

Derivate

Genussmittel sind in 43
Der Preis für Kaffee schnell hoch

Nicht alle Länder werten ab 43
Zinsen, Inflation und Währung beachten

Keine heftigen Ausschläge 44
Erwartete Volatilität in UBS und CS ist moderat

Emittenten
 Vontobel **38**

traded on coach

«Dodd-Frank ist ein leerer Rahmen»

Die Regulierung des ausserbörlichen Derivatmarktes kommt langsam voran – Limiten und Clearing sind Knackpunkte

ELISABETH TESTER

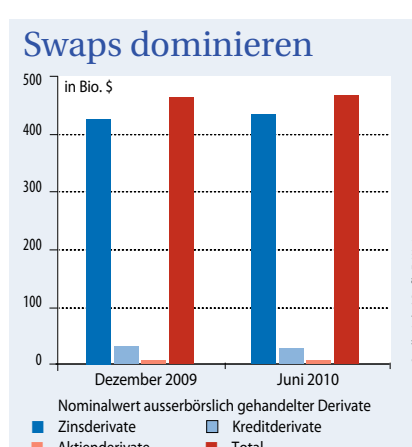
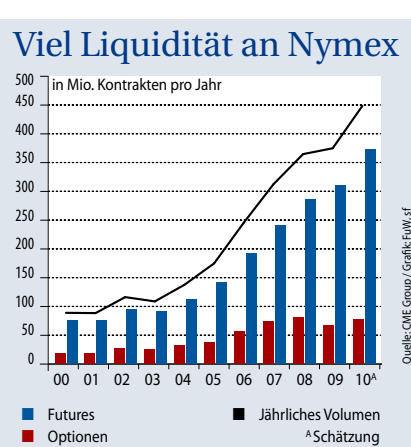
Ausserbörslich gehandelte Derivate (Over the Counter, OTC) gelten als Sündenbock für allerlei Krisen – oft zu Unrecht. Vorgeworfen wird ihnen der intransparente Handel und ein Hang zum Systemrisiko. Seit der Lehman-Pleite fordern die Regulatoren entsprechende Massnahmen. Was wurde bisher erreicht, was ist noch zu tun?

Am Montag hat der Verband der internationalen Derivatehändler (Isda) die neusten Zahlen zum OTC-Derivatmarkt publiziert: Der weltweit ausstehende Nominalwert belief sich per Ende Juni auf 467 Bio.\$, ein Prozent mehr als Ende 2009. Zinsderivate (Swaps) legten im ersten Semester 2% zu und bilden mit 434 Bio.\$ das Schwergewicht. Kreditderivate schrumpften 14% von 30,4 auf 26,3 Bio.\$, und der Nominalwert ausstehender OTC-Aktien-derivate reduzierte sich 6%, von 6,8 auf 6,4 Bio.\$.

Die fünf grössten US-Händler decken einen Anteil von 37% ab. Die G-14, also die vierzehn grössten internationalen Derivatehändler, sind für vier Fünftel des Gesamtvolumens verantwortlich. Angesichts der grossen Beträge und der Konzentration unter den Händlern wundert es nicht, dass die Regulatoren mehr Transparenz fordern. Adressiert werden auch das Gegenparteirisiko sowie operationale Risiken. Die Idee ist, alle OTC-Derivate, die gewissen Standards entsprechen, über eine zentrale Clearingstelle abzuwickeln, um das Ausfallrisiko zu mindern. Anforderungen in Bezug auf das Reporting werden ebenfalls diskutiert.

USA legen vor

Jonathan Kornafel, Asien- und Europachef von Hudson Capital Energy (HCE), einem Spezialisten für börsengehandelte Energiederivate in der Schweiz, blickt im Gespräch mit «Finanz und Wirtschaft» auf die Regulierungsbemühungen der letzten Monate zurück: «Die USA haben im Sommer mit dem Dodd-Frank-Gesetz die Führung übernommen. Es ist bislang jedoch ein leeres Gebäude, das noch mit Vorschriften gefüllt werden muss – wie genau, ist für alle Beteiligten nicht klar. Die Fristen werden immer wieder aufgeschoben, da zuerst der Markt studiert



werden muss. Die US-Börsenaufsicht CFTC will nun Informationen zum internationalen Swap-Handel sammeln, um Limiten definieren zu können. Sind Limiten des Volumens für Händler gut oder schlecht? Das ist nicht eindeutig. In früheren Vorschlägen wurden sie so hoch angesetzt, dass das Gros der Marktteilnehmer gar nicht davon betroffen war. Kornafel betont: «Ein kleiner Händler wie wir handelt nicht gegen die Limiten. Aber für grosse Händler kann die Liquidität eingeschränkt werden.» Das würde die Geld-Brief-Spanne erhöhen, und der Händler wälzt die Kosten auf den Konsumenten ab. Im Bereich der Energiederivate betrifft das z.B. Fluggesellschaften oder Transportunternehmen. Sogenannte Bonafied Hedgers, also qualifizierte Absicherer, die die Futures-Märkte zur Preisabsicherung verwenden, sind nicht an Limiten gebunden. Sie müssen jedoch den Plausibilitätsnachweis für ihre Positionen erbringen. Doch Finanzspekulanten wie Swap-Händler handeln nicht nur untereinander. Erreichen sie die Limiten, wird das die Kosten der Absicherer ebenfalls erhöhen. Manche Stimmen möchten Spekulation ganz verbieten. Kornafel konstatiert: «Das wäre zu extrem. Bis zu einem gewissen Grad muss ein Market Maker, also ein Preissteller, auch ein Spekulant sein. Produzenten und Konsumenten wollen ihr Risiko schliesslich abgeben.» Das Problem sind nicht nur die Limiten, sondern auch die Abwicklung. Ein Zwangsclearing für OTC-Derivate ist für kleine Konsumenten – oder Fluggesellschaften, die nicht über genügend Barmittel verfügen – unter Umständen zu teuer. Sichern sie sich in der Folge nicht ab, ist niemandem gedient. Clearinghäuser können ihre Aufgabe zudem nur erfüllen, wenn die abzuwickelnden Produkte standardisiert und geprüft und sicher sind. Kornafel erläutert: «Die Frage muss gestellt werden, was ein exotisches Produkt – oder viele neue Produktgruppen – für die Börsen und für die Clearinghäuser bedeuten. Handle ich über ein Clearinghaus, garantiert es mir das Gegenparteirisiko. Geht meine Gegenpartei in Rohöl in Konkurs, stellt die Börse die Position am superliquiden Markt glatt. Sind die gehandelten Produkte dagegen illiquid, wie manche Kreditderivate, kann das für ein Clearinghaus eine grosse Belastung sein.»

Europa mag Konkurrenz

Im September sind nun die europäischen Regulierungsvorschläge vorgestellt worden. Noch vor einem Jahr gab es diesbezüglich grosse Differenzen zwischen den USA und Europa. Dem eher ausgewogenen, nicht rein regelbasierten europäischen Ansatz wurden von den Marktteilnehmern die besseren Noten ausgestellt. Eine gewisse Annäherung hat inzwischen stattgefunden. Der zentralisierte US-Ansatz mit nur einem Clearinghaus ist für Europa aber trotz allfälliger ökonomischer Effizienz schwierig durchsetzbar, da viele verschiedene Steuerregimes und Regulatoren berücksichtigt werden müssen. Zudem favorisieren die Gremien der Europäischen Union Konkurrenz, auch im Clearingbereich. Kornafel: «Die EU muss sich nicht der US-Regulierung anpassen. Haben die USA, Europa und Asien jedoch unterschiedliche Gesetze, wird es regulatorische Arbitrage geben. Händler würden ihre Trading Desks zügeln, um von vorteilhafteren Bedingungen zu profitieren.» Kornafel weist auch darauf hin, dass die Standardisierung des OTC-Handels schon seit längerem im Gange sei. Sämtliche Marktteilnehmer arbeiteten daran, und ein Grossteil der Transaktionen sei bereits

Manche Stimmen möchten Spekulation ganz verbieten. Kornafel konstatiert: «Das wäre zu extrem. Bis zu einem gewissen Grad muss ein Market Maker, also ein Preissteller, auch ein Spekulant sein. Produzenten und Konsumenten wollen ihr Risiko schliesslich abgeben.» Das Problem sind nicht nur die Limiten, sondern auch die Abwicklung. Ein Zwangsclearing für OTC-Derivate ist für kleine Konsumenten – oder Fluggesellschaften, die nicht über genügend Barmittel verfügen – unter Umständen zu teuer. Sichern sie sich in der Folge nicht ab, ist niemandem gedient. Clearinghäuser können ihre Aufgabe zudem nur erfüllen, wenn die abzuwickelnden Produkte standardisiert und geprüft und sicher sind. Kornafel erläutert: «Die Frage muss gestellt werden, was ein exotisches Produkt – oder viele neue Produktgruppen – für die Börsen und für die Clearinghäuser bedeuten. Handle ich über ein Clearinghaus, garantiert es mir das Gegenparteirisiko. Geht meine Gegenpartei in Rohöl in Konkurs, stellt die Börse die Position am superliquiden Markt glatt. Sind die gehandelten Produkte dagegen illiquid, wie manche Kreditderivate, kann das für ein Clearinghaus eine grosse Belastung sein.»

Regulierung schafft Markt

Credit Default Swaps (CDS) sind derivative Finanzinstrumente, die eine Versicherung gegen den Ausfall einer Obligation bieten. Je höher der CDS notiert, desto grösser ist die Wahrscheinlichkeit der Zahlungsunfähigkeit des Schuldners. Für CDS, die ehemals im ausserbörslichen Bereich (OTC) beheimatet waren, wurden Clearinglösungen initiiert, die das Gegenparteirisiko reduzieren.

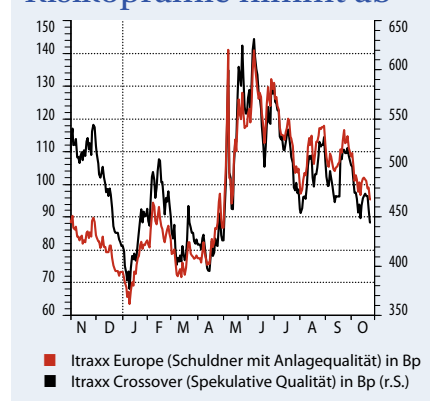
Durch die Abwicklung über eine Clearingplattform entsteht ein liquider und transparenter Handel. Zudem müssen die abgeschlossenen Swaps mit Sicherheiten (Collateral) hinterlegt werden. Das im Juni 2010 verabschiedete Dodd-Frank-Gesetz fordert, dass CDS-Transaktionen künftig

nicht mehr OTC abgerechnet werden. Auch in Europa soll der Derivatmarkt von der geplanten Wertpapieraufsichtsbehörde Esma (European Securities and Markets Authority, vgl. FuW Nr. 43 vom 5. Juni) stärker reguliert werden.

Der CDS-Markt wird weltweit auf 26,3 Bio.\$ geschätzt. CDS-Clearing-Marktführer ist die Intercontinental Exchange (ICE), die seit März 2009 als zentrale Gegenpartei in Erscheinung tritt. In den achtzehn Monaten, seit die Clearingplattform in Betrieb ist, wurden an der ICE 12 Bio.\$ abgewickelt, davon entfielen 4,6 Bio.\$ auf den europäischen Ableger der ICE. Die offenen CDS-Positionen belaufen sich auf rund 1,7 Bio.\$.

AST

Risikoprämie nimmt ab



Anleihen-Extravaganza

Deutsche Bank kotiert ETF-Palette

Kotierte Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) erfreuen sich enormer Beliebtheit bei der Schweizer Investorengemeinde, bis Ende Jahr wird an der SIX Swiss Exchange (SIX) ein Umsatzrekord von geschätzten 70 Mrd. Fr. erwartet. Guter Umsatzzahlen erfreuen sich auch ETF auf Obligationen. Der seitwärtsstendierende Aktienmarkt bewog viele Anleger zu Investments in festverzinsliche Produkte, trotz der tiefen Zinsen. Diesen Trend will sich nun die Deutsche Bank zunutze machen und lanciert auf einen Schlag 24 ETF auf Obligationenindizes. Die Grossbank bietet insgesamt 76 ETF an der SIX an und ist damit der zweitgrösste Anbieter nach Comstage (einem Tochterunternehmen der Commerzbank), die 155 kotierte Fonds anpreist. Die Anzahl ETF an der SIX erhöht sich damit auf 555 Stück, davon beziehen sich 103 auf Anleihen.

Die 24 synthetisch (Abbildung des Basiswerts durch Swap) replizierten Fonds bilden die Iboxx-Indexpalette ab, die in Europäische- und US-Staatsanleihen investieren. Darunter sind zwei ETF auf Short-Indizes, die erlauben, von steigenden Zinsen zu profitieren.

ETF auf Kreditderivatindizes

Erstmals werden an der SIX nun auch kotierte Fonds auf Itraxx-Kreditderivatindizes gehandelt. Die Itraxx-Familie erlaubt die Absicherung gegen den Zahlungsausfall europäischer Unternehmen. Je höher der Indexstand, desto grösser schätzt der Markt das Risiko eines Konkurses der Schuldner ein. Der Itraxx Europe auf 125 Unternehmensschuldnern mit Anlagequalität (Investment Grade) hat seit Juni 2010 gut 50% verloren (vgl. Grafik oben). Der Itraxx Crossover, der sich auf 45 Unternehmen unterhalb des Investment-Grade-Ratings (BBB- oder tiefer) bezieht, sank ebenfalls um die Hälfte. Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) für Europäische Unternehmen sind wieder so günstig wie zuletzt im Frühjahr 2010. Über ETF können die CDS-Indizes nun erstmalig an der SIX als Long- oder Short-Variante gehandelt werden.

Dubai weiter am Wachsen

Das Emirat Dubai hat als Rohstoff-handelsdrehscheibe Tradition. Die Etablierung einer lokalen Terminbörse war daher nur ein logischer Schritt. Die Dubai Gold & Commodities Exchange (DGEX) nahm im November 2005 den Betrieb auf und hat sich in der Zwischenzeit zur führenden Terminbörse des Nahen Ostens gemauert.

Regelmässig werden neue Umsatzrekorde gesetzt, so auch im Futures auf die indische Rupie; im laufenden Monat wurden bislang Kontrakte im Wert von 270,6 Mio.\$ umgesetzt. Die vor kurzem lancierten Futures auf den kanadischen und den australischen Dollar erfreuen sich auch grosser Beliebtheit. Im Oktober beläuft sich der Umsatz bis anhin auf 26 bzw. 12 Mio.\$.

AST

Monitor

Neues Geld (3/7)

Währungsreformen sind neben der Einführung immer raffinierterer Sicherheitsmerkmale auf Banknoten der Hauptgrund für neues Geld. Inflation und Hyperinflation sind die Auslöser. Von Hyperinflation wird gesprochen, wenn die monatliche Steigerung des Preisniveaus 50% und mehr beträgt. In der Sowjetunion herrschte dieser Zustand unter anderem von 1922 bis 1924, mit dem schlimmsten Höhepunkt von 280% Inflation in einem einzigen Monat. In den Neunzigerjahren machten die enorm hohen Inflationsraten erneut eine Währungsreform notwendig, und anlässlich der Reform von 1998 wurden 1000 alte Rubel durch je einen neuen Rubel ersetzt. Seither hat sich die Inflationsrate auf hohem Niveau stabilisiert – mit rückläufigem Trend.



BILD: PEKKA SAKKI/LEHTIKUIVA/KEystone