datensammelstelle einrichten. Durch die dort gespeicherten Handelsinformationen würde die Abwicklung selbst und auch die gegenseitige Saldierung bzw. Aufrechnung erleichtert. Dadurch wird die Transparenz für Aufsicht und Marktteilnehmer erhöht. Die Informationspflichten gegenüber dieser Sammelstelle müssen so umfassend sein, dass ein genauer Einblick in die gehandelten Volumina und ausstehenden Risikopositionen sowohl im Aggregat wie bezüglich der einzelnen Händler möglich ist.

2.3.1 Bereits dzt existieren einige privatrechtlich organisierte Clearingstellen (Swift, Chips, Chaps etc). Sie sind wenig bis gar nicht vernetzt und unterliegen unterschiedlichen Rechtsordnungen. Darüber hinaus stehen sie nicht immer unter behördlicher Aufsicht und erfüllen verschiedene Aufgaben (reine Verrechnungsstelle oder zentrale Gegenparteienstelle). Für Europa sollte jedenfalls der gesamte Derivatehandel über eine zentrale Clearingstelle gelenkt werden.

2.3.2 Die Abwicklung der offenen Derivatepositionen kann über eine zentrale Gegenpartei erfolgen, die entweder die Saldierung oder die Erfüllung ausstehender Verträge garantiert und abwickelt. Übernimmt die zentrale Gegenpartei das Risiko der Nichterfüllung, so muss sie die Ausfallsrisiken sorgfältig prüfen und laufend überwachen. In beiden Fällen (Aufrechnung und/oder Haftungsübernahme) wird die zentrale Clearingstelle selbst systemrelevant. Sie muss daher für eine ausreichende Kapitalisierung und Sicherheitsleistung seitens der Mitglieder (bei Aufrechnung) bzw der Anteilseigner (bei Haftungsübernahme) sorgen, die einspringen müssen, falls eines der Mitglieder ausfällt. Dh das Ausfallsrisiko bzw die Haftung wird auf die Anteilseigner der Gegenpartei bzw der Clearingstelle verschoben.

Es ist somit erforderlich, dass europäische bzw internationale Standards für CCP auf hohem Niveau festzusetzen, damit es nicht zu Regulierungsarbitrage – etwa in Form zu geringer Handelsspannen und damit einer Unterkapitalisierung der Clearingstelle – kommt. Dh, um die systemische Stabilität zu gewährleisten, muss vermieden werden, dass der Wettbewerb zwischen den einzelnen Clearing-

bietern über niedrigere Sicherheitenanforderungen ausgetragen wird (vgl Pkt 5d, Amaranth-Fall) und damit zu Lasten der Systemstabilität geht. Clearinganbieter müssen möglichst über alle Jurisdiktionen hinweg den gleichen Regeln unterworfen sein. Schließlich ist die Frage zu klären, wie viele Clearingstellen überhaupt zugelassen werden, unter welche Jurisdiktion sie fallen und ob eine Interoperabilität zwischen ihnen gewährleistet werden soll.

Exkurs - Übergangsphase

Vom bilateralen Clearing zum zentralen Clearing

Sollte die verpflichtende Abwicklung über CCPs (vorerst) nicht durchgesetzt werden können, muss bilaterales Clearing mit so hohen Eigenkapitalanforderungen verbunden sein, dass auch extreme Stressphasen bzw. Krisen nicht zur Gefährdung des Vertragspartners führen können. Ziel ist es, über diesen Weg alle Abwicklungen über eine zentrale Gegenpartei zu lenken.

3.) Regulierung - Aufsicht

3.1 Aufsicht über die Clearingstelle

Die öffentlichrechtliche Aufsicht über die zentrale Clearingstelle sollte durch die geplante europäische Wertpapieraufsichtsbehörde (ESMA) erfolgen.

3.2 Aufgaben der Clearingaufsicht

Aufsicht

Ihre Hauptaufgabe sollte die kontinuierliche Kontrolle der Geschäftsgebarung der Clearingstelle sein. Hierzu gehört ua auch die Kontovergabe nur an seriöse Finanzinstitute entsprechend gesetzlich vorgegebenen Richtlinien. Die allfällige Führung von Geheimkonten muss unverzüglich untersagt werden. Der Einsatz von algorithmischem Handel sollte regelmäßig auf seine volkswirtschaftlichen Auswirkungen geprüft und gegebenenfalls – bei Feststellung von Marktverwerfungen – untersagt werden.

Produktkontrolle

Grundsätzlich sollen nur solche Derivate über die zentrale Clearingstelle (CCP) abgewickelt werden können, die a) als handelbar eingestuft wurden b) zertifiziert wurden. Die Behauptung, dass bestimmte Derivate nicht für zentrales Clearing geeignet sind, muss im Einzelfall genau überprüft werden. Dies könnte im Rahmen eines allgemeinen Zulassungsverfahrens geschehen, bei dem auch die ökonomische Zweckmäßigkeit und das Risiko geprüft werden. Die Verwendung muss dann gänzlich untersagt werden, wenn sich negative Anreizeffekte oder zu hohe Risiken ergeben.

Für „nicht standardisierte“ Produkte muss sich der entsprechende Mehraufwand für die CCP in höheren Gebühren widerspiegeln.

Sollten sich bestimmte Handelsformen (Leerverkäufe) oder derivative Produkte als volkswirtschaftlich schädlich erweisen, so hat die Regulierungsbehörde den Handel zu untersagen bzw auszusetzen.

Für weitere Fragen stehen Ihnen gerne

Frau Susanne Wixforth

(Expertin der AK Wien)
T +43 (0) 1 501 65 2122
susanne.wixforth@akwien.at

Frau Judith Vorbach

(Expertin der AK Oberösterreich)
T +43 (0) 732 6906 2434
vorbach.j@akooe.at

Frau Iris Strutzmann

(Expertin der AK Wien)
T +43 (0) 1 501 65 2167
iris.strutzmann@akwien.at

Herr Dominik Pezenka

(Experte der AK Wien)
T +43 (0) 1 501 65 2533
dominik.pezenka@akwien.at

sowie

Herr Amir Ghoreishi

(in unserem Brüsseler Büro)
T +32 (0) 2 230 62 54
amir.ghoreishi@akeuropa.eu

zur Verfügung.

Bundesarbeitskammer Österreich

Prinz-Eugen-Strasse, 20-22
A-1040 Wien, Österreich
T +43 (0) 1 501 65 0
F +43 (0) 1 501 65 0

AK EUROPA

Ständige Vertretung Österreichs bei
der EU
Avenue de Cortenbergh, 30
B-1040 Brüssel, Belgien
T +32 (0) 2 230 62 54
F +32 (0) 2 230 29 73