

# Derivate

Fieberkurven zeigen nach oben 45

Risikoprämien und Volatilität steigen rasant

Tantal und Niob sind selten 45

Versorgungsengpass bringt Qualen

Krisenwährung Gold profitiert 45

Metalle der Platingruppe geraten unter Druck

Emittenten

Sal. Oppenheim 44



## Es geht auch mit Regulierung

Vorschriften für ausserbörsliche Derivatmärkte bringen Energie- und Rohstoffunternehmen nicht nur Kosten, sondern auch Vorteile

ELISABETH TESTER

Gary Gensler will den ausserbörslichen Derivatmarkt – auch für Rohstoffe – regulieren. Der Chef der US-Terminbörsenaufsicht CFTC glaubt, dort den für die Finanzkrise Schuldigen gefunden zu haben. Am jüngsten Jahrestreffen der Branchenvereinigung Futures Industry Association (FIA) – also quasi in der Höhle des Löwen – verkündete er: «Engagements in börsengehandelte Futures verschlangen keine Tarp-Gelder. AIG hingegen musste vom Steuerzahler mit 180 Mrd. \$ gerettet werden, unter anderem wegen der ungesicherten, nicht über eine Börse abgerechneten Kontrakte.»

Futures werden über Clearinghäuser abgewickelt, die für die Verpflichtungen der Käufer und Verkäufer haften und dafür von ihnen die Hinterlegung von Sicherheiten (Collateral) verlangen. Das minimiert das Gegenparteirisiko und die gegenseitige Abhängigkeit der Marktteilnehmer, die durch Derivatgeschäfte entstehen.

Gemäss Gensler geht es in der von der Administration Obama angestrebten Finanzmarktreform nicht nur um das «Too big to fail»-Problem, sondern auch um das Thema «Too interconnected to fail», also die Vernetzung. AIG sei mit anderen Finanzinstitutionen im Umfang von 2 Bio. \$ durch Derivatkontrakte verbunden gewesen. Zudem fänden fast 90% aller OTC-Transaktionen (Over the Counter, ausserbörslich) zwischen Banken, Hedge Funds, Finanzgesellschaften und Versicherungen statt – im Gegensatz zu physischen Käufern und Verkäufern der Basiswerte.

Diese Vernetzung der Marktteilnehmer sei eine direkte Folge des unregulierten OTC-Derivathandels und berge eine hohe Ansteckungsgefahr. Gensler fordert deshalb, standardisierte OTC-Derivate über zentrale Clearinghäuser abzuwickeln. Er weist auch immer wieder auf die Gefahr des Moral Hazard hin: Nach den Ereignissen von 2008 würden Marktteilnehmer von einer impliziten staatlichen Bail-out-Garantie ausgehen. Die britische Finanzmarktaufsicht FSA möchte zudem eine Risikoerfassung auf Gruppenebene, die auch nichtregulierte Tochtergesellschaften (wie im Falle des Derivatgeschäfts von AIG) von Finanzinstituten berücksichtigt.

### Eulen nach Athen tragen?

Ist die Auffregung der Regulatoren gerechtfertigt? Gemäss Isda, dem Branchenverband der Derivatthändler, unterlegen die grössten Händler heute bereits 78% der Transaktionen mit Collateral. In Credit Default Swaps (CDS) sind gar 97% mit Sicherheiten hinterlegt. Das systemische Risiko dürfte somit weitgehend gebannt sein (vgl. FuW Nr. 33 vom 28. April). Die Branche selbst bemüht sich schon seit Jahren um mehr Sicherheit und Transparenz – die Regulatoren wirken vor diesem Hintergrund etwas übereifrig.

Die von einer strengeren Regulierung betroffenen Unternehmen klagen über die Kosten der zu hinterlegenden Sicherheiten und wünschen sich unzählige Ausnahmen. Zentral abgewickelte oder börsengehandelte Produkte weisen aber trotz Collateral-Zwang für viele Marktteilnehmer Vorteile auf: Sie sind transparent und oft günstiger. Der Börsenhandel bedeutet mehr Liquidität, mehr Transparenz, mehr Teilnehmer und geballtes Wissen auf einem Marktplatz.

Davon überzeugt ist auch die amerikanische Hudson Capital Energy (HCE), die im Januar in Zug eine Schweizer Niederlassung eröffnete. HCE ist Market Maker und Spezialist für ausschliesslich börsengehandelte Energiederivate (CME, Nymex, ICE) und bietet die physische und finanzielle Abwicklung der Kontrakte an. HCE arbeitet



Mit standardisierten Börsenderivaten und in standardisierten Häusern lässt es sich leben. Der Grossteil der Bedürfnisse ist gedeckt.

mit Kunden, die sich mit Futures, Optionen und Swaps gegen Preisrisiken im Energiebereich absichern wollen. Jonathan Kornafel, Asien- und Europachef von HCE, betont: «Der Standort Zug bietet die Nähe zu internationalen Rohwarenhändlern und Energieunternehmen. Neben Energiekonsumenten und -produzenten zählen auch Hedge Funds zu unseren Kunden. Sie suchen ständig neue Ideen für ihre Strategien und handeln regelmässig, was für das Day-trading gut ist.»

HCE könnte ein Absicherungsprodukt einkaufen und dem Kunden weiterverkaufen. Aber normalerweise nimmt HCE als Market Maker das Risiko, das der Kunde absichern will, in die eigenen Bücher und bewirtschaftet es. Kornafel erklärt: «Ein Transportunternehmen befürchtet zum Beispiel einen Anstieg des Ölpreises und kauft von uns 100 Rohöl-

Calls, die wir im Basismarkt durch den Kauf von 26 Futures absichern.» Unternehmen treten HCE also das Risiko ab, das durch das Exposure zu Preisbewegungen verschiedener Marktvariablen entsteht (Directional Risk). HCE selbst bewirtschaftet im Gegenzug das Volatilitätsrisiko (Non directional). HCE verlangt weder Gebühren noch Kommissionen, sondern bietet seine Dienstleistungen an in der Hoffnung, Gegenpartei für die Transaktionen sein zu dürfen.

### Standard ist gut

Angesprochen auf die Kosten der für die Börsentransaktionen nötigen Sicherheiten – das Hauptthema der Regulierungsgegner – erklärt Kornafel: «Kann ein Unternehmen das Collateral nicht bezahlen, sollte es das Geschäft nicht machen. Es

kann dann auch die Verluste, die ausserbörslich anfallen, nicht decken. Durch den Kauf von Optionen wird hingegen die Nachschusspflicht gänzlich vermieden – es fällt nur einmalig die entsprechende Versicherungsprämie an.»

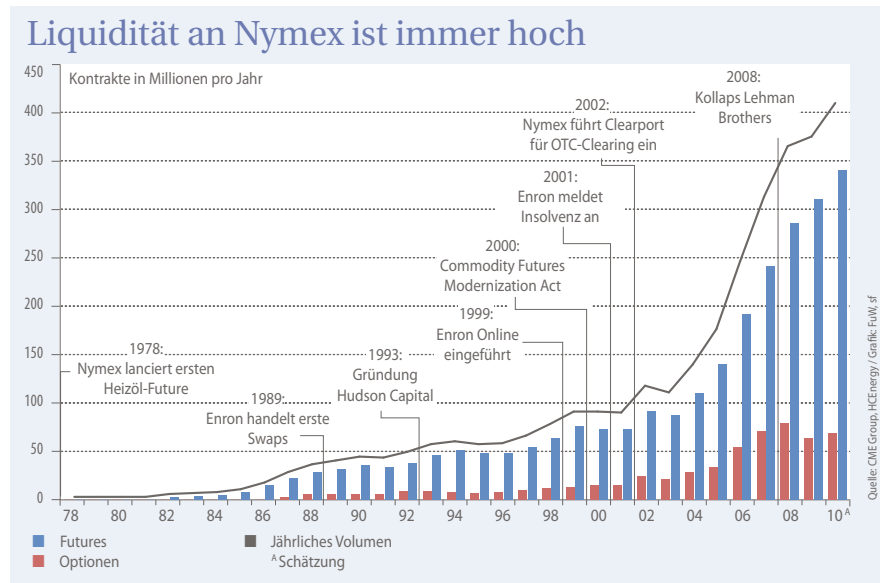
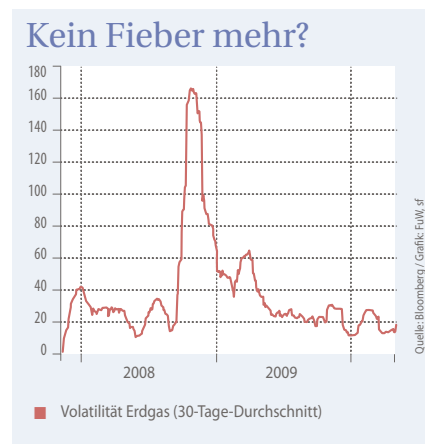
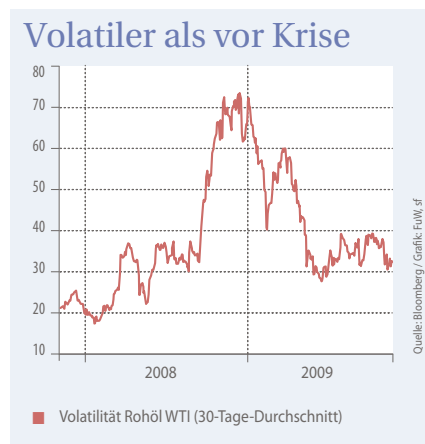
Weitere Vorteile von Börsenprodukten seien die Transparenz und das Wegfallen des Gegenparteirisikos, wodurch der Kunde keine Kreditabteilung (wegen des Kreditrisikomanagements von OTC-Transaktionen) involvieren müsse. Zudem genügen im Normalfall die standardisierten Börsenprodukte für fast alle Absicherungsbedürfnisse. Als Nachteil des Geschäftsmodells von HCE nennt Kornafel die trotz allem beschränkte Produktpalette. Er relativiert jedoch: «Die Bausteine für OTC-Strukturen sind dieselben wie für börsengehandelte Produkte. Banken, die OTC-Instrumente anbieten, sichern sich selbst auch wieder an der Börse ab.»

HCE ist das einzige Unternehmen in der Schweiz, das sich ausschliesslich auf börsengehandelte Energiederivate spezialisiert hat. Banken wie Citi, Goldman Sachs, UBS und andere bieten entsprechende Produkte ebenfalls an, oft jedoch nur auf Anfrage. Energiemultis wie BP, Total oder Trafigura handeln ebenfalls mit Energiederivaten, für sie ist das aber immer nur ein kleines Nebengeschäft.

### Limiten sind schlecht

Die anstehende Regulierung ist gut für HCE, das Geschäftsvolumen und die Zahl der Kunden dürften deutlich zunehmen. Besteht die Gefahr, dass die Vorschriften selbst für HCE zu rigoros werden? Kornafel erläutert: «Das Risiko liegt darin, dass der Regulator die Grösse der Marktteilnehmer bestimmt. Eine Minimalkapitalisierung könnte für uns ein Problem darstellen, da wir klein sind.» Auch die Einführung von Positionslimiten sei gefährlich. «Nimmt die Anzahl Marktteilnehmer durch die Regulierung ab, ist das generell schlecht – das Gegenteil sollte passieren.»

Kornafel rechnet mit einer Regulierung noch vor den US-Kongresswahlen im November. Danach riskiere die Administration Obama, die Mehrheit im Parlament zu verlieren. Energiederivate sind nicht per se das Hauptthema der Finanzmarktregulierung, jedoch Teil des Pakets. Kornafel: «Das macht das Ganze so kompliziert: Jeder Politiker will noch eine Sonderregulierung hineinpacken, die seinen Interessen zugute kommt.»



Lieske Anleger

### Neue alte Vorwürfe gegen Kreditderivate

Benoît Mandelbrot, Mathematiker und Finanzmarkttheoretiker, hat bereits vor Jahrzehnten in Untersuchungen über die Fraktalität der Aktienkursentwicklungen dargelegt, dass extreme Ereignisse viel häufiger auftreten, als es die Standardtheorien voraussagen. Die Quintessenz lautet vereinfacht: Der Markt hat nicht recht, sondern ist in erster Linie unberechenbar. Der Kurssturz an Wallstreet von Donnerstag hat schmerzhaft an Mandelbrots Erkenntnisse gemahnt.

Noch wird nach Erklärungen für die Kurskapriolen gesucht – möglicherweise waren die Auslöser für die um sich greifende Panik nicht fundamentaler Natur, sondern einige unbeabsichtigte Handelsaufträge. Doch diese «Misstrades» – wenn es denn solche waren – fielen auf idealen Nährboden, denn die Nerven der Händler liegen seit Tagen blank. Bange fragen sie sich: Sind die Unruhen in Hellas nur Vorboten viel gravierenderer sozialer Verwerfungen in der Eurozone, hält die Gemeinschaftswährung Euro den gegenwärtigen Belastungen stand und handelt die EZB entschlossen genug, um Vertrauen zurückzugewinnen?

### Der Fisch stinkt vom Kopf

Fragen, die auch ich mich nicht getraue, abschliessend zu beantworten. Einer, der kein Blatt vor den Mund nimmt, ist Jochen Sanio, der Chef der deutschen Finanzaufsicht Bafin. Vor dem Haushaltsausschuss des Bundestags polterte er diese Woche: «Spekulant führen einen Angriffskrieg gegen die Eurozone.» Dazu dienten ihnen Kreditderivate, genauer CDS. Diese Argumentation ist weder neu, noch originell und wäre mir auch keine Erwähnung wert, wenn nicht die Bafin selber zu anderen Schlüssen käme als ihr Vorsteher.

Die Behörde schreibt nämlich in einer Mitteilung, dass sie keine Anhaltspunkte für ebensolche Anschuldigungen gefunden habe und ergänzt: «Die vorliegenden Daten lassen auf keine massive Spekulation schliessen». Das deckt sich auch mit den öffentlich zugänglichen Informationen, die DTCC bereitstellt (vgl. FuW vom Mittwoch). Für mich hat sich Sanio mit diesen Aussagen als Chef der Bafin unmöglich gemacht. Wer sich gegen die Erkenntnisse der eigenen Behörde stellt, ist im besten Fall schlecht informiert, eher aber ein Opportunist, dem die Selbstinszenierung wichtiger ist als die Fakten.

### Wie viel ist zu viel?

Als Folge der Verunsicherung sind die CDS-Prämien von Griechenland, Portugal, Spanien, Irland und Italien am Freitag kräftig vorgerückt. Wird doch damit gerechnet, dass die spanische bzw. griechische Grippe auf die gesamte Eurozone übergreift? Griechenland steht von den genannten Ländern zwar am schlechtesten da. Doch wie viele Schulden sind für eine Volkswirtschaft zu viel? Auch vermeintlich sicherere Länder können plötzlich kippen.

Das erinnert mich an die Asienkrise 1997. Ähnlich wie heute wurde damals argumentiert, die asiatischen Tigerstaaten seien nicht miteinander vergleichbar. Doch zuletzt wurden alle in Sippenhaft genommen. Der Analyst Dylan Grice von Société Générale rät: «Wer den Takt nicht kennt, betritt die Tanzfläche derzeit besser nicht.» Diese Empfehlung befolge auch ich.

Ihr Derivat