

MOMENTUM 2011

Track 2: Banken, Bücher und Bilanzen:
Von der Finanzkrise zu europäischer Regulierung?

Deregulierter Finanzmarkt – Mitverursacher der Krise in Europa

Am Beispiel von OTC-Derivaten, Schattenbanken und TBTF

Judith Vorbach, Arbeiterkammer OÖ
Susanne Wixforth, Bundesarbeitskammer

23.09.2011

Derivate – Was versteht man darunter?

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. Gestaltet werden Derivate in Form von Forwards, Futures, Optionen, Swaps und deren Mischformen, insbesondere auch in Form auf die jeweiligen Bedürfnisse hin maßgeschneiderter Konstruktionen.

Es wird unterschieden zwischen Derivaten, die an der **Börse** gehandelt und jenen, die außerbörslich bzw. OTC (over the counter) gehandelt werden. An den Derivatebörsen (z.B. Chicago Mercantile Exchange bzw. CME Group, die Eurex oder die NYSE Euronext Liffe) gehandelte Derivate sind in der Regel standardisiert, transparent und müssen bestimmte Sicherheitsanforderungen erfüllen. Voraussetzung für den Handel an den Börsen sind Kapitaleinschusszahlungen (Margins). Der anfängliche Einschuss (Initial Margin) wird auf ein Margin Konto eingezahlt, das regelmäßig (täglich) den Marktentwicklungen angepasst wird. Hierfür wird ein Mindestsaldo festgelegt, der ein wenig unter dem Initial Margin liegt. Fällt der Saldo darunter, kommt es zu einer Nachschussforderung (Margin Call), sodass das Konto wieder auf Höhe des Initial Margins aufgestockt wird. Wird diese Nachschusszahlung nicht geleistet, wird die Position durch den Verkauf des Kontrakts geschlossen.¹ So wird dem Risiko, dass eine Gegenpartei nicht über die finanziellen Ressourcen zur Erfüllung der Vereinbarung verfügt, begegnet. Diese Derivatebörsen gelten was das Ausfallrisiko betrifft als relativ stabil und funktionierten auch während der Krise meist reibungslos.² Was die Volatilität der Kurse und deren Auswirkungen zum Beispiel auf Preise von Nahrungsmitteln betrifft, steht jedoch auf einem anderen Blatt.

Demgegenüber werden **OTC-Derivate** meist bilateral zwischen zwei Vertragsparteien ohne Zwischenschaltung einer Börse gehandelt. OTC-Derivatemärkte sind traditionell um einen „Market Maker“ organisiert, der den Markt durch das Stellen von Ankaufs- und Verkaufsangeboten aufrecht hält. „Broker“ sind Vermittler, die im Auftrag der Kunden Geschäfte ausführen, während „Dealer“ auf eigene Rechnung handeln. „Broker-Dealer“ nehmen beide Rollen ein.³ Das führt zu einer Situation, bei der sich bei einzelnen Instituten viele Geschäfte gegenseitig aufheben. Zum Beispiel kann bei einer Bank eine Abteilung Versicherungsschutz über CDS verkaufen, während eine andere Abteilung

¹ Hull J.C. 2009, S.53f

² Kapoor S. 2011, S.97

³ Deutsche Bank Research 2010, S.3

den Schutz kauft. Deshalb wird von Bankenseite häufig darauf verwiesen, dass sich diese Geschäfte in der Gewinn- und Verlustrechnung des Instituts aufheben und nur die Nettobeträge relevant seien.⁴

Der OTC-Handel findet überwiegend **bilateral** statt, bei Zinsderivaten z.B. an die 70 Prozent und bei Aktienderivaten sogar zu über 80 Prozent (gemessen am monatlichen Umsatz im Juni 2010). Beim bilateralen Handel werden die Transaktionen telefonisch, per Email oder auf Plattformen eines einzelnen Market Makers ausgeführt, wo nur ein oder mehrere Gegenparteien Zugang haben. Der geringere Teil des OTC-Derivatehandels findet auf multilateralen Plattformen statt, zu denen unter anderem multilaterale Handelssysteme (MTFs) gehören. Generell erfolgt der Abschluss zu über 80 Prozent per „voice execution“ (wo auch Email enthalten sind) und weniger auf elektronischen Handelsplätzen („electronic execution“). Innerhalb der OTC-Derivate werden Kreditderivate noch am ehesten auf multilateralen und elektronischen Plattformen gehandelt, Aktienderivate hingegen hauptsächlich bilateral und per voice execution.⁵

In den folgenden Kapiteln werden sechs Problemfelder im Zusammenhang mit OTC-Derivaten dargestellt, die dazu beitragen, dass diese die Krise in Europa mitverursachen und eine Lösung behindern:

Problemfeld 1: OTC-Derivate und ihr Einfluss auf die Gesamtwirtschaft

Die Frage nach dem Zusammenhang zwischen der Entwicklung des Finanzmarktes und dem Wachstum der Gesamtwirtschaft („Finance-Growth-Relationship“) ist Gegenstand vieler Studien. Dabei fallen die Ergebnisse je nach Ländergruppe und Zeitperiode unterschiedlich aus. Während bis Mitte der 90er Jahre ein positiver Zusammenhang zwischen Finanzmarktstärke und Wachstum gezeigt werden kann (z.B. von R. King und R. Levine 1993), schwächt sich dieser danach ab und geht gegen null. Die Gründe für den schwindenden Einfluss in jüngerer Zeit werden in der Anhäufung von Finanzkrisen gesehen (etwa von P. Rousso und P. Wachtel 2009).⁶ Sie weisen darauf hin, dass es sich um einen schmalen Grad handelt, ob Finanzmarktstärke auf einer Expansion von Finanzintermediation oder aber auf einem Kreditboom basiert. Ersteres fördert die Wirtschaftsentwicklung, zweiteres führt zur Verschlechterung von Kreditstandards und in Folge zu vermehrten Kreditausfällen und

⁴ Handelblatt 12.7.2011, Sanios Wissenlücke

⁵ OICV-IOSCO 2011, S.9

⁶ Juvan H. 2011, S. 20

Bankenkrisen. 2010 untersuchten P. Haiss und B. Sammer speziell die **Einflüsse des Derivatemarktes auf die Gesamtwirtschaft**. Dabei gingen sie von drei Einflusskanälen aus:⁷

- Volume Channel: Über diesen Kanal kommt es zu einer stärkeren Akkumulation von Kapital und dessen effiziente Allokation in riskante Investitionen. „The mobilization of savings from many individuals and the investment in a diversified portfolio of risky projects facilitate a reallocation of investment towards higher return activities with positive implications on economic growth.“
- Efficiency Channel: Dazu werden die Substitution des Kassenmarktes durch den Terminmarkt, der Transfer von Ressourcen über Zeit und Raum sowie Risikomanagement und Preisinformation gezählt. Dies erhöhe die Effizienz der Kombination aus Kapital und Arbeit im wirtschaftlichen Produktionsprozess. So profitieren auch Unternehmen, Finanzinstitutionen und Regierungsbehörden von geringeren Finanzierungskosten und diversifizierteren Finanzierungsmöglichkeiten. Das Risiko könne mittels Derivaten zu jenen Institutionen umgeschichtet werden, die das Risiko tragen und professionell managen können. Auch werden Absicherung und Förderung der Marktintegration und einheitlicher Preisgestaltung aufgrund der Arbitragemöglichkeiten angeführt. Beides wirke positiv auf die Wirtschaft.
- Risk Channel: Über diesen Kanal wirken Derivatemarkte negativ, sowohl auf die Finanzmärkte als auch auf die gesamte Volkswirtschaft. Derivatmärkte führen zu erhöhter Spekulation mit den Basiswerten und stellen somit eine zusätzliche Risikoquelle dar. Auch wird die Möglichkeit erhöhter Gefahren für die Finanzmarktstabilität angeführt, was anhand der Krise 2008 gezeigt wird. Erst aufgrund von „Finanzinnovationen“ entstanden neue und immer komplexere Verbriefungsformen wie CDOs, die mehrfach neu „verpackt“ und an Zweckgesellschaften (SIVs) „ausgelagert“ wurden, denen man jedoch Sicherheits-Kreditlinien garantierte (sogenannte Schattenbanken). Diese Vehikel wurden außerhalb der Bilanz geführt und auf „Steueroasen“ angesiedelt, um Regulierung, Aufsicht und Steuern zu umgehen. Gleichzeitig kam es zu einem deutlichen Anwachsen des CDS-Volumens, was die Verbreitung der „neuen“ Verbriefungsinstrumente (bzw. dem „originate- and-distribute Modell“) diene, zumal man das Risiko somit „abspalten“ konnte. Der Zusammenbruch von Lehman Brothers führte auch aufgrund der damit entstandenen Kettenreaktionen am CDS-Markt zu schweren Turbulenzen. Derivate trugen aber auch durch die Hebelung des eingesetzten Kapitals zur Ausdehnung des Risikos bei. Es zeigte sich, dass viele Marktteilnehmer das von ihnen eingegangene Risiko nur schwer bis gar nicht tragen konnten.

⁷ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 18f.

Anhand einer Produktionsfunktion wird der Einfluss des Derivatemarktes auf das Wirtschaftswachstum untersucht. Aufgrund der nur beschränkt verfügbaren Daten wird die Analyse nur für die USA für den Zeitraum vom ersten Quartal 1990 bis zum dritten Quartal 2008 durchgeführt. Die Derivate werden nach Sektoren aufgesplittet. Aufgrund der massiven Expansion der Derivatemärkte (vgl. unten) wurden starke positive Effekte auf das Wirtschaftswachstum erwartet. Entgegen den Erwartungen ergab sich aber nur eine **sehr geringe (kurzfristige und langfristige) Korrelation** zwischen der Entwicklung Derivatesektors und des Wirtschaftswachstums. Auch auf den einzelnen Sektoren fand man kaum Korrelationen, am ehesten bei FX-Derivaten, Kreditderivaten und den nichtzugeordneten Derivaten. Anm.: Es bleibt zu vermuten, dass sich bei einer aktualisierten Untersuchung ein deutlich negativer Zusammenhang ergibt.

Eine mögliche Begründung könnte die Finanzmarktkrise sein, die in dieser Periode stattfand. Dies wurde mittels Dummy-Variablen untersucht, aber das Ergebnis änderte sich kaum und der nur geringfügige Einfluss war auch so gegeben. Die Autoren suchen eine weitere Begründung darin, dass vor allem die großen 10 US-Geschäftsbanken die Nutznießer der boomenden Derivatemärkte waren, zumal diese 2008 für 99 Prozent des Derivatehandels verantwortlich waren: „The importance of revenue generation through derivatives trading supports the assumption that the top US commercial banks are beneficiaries of the booming derivatives business.“ Schließlich endet das Paper mit einer Reihe von Fragen: “Who are the beneficiaries of the welfare generated by derivatives if not the whole economy? Are there additional – maybe indirect – channels of derivatives influence, which have not been taken into account yet? Are welfare effects of derivatives being absorbed by financial intermediaries, like banks? (...) **Further research has to be done to address these questions.**”⁸ Der Schlussbemerkung, dass mehr Forschung auf diesen Gebiet notwendig ist, kann ohne Zweifel zugestimmt werden. Zusätzlich zu den angesprochenen Fragen bezüglich der Gewinner am OTC-Sektor müssen aber auch die Annahmen, die im Rahmen des Volume- und Efficiency Channels aufgestellt wurden, nochmals sorgfältig geprüft werden. Im folgenden Teil des Papers wird nicht von diesen Annahmen ausgegangen.

Problemfeld 2: Motive aus einzelwirtschaftlicher Sicht zum Abschluss von OTC-Derivaten

- Absicherung: Die eigentliche Funktion von Derivaten im gesamtwirtschaftlichen Kreislauf ist die Absicherungsfunktion, z.B. gegen schwankende Zinsen, Wechselkurse, Rohstoffpreise oder auch gegen Kreditausfälle. Wenn z.B. ein europäisches Unternehmen in drei Monaten eine bestimmte Dollarsumme an einen Zulieferer bezahlen muss, kann es einen Drei-Monats Terminkontrakt abschließen, bei dem der Wechselkurs in drei Monaten bereits jetzt fixiert wird. Fällt der Dollar

⁸ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 45

in drei Monaten, macht das Unternehmen mit diesem Kontrakt Verluste, weil der Dollar ja dann günstiger wäre; steigt der Dollar ist es genau umgekehrt. Dies illustriert einen wichtigen Schlüsselaspekt des Absicherns: Der Betrag, den man für den Basiswert zahlt (oder erhält) ist sicher. Dabei kann das Ergebnis mit Absicherung aber schlechter sein als das Ergebnis ohne Absicherung.⁹ Das Motiv der Absicherung spielt vor allem bei realwirtschaftlichen Unternehmen, Regierungsbehörden und im Bereich der Vermögensverwaltung eine wichtige Rolle.¹⁰

- Spekulation: Dabei geht es um eine Wette auf eine bestimmte zukünftige Entwicklung und das Erzielen möglichst hoher Renditen mittels „gehebelter“ Produkte.¹¹ Der Handel mit bzw. der Verkauf von OTC-Derivaten und der Kreation hochkomplexer „Finanzinnovationen“ wird auch durch die damit erzielbaren Provisionen und Gebühren gefördert.
- Regulierungsarbitrage: Im Rahmen der Baselregeln sind bestimmte Assets mit bestimmten Risiken verbunden, sodass diese gewichtet und zu bestimmten Risikoklassen zusammengefasst werden, worauf wiederum die vorgeschriebene Eigenkapitalunterlegung basiert. Diese Regeln richten sich aber nur an Banken (nicht Versicherungen, Hedgefonds, etc.) und variieren nach Ländern. Mittels Derivaten können Wertpapiere so umgewandelt werden, dass Banken unter Ausnutzung dieser unterschiedlichen Bedingungen Regulierungsvorschriften bzw. die vorgeschriebene Eigenmittelunterlegung für sich „aufweichen“. Der Anreiz dafür ist sehr hoch, zumal so die Bilanz gehebelt und der Return on Equity (ROE) gesteigert wird, und einige der großen Fehlentwicklungen der Krise gehen genau auf derartige Aktivitäten zurück.¹²
- Steuerarbitrage: Auch die steuerliche Behandlung verschiedener Investoren und Finanzprodukte ist sehr ungleich, und Derivate eignen sich bestens, um diese Unterschiede für den eigenen Vorteil zu nutzen. Die Einkommensströme und Steuervorteile können zwischen den Akteuren verschoben werden, um den günstigsten Mix der Eigenkapitalrendite nach Besteuerung zu erzielen. Strukturierte „steuereffiziente“ Produkte haben für einzelne Akteure viele Vorteile:

⁹ Hull 2010, S. 34

¹⁰ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 23

¹¹ Hebelwirkung (Leverageeffekt) erklärt mittels eines Beispiels: 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 man 2000 Kaufoptionen (auf 2000 Aktien, 1 Euro pro Kaufoption) erwerben, die dann das Recht einräumen, dieses Aktienpaket etwa im September zum Preis von 22,50 Euro zu erwerben. Steigt der Kurs auf 27 Euro, macht man 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.

¹² Vgl. BLUNDELL-WIGNALL A., ATKINSON P. 2011, S.5, S.20

Zuschnitt auf die individuellen Bedürfnisse, undurchsichtige Bepreisung, Nutzung günstiger Refinanzierungsmöglichkeiten und Hebelung der Profite.¹³

- Verschleierung diverser Umstände: Ein unglückliches Beispiel betrifft Griechenland, dem oft vorgeworfen wird, die hohe Staatsverschuldung „geschönt“ zu haben. Dies passierte mittels Cross Currency Swaps, die mit Goldman Sachs abgeschlossen wurden.¹⁴ Es ist wahrscheinlich, dass auch andere Institutionen Derivate aufgrund unterschiedlicher Verschleierungsmotive einsetzen.

Problemfeld 3: OTC-Derivatemarkt: immens aufgeblähtes Volumen, enormes Wachstum

Auf den Derivatemarkten kam es zu einem **enormen Wachstum des Volumens**. Die Summe der ausstehenden Nominalwerte schwoll 2010 auf das 10-fache des Bruttoinlandsproduktes an.¹⁵ An die 80 Prozent dieses Wachstums fand am OTC-Derivatemarkt statt. Dort ist das Volumen von rund 91 Billionen US-Dollar 1998 auf 601 Billion US-Dollar im Dezember 2010 explodiert. Etwa 77 Prozent davon entfielen auf Zinsderivate, 9,6 Prozent auf FX-Derivate, etwa ein Prozent auf Aktienderivate, etwa 5 Prozent auf Kreditderivate, 0,5 Prozent auf Warenderivate und über 6 Prozent auf nicht einer Kategorie zugeordnete Derivate. Diese Anteile bleiben im Laufe der Erhebungen ungefähr ähnlich. Der Derivatesektor weist zwar ein sehr hohes Volumen auf, dabei werden Derivate aber weit weniger oft gehandelt als Finanzprodukte am Terminmarkt (Anm.: Aufgrund des Computer-Handels kommt es bei letzteren zu enormen Frequenzen). Dabei weisen wiederum an organisierten Plätzen gehandelte Derivate generell eine höhere Liquidität auf als OTC-Derivate.¹⁶

Der ausstehende Nominalwert gibt einen guten Überblick über die Struktur des Derivatemarktes. Möchte man sich jedoch ein Urteil über das Gegenparteiisiko bilden, eignet sich eher der **Bruttomarktwert**, der die Kosten widerspiegelt, die für den Ersatz aller offenen Kontrakte zu den vorherrschenden Marktpreisen bezahlt werden müsste. Auch der Bruttomarktwert stieg bei den OTC-Derivaten enorm an und erreichte 2010 nach einem plötzlichen Einbruch aufgrund der Finanzkrise wieder 25 Billionen US-Dollar.¹⁷

¹³ Vgl. Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.5

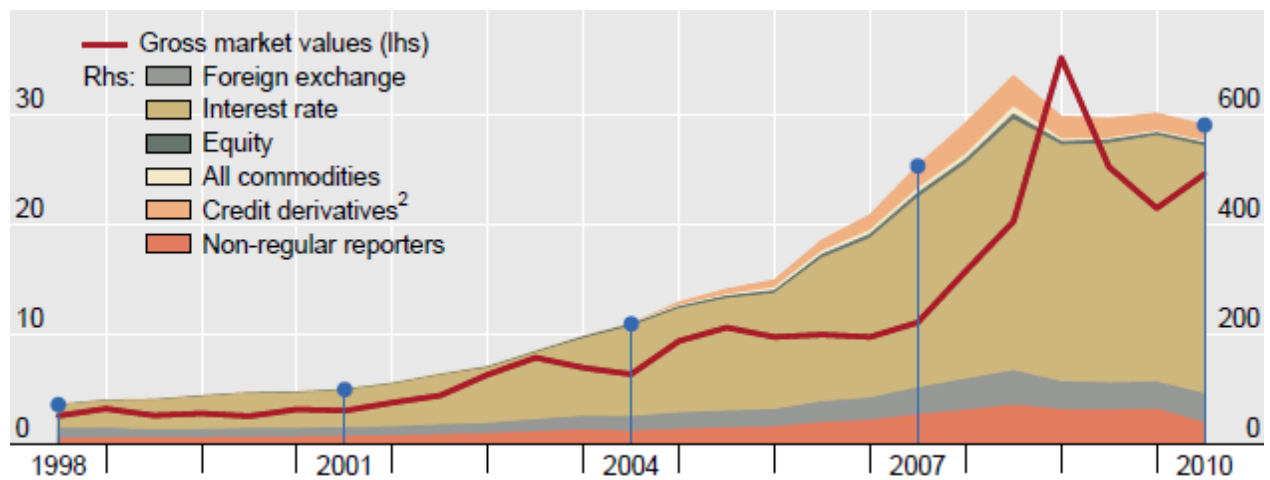
¹⁴ Dabei sollten in Fremdwährung (Dollar und Yen) aufgenommene Staatsschulden von rund zehn Mrd. Euro für einen gewissen Zeitraum in Euro getauscht werden und dann wieder zurück. Das Ungewöhnliche dabei: Es wurde mit fiktiven Wechselkursen gearbeitet, wodurch Griechenland als Gegenwert für seinen Fremdwährungsbetrag 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. Vgl. Spiegel online, 6.2.2010

¹⁵ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.3

¹⁶ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, <http://www.bis.org/statistics/derstats.htm>

¹⁷ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (kommt öfter vor: wer ist das?) b 2010, S. 2

**Volumen (ausstehende Nominalwerte) und Bruttomarktwerte von OTC Derivaten,
aufgeteilt nach Kategorien**



¹ Dots mark triennial survey dates and data. ² Data available from end-December 2004.

Quelle der Graphik: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, November 2010b

Aufschlussreich ist auch der Vergleich des OTC-Derivatemarktes mit anderen Finanzmärkten. Zwar haben auch Bankaktiva (bank assets), Aktien (die Aktienmarktkapitalisierung) und Anleihen (bonds) zwischen 1990 und 2000 in den USA ständig an Volumen zugenommen, das Wachstum der Derivatemarkte überstieg diese aber bei Weitem. Zu Beginn des Jahrtausends überstiegen sie erstmals den aggregierten Wert aus Bankaktiva, Aktien und Anleihen, und schossen bis 2008 auf 300 Prozent dieses aggregierten Werts hinauf.¹⁸

Dass sich die Derivatemarkte zusehends sowohl vom realen Sektor als auch von anderen Finanzmarktwerten entkoppelt haben, zeigt auch der Vergleich mit der Geldmenge. So machen Bargeld und Mindestreserven etwa 10 Prozent des weltweiten Bruttoinlandsproduktes aus. Rechnet man Termineinlagen, Geldmarktpapiere etc. zur Geldmenge hinzu (broad money), kommt man auf 122 Prozent des weltweiten BIP. Laut UniCredit (2007) begünstigt die steigende Bedeutung der Derivate die Entkoppelung zwischen Geld- und Finanzliquidität (monetary and financial liquidity) aufgrund der Hebelung. Derivate werden „Quasi-Geld“ gesehen: „As derivatives are claims on the underlying asset they represent a form of „quasi money“. Da es für gehebelte Produkte nur einen vergleichsweise geringen Geldbetrag am Beginn brauche, komme es zum immensen Aufbau von (virtueller) Liquidität auf über 900 Prozent des weltweiten BIP, sodass sich die „finanzielle Liquidität“ immer mehr von der „Geldliquidität“ entkoppelt. Dabei wird erkannt: „there is little doubt that monetary policy has lost some influence on national liquidity conditions.“¹⁹ Vor dem Hintergrund der

¹⁸ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 17

¹⁹ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 19f.

Situation 2011 ist diese Argumentation bemerkenswert, zumal eine derartige Entkoppelung heute von den meisten Kommentatoren eher als systemische Gefahr, denn als erweiterte Liquidität eingestuft wird.

Problemfeld 4: Hohe Konzentration – Starke Verflechtung

Geographisch betrachtet findet ein Großteil des OTC-Handels (gemessen am durchschnittlichen Tagesumsatz) in London statt. So verzeichnete man im Vereinigten Königreich im Jahr 2007 einen Marktanteil von 40,9 Prozent, in den USA „nur“ 18,6 Prozent, gefolgt von Frankreich, Deutschland, Australien, Singapur, der Schweiz, Japan und Hong Kong.²⁰

Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich unterscheidet zwischen „Reporting Dealers“, „Other financial institutions“ und „non financial customers“²¹. Auf allen OTC-Derivatekategorien dominieren deutlich Finanzinstitutionen, also die ersten beiden Kategorien. Im FX-Bereich hielten Ende Juni 2010 Finanzinstitutionen über 80 Prozent des Nominalwerts der ausstehenden Kontrakte, im Zinsbereich über 90 Prozent und bei CDS über 96 Prozent. Unter den Finanzinstitutionen besteht bei FX- und Zinsderivaten ein Überhang bei „other financial institutions“, bei CDS ist es umgekehrt.²²

Ein substantieller Anteil der Handelsaktivitäten am Derivatemarkt liegt in den Händen weniger **großer internationaler Banken**. Sie agieren dabei als Broker-Dealer, das heißt sie handeln sowohl auf eigene Rechnung als auch im Auftrag ihrer Kunden, wo sie in der Regel als Gegenpartei auftreten.²³ (Vgl. oben) Die Zahl der dominierenden Institute im Handel mit Zinsderivaten variiert je nach Derivateart zwischen 6 und 14 Instituten, sowohl bank-to-non-bank wie auch bank-to-bank Bereich. Interessant ist, dass nach der Aufhebung des Glass-Steagall Acts die Konzentration zunahm, während hingegen mit dem Boom der CDOs immer mehr Institute in Zinsderivate einstiegen. Am höchsten konzentriert ist der Markt für Aktienderivate, der aktuell als äußerst profitabel beschrieben wird, und auch als „Kandidat“ für eine Blasenbildung genannt wird. Der FX-Derivatemarkt ist traditionell weniger konzentriert als die beiden oben genannten.

²⁰ Haiss P., Sammer B. 2010, S. 14f.

²¹ Reporting Dealers sind große Finanzinstitutionen, die aktiv am lokalen und globalen Derivatehandel teilnehmen (sowohl am Inter-Dealer Markt als auch im Großkundenbereich) und auf elektronischen Handelsplattformen handeln. Other financial institutions sind die „restlichen“ Finanzinstitutionen, wie kleinere Geschäfts- und Investmentbanken, Wertpapierhäuser, Anlagefonds, Pensionsfonds, Versicherungen, am Finanzmarkt agierende Tochterunternehmen von Unternehmen, Zentralbanken, etc. Zu den „non financial customers“ gehören in der Regel Endkunden wie Unternehmen aber auch Regierungsbehörden. (Vgl. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2010a)

²² Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2010 b., S. 17f.

²³ Deutsche Börse Group 2010, S.13

Nach der Finanzkrise hat sich die Konzentration am OTC-Derivatemarkt zu Gunsten weltweit agierender systemrelevanter Finanzinstitutionen bzw. GSIFs (Global Systemically Important Financial Institutions) weiter erhöht. Die Gründe:

- die Übernahmen der „kollabierten“ Finanzinstitute
- Die Kategorisierung großer Institute als „too big to fail“ bedeutet für deren Handelspartner ein geringeres Ausfallsrisiko der Gegenpartei und somit einen Wettbewerbsvorteil.
- technologische Barrieren wie hochentwickelte Handelsplattformen mit schnellen Ausführungszeiten, hohe Anforderungen an Kompetenz und Systeme zum Risikomanagement
- höhere Regularierungsanforderungen kommen (derzeit) eher größeren Instituten zu Gute (Basel III, Marginanforderungen)
- Bilanzen können von GSIFs, die weltweit in verschiedenen Jurisdiktionen und mit den verschiedensten Produkten agieren, „effizienter“ gestaltet werden.

Die **Konzentration** des Handels geht einher mit einer Konzentration von Gewinnen bei den GSIFs. Diese Gewinne erwachsen in der Regel als Transfers von anderen Akteuren. Der kaum transparente OTC-Markt weist hohe Spannen zwischen Geld- und Briefkursen (bid ask spreads) auf. Ebenso bestehen für GSIFs entsprechende Möglichkeiten zur Regularierungs- und Steuerarbitrage.²⁴ So hat die Finanznachrichtenagentur Bloomberg aufgrund der Pflichtmeldungen der fünf größten Banken an die New York Fed errechnet, dass diese allein aus dem OTC-Geschäft 35 Milliarden Dollar im Jahr 2009 Erlöst haben dürften.²⁵

Zu den „anderen Akteuren“ des OTC-Derivatemarktes gehören neben den „restlichen Finanzinstituten“ auch große **realwirtschaftliche Unternehmen**. ISDA (International Swaps and Derivatives Association) fand in einer Studie heraus, dass 94 Prozent der weltweit 500 größten Unternehmen Derivategeschäfte tätigen, um ihre geschäftlichen und finanziellen Risiken zu hedgen. Die Unternehmen stammen aus 32 verschiedenen Ländern und den unterschiedlichsten Branchen. Dabei spielen FX-Derivate, die 88 Prozent der Unternehmen nutzen, die größte Rolle, gefolgt von Zinsderivaten (83 Prozent) und Warenderivaten.²⁶ Interessant ist, dass im Rahmen der Regularierungsdebatte auch realwirtschaftliche Unternehmen auf den Plan traten. So warnt die Europäische Vereinigung der Unternehmens-Finanzchefs, die Konzerne wie Siemens, Daimler, Air

²⁴ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.3

²⁵ Die Zeit 17.12.2009, Die Wall Street siegt

²⁶ ISDA 2009

France und Rolls Royce vertritt, vor „exzessiven und ineffizienten Belastungen“ für Industriebenutzer von Derivaten, und fordert für sich Ausnahmen von der Regulierung.²⁷

Aber auch **Gemeindeverwaltungen, Kommunalbehörden und kleinere Betriebe** stiegen in Derivataktivitäten ein. Viele haben heute mit hohen Verlusten daraus zu kämpfen. Der US-Bundesstaat Alabama steht am Rande des Bankrotts und in Europa sind mehrere Städte betroffen, wie Leipzig und Mailand²⁸, aber leider auch Linz.

Wenn in einem Teilbereich des Systems (wie z.B. bei Kreditderivaten) eine Schwierigkeit auftritt, kann sich diese schnell auf andere Unternehmen und sogar den gesamten Finanzmarkt ausbreiten. Die zunehmende Konzentration des OTC-Derivatemarktes erhöht nicht nur das „**too big to fail**“-Problem einzelner Banken, auch die gegenseitige **Verflechtung**, die auch auf den vielfältigen Vertragsbeziehungen mittels OTC-Derivaten der Finanzinstitute beruht, nimmt zu. Dass GSIFs den OTC-Derivatemarkt dominieren, bedeutet auch, dass diese stark untereinander verflochten sind.²⁹ Aufgrund der komplexen Verflechtung der Handelsakteure müssen alle Teilnehmer in der Kette der Gegenparteien fähig sein, ihre Verpflichtungen zu erfüllen, um kein systemisches Risiko auszulösen.

Problemfeld 4: Schwere Risikoberechnung – mangelhafte Besicherung und Eigenmittelunterlegung - Intransparenz

Die Abbildung von Risiko ist grundsätzlich durchaus umstritten und kann auch **fundamental** kritisiert werden. So kann laut Keynes keineswegs davon ausgegangen werden, dass Investitionen auf der alleinigen Ursache kühler Kalkulation, sondern vielmehr auf „animal spirits“ basieren. Er sieht Nichtwissen über die Zukunft als systemisch und als Tatsache, die auch nicht durch komplizierteste mathematische Operationen aufgehoben werden kann. So hätte er wohl den Modellen, mit denen das Risiko diverser Finanzinnovationen geschätzt wird (Value-at-risk-Kalkulationen die auf der Vergangenheit basieren, Monte-Carlo-Simulationen, Capital Asset Pricing-Modelle, ...) heftig misstraut. Peukert H. sieht in Keynes Ansatz sogar eine eigenständig Hypothese „zur sozialen Konstruktion der Wirklichkeit durch den Mainstream als unbewusste Beruhigungsspiel zur Zähmung der Unsicherheit über die Unsicherheit.“³⁰ Tatsächlich trug es wesentlich zur Finanzkrise bei, dass viele dem Trugschluss erlagen, dass mittels hochkomplizierter mathematischer Optimierungsverfahren das Ausfallrisiko der neuen Anlageinstrumente nahezu beseitigt werden

²⁷ Financial Times Deutschland 6.1.2010, EU-Regulierung. Industrie hofft auf Lobby-Versteher bei Derivatereform

²⁸ Kapoor S. 2011, S. 100

²⁹ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.20

³⁰ Peukert H. 2010, S. 183f.

kann. Daraus ergab sich ein giftiger Cocktail: Die Berechnungen basierten auf historischen Erfahrungswerten, die Korrelation von Risiken wurde unterschätzt, man vertraute nahezu blind auf „die Märkte“ aber auch auf Ratingagenturen, und es herrschte ein übersteigerter Modellglaube vor. Die Folgen waren eine zu geringe Bepreisung des Risikos.³¹

Auch wenn man bereit ist, mit Modellen die Zukunft zu berechnen, ergeben sich viele **Fehlerquellen**:

- Erstens bei der Risikoerkennung, wo die Gefahr besteht, dass Risiken übersehen und somit nicht berücksichtigt werden, was der Ökonom Nassim Taleb als „Schwarze Schwäne“ bezeichnete.
- Zweitens ist die Berechnung von Risiken alles andere als trivial.³² So wird etwa die Verwendung der Gauß-Verteilung kritisiert, bei der davon ausgegangen wird, dass der wahre Wert in der Nähe des Mittelwerts liegt. Vielmehr herrsche auf Finanzmärkten die so genannte Mandelbrot-Verteilung vor, mit ebenfalls vielen Ergebnissen um den Mittelwert, aber einer erheblich größeren Anzahl von Extremereignissen (fat tails).³³ Im Zuge der Finanzkrise stellte sich vor allem die so genannte Gauß-Copula Formel als verhängnisvoller Irrtum heraus. Sie wurde vom Mathematiker David X. Li für die Berechnung des Risikos von CDOs formuliert. Die Formel bot eine simple Maßzahl für ein hochkomplexes Problem, und man wähnte sich aufgrund dieser mathematischen „Absicherung“ in falscher Sicherheit.³⁴ Die Berechnung systemischer Risiken ist besonders schwierig. Diese ergeben sich aus einem hohen Grad an Unsicherheit (z.B. eine unvollständige Datenlage), Komplexität (z.B. Schwierigkeiten der Identifikation kausaler Verbindungen) und Unklarheit (z.B. unterschiedliche Einschätzung der Relevanz).
- Drittens besteht beim Risikomanagement der Anreiz aus wirtschaftlichen Überlegungen erkennbare Risiken bewusst einzugehen.³⁵

Gerade die Eigenschaften des **Derivatemarktes** machen die Berechnung des Risikos besonders schwierig. Bei Derivaten geht es um den Handel mit Erwartungen und um die Übertragung von Risiko, nicht (wie manchmal auch interpretiert wird) um die Elimination des aggregierten Risikos. Wenn eine Gegenpartei eines Derivats hohe Gewinne macht, macht die andere Gegenpartei hohe

³¹ Stormy-Annika Mildner, S.6

³² Stormy-Annika Mildner, S.7

³³ Peukert H. 2010, S. 102f

³⁴ Der Standard, 12. 8.2009, Wie der Mathematiker David X. Li mit seiner verhängnisvollen Formel zur großen Finanzkrise beitrug

³⁵ Stormy-Annika Mildner, S.9

Verluste.³⁶ Auch gehen bei Derivaten die Gegenparteien längerfristige Kontrakte ein. Daraus ergeben sich neben den üblichen Marktrisiken, wie z.B. eine negative Entwicklung von Aktienkursen, weitere Risiken. Es besteht ein **Gegenparteirisiko**, dass die Gegenpartei ihre Zahlungsverpflichtungen nicht erfüllen kann oder gänzlich ausfällt. Ist letzteres der Fall, kann es schwierig sein, andere Gegenparteien zu finden, die die Absicherung übernehmen. Vor allem in Krisensituation könnten sich diese selbst in Schwierigkeiten befinden oder aufgrund der allgemeinen Unsicherheit vor der Übernahme des Kontrakts zurückschrecken. Dies verschärft sich noch auf konzentrierten Märkten.³⁷

OTC-Derivate weisen in der Regel eine sehr komplexe Konstruktion auf.³⁸ Das sehr hohe Volumen von OTC-Derivaten wird ja auch damit begründet, dass sie für die jeweiligen Bedürfnisse der Vertragsparteien „maßgeschneidert“ werden können³⁹, im Gegensatz zu den relativ einfachen, standardisierten, börsengehandelten Derivaten. Gerade die komplexe Natur dieser OTC-Derivate erschwert nicht nur die Bestimmung ihres Preises, sondern macht auch die Einschätzung des damit verbundenen Risikos äußerst schwierig.⁴⁰ Dazu kommt die Unklarheit, welche Institution welche offenen Positionen hält. Es gibt zwar aggregierte Daten über verschiedene Derivatetypen. Es ist aber oftmals weder der Öffentlichkeit, noch anderen Marktteilnehmern und auch Regulierungsbehörden bekannt, wie hoch das von einzelnen Finanzinstituten eingegangene Risiko wirklich ist. Zwar haben Regulierungsbehörden das Recht, detaillierte Informationen über einzelne Positionen der von ihnen regulierten Institute zu erhalten, es fehlt ihnen aber ein umfassendes und klares Gesamtbild über den Markt und dessen einzelne Sektoren. Darüber hinaus bedarf es auch (etwa zur Einschätzung des Gegenparteirisikos) eines Überblicks über die Lage der Gegenparteien der Institute, die jedoch oft in eine andere Jurisdiktion fallen, was mit weiteren Schwierigkeiten verbunden sein kann.

Ähnlich stellt sich das Problem für Marktteilnehmer dar, die zwar ihre eigenen Positionen kennen, nicht aber die Positionen der Gegenparteien oder gar die Positionen von deren weiteren Gegenparteien.⁴¹ Dies wird auch in einem Arbeitspapier der Deutschen Bank bestätigt: „(...) Hinzu kam das Unvermögen der Aufsichtsbehörden und der Marktteilnehmer, im Markt gehaltene Risikopositionen zu erkennen, was es einigen Marktteilnehmern ermöglichte, exzessive Risikopositionen aufzubauen.“⁴²

³⁶ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.3, S.20

³⁷ Europäische Kommission 2009

³⁸ Kapoor S. 2011, S.97

³⁹ IOSCO Feb. 2011

⁴⁰ Kapoor S. 2011, S.97

⁴¹ Europäische Kommission 2009, S. 13f

⁴² Deutsche Bank Research 2010, S.2

Dass die Einschätzung des **Gegenparteirisikos gerade im OTC-Bereich** schwierig ist, führt keineswegs zu erhöhter Vorsicht, im Gegenteil. Vielmehr sind die Margin- und Sicherheitsanforderungen im bilateralen Handel im Allgemeinen wesentlich niedriger als bei Börsenderivaten. Vor Ausbruch der Krise war ein knappes Drittel der OTC-Derivate mit keinerlei Margin-Anforderungen verbunden.⁴³ Die **Besicherung** bietet darüber hinaus nur ausreichend Schutz vor dem Kreditrisiko, wenn eine Reihe von Bedingungen erfüllt sind: Das Exposure muss oft und genau kalkuliert, die Besicherung regelmäßig aktualisiert, das Risiko insgesamt abgedeckt werden und die Auszahlung der Besicherung muss beim Ausfall rechtlich durchsetzbar sein. Gerade beim bilateralen Clearing im OTC-Bereich sind vor allem die letzten drei Aspekte nur teilweise erfüllt. So ist aufgrund der komplexen Risikostruktur die tägliche Neuberechnung verbunden mit der Aktualisierung der Sicherungsleistungen nur eingeschränkt gegeben. Die Risikoabdeckung hängt von der Qualität des Risikomodells, der Qualität der in das Modell eingespeisten Informationen und den kommerziellen Interessen ab. Schließlich werden nur die variablen Margins, nicht aber die Einschusszahlungen geleistet, die jedoch im Fall eines Ausfalls zu ersetzen wären. Daraus ergibt sich, dass die Höhe der Besicherung zu gering ist. Die ISDA schätzt, dass (2010) 1,4 Billionen der Exposures im OTC-Bereich nicht besichert waren. „In other words, the amount of leverage in the market is higher than should be the case given the amounts collateral.“ Die unregelmäßige Anpassung der Besicherung kann zu sehr hohen Margin Calls bis hin zum Default führen. Auch können die Besicherungskosten steigen, wenn die Kreditwürdigkeit der Gegenpartei herabgestuft wird. Schließlich können unterschiedliche Risikomodelle zu Konflikten zwischen den Gegenparteien führen.⁴⁴

Die Bewertung des Risikos ist auch ausschlaggebend für die Unterlegung mit **Eigenkapital**. Ist diese mangelhaft, ergibt sich wiederum eine Gefährdung der systemischen Stabilität, vor allem wenn systemisch relevante Institute ihr Risiko nicht adäquat abbilden. Im Zuge der Finanzkrise zeigte sich, dass alle GSIFIs hohe Verluste hinnehmen mussten, die in ihren Risikomodellen nicht antizipiert worden waren.⁴⁵

Der international renommierte Finanzmathematiker Klaus Taschwer zieht folgende Lehre aus der Finanzkrise: „Es sollten für Banken jedenfalls keine riesigen Over-the-Counter-Geschäfte mehr möglich sein. Es muss klar gemacht werden, womit überhaupt gehandelt wird, und was die zugrundeliegenden Risiken sind. Am Ende war es ja oft so, dass die Banken selbst nicht mehr wussten, welche Risiken sie übernommen hatten.“⁴⁶

⁴³ Kapoor S. 2011, S.97

⁴⁴ Europäische Kommission 2010c, S. 17

⁴⁵ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.27

⁴⁶ Der Standard, 12. 8.2009, Die Mathematiker hatten zu wenig Einfluss

Problemfeld 5: Besonders problematische Derivatekategorien wie Credit Default Swaps

Credit Default Swaps (CDS) sind grundsätzlich eine **Versicherung gegen den Ausfall von Schuldern**: Ein/e SicherungsnehmerIn bezahlt eine Gebühr an eine SicherungsgeberIn. Die SicherungsgeberIn verpflichtet sich dafür, die von einem Unternehmen oder einem Staat emittierten Anleihen zu ihrem Nennwert zu kaufen, wenn ein „Kreditereignis“ eintritt. Der Nennwert einer Anleihe ist der Nominalbetrag, der beispielsweise von Griechenland bei deren Fälligkeit zurückbezahlt werden soll. Der Gesamtbetrag, der pro Jahr als Prozentsatz des Nominalbetrags für die Absicherung bezahlt wird, heißt CDS Spread. Eine Umschuldung Griechenlands kann ein solches Kreditereignis darstellen. Hat jemand zum Beispiel griechische Anleihen vor einem Jahr erworben und sich gleichzeitig mittels CDS das Recht gesichert, diese bei einer Umschuldung zum Nennwert zu verkaufen, entsteht auch bei einer starken Wertminderung der Anleihen kein (wesentlicher) Verlust.⁴⁷

CDS können aber auch abgeschlossen werden, ohne dass der/die KäuferIn das zugrunde liegende Kreditrisiko trägt, also zum Beispiel griechische Anleihen besitzt (s.g. naked bzw. **ungedekte CDS**). So wettet der/die „SicherungsnehmerIn“ auf den Zahlungsausfall eines Staates, und kann von erhöhter Unsicherheit über dessen Kreditwürdigkeit und vor allem von einer Umschuldung profitieren. CDS sind somit ein Instrument, mit dem unabhängig von bestehenden Kreditbeziehungen Kreditrisiken gehandelt werden, und auf Ausfälle bzw. Insolvenzen „gewettet“ werden kann. Dazu in einem Arbeitspapier der EU-Kommission: „(...) the CDS presents the danger of self-fulfilling effects that can open risks of moral hazard. If market participants buy CDS without holding a proportionate insurable interest in the underlying debt obligation (...), it can be argued that such a possibility gives the holder of the CDS a perverse incentive to precipitate a default and therefore obtain the payout foreseen by the CDS.“⁴⁸

CDS haben bereits sowohl bei Entstehung wie auch im Verlauf der Finanzkrise eine entscheidende Rolle gespielt: Zunächst wurden sie zur Auslagerung von Risiken aus den Bankenbüchern verwendet, um möglichst viel Kapital für weitere Geschäfte freizumachen. Mit Hilfe von CDS wurden auch CDOs (Collateralized Debt Obligations) gebildet, welche wesentlich zum Entstehen der Kreditblase beitrugen. Schließlich führen CDS-Kontrakte auch zu engen Verflechtungen der Finanzinstitute.

Im Zusammenhang mit der Staatsschuldenkrise spielen heute vor allem **Sovereign CDS** (wo ein Staat Referenzschuldner ist) eine zentrale Rolle. Weil Anleihen grundsätzlich eine langfristige Veranlagung

⁴⁷ Hull J.C., Optionen, Futures und andere Derivate, 7. aktualisierte Auflage 2009

⁴⁸ European Commission 2010a, S. 25

darstell(t)en, reagierten deren Kurse nicht abrupt. Demgegenüber werden CDS-Kontrakte vor allem von Investoren „eingesetzt“, die sehr empfindlich und unmittelbar auf neue Informationen reagieren. Zwischen CDS-Markt und Anleihenmarkt besteht aber ein Zusammenhang, auch deshalb weil bei steigenden CDS-Spreads die Ausfallsversicherung von Anleihen teurer wird. Die EU-Kommission räumt daher ein, dass sich die höhere Volatilität des CDS-Marktes immer mehr auf den Anleihemarkt überträgt. Dazu kommt, dass der CDS-Markt von wenigen aber sehr großen Akteuren bestimmt wird. Ein plötzlicher Anstieg der Nachfrage nach CDS zur Absicherung von portugiesischen Anleihen, auch wenn dies nur zu spekulativen Zwecken erfolgt, kann somit zu starken Ausschlägen führen. Diese Problematik beschreibt EU-Kommission: „A specific problem (...) concerns the interaction between CDS and bond markets, and the fear that this interaction could cause mispricing on bond markets and thus higher funding costs for governments.“⁴⁹

Seit Februar 2011 gibt es eine elektronische Plattform des amerikanischen Abwicklungshauses DTCC (Depository Trust & Clearing Corporation), über welche Investoren außerbörslich gehandelte Kreditausfallversicherungen abschließen. Dort können Finanzmarktaufsichtsbehörden abrufen, welche der im eigenen Land befindlichen Institute CDS in welchem Umfang hält und auch wer Kreditausfallschutz auf das jeweilige Heimatland ge- und verkauft hat. Der Haken dabei ist, dass so zwar Überblick über CDS des eigenen Landes gegeben sein kann, solange die Aufsichtsbehörden nicht untereinander kooperieren, ist das Bild aber weiterhin unvollständig. Die deutsche Bankenaufsicht Bafin spricht auch über Verzögerungen der Antwort und bezweifelt, ob DTCC selbst über Gesamtbild verfügt. DTCC gibt wiederum an, den Markt zu 98 Prozent zu überblicken.⁵⁰

Als Markt, wo es zu einer neuen gefährlichen Blasenbildung kommen kann, werden im speziellen **Exchange Traded Funds** (das sind an der Börse gehandelte Fonds) genannt, die zur Kategorie der Aktienderivate gehören, und derzeit als äußerst lukrativ gelten.⁵¹ Auch der wirtschaftliche Nutzen hochkomplexer, maßgeschneiderter Konstruktionen ist zu hinterfragen. Werden diese etwa zur Verschleierung eingesetzt, kann dies durchaus dem öffentlichen Interesse zuwider laufen und die gesamtwirtschaftliche Entwicklung im schlimmsten Fall sogar gefährden.

⁴⁹ European Commission, Accompanying Document to the proposal on Short Selling and certain aspects of Credit Default Swaps, Brüssel 2010, S.24

⁵⁰ Handelsblatt 12.7.2011, Sanios Wissenlücke

⁵¹ Vgl. Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.15

Problemkreis 6: Keine umfassende Regulierung

Dass im Bereich von OTC-Derivaten höchster Handlungsbedarf besteht, war nach der Finanzkrise weitgehend Konsens. Auf Ebene der G20, in den USA und in der EU kam es zu Regulierungsinitiativen. Der Vorschlag der EU-Kommission setzt vor allem an folgenden Hebeln an⁵²:

- **Clearingpflicht:** Bei standardisierten OTC-Derivaten soll eine dritte Instanz (eine Zentrale Gegenpartei) zwischen die zwei Vertragspartner geschaltet werden, die jeweils die Haftung für die Erfüllung des Kontraktes übernimmt. Durch professionelles Risikomanagement und das gegeneinander Aufrechnen offener Kontrakte (Netting) sollen die mit dem OTC-Handel verbundenen Gefahren gesenkt werden.
- Möglichst alle OTC-Derivatkontrakte sollen in einem **Transaktionsregister** erfasst und so die Transparenz erhöht werden.

Der Vorschlag enthält jedoch viele **Schlupflöcher**. Vor allem sind von der Clearingpflicht nur ausreichend standardisierte Kontrakte sowie nur ein Teil der realwirtschaftlichen Unternehmen erfasst. Im Rahmen der Debatte im Europäischen Parlament wurden die Transparenzvorschriften zwar verstärkt und die Gestaltung der delegierten Rechtsakte ein wenig durch erweiterte Anhörungsverpflichtungen demokratisiert. Grundsätzlich wurden jedoch die wesentlichen Entscheidungen zur Höhe der Schwellenwerte, Zulassung der Produkte uä dem fast unbeschränkten Ermessen der Europäischen Kommission und der neugegründete europäischen Wertpapieraufsichtsbehörde ESMA überlassen.

Leider wird auch nach Verabschiedung bzw. aufgrund dieser Verordnung kaum auf komplexe, strukturierte Finanzprodukte verzichtet werden bzw sich das Volumen des OTC-Handels verringern, zumal die bereits im Verordnungsentwurf enthaltenen Schlupflöcher (für Nicht-Finanzunternehmen oder auch Produkte, die als nicht für zentrales Clearing geeignet eingestuft werden) im Rahmen der Diskussion im Europäischen Parlament (z.B. auf KMU) noch ausgeweitet wurden. Im Gegenteil, es ist anzunehmen, dass die Marktteilnehmer verstärkt auf den OTC-Markt ausweichen werden, um die erhöhten Kosten (in Form von Sicherheitsleistungen und Gebühren für die zentralen Gegenparteien) zu vermeiden. Das systemische Risiko, das durch die zentralen Gegenparteien geschaffen wird, ist den Sicherheitsvorkehrungen der privaten Gründer überlassen, den nationalen Aufsichtsbehörden

⁵² Europäische Kommission 2010

kommt die Rolle der Feuerwehr im Falle eines Großbrandes zu. Nur wenige Bestimmungen sind vorgesehen, die eine Vorabkontrolle ermöglichen, so fehlen insbesondere Mitwirkungsrechte bezüglich Ernennung von Organmitgliedern, deren Anhörung oder die verpflichtende Einrichtung von Kontroll- bzw Sanktionsausschüssen innerhalb der zentralen Gegenpartei. Eine besondere Gefahr ist, dass der Wettbewerb unter den zentralen Gegenparteien über verminderte Sicherheitsvorkehrungen ausgetragen wird. Schließlich wurde darauf verzichtet, die von den zentralen Gegenparteien und Transaktionsregistern geschaffene Datenbasis bereits als Grundlage für die Erhebung der angedachten europäischen Finanztransaktionssteuer vorzusehen.

Bei **Basel III** wird versucht, die fehlende Berücksichtigung des Gegenparteirisikos und mögliche starke Wertanpassungen bei illiquiden OTC-Produkten, mittels bilateralen Netting-Pools und neuen Risikomodellen (etwa die Einkalkulation von „fat tails“, „stressed“ VaR-Modelle, wo z.B. berücksichtigt werden soll, dass das Ausfallsrisiko positiv mit allgemeinen Marktrisiken korreliert und die Berücksichtigung des Kontrahentenrisikos mittels Credit Valuation Adjustments, CVA) und somit auch höheren Kapitalpuffern zu begegnen. Über CCP gehandelte Derivate sind mit einer niedrigeren Risikogewichtung verbunden.⁵³ Dennoch besteht weiter Unsicherheit. Die Einberechnung des Gegenparteirisikos erweist sich grundsätzlich als schwierig und es wird bezweifelt, ob die Banken tatsächlich genug Kapital zurückstellen werden, um auch mit extremen Krisenszenarien fertig zu werden.⁵⁴

OTC-Derivatmärkte als wichtige Krisenursache

Auch wenn OTC-Derivate in vielen Kommentaren nicht unmittelbar als Krisenauslöser betrachtet werden, so besteht doch Konsens darüber, dass vor allem bestimmte Produkte (wie ungedeckte CDS) die Krise deutlich verschärft haben. So heißt es in einem Arbeitspapier der EU-Kommission:

„The crises clearly demonstrated how the improper use of derivatives can risk turning them into „financial weapons of mass destruction“, as Warren Buffet has dubbed them. Indeed, the crises has shown that – in certain situations – the combined effect of the very characteristics that make derivatives (in particular leverage) and the OTC derivatives market (high level of customization, lack of transparency, high market concentration, high interconnection of large market participants, and lack of regulation) so attractive can have devastating consequences for the financial system.“⁵⁵

Auch in ihrem Verordnungsvorschlag zur Regulierung der Infrastruktur des Derivatesektors bleibt die EU-Kommission kritisch:

⁵³ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.15

⁵⁴ Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2011, S.27

⁵⁵ Europäische Kommission 2010a, S. 13

„Die Transparenz außerbörslich (...) gehandelter Derivate (...) ist unzureichend, da sie privat ausgehandelte Verträge sind und jegliche Information dazu in der Regel nur den Vertragsparteien vorliegen. Sie bilden ein komplexes Netz gegenseitiger Abhängigkeit, das es schwierig machen kann, die Art und die Höhe der damit einhergehenden Risiken zu ermitteln. In der Finanzkrise wurde deutlich, dass diese Eigenschaften die Unsicherheit in Zeiten notleidender Märkte noch erhöhen und folglich die Finanzstabilität gefährden.“⁵⁶

Schließlich wird selbst in einem Arbeitspapier der Deutschen Bank attestiert:

“Die Finanzkrise legte eine Vielzahl struktureller Defizite in Bezug auf die Marktinfrastruktur von OTC-Derivaten offen. Die diesen Finanzinstrumenten innewohnenden Risiken, deren ungenügende Besicherung, die Intransparenz bezüglich im Markt gehaltener Risikopositionen sowie die Gefahr der Ansteckung, sind die Themen, die in ihrer Gesamtheit die systemische Relevanz dieser Märkte ins kollektive Bewusstsein rücken.“⁵⁷

Zusammenfassend trägt der Derivatesektor auf mehrfache Weise zur Krise im Euroraum bei:

Problemfeld	Beschreibung	Mögliche negative Auswirkungen im einzelnen
OTC und Wirtschaftswachstum	Zunächst lässt sich zwischen der Entwicklung des Derivatemarktes und der Entwicklung der Wirtschaft so gut wie gar kein Zusammenhang feststellen, was angesichts der „Explosion“ des Volumens erstaunlich ist. Dies lässt am gesamtwirtschaftlichen Nutzen dieses Sektors zumindest zweifeln und führt zu einer Vielzahl weiterer Fragen. Ebenso wäre das Ergebnis einer aktualisierten Betrachtung spannend.	<ul style="list-style-type: none"> • Gesamtwirtschaftlicher Nutzen zumindest nicht kaum vorhanden (wenn nicht zunehmend negativ) oder konzentriert auf wenige Großbanken • Gleichzeitig entstehen aus gesamtwirtschaftlicher Sicht vielerlei Problemfelder (zB Schattenbanken)
Motive zum Abschluss von OTC-Derivaten	Die meisten einzelwirtschaftlichen Motive wirken krisenverschärfend. Dazu gehören das verstärkte Spekulationsmotiv, Regulierungsarbitrage, Steuerarbitrage und Verschleierung.	<ul style="list-style-type: none"> • Höhere Risiken bei einzelnen Akteuren können auf öffentlichen Sektor zurückfallen • Umgehung der Regulierung, mittels derer der Finanzmarkt stabilisiert werden soll • Verminderte Steuereinnahmen und somit erhöhter Budgetdruck für den Staat
Enormes Volumen und explosives Wachstum des	Dass hohes Volumen keine positiven Effekte auf die Gesamtwirtschaft hat, erkannte bereits J.M. Keynes: „Speculators may do no harm as bubbles on a steady stream of enterprise. But	<ul style="list-style-type: none"> • Ausdehnung der (privaten) Verschuldung unter Ausnützung der Hebelwirkung • Entkoppelung des Finanzsektors von der Realwirtschaft

⁵⁶ Europäische Kommission 2010

⁵⁷ Deutsche Bank Research 2010, S.1

<p>OTC- Derivatesektors</p>	<p>the position is serious when the enterprise becomes a bubble on a whirlpool of speculation. When capital development of a country becomes a by-product of the activities of a casino, the job is likely to be ill-done.”⁵⁸ Heute ist das Zitat um Staaten zu ergänzen.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Gefahr der Blasenbildung • Höhere Volatilität u.a. aufgrund exzessiven (OTC)-Derivatehandels • Probleme (Undurchsichtigkeit, Risiko, Konzentration, ...) umso schwerwiegender
<p>Konzentration, starke Verflechtung</p>	<p>Die Marktkonzentration verschärft das Problem des too-big-to-fail, insbesondere in Kombination mit der engen Verflechtung und die Ausbildung eines Moral Hazard, wo bereits vorneweg das öffentliche Bail Out einkalkuliert wird. Es ergibt sich auch eine bedenkliche „Machtkonzentration“, die auch aufgrund der Undurchsichtigkeit des OTC-Sektors Sorgen macht.⁵⁹</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Marktkonzentration bedeutet auch Machtkonzentration, problematisch aus demokratiepolitischer Sicht, einseitiges Lobbying • OTC-Derivate in Relation wenig genutzt von realwirtschaftlichen Institutionen • Verschärfung des too big to fail Problems und der Verflechtung • Intransparenz • „Kalkulation“ mit Bail Out, Moral Hazard
<p>Hohe Komplexität – Schwere Risiko- berechnung - Intransparenz</p>	<p>Die schwierige Berechnung des (systemischen) Risikos vor allem im Zusammenhang mit OTC-Derivaten führt zu einer zu geringen Besicherung und Eigenmittelunterlegung. Die schwierige Bepreisung macht einen transparenten Handel kaum möglich.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Schwer kalkulierbares einzelwirtschaftliches Risiko • Kaum absehbares gesamtwirtschaftliches Gefahrenpotential • Für Unsicherheit „bürgt“ die Allgemeinheit
<p>Besonders riskante Derivate- kategorien, CDS</p>	<p>CDS trugen auf mehrfache Weise zur Finanzkrise 2008 bei und verschärfen auch die Lage der hochverschuldeten EU-Staaten. Darüber hinaus ist unklar, ob nicht weitere systemisch gefährliche Kategorien im Umlauf sind.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • CDS verschärfen die Schwierigkeiten von Unternehmen und Staaten zusätzlich • Problematische Bedingungen am CDS Markt • Neue Gefahrenquellen möglich
<p>Keine umfassende Regulierung</p>	<p>Es wird ausführlich über Regulierung diskutiert und es werden auch Schritte gesetzt, diese sind jedoch vielerorts nicht konsequent genug und Schlupflöcher bestehen weiter.</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Möglicherweise „falsche Sicherheit“ durch zu wenig konsequente Regulierung • Gefahren: noch mehr Konzentration bei nach wie vor großen Problemen (Komplexität, aufgeblähtes Volumen, ...)

⁵⁸ Peukert H. 2010, S. 189

⁵⁹ ISDA (International Swaps and Derivatives Association, vertritt die Interessen der Derivatehändler) wurde von BürgerInnen aus ganz Europa im Rahmen einer Online-Abstimmung neben RWE und Goldman Sachs zum „Worst EU Lobbyists des Jahres 2010“ gewählt. ISDA wird die „aggressive Verteidigung“ der „finanziellen Massenvernichtungswaffen“ vorgeworfen. Dabei wird Goldman Sachs als Hauptakteur der ISDA genannt, nachdem die Bank davor warnte, dass sie strengere Regulierung aus Europa vertreiben würde. Erwähnt werden aber auch die Deutsche Bank und BNP Paribas. So übernahm ISDA in der „Working Party on Derivatives“ die Führung und drängt die Kommission, eine „Expertengruppe“ zu Derivaten zu bilden, die dann von ISDA Mitgliedern dominiert wurde, und organisierte „Schulungen“ für die AssistentInnen der EP-ParlamentarierInnen. Vgl. <http://www.worstlobby.eu/de/2010/nominee/goldman-sachs-isda>

Literaturliste

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2010a, Triennial Central Bank Survey, Foreign exchange and derivatives market activity in April 2010, Preliminary results, September 2010

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich 2010b, Triennial Central Bank Survey, Positions in global over the counter (OTC) derivatives markets at end-June 2010, November 2010

Blundell-Wignall A., Atkinson P. 2010: Global SIFIs, Derivatives and Financial Stability, OECD Journal: Financial Market Trends, Volume 2011, Issue 1, OECD 2011

Deutsche Bank Research 2010, OTC Derivate. Grundlagen und aktuelle Entwicklungen, Mai 2010

Deutsche Börse Group, The Global Derivatives Market – A Blueprint for Market Safety and Integrity, White Paper

Europäische Kommission 2009, Mitteilung zur Gewährleistung effizienter, sicherer und solider Derivatemärkte, 3.7.2009

Europäische Kommission 2010, Vorschlag für eine Verordnung über OTC-Derivate, zentrale Gegenparteien und Transaktionsregister, Brüssel 15.9.2010

Europäische Kommission 2010a, Commission Staff Working Document, Impact Assessment Accompanying document to the Proposal for a Regulation on OTC derivatives, central counterparties and trade repositories, Brüssel 2010

Haiss P., Summer B., The Impact of Derivatives Markets on Financial Integration, Risk, and Economic Growth, Wien 2010

Hull C. John 2009, Optionen, Futures und andere Derivate, 7. aktualisierte Auflage

ISDA 2009: News Release 23. April 2009 – Over 94 % of the World's Largest Companies Use Derivatives to Help Manage Their Risks, According to ISDA Survey, from International Swap Dealers Associaten

Juvan H., The Impact of Financial Crises on the Finance-Growth Relationship: A European Perspective, Diplomarbeit, Wien 2011

Kapoor Sony, Die Finanzkrise – Ursachen und Lösungen, Hrsg. u.a.: Hans Böckler Stiftung, Düsseldorf 2011

OICV-IOSCO 2011: Report on Trading of OTC Derivatives by the Technical Committee of the International Organization of Securities Commissions, February 2011

Peukert H. 2010, Die große Finanzmarktkrise, Eine staatswissenschaftlich-finanssoziologische Untersuchung, Marburg 2010

Stormy-Annika Mildner 2011, Der Umgang mit dem Unbekannten. Die Handhabung großer Risiken hat versagt, in: SWP-Aktuell 30, Juni 2011