

# Derivate

## Das unbekannte Wesen

Isabel Lipke



**weed**

**Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung**  
**World Economy, Ecology & Development**

# Impressum

## Derivate

### Das unbekannte Wesen

Autorin: Isabel Lipke

Redaktion: Suleika Reiners  
Peter Wahl

Diese Publikation wurde mit Mitteln der Europäischen Kommission gefördert.

Für den Inhalt zeichnen ausschließlich der Herausgeber und die Autorin verantwortlich.

## Herausgeber:

Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung e.V.  
(WEED)

Büro Berlin  
Torstraße 154, D-10115 Berlin

Tel.: +49 - (0)30 - 27 58 - 21 63  
Fax: +49 - (0)30 - 27 59 - 69 28

E-Mail: [weed@weed-online.org](mailto:weed@weed-online.org)  
<http://www.weed-online.org>

Layout: werk21  
Druck: Pegasus-Druck

Schutzgebühr: EUR 3,00  
(zzgl. Versandkosten)

ISBN: 3-937383-08-5

Berlin, Dezember 2003

# Inhalt

Verzeichnis der Boxen, Tabellen und Schaubilder .....	2
Abkürzungsverzeichnis .....	3
Vorwort .....	5
<b>Zusammenfassung .....</b>	<b>7</b>
<b>1. Einleitung .....</b>	<b>9</b>
<b>2. Derivate und ihre Märkte .....</b>	<b>11</b>
2.1 Die einzelnen Teilmärkte .....	11
2.2 Definition und Systematisierung von Derivaten .....	12
2.3 Marktplätze: Börsenhandel und OTC-Geschäft .....	20
<b>3. Entwicklungen, Geschichte und Trends im Derivatehandel .....</b>	<b>26</b>
3.1 Bedeutung von Derivaten: RisikoManagement, RisikoStreuung oder Spekulation? .....	26
3.2 Ein historischer Rückblick .....	31
3.3 Struktureller Wandel auf den Finanzmärkten .....	34
3.4 Trends und quantitative Entwicklungen im Derivategeschäft .....	35
<b>4. Stabilitätsrisiko Derivate .....</b>	<b>41</b>
4.1 Systemrisiken: Kettenreaktionen und Konzentrationsrisiken .....	41
4.2 Mangelnde Transparenz, fehlende Aufsicht, Unüberschaubarkeit der Folgen .....	42
4.3 Hohe Umschlaggeschwindigkeit – Neue Gewinnmöglichkeiten .....	43
4.4 Derivatehandel: Ein Nullsummenspiel? .....	43
4.5 Bilanzfälschung und Preismanipulation: Der Fall Enron .....	44
4.6 Die Strategien der Hedge-Fonds: Der Fall LTCM .....	45
<b>5. Folgen für Entwicklungsländer .....</b>	<b>49</b>
<b>Glossar .....</b>	<b>52</b>
<b>Literatur .....</b>	<b>54</b>

# Verzeichnis der Boxen, Tabellen und Schaubilder

## Boxen

Box 1: Systematisierung von Derivaten .....	14
Box 2: Optionsprämie.....	18
Box 3: Standardisierungen im Futurehandel.....	21
Box 4: Börsensegmente .....	21
Box 5: Hedging und Trading.....	27
Box 6: Fehlspekulation: zwei Beispiele .....	30
Box 7: Wie funktionieren Hedge-Fonds? .....	47

## Tabellen

Tabelle 1: Börsengehandelte Derivate weltweit: Kontrakte und Umsätze.....	22
Tabelle 2: Bankenranking für den Derivatehandel der USA.....	24
Tabelle 3: Länderranking für OTC-Derivate.....	25
Tabelle 4: Globaler OTC-Derivatemarkt .....	39

## Schaubilder

Schaubild 1: Optionen.....	16
Schaubild 2: Risikoprofil von Call- und Put-Optionen bei fallenden und steigenden Kursen (Gewinn-/Verlustprofil).....	17
Schaubild 3: Grundformen von Derivaten.....	20
Schaubild 4: Börsengehandelte Derivate weltweit: Umsätze .....	22
Schaubild 5: Globaler OTC-Derivatemarkt.....	38

# Abkürzungsverzeichnis

# 3

BBA .....	British Banker's Association
BIS/ BIZ .....	Bank for International Settlements/ Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
CBOE .....	Chicago Board Options Exchange
CBOT .....	Chicago Board of Trade
CME .....	Chicago Mercantile Exchange
DTB .....	Deutsche Terminbörse
EOE .....	European Options Exchange
EONIA .....	Euro Overnight Index Average
EUREX .....	European Exchange
EURIBOR .....	European Interbank Offered Rate
EZB .....	Europäische Zentralbank
Fed .....	Federal Reserve System (Zentralbank der USA)
FRA .....	Forward Rate Agreement
GATS .....	General Agreement on Trade in Services
GLOBEX .....	Global Exchange
IFSL .....	International Financial Services London
ISDA .....	International Swaps and Derivatives Association
IWF/ IMF .....	Internationaler Währungsfonds/ International Monetary Fund
LIFFE .....	London International Financial Futures Exchange
LTCM .....	Long Term Capital Management Fonds
MATIF .....	Marché à Terme International de France
NASDAQ .....	National Association of Securities Dealers Automated Quotations
NYMEX .....	New York Mercantile Exchange
OCC .....	Office of the Comptroller of the Currency
OECD .....	Organisation of Economic Cooperation and Development
OPEC .....	Organization of the Petroleum Exporting Countries
OTC .....	Over-The-Counter
SIMEX .....	Singapore International Monetary Exchange
SOFFEX .....	Swiss Options and Financial Futures Exchange
UBS .....	United Bank of Switzerland
UNCTAD .....	United Nations Conference on Trade and Development
WTO .....	World Trade Organisation

# 4

# Vorwort

Derivate sind nicht nur der letzte Schrei auf den Finanzmärkten, sondern auch von einer Aura des Geheimnisvollen und Unverständlichen umgeben. Selbst manch gestandenem Banker kommen sie nicht geheuer vor. Erst recht hat sich in der Zivilgesellschaft bisher kaum jemand mit ihnen befasst.

Dabei sind Derivate bei Licht betrachtet durchaus kein Hexenwerk. Ihre grundsätzliche Funktionsweise ist einfach zu verstehen, und so völlig neu sind sie auch nicht. Die ersten Vorläufer sind im 16. Jahrhundert entstanden und im 17. Jahrhundert gab es in Holland bereits eine regelrechte Blüte im Handel mit Derivaten.

Mit dem vorliegenden Arbeitspapier will WEED eine kritische Einführung in die Materie geben. Derivate sind kein exotisches Phänomen, sondern ein immer wichtigerer Teil der internationalen Finanzmärkte. Die Finanzmärkte ihrerseits sind der ökonomische Motor jenes geschichtsmächtigen Prozesses, der gemeinhin als Globalisierung bezeichnet wird. Für die globalisierungskritische Bewegung also Anlass genug, sich nicht von einer mythischen Aura beeindrucken zu lassen, sondern sich sachkundig zu machen und mitzureden. Dabei geht es uns darum, hinter der Glitzerfassade »innovative Instrumente« auch die problematischen Seiten des Derivatesystems zu thematisieren.

Ursprünglich dazu erfunden, ökonomische und außerökonomische Handelsrisiken wie z.B. durch Naturkatastrophen an »Risikospezialisten« zu verlagern, ist das System der Derivate inzwischen selbst zu einem systemischen Stabilitätsrisiko für das internationale Finanzsystem geworden. Für einige wenige Finanzmarktakteure ist es zur Quelle von Höchstrenditen geworden, wodurch immer waghalsigere Finanzspekulationen angeheizt werden. Die »Nebenwirkungen« dieser Tendenz sind erhöhte Krisengefahr, und spektakuläre Crashes, wie jüngst der von ENRON, der sehr viel mit Derivaten zu

tun hatte. Die Zeche haben dann aber wieder Unbeteiligte zu tragen, wenn ein Crash zu realwirtschaftlichen Folgen in Form von Insolvenzen, Arbeitslosigkeit, sozialem Abstieg und Verarmung führt.

Aus entwicklungspolitischer Perspektive – und bekanntlich leben 83% der Menschen in den Entwicklungsländern – sind die systemischen Risiken der Derivate besonders problematisch. Denn anders als die Industrieländer sind die Volkswirtschaften des Südens nicht so robust und flexibel, als dass sie mit dem Auf und Ab auf den Finanzmärkten problemlos umgehen könnten. Krisen haben dort sofort ungleich schwerwiegendere Auswirkungen als im Norden.

So ist denn auch die Schlussfolgerung des Papiers, dass der Derivatehandel viel stärker kontrolliert und reguliert werden muss. Besonders riskante bzw. rein spekulative Instrumente wie z.B. Derivate auf Aktienindizes oder auch Hedge-Fonds sind ganz aus dem Verkehr zu ziehen. Das Thema Derivate muss in die Diskussion um eine Reform des internationalen Finanzsystems einbezogen werden.

Wir sind uns dabei im Klaren, dass dieses Arbeitspapier ein Einstieg ist und das Thema nicht erschöpfend behandeln kann. Es ging uns zunächst einmal darum, im Sinne von »capacity building« die grundlegenden Zusammenhänge und erste kritische Fragestellungen zu erarbeiten. Als »work in progress« werden wir diese Arbeit vertiefen. Für Anregungen und Kritik sind wir dankbar.

Ein Wort des Dankes geht an dieser Stelle noch an Suleika Reiners, die Tabellen und Grafiken erstellt sowie den Text redaktionell betreut hat.

Berlin, Dezember 2003

Peter Wahl  
(WEED-Vorstandsmitglied)

# 6

# Zusammenfassung

Derivatemärkte sind das am schnellsten wachsende Segment der Finanzmärkte, die ihrerseits als Infrastruktur und treibende Kraft der Globalisierung funktionieren. Als von anderen Geschäften abgeleitete, handelbare Wertpapiere lassen Derivate darüber hinaus die Grenzen zwischen Kredit-, Wertpapier- und Devisenmarkt verschwimmen. Sie tragen somit entscheidend zu einer erhöhten Interdependenz auf den Finanzmärkten bei. Der weitaus größte Teil des Derivatehandels findet außerbörslich (over the counter) statt, was Intransparenz und fehlende Regulierung bedeutet.

Der Derivatehandel entwickelte sich vom Grundmotiv des *Hedgings* (Absicherungsmotiv) zu einer exponentiellen Zunahme des *Tradings* (Spekulationsmotiv). Ursprünglich, im 17. Jahrhundert, wurden Derivate vor allem in der Landwirtschaft genutzt, indem Landwirte und Händler sich durch (handelbare) Preisvereinbarungen vor dem Erntezeitpunkt gegenüber den Risiken des Preisverfalls oder Ernteausfalls absicherten. Heute dient etwa der konzerninterne Handel mit Stromderivaten im Falle des Energieunternehmens ENRON nicht mehr der Absicherung, sondern künstlicher Preissteigerung und Bilanzaufblähung. Allgemein ist der rasche Kauf und Verkauf von Derivaten zu einem Selbstzweck mit höchster Eigendynamik geworden, bei dem Anleger auf kurzfristige Gewinnerzielung spekulieren und Banken und andere Finanzinstitute den Großteil ihrer Einnahmen durch Gebühren, Kommissionen, etc. erzielen. Dieser häufige Umschlag von Derivatekontrakten verursacht in hohem Maße Instabilität.

Mit der Aufkündigung des Bretton-Woods-Systems der festen Wechselkurse 1973, auch als Beginn des modernen Derivatehandels bezeichnet, entstanden durch die nun frei schwankenden Währungen neue Instabilitäten, was zum einen Bedarf nach Absicherung durch derivative Instrumente hervorrief, zum anderen vor allem weiteres

Spekulationspotenzial bot. Der technisch mögliche Handel in »real time«, der politisch durchgesetzte Abbau von Kapitalverkehrskontrollen, etc. sowie die Investmentbanken und *institutionellen Anleger* wie Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds als treibende Akteure trugen zur weiteren Dynamik des Derivatehandels bei.

Ein neuer Trend sind Kreditderivate – der Handel mit Kreditrisiken. Der Kreditderivatehandel ist, ebenso wie das Geschäft mit Zinsderivaten und das außerbörsliche Derivategeschäft überhaupt, im Wesentlichen ein Interbankenhandel – bei einer hohen Konzentration auf wenige Großbanken. Die Rolle der Banken hat sich von ihrer ursprünglichen Funktion der Vermittlung für Kunden zunehmend zu einem eigenen Handel entwickelt.

Derivate stellen ein kaum zu unterschätzendes Stabilitätsrisiko dar. Denn die Geschäfte mit ihnen sind durch Spekulation geprägt, und die Entwicklungen auf den Finanzmärkten sind weitgehend das Resultat von Spekulation. Das macht wiederum derivative Absicherungsgeschäfte erst notwendig. Kettenreaktionen, die hohe Konzentration und Intransparenz sind dabei Risiken, die auch von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich oder der Deutschen Bundesbank beklagt werden.

Der Derivatehandel ist ein Nullsummenspiel in dem Sinne, dass Risiken verschoben, nicht aber beseitigt werden bzw. dass jedem Gewinn ein Verlust gegenübersteht. Alles andere als ein Nullsummenspiel ist er, indem realwirtschaftliche und gesellschaftliche Schäden verursacht werden – durch Konkurse, Entlassungen, Armut, etc. Im Falle des hochspekulativen Long Term Capital Management Fonds (LTCM) wurden die Kosten des Beinahe-Zusammenbruchs sozialisiert, indem die Zentralbank der USA rettend einsprang.

ENRON und LTCM sind spektakuläre Fälle. Das Stabilitätsrisiko durch

# 8

Derivate ist ein systemisches. Dem ist durch Regulierungen des Derivatehandels wie z.B. durch Kapitalverkehrskontrollen und ein Verbot rein spekulativer Instrumente, wie es die sogenannten Hedge-Fonds sind, präventiv zu begegnen.

Während Derivate ein Produkt des Nordens sind, verursachen sie über Kettenreaktionen vor allem im Süden oder in der Asienkrise realwirtschaftliche und gesellschaftliche Schäden, da diese Länder mit ihrem vergleichsweise schwachen Banken- und Währungssys-

tem gegenüber externen Schocks umso verwundbarer sind. Diese Auswirkungen wiegen ungleich schwerer. Laut Weltbank sollten diese Länder z.B. Anleihen emittieren und entsprechende derivative Instrumente als *Risiko-management* einführen – auf die neuen Risiken zumal für schwache Ökonomien wird dabei kaum verwiesen. Demgegenüber kann eine politische Regulierung Schutz vor Stabilitätsrisiken durch externe Schocks gewähren.

# 1. Einleitung

Finanzmärkte sind in modernen Gesellschaften ein volkswirtschaftlich höchst bedeutender Sektor, denn der reibungslose Ablauf des Geldverkehrs bildet das Fundament wirtschaftlichen Handelns. Finanzmärkte haben ihrerseits deutliche Rückkopplungseffekte auf die reale Ökonomie und damit auf die Märkte für Güter, Dienstleistungen, Arbeit. Das Verhalten der Akteure auf den internationalen Finanzmärkten hat, auch wenn es bis zu einem gewissen Grad von der Realwirtschaft losgelöst ist, dennoch entscheidenden Einfluss auf diese und damit auf das Wohl und Wehe von Gesellschaften.

Über ihre generelle Bedeutung hinaus haben Finanzmärkte in den letzten Jahrzehnten zusätzlich an Bedeutung gewonnen. Sie haben seit 1973, dem Ende der Nachkriegsordnung des Bretton-Woods-Systems, gravierende Veränderungen durchgemacht. Die wirtschaftliche Entwicklung der letzten Jahrzehnte war durch eine Welle von Internationalisierung bzw. Transnationalisierung von historischer Tragweite geprägt. Dieser als Globalisierung bezeichnete Prozess hat sich am deutlichsten auf den internationalen Finanzmärkten bemerkbar gemacht.

Veränderungen struktureller Art sind:

- die Deregulierung/Liberalisierung des internationalen und innerstaatlichen Kapitalverkehrs;
- das Zusammenwachsen der Märkte (*Desegmentierung*);
- der Trend zur Securitization (siehe Kapitel 3.4);
- der Trend zum Shareholder-Value<sup>1</sup>;
- die Entstehung und der rapide Anstieg der Nutzung von Finanzinnovationen.

<sup>1</sup> Die Shareholder-Value-Ausrichtung zielt auf die kurzfristige Steigerung des Aktienkurses eines Unternehmens ab. Der Shareholder strebt dabei, anders als der klassische Aktionär, der an der Dividende interessiert war, Renditen durch den permanenten Kauf und Verkauf von Aktien zu günstigsten Bedingungen an.

Diese Veränderungen haben nicht nur zur Dynamik auf den Finanzmärkten beigetragen, sondern diese Dynamik ganz wesentlich mitbegründet. Folge dieser Entwicklung ist die inzwischen fast absolute *Verzahnung* der Finanzmärkte.

Weiterhin hat sich in den letzten Jahrzehnten ein Wandel von der Investitionsfinanzierung hin zum Finanzinvestment abgezeichnet (Huffschmid 2002: 22). Der aus vielerlei Gründen<sup>2</sup> vorhandene Überfluss an liquiden Mitteln schlug sich in einer Expansion der Finanzmärkte und in der exponentiellen Zunahme des Handels mit Wertpapieren nieder, während im Gegensatz dazu die Emission des Aktien- oder Wertpapierbestands langsamer zunahm.<sup>3</sup> Huffschmid bezeichnet dies als *Verflüssigungseffekt* (Huffschmid 2002).

Die hohe Mobilität und Volatilität der internationalen Kapitalflüsse werden sowohl als Folge dieser Entwicklungen und Trends auf den Finanzmärkten angesehen als auch teilweise als Ursache für die sich in den 90er Jahren häufenden Finanzkrisen, sowie als Instabilitätsfaktor per se. *Was aber haben Derivate oder auch innovative Finanzinstrumente damit zu tun?*

Zunächst einmal sind auch Derivate eine Form von Wertpapieren. Sie gehören damit zu jenen Instrumenten, die permanent gehandelt werden bzw. eine sehr hohe Umschlaggeschwindigkeit aufweisen. Sie sind sowohl ein Produkt der sich durch Globalisierung ergebenden zunehmenden Verflechtungen auf den Märkten als auch das Resultat flexibler Wechselkurse und den daraus entstehenden Schwankungen mit ihren Gewinn-, aber auch Verlustmöglichkeiten.

<sup>2</sup> Unter anderem die Ölpreiskartelle, die Anfang und Ende der 70er zu einem Überschuss der sogenannten *Petrodollars* geführt hatten, die steuerliche Entlastung von Unternehmensgewinnen und großen Vermögen und die Verschiebungen weg von Realinvestitionen zum Portfolioinvestment.

<sup>3</sup> ... die allerdings seit 2001 nicht nur stagniert, sondern rückläufig ist.

Finanzmärkte sind zum Motor der Globalisierung geworden.

## 10

Derivatemärkte, die sich Anfang der 70er herausbildeten, sind das am schnellsten wachsende Segment der sich internationalisierenden Finanzmärkte.

Dem war 1973 das Ende des Festkurssystems (Bretton-Woods-System) vorausgegangen, das auf der Fixierung der großen Währungen mit dem US-Dollar als Leitwährung beruhte. Flexible Wechselkurse haben nicht nur die Absicherungszwänge, die sich aus den Preisschwankungen der Wechselkurse ergeben, hervorgebracht, sondern auch das Spekulationspotenzial vervielfacht. Die flexiblen Wechselkurse bzw. Preisschwankungen (bei Zinsen) auf den verschiedenen Marktsegmenten eröffneten erst die Möglichkeit zu *Spekulation* und *Arbitrage* (siehe Box 5). Die Demontage des Bretton-Woods-Systems hat daher eine Lawine neuer komplexerer, raffinierterer Finanzinstrumente wie Derivate losgetreten. Umgekehrt ist der Devisen(derivate)handel mit der Einführung des Euro als Einheitswährung im Euro-Raum 1999 – zumindest statistisch gesehen – zurückgegangen, was jedoch durch einen Zuwachs in anderen Märkten und Segmenten kompensiert wurde. Denn Derivaten liegen, wie sich im weiteren Verlauf zeigen

wird, nicht nur Wechselkurse/Währungen, sondern sämtliche Werte fiktiver und tatsächlicher Art als Vermögenswerte (*Assets*) zugrunde.

Vor allem seit den 90er Jahren verzeichnet der Markt für außerbörsliche Wertpapier- bzw. Derivategeschäfte, der sogenannte OTC-Markt (Over-The-Counter), ein geradezu explosionsartiges Wachstum. Diese nicht kontrollierbaren Geschäfte haben größten Einfluss auf die Volatilität und Zunahme der internationalen Kapitalbewegungen und provozieren bzw. verstärken Instabilität. Daher darf die Einbindung von Derivaten mit ihrem hohen Risikopotenzial in der Diskussion um eine Kontrolle und Regulierung der Finanzmärkte nicht fehlen.

Bevor wir uns jedoch weiter auf den Derivatemarkt, das in den letzten zwanzig Jahren am schnellsten gewachsene Segment der Finanzmärkte, einlassen, bedarf es eines allgemeineren kurzen Überblicks über die Struktur auf den Finanzmärkten.

## 2. Derivate und ihre Märkte

### 2.1 Die einzelnen Teilmärkte

Finanzmärkte lassen sich in verschiedene Teilmärkte oder Marktsegmente einteilen. Diese sind der Kredit-, Wertpapier- und Devisenmarkt.

Der *Kreditmarkt* gilt als traditioneller Bereich, auf dem sich Unternehmen, öffentliche Haushalte und Privatpersonen verschulden können. Für kleine und mittelständische Unternehmen ist der Kreditmarkt nach wie vor die einzige Quelle der Fremdfinanzierung.

Der *Wertpapiermarkt* wird hingegen von großen, ohnehin schon finanzstarken Unternehmen und Regierungen zur Finanzierung und Verschuldung genutzt. Sparer, die ihre Finanzmittel dort anlegen, werden auf den Wertpapiermärkten unmittelbar zu Miteigentümern und Gläubigern von Unternehmen und Staaten. Mit dem Trend zur Securitization Ende der 70er, Anfang der 80er und der daraus folgenden zunehmenden Emission von Wertpapieren erhielt der Wertpapiermarkt einen starken Wachstumsschub.

Der Wertpapiermarkt kann wiederum in einen primären und einen sekundären Markt unterteilt werden. Der *primäre Markt* ist der klassische Markt, auf dem sich Unternehmen, Regierungen und öffentliche Institutionen finanzieren bzw. verschulden können; hier findet die **Ausgabe (Emission)** von Aktien und Anleihen statt. Schuldner wird durch dieses Marktsegment die Möglichkeit gegeben, sich an den Banken bzw. an der ursprünglichen Art der Kreditaufnahme vorbei zu finanzieren. Der *sekundäre Markt* ist der Markt für den **Handel** mit Wertpapieren, d.h. für deren Wiederverkauf. Hier treten hauptsächlich auf schnelle Rendite bzw. Kursgewinne hoffende Akteure auf, was sich in der Kurzfristigkeit der »Investitionen« in Wertpapiere bzw. Derivate bemerkbar macht. Es besteht

kein Interesse an dem gekauften Gegenstand (z.B. an der Aktie), sondern an deren gewinnbringendem Weiterverkauf. Natürlich haben Investoren (Kapitalanbieter) auch auf den klassischen Märkten mit dem Kauf von Anleihen und sonstigen Wertpapieren die Möglichkeit der gewinnbringenden Anlage des Geldvermögens. Die oft diskutierte Finanzmarkt(expansions)entwicklung hat sich jedoch vorwiegend auf den Sekundärmärkten abgespielt. So hat sich in den 80ern der Umsatz des Aktienhandels verzwanzigfacht (Steigerung um 2000%! ). Der Aktienbestand, der 1980 wesentlich höher war als der Handel, hat sich im Gegensatz dazu nur um das Dreifache (dies entspricht einer Steigerung von 200%) erhöht. Das Wachstum des Handels und der Handelsumsätze setzte sich in den 90ern – allerdings in abgeschwächter Form – fort; hier war »nur« eine Steigerung um etwas mehr als das Dreifache zu verzeichnen. Die Entstehung und Entwicklung der Sekundärmärkte war eine treibende Kraft der Expansion der Finanzmärkte und ein wesentlicher Faktor für den eingangs erwähnten *Verflüssigungseffekt* (Huffschnid 2002).

Die *Devisenmärkte*, Märkte für Währungen, sind die Geldbrücke zwischen den verschiedenen Ländern und dienen dem internationalen Handel, der Produktion sowie der grenzüberschreitenden Investition und machen dadurch internationale Handelsbeziehungen bzw. die Finanzierung des Welthandels erst möglich (Huffschnid 2002). Allerdings hat der bis Ende der 90er stetig zugenommene Devisenhandel nicht mehr viel mit der Abwicklung des Handels und der Investitionen zu tun. Sieht man sich die täglichen Devisenmarktumsätze an, so reichten eini-

Derivate sind nicht eindeutig dem Kredit-, Wertpapier- oder Devisenmarkt zuzuordnen, sondern finden sich auf allen Teilmärkten wieder. Diese Desegmentierung ist ein bedeutendes Moment der Interdependenz einstmals relativ klar getrennter Einzelmärkte.

Treibende Kraft der Finanzmarktexpansion ist der Handel mit Wertpapieren.

Der außerbörsliche Devisenmarkt ist der größte globale Finanzmarkt - mit rund 1 Bio. US\$ Umsatz täglich (Financial Times Deutschland, 22.04.02).

ge Tage, um den jährlichen Güterhandel abzuwickeln.<sup>4</sup> Die 90er Jahre waren demnach auch ein Jahrzehnt massiver Währungsspekulationen. Gegen Ende der 90er stellte sich ein leichter Rückgang der Währungstransaktionen heraus, was u.a. mit der Einführung des Euros und dem Rückgang der Konjunktur zu tun hatte.

Devisenmärkte haben keine zentralen Handelsplätze. Sie bestehen aus einem Händlernetz, das rund um die Uhr arbeitet. Es gibt keine Aufsichtsbehörde, die das Geschäft überblickt. Auch wenn in den Statistiken Währungsderivate inzwischen von Zins- und Kreditderivaten in ihrer Spitzenposition verdrängt wurden, bleibt zu bedenken, dass Devisenströme – insbesondere außerbörsliche Derivate<sup>5</sup> – noch weniger messbar sind als andere. Die tatsächliche Zahl dieser Transaktionen bleibt daher unbekannt.

Eine andere wichtige Unterteilung der Märkte bezieht sich auf die Finanzierungsfristen. Der *Kapitalmarkt* dient der langfristigen Finanzierung öffentlicher und privater Investitionen. Der *Geldmarkt* diente ehemals der kurzfristigen Finanzierung der Banken untereinander, ist inzwischen aber darüber hinaus Nichtbanken (Geldmarktfonds, Versicherungen, etc.) zugänglich und dient daher auch längerfristigen Finanzierungen.

All diese Märkte haben sich teilweise nacheinander, teilweise nebeneinander herausgebildet. Ihre Kombination ergibt das komplexe, instabile Gebäude mit weitreichenden Interdependenzen, das sich heute als internationaler Finanzmarkt darstellt. Auf den Derivatmärkten, die vor 25 Jahren so gut wie nicht vorhanden waren, haben sich im Vergleich zu anderen Märkten die rasantesten Entwicklungen abgespielt.<sup>6</sup>

## 2.2 Definition und Systematisierung von Derivaten

### Termingeschäfte, Derivate und Finanzinnovationen

Häufig werden die Begriffe *Termingeschäfte*, *Derivate* (*derivative Finanzinstrumente*) oder auch *Finanzinnovationen* synonym verwendet. Das ist jedoch vereinfachend.

Zunächst einmal lassen sich Finanzgeschäfte in Kassa- und Termingeschäfte unterscheiden. *Kassageschäfte* werden vielfach als originäre Finanzgeschäfte bezeichnet. Eindeutiges Merkmal von *Kassageschäften* ist die kurzfristige, innerhalb von ein bis zwei Tagen stattfindende Erfüllung. Bei *Kassageschäften* erfolgt die Zahlung des Kaufpreises mit der Lieferung. Merkmal der *Termingeschäfte* ist, dass zwar die Erfüllung des Kontraktes per Ter-

min erfolgt, die Preisfestlegung aber bereits bei Vertragsabschluss. Das heißt: Lieferung und Bezahlung erfolgen mit zeitlicher Verzögerung.

Eine einfache Definition von Derivaten ist, sie als von anderen Geschäften abgeleitet (lat. *derivare* = ableiten) zu erklären. D.h. es handelt sich um ein Derivat, wenn ein anderes Geschäft zugrunde liegt. Derivate sind also Finanzinstrumente, deren Wert vom Wert (Marktpreis) eines anderen Basisinstruments (Basistitel/Basisgeschäft/Underlying) wie Rohstoff, Devisen, Wertpapier oder Aktienindex abhängt (abgeleitet ist). Huffschmid beschreibt Termingeschäfte bzw. Derivate wie folgt:

»Derivate gründen sich erstens auf Termingeschäfte [...]. Termingeschäfte werden – zweitens – zu Derivaten, wenn die Ansprüche und Verpflichtungen aus diesen Geschäften selbst in Wertpapierform gebracht und wie Anleihen oder Aktien [...] gehandelt werden. Der Käufer eines Derivats schließt keinen Vertrag über ein Geschäft in der

<sup>4</sup> Der börsentägliche Umsatz beträgt ca. 1,1 Bio. US\$ (BIZ 2001a). Davon sind ca. 3% Handelsgeschäfte. Bezieht man die Absicherungsgeschäfte für den Handel mit ein – ein Handelsgeschäft hat im Schnitt sieben Sicherungsgeschäfte zur Folge (sogenannter *Hot Potatoe Trade*), kommt man auf maximal ein Viertel realwirtschaftlich begründeter Transaktionen. Der Löwenanteil der Transfers hat spekulativen Charakter.

<sup>5</sup> Beate Reszat, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA), Gespräch vom 15.12.03.

<sup>6</sup> Ähnliches könnte man von den Devisenmärkten sagen. Wie gesagt, sind diese Segmente jedoch nicht unbedingt zu trennen.

Zukunft ab<sup>7</sup>, sondern er kauft einen Anspruch für die Zukunft – und kann diesen Anspruch vor Fälligkeit auch weiterveräußern. Der Zweck derartiger Geschäfte liegt drittens darin, entweder bestimmte Erwartungen an Einkommen abzusichern (*Hedging*), oder von der Unsicherheit über die Zukunft zu profitieren (*Spekulation*, [im Fachjargon als *Trading* bezeichnet]).« (Huffschmid 2002: 52)

Darüber hinaus unterscheidet man Waren- bzw. Rohstoffderivate – diese beziehen sich auf Rohstofftransaktionen und werden an Rohstoffterminbörsen/-märkten gehandelt – und Finanzderivate. Hier kann ebenfalls weiter unterschieden werden zwischen sogenannten fiktiven originären Werten (z.B. Aktienindizes), von denen sich Finanzgeschäfte ableiten, und tatsächlich fassbaren, konkreten Vermögenswerten wie Aktien und Anleihen.

An dieser Stelle scheint es nötig, auf einen Begriff, der häufig ebenfalls im Kontext von Derivaten auftaucht – *Finanzinnovationen* – einzugehen. Obwohl es in der Literatur oft keine eindeutige Abgrenzung zwischen Derivaten und *Finanzinnovationen* gibt, ist diese dennoch nötig: So sind ein Großteil der Neuentwicklungen derivativer Finanzprodukte nichts anderes als Weiterentwicklungen bzw. Variationen bereits bestehender Instrumente und insofern keine direkten Innovationen (Schaufuß 2003). Umgekehrt sind nicht alle Neuerungen im Finanzierungsgeschäft abgeleitete Finanzinstrumente. Einer allgemeinen Definition zufolge fallen unter die Sammelbezeichnung *Finanzinnovationen* eine Vielzahl von *Anlage- und Finanzierungsleistungen*, die an nationalen und internationalen Finanzmärkten offeriert werden (Büschgen 1989). Darunter versteht man u.a. die zunehmende Verbriefung (Securitization) von Kredi-

ten sowie neue Arten von Anleihen. Im Finanz- und Börsenlexikon zählen zu *Finanzinnovationen* zusätzlich zu den Produktinnovationen auch die Prozessinnovationen, also finanzwirtschaftliche Vorgänge, die »sich in erster Linie durch konsequente Nutzung des hohen technischen Fortschritts in den Bereichen des Nachrichtendienstes, Zahlungsverkehrs und der EDV« ergeben (Bestmann 2000).

## Zur Funktion von Derivaten

Derivate ermöglichen es, sich gegen die den klassischen Finanzinstrumenten innewohnenden Risiken der Zins-, Währungs-, Wertpapier-, Aktienindex- und sonstigen Preisentwicklungen abzusichern. Denn die ursprüngliche Bedeutung von Derivaten ist auf das **Absicherungsmotiv (Hedging)** gegenüber diesen Risiken zurückzuführen, die nach wie vor in den gängigen Finanztransaktionen enthalten sind. Der massive Handel mit Derivaten ist jedoch nicht nur eine Folge fehlender Sicherheit hinsichtlich zukünftiger *Preisänderungserwartungen*, die in einem System fester Wechselkurse<sup>8</sup> nicht in dem Maße anfallen, sondern sie sind zugleich Beschleuniger (Akzelerator) bzw. Motor der Deregulierung auf den Finanzmärkten.

Derivategeschäfte sind vor allem attraktiv aufgrund ihres geringen Kapitaleinsatzes. Sie beinhalten – wegen des relativ geringen Kapitaleinsatzes – ein starkes **Spekulationsmotiv (Trading)** (Schaufuß 2003)<sup>9</sup>, welches sich mit Hilfe der technologischen Innovationen im Telekommunikationssektor und in der Computerbranche erst so richtig entfalten konnte. Diese Spekulationsproblematik ist dementsprechend die Eigenschaft von Derivaten, um die es im vorliegenden Papier vor allem gehen soll.

Hedging und Trading

<sup>7</sup> [Sonst würde hier einfach nur ein Termingeschäft vorliegen.]

<sup>8</sup> Eben weil die unterschiedlichen Währungen in einem festen Verhältnis stehen und daher kein Änderungsrisiko beinhalten.

<sup>9</sup> Dazu ausführlicher im dritten Kapitel.

## Box 1

**Systematisierung von Derivaten (vgl. Schmidt 1999)**

Derivate können nach verschiedenen Kriterien eingeteilt werden:

**Nach dem Vertragsinhalt**

- Unbedingte Geschäfte: Die Erfüllung erfolgt unbedingt, beide Vertragspartner sind zur Erfüllung verpflichtet.
- Bedingte Geschäfte: Die Erfüllung ist bedingt, da sie dem Wahlrecht (Option) unterliegt.

**Nach dem Ort des Vertragsabschlusses**

- An den Börsen gehandelte, standardisierte Produkte.
- Zwischen den Banken bzw. Banken und Kunden ausgehandelte, individuelle Produkte (OTC/Over-The-Counter).

**Nach den zugrunde liegenden Basistiteln**

- Zinsen, Devisen, Aktien, Güterpreise, Aktienindizes, Futures, Optionen, etc.

**Forwards, Futures und Optionen**

Die wichtigsten Termingeschäfte – die zugleich Derivate sind<sup>10</sup> – lassen sich hinsichtlich ihres Vertragsinhalts in *unbedingte* (**Forwards und Futures**<sup>11</sup>) und *bedingte* (**Optionen**) unterscheiden. Diese Klassifizierung hängt mit der Art und Weise der Erfüllung des Vertrags zusammen.

**Forwards und Futures**

Lehrbuchdefinitionen besagen, dass der Käufer eines Forwards oder Futures sich verpflichtet, den Basistitel zu einem zukünftigen, zuvor vereinbarten Termin abzunehmen. Ein Beispiel aus dem Waretermingeschäft wäre, ein Ölhändler schließt bei der New Yorker Warenterminbörse New York Mercantile Exchange (NYMEX) Futurekontrakte ab, um sich gegen steigende Preise im Ölgeschäft abzusichern. Die Ware, in diesem Fall Öl, muss auf jeden Fall geliefert bzw. abgenommen werden. Die physische Abnahme aus den Kontrakten ist heute allerdings oftmals nicht mehr notwendig, zum größten Teil erfolgen Ausgleichszahlungen/ Cash Settlements. Dies geschieht allerdings nicht, wie häufig angenommen, am Ende der Laufzeit, sondern der Ausgleich der offenen Positionen erfolgt durch entsprechende Gegengeschäfte

<sup>10</sup> Denn die zukunftsbezogenen Ansprüche und Verpflichtungen werden wiederum selbst in Wertpapierform gebracht und gehandelt.

<sup>11</sup> Zum Unterschied s.u.

während der Laufzeit (Glattstellung/ Offsetting).

Der Unterschied zwischen Forwards und Futures besteht in der Standardisierung. Futures sind standardisierte Produkte. Als solche sind sie mit einheitlichen Merkmalen ausgestattet, werden an der Börse gehandelt und unterliegen somit zumindest einer gewissen Regulierung (z.B. Börsenaufsicht). Futures sind zudem leicht austauschbare, marktgängig handelbare (fungible) Terminkontrakte mit eindeutig festgelegten Eigenschaften, was Mengen (Kontrakteinheiten) und Erfüllungstermine betrifft, die sich aus der Standardisierung ergeben (siehe Box 3). Entstanden sind Futures aus den Forwards. Diese sind nicht-börsengehandelte, nicht-standardisierte Termingeschäfte. Sie sind Bankprodukte und werden außerbörslich (over the counter) gehandelt. Ansonsten sind sie von der Konstruktion her den Futures sehr ähnlich.

Eine zentrale Stellung im Futurehandel nimmt die Clearingstelle ein. Sie überwacht den Futurehandel. Durch sie ist der Börsenhandel erst möglich. Um die Gefahr eines Erfüllungsausfalls rechtzeitig erkennen zu können, überwacht sie ständig den Wert der offenen Positionen durch spezielle Verfahren. Sie garantiert die jederzeitige Glattstellung der offenen, sich aus dem Futurehandel ergebenden Verpflichtungen.

Dem Kontraktgegenstand (Basistitel/ Underlying) entsprechend spricht man von Warenterminkontrakten (*Com-*

Unbedingte und bedingte Termingeschäfte

Standardisierte und nicht-standardisierte Termingeschäfte

*modity Futures*) und Finanzterminkontrakten (*Financial Futures*). Als *Financial Futures* bekannt sind Devisenterminkontrakte (*Currency Futures*), Zinsterminkontrakte (*Interest Rate Futures*) und Terminkontrakte auf Aktienindizes (*Stock Index Futures*). Die meistgehandelten Futures sind Zinsfutures. Deren Underlying sind größtenteils kurzfristige (dreimonatige) Geldmarktsätze<sup>12</sup> oder seltener, langfristige Anleihen bzw. deren Zinssätze.

### Margins

Wichtig erscheint im Zusammenhang mit dem Futurehandel zumindest die Erwähnung der **Margins**. Aufgrund der Standardisierung bei Futurekontrakten ist das Risiko, dass ein Kontraktpartner ausfällt, wesentlich geringer. Dies zum einen aufgrund des Dazwischenschaltens einer Clearingstelle, die als Vertragspartnerin für Käufer und Verkäufer auftritt, zum anderen durch ein System von Hinterlegungen (*Margins*). Diese finanzielle Sicherheitsleistung fällt zunächst als Mindesteinschuss bei Eröffnung der Futureposition an (*Initial Margin*). Sie dient dazu, die durch größere Kursschwankungen entstandenen Verluste für eine gewisse Zeit, i.d.R. für einen Tag, aufzufangen. Die Hinterlegung erfolgt meistens nicht bar, sondern in Form von Wertpapieren. Die *Variation Margin* entsteht aus der täglichen, zum Schlusskurs erfolgenden Bewertung und der Buchung der Gewinne oder Verluste der Futurekontrakte im Vergleich zum Vortag. Ist ein Verlust entstanden, so gibt es eine Nachschussforderung/Nachschusspflicht (*Margin Call*), wenn die zuvor hinterlegte Sicherheitsleistung nicht ausreicht. Wegen dieser Nachschussforderungen gilt der Future als so liquide. Dieser Zwang zur Sicherheits hinterlegung kann jedoch zur frühzeitigen Auflösung der Futurekontrakte führen wie bspw. 1993 im Fall der *Metallgesellschaft Refining and Marketing (MGRM)*, einem Tochterunternehmen der Metallgesellschaft, deren Futurekontrakte Teil ihrer Hedgingstrategie waren, die u.a. dadurch geplatzt ist.

<sup>12</sup> Geldmarktpapiere sind z.B. Certificates of Deposit (CDs), Commercial Papers (CPs) und Euronotes. Geldmarktsätze sind Zinssätze am Geldmarkt, typisch sind die EONIA- (Euro Overnight Index Average) bzw. EURIBOR-Sätze (European Interbank Offered Rate).

### Optionen

Beim Optionsgeschäft erwirbt der Käufer das Wahlrecht, innerhalb einer bestimmten Frist (*amerikanische Option*) oder zu einem bestimmten Zeitpunkt (*europäische Option*) den vereinbarten Basistitel zu einem zuvor festgelegten Basispreis/Ausübungspreis/Exercise Price/Strike Price (Kurs) zu erwerben oder zu liefern, je nach dem, ob es sich um eine Kauf- oder Verkaufsoption handelt. Die Gegenpartei, der Optionsverkäufer (*Stillhalter*), hat die Verpflichtung, das Produkt zu liefern bzw. abzunehmen. In der Realität überwiegt die amerikanische Variante. Das ist insofern wichtig zu erwähnen, weil dies mit ein Grund für den regen Optionshandel ist. Wenn sich nämlich die an den Optionskauf gekoppelte Gewinnerwartung erfüllt hat, wird die Option noch innerhalb der Laufzeit weiter veräußert. Der Käufer entrichtet an den Verkäufer der Option eine bestimmte Summe (Optionsprämie).

### Die vier Grundgeschäftsarten des Optionsgeschäfts

Zu unterscheiden sind die beiden Grundformen **Kaufoption (Call)** und **Verkaufsoption (Put)** mit ihren jeweils zwei Positionen **Kauf (Long)** und **Verkauf (Short)**.

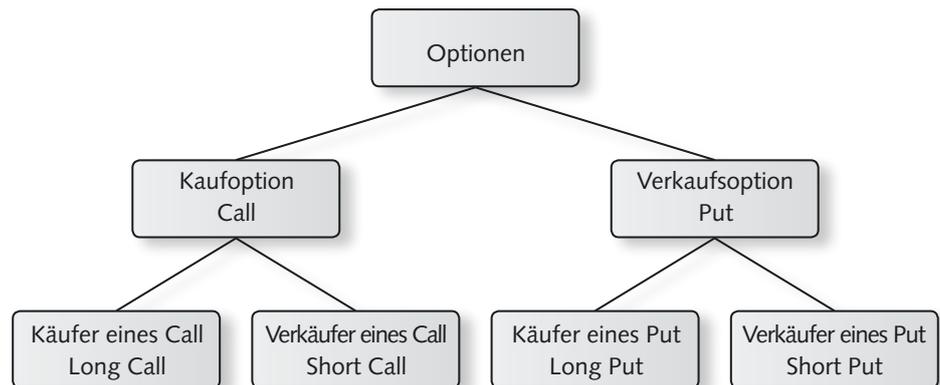
Im Falle einer Kaufoption erwirbt deren Käufer das Recht (**Long Call**) auf den Kauf eines bestimmten Basistitels, z.B. einer Anzahl von Aktien, zu einem ausgehandelten Basispreis. Das Recht auf den Kauf dieser Wertpapiere, die der *Stillhalter* dann liefern müsste, erhält der Käufer nur für eine begrenzte Frist, nämlich die Laufzeit der Option. Es besteht für ihn jedoch nicht die Pflicht, die Option tatsächlich auszuüben, die Aktien also zu dem vereinbarten Basispreis zu kaufen.

Diese Vereinbarung kommt *nur* zustande, weil Käufer und Verkäufer *gegensätzliche Erwartungen* bezüglich der Kursentwicklung des zugrunde liegenden Basistitels wie Aktien haben: Der Käufer der Kaufoption spekuliert auf einen steigenden Kurs. Gewinn erzielt er dann, wenn der aktuelle Kurs der Aktie die Summe aus Basispreis plus Optionsprämie und Gebühren übersteigt. Tritt dieser Fall ein, kann er entweder sein Optionsrecht beim Verkäufer geltend machen, die Aktien also

Amerikanische und europäische Optionen

Derivatekontrakte entstehen durch gegensätzliche Erwartungen.

Schaubild 1



Quelle: Bestmann 2000

Der Gewinn des Optionsverkäufers liegt in Höhe der Optionsprämie.

zum niedrigeren Basispreis kaufen und zum höheren Tageskurs an der Börse wieder veräußern; oder er lässt sich die Differenz zwischen Basispreis und aktuellem Kurs auszahlen (Ausgleichszahlung/Cash Settlement).

Analog dazu verhält es sich beim Verkäufer, dem *Stillhalter*, der Kaufoption. Er hofft auf gleichbleibende oder fallende Kurse und vertritt damit die Gegenposition (**Short Call**) des Käufers: Tritt dieses ein, so besteht sein Gewinn in der Optionsprämie, die er für die Verpflichtung zur Bereitstellung jener Wertpapiere erhalten hat. Der Käufer würde dann von seinem Optionsrecht keinen Gebrauch machen, da er die Papiere in jedem Fall zu einem günstigeren Kurs an der Börse erwerben könnte. Im Hinblick auf das Gewinn- und Verlustprofil steht bei dieser Position also dem möglichen unbegrenzten Gewinn des Käufers (denn theoretisch kann der Kurs des Basistitels bis ins Unendliche steigen) der unbegrenzte Verlust des Verkäufers entgegen, wenn dieser den geforderten Basistitel am Erfüllungstag zunächst selbst zum entsprechenden Kurs erwerben muss, um liefern zu können (Leerverkauf/Blankoverkauf). Der einzig mögliche Gewinn des Verkäufers ist der begrenzte Gewinn in Höhe der Optionsprämie.

Der Käufer einer Verkaufsoption (**Long Put**) erwirbt das Recht, die vertraglich vereinbarte Menge eines bestimmten Basistitels wie Aktien zu einem bestimmten Basispreis (Kurs) zu verkaufen. Es setzt auf sinkende Kurse: Fallen die Kurse der Aktien tatsächlich, so ist die Differenz aus aktuellem Tageskurs am Stichtag (Ende der Op-

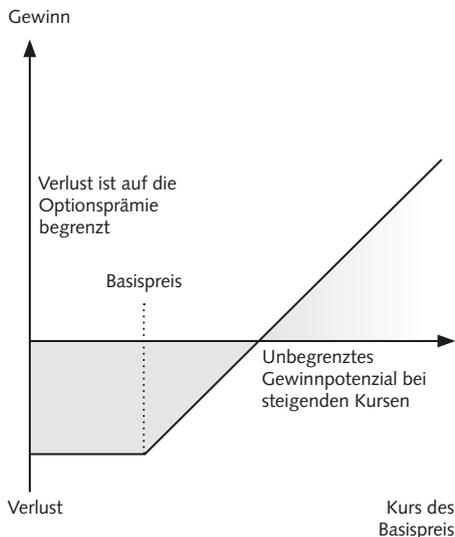
tionslaufzeit) und ursprünglich vereinbartem Basispreis abzüglich der Optionsprämie und Gebühren sein Gewinn.

Der Käufer kann unterschiedliche Strategien verfolgen. Entweder er besitzt die Basistitel tatsächlich, dann würden fallende Kurse eine Wertminderung bedeuten, die mit den Gewinnen aus den Puts ausgeglichen werden können (*Hedging*). In diesem Sinne ist der Long Put ein klassisches Absicherungsinstrument für ein Portfolio aus verschiedenen Wertpapieren: Sinkt der Kurs der Basistitel, so wird dieser Verlust durch den Gewinn aus den Derivaten ausgeglichen bzw. aufgefangen. Oder aber er besitzt die Basistitel gar nicht (Leerverkauf) und spekuliert auf sinkende Kurse (*Trading*).

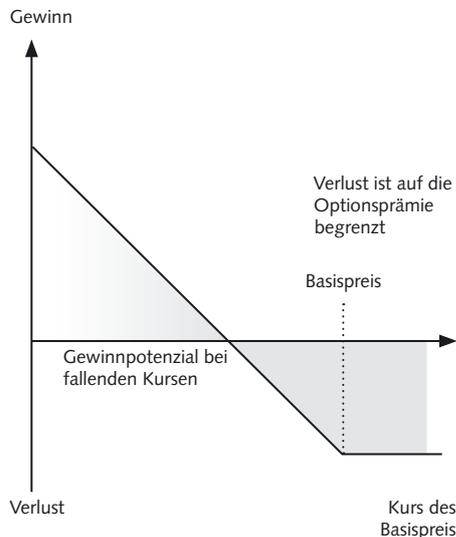
Der Verkäufer (*Stillhalter*) dieser Verkaufsoption hat gegensätzliche Erwartungen und demnach eine gegensätzliche Position (**Short Put**). Erfüllen sich die Erwartungen des Verkäufers, d.h. die Kurse der Basistitel steigen, wird sich der Käufer gegen die Ausübung der Option, z.B. Aktien zum vorher vereinbarten Kurs zu liefern, entscheiden. Denn dies würde aufgrund der Situation am Markt, die Titel also zunächst zu einem gestiegenen Kurs erwerben zu müssen, ein Verlustgeschäft (über die gezahlte Optionsprämie hinaus) für ihn bedeuten. Der bleibende Verlust des Käufers in Höhe der Optionsprämie ist also analog zum Gewinn des Verkäufers. Der mögliche Verlust des Verkäufers hängt von der Differenz zwischen aktuellem Kurs und Basispreis ab und ist damit im Gegensatz zum Short Call begrenzt, da die Kurse nur auf Null fallen können.

## Schaubild 2: Risikoprofil von Call- und Put-Optionen bei fallenden und steigenden Kursen (Gewinn-/Verlustprofil)

### Call Option



### Put Option



Optionsgeschäfte funktionieren nur, weil es gegensätzliche Erwartungen der Finanzmarktakteure gibt: Kein Long Call ohne dessen Verkäufer, also Short Call, usw. Die Tatsache, dass der Long Call das spiegelverkehrte Abbild des Short Call ist und der Long Put das des Short Put, macht die Nullsummenlogik im Optionshandel deutlich. Was der eine gewinnt, verliert der andere. Auch das Forward- und Futuregeschäft ist, sieht man von den Transaktionskosten ab, ein Nullsummenspiel. Nur erfolgt der Ausgleich nicht direkt, sondern über die Clearingstelle, die Long- und Short-Positionen aller Transaktionen gegeneinander aufrechnet (saldiert) und entsprechend Gewinne oder Verluste ausweist. Dass diese Nullsummenspiele gleichwohl realwirtschaftliche Schäden verursachen, dazu auch Kapitel 4.4.

### Die Optionsprämie

Die Optionsprämie wird zerlegt in einen *inneren Wert* – dieser beinhaltet bei sofortiger Ausübung der Option einen nichtnegativen Gewinn, er ist für Calls (Puts) umso größer, je mehr der aktuelle Kurs über (unter) dem Basispreis liegt – und einen *Zeitwert*. Dieser entspricht der Differenz zwischen Optionsprämie und dem *inneren Wert*. Er spiegelt die in Geld ausgedrückte Chan-

ce wider, dass sich der Preis des Basiswertes für den Käufer günstig entwickelt. Der *Zeitwert* ist umso größer, je länger die Laufzeit der Option ist. Eine Option, deren Ausübungspreis (Basispreis) in unmittelbarer Nähe zum aktuellen Kurs liegt, wird als *at-the-money*-Option (am Geld) bezeichnet. Liegt bei einem Call/Put der aktuelle Kurs über/unter dem Basispreis, so bezeichnet man die Option als *in-the-money*-Option. Dagegen notiert bei einem *out-of-money-Call*/Put der Basiswert unter/über dem vereinbarten Basispreis.

### Optionsscheine (Warrants)

Ganz ähnlich wie die Option funktioniert der **Optionsschein (Warrant)**. Im Gegensatz zur Option verbrieft der Optionsschein grundsätzlich ein eigenständiges Optionsrecht und hat längere Laufzeiten (Schäfer 2003). Er wurde ursprünglich zusammen mit einer Anleihe (cum Anleihe) ausgegeben, kann aber auch ohne gehandelt werden.

An den Kassamärkten der Wertpapierbörsen sind mittlerweile Sekundärmärkte für Optionsscheine entstanden, die aber außerbörslich emittiert werden. Optionsscheine stellen somit eine Mischform von börsengehandelten und OTC-Derivaten dar. Individuelle Gestaltung wie sonst bei OTC-Instrumenten ist allerdings nicht möglich.

Derivate: Nullsummenspiele mit realwirtschaftlichen Schäden

## Box 2

**Optionsprämie**

Ausübungs-/Basispreis: A

Aktueller Kurs: K

Innerer Wert: IW

Zeitwert: ZW

	beim Call (Kaufoption):	beim Put (Verkaufsoption):
wenn $K = A$	at the money, IW = 0, nur ZW	at the money, IW = 0, nur ZW
wenn $K < A$	out of money, IW = 0, nur ZW	in the money, IW und ZW
wenn $K > A$	in the money, IW und ZW	out of money, IW = 0, nur ZW

Besitzt eine Option keinen inneren Wert, so besteht sie vollständig aus dem Zeitwert. Der Zeitwert wird wesentlich von der Restlaufzeit der Option und der Volatilität des zugrunde liegenden Basiswertes bestimmt. Je kürzer der Zeitraum bis zum Verfallstag und je geringer die Volatilität (und bei konstanten anderen Einflussfaktoren), desto geringer ist auch der Zeitwert der Option und die Wahrscheinlichkeit einer Preisänderung des Basiswertes.

Die Emittenten sind hauptsächlich institutioneller Natur. Optionsscheine erscheinen im Gegensatz zu anderen Finanzderivaten in den Bankbilanzen und zählen bei der externen Rechnungslegung wie Aktien und andere nicht-festverzinsliche Wertpapiere.

**Swaps**

Weitere gängige Formen des Derivatehandels sind **Swaps** (engl. to swap = tauschen). I.d.R. sind das Zins- und Währungsderivate. Der Begriff des Swap kommt aus dem Devisenhandel, hat aber auf den internationalen Finanzmärkten inzwischen eine neue Bedeutung bekommen (Bestmann 2000): Swaps beziehen sich auf den Austausch von Zahlungsverpflichtungen, ursprünglich um relative (komparative) Vorteile auszunutzen, die sich z.B. aus unterschiedlicher Kreditwürdigkeit (*Bonität*) und unterschiedlichen Konditionen am nationalen Markt und internationalen Märkten ergeben. Gründe, diese Swappositionen einzugehen, sind wiederum unterschiedliche Erwartungen bezüglich zukünftiger Ereignisse wie Zins- und Wechselkursänderungen (Schmidt 1999: 84). Swaps sind eine Kombination aus Kassa- und Termingeschäften.

Bei einem Zinsswap (*Interest Rate Swap*) bspw. werden die Zinszahlungen, die auf einem Bezugsbetrag basieren, getauscht. Die Standardform eines Zinsswaps beinhaltet den Aus-

tausch eines festen langfristigen Zinsstroms gegen einen variablen kurzfristigen (geldmarktorientierten). Zinsswaps zählen zu den außerbörslichen Instrumenten. Bei einem Währungsswap (*Cross Currency Swap*) werden Finanzierungsmittel mit gleicher Laufzeit und Zinsbindungsfrist, aber unterschiedlichen Währungen getauscht. Ein ebenfalls häufig genutzter Swap ist der *Cross Currency Interest Rate Swap*, eine Kombination aus einem Zins- und Währungsswap. Bei diesem Termingeschäft werden Finanzierungsmittel mit gleicher Laufzeit, jedoch mit unterschiedlicher Währung und Zinsbindung getauscht.

Der Swap wird fast ausschließlich im Interbankenhandel genutzt! Das ist erwähnenswert, weil in Lehrbüchern vor allem auf die komparativen Kostenvorteile bei der Anwendung von Swapgeschäften bei Nicht-Finanzunternehmen hingewiesen wird.

**Swaptions**

Bei einer **Swaption** (Mix aus Swap und Option) hat der Käufer das Recht, gegen Zahlung einer Prämie, in einen Swap zu vorher vereinbarten Konditionen wie Betrag, Laufzeit und Zinssatz einzutreten. Auch hier gibt es wie bei der Option eine Kauf- und eine Verkaufsvariante (mit je zwei Positionen).

Swaps: Austausch von Zahlungsverpflichtungen

Der Swap ist im außerbörslichen Geschäft, wo sich der weitaus größere Teil des Derivatehandels abspielt, das am häufigsten eingesetzte Instrument mit den höchsten Umsätzen.

## Forward Rate Agreements (FRAs)

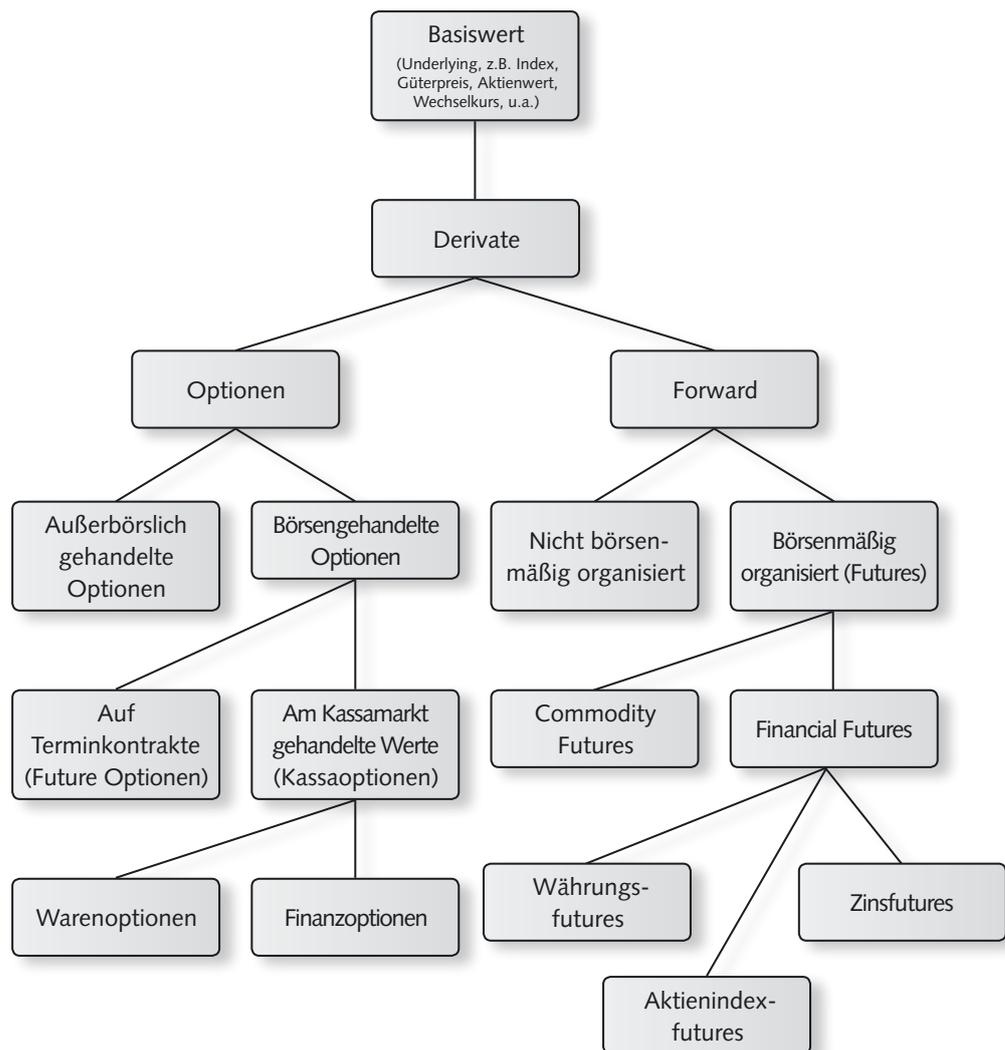
Ein weiteres Instrument zur Absicherung von Zinsänderungsrisiken ist der **Forward Rate Agreement (FRA)**. Hier geht es allerdings nicht um Erfüllung oder Lieferung des Basistitels, sondern die Vertragspartner vereinbaren einen vertraglich festgelegten Basiszinssatz auf einen bestimmten Geldbetrag (fiktive Geldanlage) zu einem fixierten späteren Zeitpunkt. Die Differenz zum dann geltenden (Geld-)Marktzins wird vom Verkäufer/Käufer des FRAs ausgeglichen, je nach dem ob er darüber liegt (Verkäufer zahlt die Differenz) oder darunter (Käufer zahlt die Differenz). Vergleichszinssatz für die Zinsfestlegung ist der Geldmarktsatz EURIBOR. Motivation für dieses Geschäft sind die unterschiedlichen Zins-erwartungen der Vertragspartner bzw. schwankende Zinssätze. FRAs haben Laufzeiten von 3-24 Monaten. Sie sind den (Zins-)Futures ähnlich, sind aber auf die individuellen Wünsche der Kunden zugeschnitten und gehören daher zu den außerbörslichen Instrumenten. Da FRAs das *Zinsänderungsrisiko* eingrenzen, gelten sie als Hedginginstrumente.

## Caps, Floors und Collars

Auch **Caps, Floors und Collars** sind Zinsbegrenzungsinstrumente (Zinsoptionen). Der Cap ist eine Begrenzung nach oben, d.h. wenn der Marktzinssatz einen bestimmten Betrag übersteigt, wird die Differenz vom Capverkäufer beglichen. Analog erhält der Käufer eines Floors eine Ausgleichszahlung, wenn eine bestimmte Zinsuntergrenze unterschritten wird. Ersteres dient der Absicherung gegenüber steigenden Zinssätzen, letzteres der Absicherung gegenüber fallenden Zinssätzen. Der Collar ist eine Kombination aus beiden Instrumenten – das Zinsrisiko wird nach oben und nach unten begrenzt. Für alle Instrumente ist eine Prämie zu zahlen. Da sie maßgeschneidert sind, zählen sie ebenfalls zu den außerbörslichen Instrumenten. Schuldner (wie z.B. Regierungen), die sich im Rahmen ihres Kredit- bzw. Schuldenmanagements diverser Zinsinstrumente bedienen, treten als Käufer von Caps und Verkäufer von Floors auf (Bundesrechnungshof 1999).

Außerbörsliche Zinsderivate:  
Zinsforwards, Zinsswaps, FRAs,  
Caps, Floors und Collars

Schaubild 3: Grundformen von Derivaten



Quelle: Esser 1999

## 2.3 Marktplätze: Börsenhandel und OTC-Geschäft

### Der Börsenhandel: Standardisierungen und Segmente

Der wesentliche Unterschied zwischen einem börsengehandelten Terminkontrakt (Future) und einem außerbörslichen (Forward) besteht in der individuellen Gestaltung im OTC-Geschäft, im Gegensatz zur Standardisierung an der Börse.

Der Vorteil des Börsenhandels speist sich aus der Standardisierung, der höheren Liquidität sowie Fungibilität. Die übrigen Vorteile für den Anleger, die hier aufgezählt werden, ergeben sich aus der Standardisierung bzw. aus dem Börsenhandel selbst, nämlich der Kontrolle der Börsen durch das Börsenge-

setz und damit strengeren Regeln. Das Ausfallrisiko wird durch die Clearingstelle aufgefangen bzw. ist geringer (die Wahrscheinlichkeit von Geschäftsabschlüssen wird erleichtert und somit erhöht); aufgrund der Clearingstelle und der festgelegten Bedingungen für den Handel gibt es keine Probleme, einen Partner für die Gegenposition zu finden sowie keine Glattstellungsschwierigkeiten. Das *Money Dealing System* von Reuters bspw. bietet zwei Partnern die Möglichkeit einer Kontaktaufnahme zum Abschluss eines Devisenhandelsgeschäfts. Die dafür notwendigen Informationen werden über einen Terminal eingegeben und per Bildschirm angezeigt.

## Box 3

**Die wichtigsten Standardisierungen im Futurehandel****(vgl. Future Design, Schmidt 1999)**

- Fälligkeiten sind auf eine geringe Anzahl begrenzt (meist 4 oder 12 pro Jahr), sie sind zudem an feste kalendarische Regeln geknüpft (z.B. der dritte Mittwoch des Fälligkeitsmonats); damit soll der Handel konzentriert werden.
- Kontraktvolumen ist definiert.
- Eigenschaften des Basistitels sind festgelegt, damit ist z.B. die Laufzeit eines Wertpapiers oder die Qualität des Rohstoffs gemeint.
- Auch das Ausfallrisiko gilt als standardisiert, da die Börse bzw. die Clearingstelle als Vertragspartnerin für Käufer und Verkäufer auftritt.

Außerbörsliche Derivate wie Forwards und die meisten Optionen<sup>13</sup> beinhalten für den Anleger ein höheres (Ausfall-)Risiko bzw. Kreditrisiko; denn dieses liegt im Gegensatz zu börsengehandelten Instrumenten nicht bei der Clearingstelle, sondern bei den Vertragspartnern. Aufgrund der individuellen Gestaltung sind sie flexibler.

Wenn auch mit Hilfe von Standardisierungen an Börsen, Clearingstellen und Margin-Verpflichtungen die Risiken aus dem Futurehandel gegenüber denen des OTC-Geschäfts als relativ gering gelten, so sind sie dennoch nicht auszuschalten. Die Verluste bspw. der Metallgesellschaft 1993 in Milliardenhöhe resultierten zum einen haupt-

Entscheidendes Merkmal der OTC-Märkte ist neben der nicht vorhandenen Standardisierung die fehlende Regulierung. Sie sind somit höchste Risikofaktoren für die Finanzstabilität.

## Box 4

**Börsensegmente****Variabler Handel/Verkehr**

- Unternehmen mit großen Umsätzen

**Amtlicher Handel**

(macht ca. 80-90% der Börsenumsätze aus)

- Sogenannter organisierter Markt für traditionelle Branchen (Automobil-, Bau-, Chemie-, Finanzbranche) und Großunternehmen
- Höchste Informations- und Publizitätsanforderungen
- Unternehmen mit Jahresumsätzen um 600 Mio. Euro

**Geregelter Markt**

- Erleichterter Zugang – für den Mittelstand; Branchen sind Handel, Elektro, Bau, Konsum
- Auch Anleihen und Genussscheine
- Unternehmen mit Jahresumsätzen unter 600 Mio. Euro

**Freiverkehr**

- Geringste Zulassungsvoraussetzungen, nicht vom Gesetz, sondern von der Börse vorgegeben, privatrechtliches Segment
- Unternehmen mit Jahresumsätzen um 5 Mio. Euro

**Neuer Markt**

(1997 nach dem Vorbild der US-amerikanischen NASDAQ gegründet)

- Innovationsunternehmen (Telekommunikation, Biotechnologie, Multimedia, Medizin)
- Relativ strenge Zulassungsanforderungen: Kurswert > 5 Mio. Euro

<sup>13</sup> Es gibt auch börsengehandelte Optionen bzw. standardisierte, börsengehandelte OTCs.

sächlich aus Futurekontrakten, zum anderen waren sie Teil der *Hedging*-strategie<sup>14</sup>, die die Absicherung gegen Ölpreissteigerungen im Grundgeschäft sein sollte. Damit wird deutlich, dass weder börsengehandelte Derivate als

sicher gelten können, noch dass sogenannte *Hedging*strategien vom *Trading* (*Spekulation*) getrennt und somit als nicht riskant betrachtet werden könnten.

**Tabelle 1: Börsengehandelte Derivate weltweit: Kontrakte und Umsätze**

Instrument	Kontrakte (Mio.)					Nennwerte (Mrd. US\$)				
	1990	1993	1996	1999	2002	1990	1993	1996	1999	2002
<b>Währung</b>										
Futures	29,7	39,0	73,7	36,8	42,5	2 713,4	2 749,2	2 999,6	2 578,9	2 510,4
Options	18,9	23,8	26,3	6,6	16,1	1 239,2	1 349,3	905,5	289,0	421,7
<b>Zinstitel</b>										
Futures	219,1	427,1	612,2	672,2	1 147,3	92 778,7	174 982,3	253 518,3	263 766,1	472 300,2
Options	52,0	82,9	151,1	117,7	240,3	15 234,4	32 453,0	41 016,5	45 627,8	154 577,1
<b>Aktienindizes</b>										
Futures	39,4	71,2	114,8	204,3	529,9	5 596,3	7 174,4	11 413,3	21 162,4	27 203,1
options	119,1	144,1	187,3	321,9	2 235,3	5 819,1	6 358,4	10 081,2	15 711,8	36 705,1
<b>Insgesamt</b>	<b>478,3</b>	<b>788,0</b>	<b>1 210,1</b>	<b>1 359,6</b>	<b>4 211,4</b>	<b>123 381,3</b>	<b>225 066,7</b>	<b>327 564,4</b>	<b>349 136,0</b>	<b>693 698,1</b>

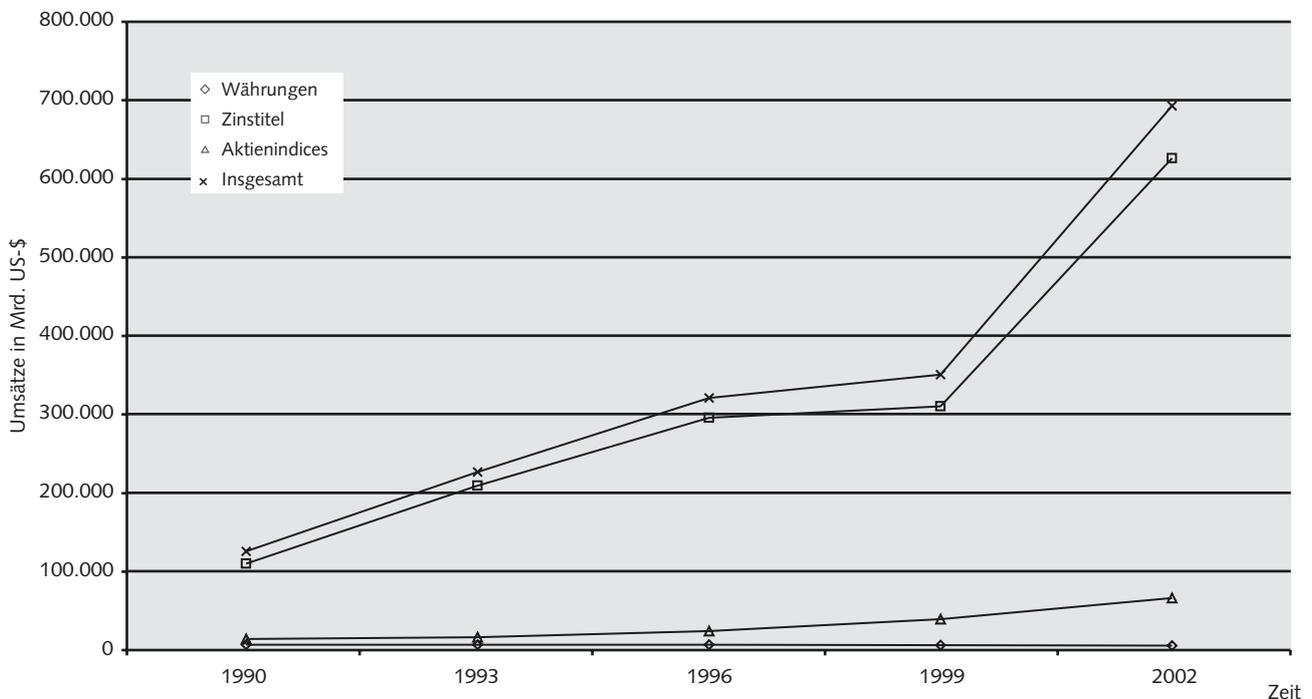
Quelle: Schäfer 2003

Ursprüngliche Quellen:

BIZ (1996b), S.30, (1997b), S.54-55, (1998c), S.70-71, (1999b) S.81, (2001), S.94-95, (2003), S.104-105

**Schaubild 4: Börsengehandelte Derivate weltweit: Umsätze**

Umsätze börsengehandelter Derivate



	1990	1993	1996	1999	2002
Währungen	3.988,40	4.098,50	3.905,40	3.484,40	2.932,10
Zinstitel	108.013,10	207.435,30	294.534,80	309.393,90	626.857,30
Aktienindices	11.415,40	13.532,80	21.494,50	36.874,20	63.908,20
<b>Insgesamt</b>	<b>123.416,90</b>	<b>225.066,60</b>	<b>319.934,70</b>	<b>349.752,50</b>	<b>693.697,60</b>

## Ohne Kontrolle und Transparenz: Die OTC-Märkte

Die Bezeichnung OTC-Markt steht für den außerbörslichen – im Gegensatz zum börslichen, standardisierten – Handel bzw. für den außerbörslichen Handel mit unstandardisierten Terminkontrakten (z.B. Forwards und OTC-Optionen). Der OTC-Markt ist der bedeutendste Wertpapiermarkt der Welt, sowohl umfangs-<sup>15</sup> als auch umsatzmäßig. Hier werden hauptsächlich Bank- und Versicherungsaktien, private Anleihen, Investmentanteile sowie sämtliche Emissionen vor der amtlichen Börseneinführung gehandelt. Es gibt keinerlei Publizitäts- und Berichtspflicht. Nicht einmal die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) verfügt über gesicherte Daten zu Umsatz, Kontraktart und -menge der dort gehandelten Derivate (Huffs Schmid 2002).<sup>16</sup>

Der Derivatehandel der Banken (im Gegensatz zu Nicht-Finanzinstituten) unterliegt zumindest einer gewissen Kontrolle und Aufsicht durch Mindestanforderungen an das Risikomanagement, Controlling sowie durch eine risikospezifische Eigenkapitalunterlegung der Derivategeschäfte. Allerdings wird dies von Experten als unzureichend bewertet (wie im Grunde bei allen Fällen freiwilliger Selbstkontrolle). Bei Nichtbanken und anderen Instituten, die in Finanztransaktionen involviert sind, sieht die Situation, was Rechnungslegungs-, Publizitäts- und Berichtsstandards angeht, noch schlechter aus. Zwar gibt es Beschränkungen bestimmter Derivategeschäfte, wie z.B. dass Versicherungen untersagt ist, rein spekulative Geschäfte wie Leerverkäufe oder *Arbitrage*geschäfte (siehe Box 5) zu tätigen, sowie die Einschränkung von Short-Put-Positionen. Dennoch haben Insider Zweifel, ob auf diesem Wege Verluste in der Vergangenheit hätten vermieden werden können (Seifert-Granzin 1996).

Mittlerweile werden fast 80% der Derivatkontrakte ohne Börse aus-

<sup>14</sup> Die allerdings von Experten aus dem Umkreis – natürlich erst nach dem Zusammenbruch – als höchst spekulativ eingestuft wurde.

<sup>15</sup> Die Zahl der Kontrakte betreffend.

<sup>16</sup> Auch die BIZ weist Lücken in den Statistiken auf, besonders für außerbörsliche Derivate. Zudem beruhen Umsatzdaten vielfach auf Schätzungen von Marktteilnehmern.

gehandelt. Seit Mitte der 90er Jahre (1995-2001) haben sich die Umsätze der außerbörslichen Geschäfte um 188% erhöht, der Zuwachs des normalen Börsenhandels betrug im gleichen Zeitraum etwa 80% (Huffs Schmid 2002).

Die BIZ identifiziert die **Marktkonzentration** im OTC-Sektor als eine der Schwachstellen der Finanzmärkte. Nach ihrem Jahresbericht konzentrieren sich 47% des weltweiten Devisenhandels und fast 50% des außerbörslichen weltweiten Derivategeschäfts auf die Finanzplätze London und New York, wobei wiederum wenige Finanzinstitute den Handel dominieren. Das Ausmaß der Konzentration zeigen folgende Zahlen: 2001 hielten lediglich drei US-Banken 89% des nominalen Umlaufs (also der den Derivaten zugrunde liegenden Vermögenswerten) von Devisenderivaten; sechs Jahre zuvor waren es »nur« etwa 50%, die von drei Banken gehalten wurden. Das völlig unkontrollierte und unregulierte Derivategeschäft ist also in hohem Maße von Oligopolisierung gekennzeichnet.

Die Deutsche Bundesbank, verantwortlich für die nationale Geldpolitik, sagt z.B. zu den Stabilitätsrisiken des OTC-Geschäfts, dass »mögliche Risiken für die Stabilität des Finanzsystems in erster Linie mit dem außerbörslichen Derivatehandel verbunden sind, da sich dieser auf eine vergleichsweise geringe Anzahl von Intermediären mit einer vielfältigen Präsenz in den verschiedenen Marktsegmenten konzentriert.« Es liegen bislang aber keine gesicherten empirischen Erkenntnisse über die Auswirkungen, die der plötzliche Zusammenbruch eines bedeutenden Marktakteurs auf die Stabilität des Finanzsystems haben kann, vor. Glaubt man der Bundesbank, würde es genügend Anzeichen dafür geben, dass die Derivatmärkte ausreichend liquide seien, um die rasche Auflösung umfangreicher Positionen ohne größere Verwerfungen zu ermöglichen. Problematischer sieht sie in dem Zusammenhang allerdings den Zusammenbruch einzelner Institute bzw. Schieflagen, die mehrere Institutionen betreffen. Die »Turbulenzen« im Herbst 1998 zeigten, dass in diesen Fällen die Grenze der Resistenzfähigkeit der Märkte schnell erreicht ist (Deutsche Bundesbank 2003).

Der größte Teil des OTC-Geschäfts findet zwischen wenigen international tätigen Banken statt (BIZ 2002).

## Ermessensspielräume und Wahlrecht bei der Bilanzierung von Derivaten

In Deutschland werden Derivate i.d.R. erst bei Fälligkeit bilanzwirksam. Zuvor gelten sie als schwebende Geschäfte, die in der Bilanz nicht erscheinen, sondern allenfalls in den Erläuterungen zum Jahresabschluss erwähnt werden. Eine weitere Schwierigkeit bei der Bilanzierung außerbörslicher Derivate liegt im Fehlen eines beobachtbaren Marktpreises, zu dem offene Positionen bewertet werden können. Während es für Produkte von der Stange wie einfachen Swaps oder Optionen anerkannte Preismodelle gibt, ist die Bewertung komplexer Derivate oft nur schwer möglich.

### Die größten Player im Derivatehandel

Wie sich schon anhand der mangelnden Transparenz und der sich daraus ergebenden unzureichenden Kontrollmöglichkeit zeigt, ist es für Nicht-Insider schwierig bis unmöglich, geeignete Zahlen zu finden und vor allem

zu deuten.<sup>17</sup> Eine der wenigen Statistiken findet sich in einem Bankenranking für die USA, aufgestellt vom Office of the Comptroller of the Currency (OCC), einer staatlichen Kontrollstelle (bzw. Rechnungshof), die Banken in den USA überwacht. Laut OCC-Ranking stehen in den verschiedenen Geschäftsbereichen mehr oder minder die immer gleichen Finanzinstitute in fast immer gleicher Rankingfolge. So teilen sich sieben Banken ca. 95% des Derivatehandels der USA. An den restlichen 5% beteiligen sich immerhin 565 Banken (OCC 2003). Die sieben Banken sind: J.P. Morgan Chase Bank, Bank of America, Citibank National ASSN, die Wachovia Bank National ASSN, Bank One National ASSN, gefolgt von der HSBC Bank USA auf Platz 6 sowie der Wells Fargo Bank. Beim Ranking nach gesamten Vermögenswerten (bemessen nach Bankaktiva) bleibt die Auflistung für die ersten fünf Banken dieselbe. (Dann folgen auf Platz 6 die Wells Fargo Bank und auf Platz 7 die Fleet National Bank.) Die sehr bekannte Merrill Lynch Bank USA liegt im ersten Ranking (Derivatehandel) nur auf Platz 18, die Deutsche Bank/Bankers Trust auf Platz 19.

**Tabelle 2: Bankenranking<sup>1</sup> für den Derivatehandel der USA**

Beträge in Mio. US\$

Rang nach geschätztem Derivate-Tagesumsatz (30. Sept. 2003)	Bank	Geschätzter Derivate-Tagesumsatz	Bankaktiva
1	J.P. Morgan Chase Bank	34 151 443	638 120
2	Bank of America	13 803 216	624 723
3	Citibank National ASSN <sup>2</sup>	10 812 626	554 540
4	Wachovia Bank National ASSN	2 350 704	344 056
5	Bank One National ASSN	1 209 285	216 452
6	HSBC <sup>3</sup> Bank USA	1 199 636	90 157
7	Wells Fargo Bank	733 557	224 376
⋮			
18	Merill Lynch Bank USA	58 667	66 735
19	Deutsche Bank/ Bankers Trust	49 500	35 838

Quelle: OCC 2003 (nach Call Report)

<sup>1</sup> Für ein globales Bankenranking nach Marktkapitalisierung Lipke/Vander Stichele 2003: 16.

<sup>2</sup> Association.

<sup>3</sup> Hongkong and Shanghai Banking Cooperation.

<sup>17</sup> Oft wird z.B. nicht gesagt, ob es sich bei der angegebenen Summe um die gesamte Kontraktsumme handelt oder nur um die Werte der Derivate. Selbst Vermögensmanagern, denen man nach mühsamem Suchen die mit »notional«

(engl. für spekulativ, geschätzt, fiktiv) gekennzeichneten Zahlen präsentierte, konnten nicht weiterhelfen, obwohl die Bereitschaft durchaus vorhanden war.

Verortet man den OTC-Derivatehandel auf Länder oder Regionen, so ist als größter Handels- bzw. OTC-Umschlagplatz London zu nennen. An der Spitze der Länder, die im außerbörslichen Derivatehandel die höchsten Umsätze erzielen, steht also das Vereinte

Königreich mit 36% Marktanteil, gefolgt von den USA mit 17,7% Marktanteil. An dritter Stelle steht Deutschland mit einem Anteil von immerhin 12,7% (International Financial Services London (IFSL) 2003).

Tabelle 3

## Länderranking für OTC-Derivate

	Durchschnittlicher Tagesumsatz (April)					
	Tagesumsatz in Mrd. US\$			Anteil in Prozent		
	1995	1998	2001	1995	1998	2001
<b>Großbritannien</b>	74	171	275	27,4	36	36
<b>USA</b>	53	91	135	19,7	19,2	17,7
<b>Deutschland</b>	14	34	97	5,1	7,3	12,7
<b>Frankreich</b>	22	46	67	8,3	9,7	8,8
<b>Japan</b>	33	42	22	12,2	8,9	2,9
<b>Schweiz</b>	4	16	15	1,6	3,3	2
<b>Singapur</b>	18	11	6	6,7	2,4	0,8
<b>Andere</b>	52	63	147	19	13,2	19,1
<b>Gesamt</b>	270	474	764	100	100	100

Quelle: IFSL 2003

## 3. Entwicklungen, Geschichte und Trends im Derivatehandel

### 3.1 Bedeutung von Derivaten: RisikoManagement, RisikoStreuung oder Spekulation?

»They are concerned, not with what an investment is really worth to a man who buys it »for keeps«, but with what the market will value it at, under the influence of mass psychology, three months or a year hence.« (Keynes 1973: 154f)<sup>18</sup>

Ursprünglich haben Derivate sich aus dem Bemühen entwickelt, sich gegen starke Preisschwankungen im Güterhandel abzusichern und somit Händlern eine sichere Kalkulationsbasis zu schaffen. Dazu gehörten früher Getreide sowie andere Rohstoffe oder auch Vieh, deren Herstellung, Abbau oder Aufzucht (zeit-)aufwendig waren. Produzenten und Verkäufer wollten sich gegen das Risiko sinkender Preise zwischen Beginn und Ende Produktion absichern. Einkäufer wollten sich vor steigenden Preisen schützen. Deswegen werden Derivate vor allem als **Instrumente der Risikosteuerung** betrachtet.

Demnach zählt es zu den grundlegenden Eigenschaften von Derivaten, die in den zugrunde liegenden Basistiteln/-geschäften enthaltenen (Preis-)Risiken abzuspalten und getrennt handelbar zu machen. Für den einzelnen Marktteilnehmer ist es nun möglich, die sich aus dem Grundgeschäft ergebenden Risiken einzudämmen. Nicht möglich ist es jedoch, mit Hilfe von Derivaten Risiken zu beseitigen: Risiken sind nur übertragbar bzw. auf einen anderen Marktakteur abwälzbar. Deshalb muss es bei jeder Transaktion eine Gegenpartei (*Counterpart*) geben, die das gehandelte Risiko übernimmt, weil sie ihrerseits gegensätzliche Erwartungen bezüglich des zugrunde liegenden Basistitels hat. Wichtig ist hier wiederum zu erwähnen, dass der De-

riivatehandel ein Nullsummenspiel ist: Der eine Kontraktpartner verliert, was der andere gewinnt.

#### Hedging und Trading

Beim allgemeinen Börsenterminhandel wird zwischen zwei Transaktionskategorien unterschieden. Zum einen gibt es die kommerziellen Folgegeschäfte, die sich aus den Grundgeschäften ergeben. Dazu ein simples Beispiel: Ein deutscher Exporteur, der vorhat, seine Waren zukünftig in die USA zu exportieren (und die Bezahlung in US\$ erhält), möchte das Risiko eines sinkenden Dollarkurses und damit einen Verlust aus dem Grundgeschäft so niedrig wie möglich halten. Er schließt daher ein Devisentermingeschäft (-future, wenn börslich) ab. Als Käufer eines Futures, geht er dabei eine Long-Position ein, die die entgegengesetzte Position zum Grundgeschäft darstellt. Sinkt nun der Dollar tatsächlich, bedeutet das einen Verlust im Exportgeschäft und einen Gewinn aus dem Termingeschäft. Idealerweise heben Verlust und Gewinn sich gegenseitig auf, so dass nur die Gebühr für den Future übrig bleibt. Zweck des Termingeschäfts ist in unserem Beispiel also die **Absicherung (Hedging)** des Grundgeschäfts: *Hedging* lässt sich definieren als Kombination einer Kassaposition z.B. des physischen Handels mit einer entgegengesetzt (konträr) angelegten Terminposition. Unter betriebswirtschaftlichen Gesichtspunkten bedeutet es, das Verlustrisiko, aber auch das Gewinnpotenzial auf ein Minimum zu reduzieren.

Zum anderen und in der Realität viel häufiger gibt es die *Selbstzweckgeschäfte Arbitrage* und *Spekulation (Trading)* mit dem Zweck der **Gewinnerzielung**. Hier ist kein Risiko aus dem Grundgeschäft vorhanden – es gibt gar kein Grundgeschäft; das Terminge-

Risiken werden verschoben, nicht beseitigt.

<sup>18</sup>: »Sie befassen sich nicht damit, welchen Wert eine Investition wirklich für einen Menschen hat, der sie als Daueranlage kauft, sondern damit, wie sie der Markt, unter dem Einfluss der Massenpsychologie, nach drei Monaten oder einem Jahr bewerten wird.«

schäft bzw. die Derivateposition steht für sich selbst (daher *Selbstzweckgeschäfte*). Das Geschäft wurde einzig und allein deswegen eingegangen, weil eine bestimmte Erwartung auf ein bestimmtes Ereignis – und mit dessen Eintreffen ein Gewinn – besteht. *Trading* bzw. *Spekulation* bedeutet, einzelne oder kombinierte Termingeschäfte ohne jegliche Deckungs- bzw. Gegengeschäfte abzuschließen. Durch diese offenen Positionen wird also bewusst ein Risiko in Kauf genommen. Idealtypisch verhalten Spekulanten und Hedger sich komplementär zueinander. Spekulanten übernehmen also gerade die Risiken, die Hedger abwälzen möchten. Natürlich können Hedger oder Spekulanten sich auch untereinander ergänzen.

## Gründe für das Hedging

*Hedging* mit Derivaten ermöglicht Unternehmen also, geschäftspolitische Investitions- und Finanzierungsrisiken vom Zins-, Wechselkurs-, Güterpreisänderungsrisiko oder inzwischen auch Kreditrisiko (*Preisänderungsrisiken*) zu trennen. Betriebswirtschaftliches Motiv ist, von diesen äußeren Risikofaktoren unabhängig zu sein. Die Bemühungen, den Preisänderungsrisiken beizukommen, fallen in den Unterneh-

mensbereich des *Risikomanagements* (*Risk Managements*). Zinsderivate z.B. erlauben auch Banken, deren Vermögen (*Aktiva*) üblicherweise eine längere Zinsbindung haben als ihre Schulden (*Passiva*), Absicherungsmöglichkeiten gegen eventuelle Zinsänderungen (Deutsche Bundesbank 2003).

Portfoliomanager haben mit Hilfe von *Risikostreuung* durch Derivate die Chance, auf mögliche Risiken für ihre Portefeuilles schneller reagieren zu können als durch Umschichtungen ihrer Wertpapierbestände. Bei einem Portefeuille verschiedener Wertpapiere mit unterschiedlichen Risikopositionen wird z.B. versucht, die unterschiedlichen Risiken der Einzelpositionen des Grundgeschäfts durch ein einziges Gegengeschäft zu kompensieren. Diese Strategie wird als *Macro-Hedge* bezeichnet. Beim *Micro-Hedge* wird jede einzelne Grundposition durch ein risikoäquivalentes Gegengeschäft kompensiert.

## Hedging als vollständige Absicherung?

In der Literatur wird *Hedging* vielfach mit einer Versicherung verglichen. Obwohl die Vermutung nahe liegt – schon aufgrund der gängigen Überset-

Kommerzielle Folgegeschäfte und Selbstzweckgeschäfte

Da spekulative Selbstzweckgeschäfte weit überwiegen, sind Kurse und Entwicklungen auf den Finanzmärkten das Ergebnis von Spekulation unterschiedlichen Grades.

Box 5

## Hedging und Trading

### Hedging

Gilt als Absicherungsinstrument, da Möglichkeit zur Verminderung des Preisänderungsrisikos aus dem Grundgeschäft durch Eingehen einer Gegenposition (Termingeschäft) – engl. to hedge = einzäunen.

#### Positionen

Short Hedge: Verkauf von Terminkontrakten (wie Short Future)

Long Hedge: Kauf von Terminkontrakten (wie Long Future)

### Trading

#### Arbitrage

Gezielte, **aber risikofrei!** Ausnutzung von Preis- bzw. Kurs- oder Zinsdifferenzen zu einem bestimmten Zeitpunkt. Es gibt zwei Zielsetzungen: die Gewinnerzielung durch *Differenzarbitrage* und die Verlustvermeidung durch *Ausgleichsarbitrage*. Voraussetzung für Arbitrage ist ein gutes Informationssystem.

#### Spekulation

Darunter versteht man ebenfalls die Ausnutzung von Preis- bzw. Kurs- oder Zinsdifferenzen in der Zukunft. Voraussetzung ist eine bestimmte Erwartungshaltung. Da die Möglichkeit besteht, dass die Erwartung nicht eintrifft bzw. sich evtl. sogar in umgekehrter Richtung entwickelt, besteht nicht nur eine Gewinn-, sondern auch eine Verlustmöglichkeit. Spekulation ist die bewusste Übernahme des Risikos.

zung engl. to hedge = absichern, ist das stark vereinfachend. Bei einer Versicherung überträgt der Versicherungsnehmer das Risiko auf das Versicherungsunternehmen, beim Hedging bleiben weiterhin zwei Risiken: das ursprüngliche Risiko aus dem Kassageschäft und das Risiko der Glattstellung (bei Einlösung des Termingeschäfts). So trifft die eigentliche Übersetzung »to hedge = einzäunen« besser zu. Denn wie gesagt, Preisänderungsrisiken wird mit Hilfe von Termingeschäften vorgebeugt – wie z.B. im Falle eines Reisbauern, der sich gegen sinkende Marktpreise seiner zukünftigen Ernte mit Hilfe von Reisterminkontrakten absichert (Short Hedge/ Verkauf von Terminkontrakten). Wenn jedoch durch ein Unwetter, Dürre, etc. die gesamte Ernte vernichtet wird, hat der Bauer den Verlust zu tragen, insbesondere bei vertraglicher Vereinbarung der Lieferung in Form eines unbedingten Termingeschäfts.

Auf den Ursprungsgedanken der Absicherung wird auch heute noch, trotz zunehmender Kritik des unüberschaubaren Derivatehandels und seiner Risiken, immer wieder verwiesen. Dieser betriebs- und volkswirtschaftliche Vorteil des Derivategeschäfts steht im Gegensatz zur volkswirtschaftlichen Schädlichkeit des Tradings.

Hinsichtlich des *Arbitrage*-Gedankens kann man noch davon ausgehen, dass sich die Preis- bzw. Kurs- oder Zinsdifferenzen eben durch *Arbitrage* schnell verringern oder ausgleichen bzw. dieses heute aufgrund des Handels mit »real time« Kursen minuten-schnell geschieht. Risikoloser Gewinn (also *Arbitrage*) ist nur mit Informationsvorsprüngen möglich, die sich aufgrund der Computerisierung des Handels schnell verringern. Lohnenswert ist dieser Vorgang auch nur, wenn gewaltige Vermögenswerte zugrunde liegen – für Kleinanleger ist das kein Betätigungsfeld. Das *Spekulationsmotiv* bzw. der Handel, der nur auf Erwartungen beruht, ist jedoch, zumal aufgrund seiner Unüberschaubarkeit und Unkontrollierbarkeit, als gefährlich und folgenreich einzustufen.

Gerade spekulationsgetriebenes Handeln, das einzig dem Zweck der möglichst schnellen Geldvermehrung dient, bewirkt Kursschwankungen und damit Änderungsrisiken. Dieses macht wiederum Hedging erst notwendig.

Die Deutsche Bundesbank ist der Meinung, Derivate vervollständigen die Finanzmärkte und seien aus makroökonomischer Sicht für eine effiziente Allokation der Risiken nützlich. Zumindest der zweite Teil dieser Aussage ist fragwürdig. Sie erinnert an eine der Grundthesen der neoklassischen Theorie, die effiziente Allokation von Ressourcen wie Kapital erfolge wie von selbst, ließe man dem Marktmechanismus nur freie Hand.

Diese These erweist sich rasch als falsch, betrachtet man einmal genauer

die Konsequenzen von frei fließendem Finanzkapital und dessen nur renditebestimmter Verwendung: Kapital fließt dahin, wo es die höchsten Renditen zu erwarten hat und nicht dorthin, wo es gebraucht wird. Kapitalbesitzer folgen dem Prinzip der Nutzenmaximierung und nicht dem der gerechten Verteilung. Folglich lässt die Behauptung, Derivate würden die effiziente Verteilung der Risiken ermöglichen, auf eine höchst einseitige Betrachtung schließen. Wer weiß denn schon, an welchem Ort welche Instrumente für welchen Zweck eingesetzt werden? Und wer überprüft die effiziente Verwendung derselben? Wann darf ein Marktakteur zur Aufspaltung seines Risikos derivative Instrumente nutzen und in veränderter Form Risiken an andere Marktteilnehmer weitergeben? Was sind die Motive seines Gegenspielers wenn nicht *Spekulation*, deren Kosten vielleicht nicht er selbst, sondern andere tragen müssen? Denn Derivate sind ja in erster Linie Instrumente, mit deren Hilfe man Risiken – also auch Gefahren – auf andere abwälzen kann. Was sind also seine eigenen Motive für den Abschluss von Termingeschäften? Wer kann diese bzw. den Handel mit Derivaten kontrollieren?

Nach Ansicht der Financial Times ist die Sache mit den Derivaten ganz einfach. Spekulanten sind volkswirtschaftlich wichtig, da sie »in die Bresche springen«, wenn auf dem Markt ein Gegenpart fehlt. Und weiter: »Zudem können sie den Markt mit ihrer sensitiven Witterung in die richtige Richtung führen« (Financial Times, 16.10.03). Das ist extrem simplifiziert. Die Autoren der Financial Times haben nur einen Ausschnitt des Gesamtbilds im Auge, und zwar nur den, der das individuelle Verhalten erfolgreicher Finanzmarktakteure legitimiert. Der äußerst schädliche Herdeneffekt, den die »sensible Witterung« des Einzelnen (wegen Informationsvorsprüngen) nach sich zieht, bleibt außer Acht. Mit anderen Worten, sie haben einen auf die betriebswirtschaftliche Sicht eingeschränkten Blick und übersehen, dass das, was gut für den einzelnen Investor sein kann, noch lange nicht gut für die Volkswirtschaft sein muss. Zudem ist die Formulierung »in die Bresche springen« hochideologisch, denn sie

impliziert uneigennütziges Verhalten. Tatsächlich ist die eigene Handlungsmaxime des Spekulanten der größtmögliche Gewinn.

Nur äußerst selten zeigt sich die Situation in der Realität noch wie im Lehrbuchbeispiel, in dem sich zwei Marktakteure mit genau gegenseitigen Interessen vertraglich zusammenschließen und etwa ihre für sie ungünstigen Zinsvereinbarungen oder Zahlungsströme in der »falschen« Währung einfach tauschen (Zins- oder Devisenswap). Aufgrund der Interdependenzen zwischen den Märkten und deren wachsender Verflechtung kann man nicht mehr davon ausgehen, dass Aktivitäten in einem Marktsegment andere Segmente unbeeinflusst bzw. ohne Auswirkungen lassen.

### Hebelwirkung (Leverage Effekt)

Einer der Gründe für die Popularität der Derivate – auch für Kleinanleger – ist der *Leverage Effekt*. Allgemein bedeutet *Leverage Effekt*, dass mit erhöhtem Einsatz von Fremdkapital die Eigenkapitalrentabilität erhöht wird. Dieser Effekt wird aber nur wirksam, wenn die Gesamtkapitalrentabilität (Eigenkapital + Fremdkapital) über dem Fremdkapitalzins liegt. Dann besteht eine positive Korrelation zwischen dem Ausmaß der Verschuldung und der Rentabilität des Eigenkapitals; nur dann hat sich die Verschuldung gelohnt.

Die *Hebelwirkung* funktioniert bei Derivaten ganz ähnlich. Sie bewirkt, dass die Änderungen in positiver und negativer Richtung sehr viel stärker ausgeprägt sind als die Änderungen des Basistitels. Das liegt am im Vergleich zu den zugrunde liegenden Basistiteln wesentlich geringeren Kapitaleinsatz, der für Derivate erbracht werden muss. Genau daraus ergibt sich die *Hebelwirkung* der derivativen Instrumente, die aber – bei negativer Korrelation – zugleich destabilisierend wirken kann. Der zu erzielende Gewinn des Derivats ist absolut gesehen der gleiche wie der des Basistitels (Aktie), bei einer veränderten Kursbewegung ist er jedoch, prozentual betrachtet, wesentlich höher. Es liegen also hohe Gewinnchancen (und Verlustmöglichkeiten) vor – und das ohne Einsatz von größeren Summen zu Geschäftsbeginn. Dem-

nach ist es auch für Akteure, die keinerlei Interesse am zugrunde liegenden Basistitel haben, möglich, am Geschehen auf dem Kapitalmarkt teilzuhaben bzw. dieses zu beeinflussen.

Hier wird deutlich, dass der Vorteil des Einzelnen gesamtwirtschaftlich betrachtet schädliche Auswirkungen haben kann. Denn Kurse haben durchaus Signalwirkung und somit nicht zu unterschätzende konjunkturelle Effekte. Wenn auch in diesem Zusammenhang immer auf eine Abkopplung der Finanzmärkte von der Realwirtschaft hingewiesen wird, die Rückkopplung der Finanzmarktaktivitäten ist umso realer. Spätestens bei einer Finanzkrise zeigen sich die Auswirkungen z.B. auf die Preisbildung der Güter- und Arbeitsmärkte. Die harten wirtschaftlichen Folgen der Spekulationsblasen sind tatsächlich vorhanden – auszubaden haben es jedoch (wenn man von den Kleinanlegern absieht) nicht die Verursacher. Doch mehr dazu im vierten Kapitel.

Hedge-Fonds übrigens, die sich besonders risikoreichen Finanzmarktspielarten widmen, hohe Summen benötigen und auf komplexen Derivatmodellen fußen, werden oft im gleichen Atemzug mit dem *Leverage Effekt* genannt. Man spricht in diesem Zusammenhang vom *doppelten Hebeleffekt*. Ihr Einsatz auf den Märkten gründet sich größtenteils auf Fremdfinanzierung, der erste Hebel, dann auf Derivate als zweitem Hebel (siehe Kapitel 4.6). Das Spekulationsmoment wird hier überdeutlich.

### Leerverkäufe

Ein weiterer Grund, der neben dem des relativ geringen Kapitaleinsatzes Terminmärkte so attraktiv macht, ist die Möglichkeit des Leerverkaufs. Kontrakte leer zu verkaufen heißt nichts anderes, als im Gegensatz zum Kassageschäft *nicht* im Besitz der zu verkaufenden Papiere zu sein. Der Leerverkäufer spekuliert auf sinkende Kurse der Aktien, Anleihen, Aktienindizes, etc. (*Baissespekulation*<sup>19</sup>). Wenn sich die Kurse zum Erfüllungstermin auf einem niedrigeren Niveau befinden, kann der Leerverkäufer sich günstig

<sup>19</sup> Das Gegenteil davon ist die *Haussespekulation*, welche die Erwartung steigender Kurse beinhaltet.

Hebelwirkung: Potenzierung von Gewinnen und Verlusten

Wertpapierleihe als Instrument für Leerverkäufe

## 30

Der Erwerb von Prämien, Gebühren, etc. ist der Hauptgrund für den häufigen Umschlag von Derivaten während ihrer Laufzeit: Jedem Kauf kann ein Verkauf folgen, der erneutes Kassieren möglich macht.

(zum Einstandskurs) eindecken und zu höheren Preisen verkaufen.

An der Börse wird der Leerverkauf durch die Wertpapierleihe ermöglicht. Der Leerverkäufer kann über seine Bank Aktien verkaufen, die er nicht besitzt, aber von seiner Bank vorübergehend bereitgestellt bekommt. Diese Strategie des Leerverkaufs, die auf der Erwartung sinkender Kurse beruht, entspricht der Short-Position beim Derivatehandel bzw., in den Grundpositionen des Optionshandels ausgedrückt, dem Short Call oder dem Long Put oder einer Kombination aus beiden (Uszczapowski 1999).<sup>20</sup> Eine Konsequenz des Leerverkaufs ist übrigens, dass Terminmärkte den Kassamärkten Liquidität entziehen.

### Gewinne auch bei stagnierenden Kursen und Konjunkturfaute

Wichtig im Kontext kritischer Betrachtung von Derivaten ist, dass eben nicht nur auf Märkten mit starken Kursschwankungen überproportionale Gewinne (und Verluste!) gemacht werden können. Auch bei relativ geringen Marktbewegungen und stabilen sowie stagnierenden Kursen sind Derivate einsetzbar. Ein Beispiel ist der *Short Straddle*. Der *Short Straddle* beinhaltet

den gleichzeitigen Verkauf von Kauf- und Verkaufsoptionen (Short Puts und Short Calls) auf den selben Basistitel. Zugrunde liegt die Erwartung, dass sich der Kurs des Basistitels weitgehend konstant verhält. Diese Kombination greift also nur bei sehr geringer oder gar keiner Volatilität. Die Position wird eingegangen wegen der Prämie, die beim Verkauf von Optionen winkt.<sup>21</sup> Der Erwerb der Prämie (Grund für Short-Positionen) ist der Hauptgrund für den häufigen Umschlag von Derivaten. Diese Aktivitäten fern von jedem realwirtschaftlichen Bezug lassen natürlich auch die Umsätze in die Höhe schnellen. Der Kern aber ist: Jeder Zustand des Marktes – ob *Baisse*, *Hausse* oder Stagnation, jede Kursentwicklung oder auch Nichtentwicklung birgt mit Hilfe von Derivaten gewinnbringende Möglichkeiten. – Derivate als Lizenz zum Kassieren für den, der sie einzusetzen in der Lage ist, fernab der »Fundamentals«, d.h. jeder realwirtschaftlichen Entwicklung.

Dass also in der Realität das *Spekulationsmotiv*, hinter dem kurzfristige, hohe Gewinnerwartungen stecken, längst überwiegt, zeigen u.a. die überproportional gestiegenen Umsätze auf Währungs- und Derivatemarkten, die mit dem realen Handel nichts mehr zu tun haben.

Box 6

### Fehlspekulation: zwei Beispiele

#### Erstes Beispiel:

Berühmt geworden für seine Fehlspekulationen, denen der Zusammenbruch der Barings-Bank folgte, ist der bis dahin sehr erfolgreiche Derivatehändler Nick Leeson. Ende 1994 spekulierte er auf eine nahezu konstante Kursentwicklung des japanischen Nikkei-Index<sup>1</sup> und begann im großen Umfang, *Short Straddles* zu verkaufen.<sup>2</sup>

Womit er nicht gerechnet hatte und wogegen er sich auch nicht absichern konnte, sind Ereignisse wie Naturkatastrophen. Genau eine solche traf ein – in Form eines Erdbebens mit starken Infrastrukturschäden. Dies führte dazu, dass das Gegenteil von Leasons Erwartungen eintrat, nämlich starke Kursbewegungen. Sein Spekulationsobjekt – der Index – fiel.

Eigentlich Grund genug, die offenen Positionen zu schließen und die bis dahin eingetretenen Verluste in Kauf zu nehmen. Leeson entschied sich dagegen und unternahm einen weiteren Versuch, die Märkte in seinem Sinne zu beeinflussen. Das klassische Verhalten des Spielers, der auf der Verliererstraße ist und nun verzweifelt versucht, die Verluste doch noch wenigstens auszugleichen. Sein Ziel war nach wie vor ein Indexkurs

<sup>20</sup> Diese Kombination aus Long Put und Short Call entspricht dem synthetischen Short Future. Diese Strategie greift – wie schon erwähnt – nur, wenn die Kurse der Basistitel sinken.

<sup>21</sup> Von diesen Modellen gibt es unzählige weitere.

möglichst nahe am Kontraktkurs (Basispreis). Er versuchte, die Kursentwicklung des Nikkei-Index rückgängig zu machen, indem er große Mengen Indexfutures kaufte und damit auf den Anstieg des Index setzte.<sup>3</sup> Er setzte dabei auf finanzmarktübliche Mechanismen wie den Herdeneffekt. Andere Händler sollten, nachdem sich der Kurs aufwärts gedreht hatte, einsteigen und einen weiteren Kursanstieg bewirken. Trotzdem bewegte sich der Index nicht in die vorgegebene Richtung, sondern verlor weiter an Boden (Seifert-Granzin 1996).

Ein erneuter Versuch der Stabilisierung mit dem Verkauf von Indexoptionen, die außerdem durch den Prämiegewinn die Nachschusspflichten aus den Futures erfüllen sollten, brachte nicht den erwünschten Erfolg.<sup>4</sup> Letztlich lagen die Verluste aus den offenen Positionen der Short Straddles, Indexoptionen und Futures aufgrund der *Hebelwirkung* bei fast 2 Mrd. US\$. Wenig später ging die Baringsbank für ein symbolisches Pfund Sterling mit samt seinen Verbindlichkeiten an die niederländische Finanzgruppe ING, Nick Leeson tauchte unter. Schockwellen durchliefen die asiatischen Finanzmärkte, Aktien- und Devisenmärkte gerieten unter Druck (Seifert-Granzin 1996). Kurzzeitig war das Thema in sämtlichen Medien.

Wenig später boomte der Handel mit Derivaten erneut, die Akteure auf den internationalen Finanzmärkten hatten zurück zum *business as usual* gefunden. Die Frage nach den Folgen für die Finanzmärkte und eventuellen Kettenreaktionen (systemisches Risiko) beim Zusammenbruch oder Ausfall eines *Global Players* wie der Baringsbank beschäftigte zwar eine Weile die Aufsichtsbehörden, blieb aber dennoch unbeantwortet.

#### Zweites Beispiel:

Ein weiteres Beispiel, das die Interdependenzen der Märkte deutlich machen soll, spielte sich ebenfalls Anfang der 90er Jahre ab. 1994 hob die Fed (**Federal Reserve System**, Zentralbank der USA) vorsichtig die Leitzinsen an, um eine drohende Inflation bzw. Konjunkturüberhitzung abzuwehren und löste damit unbeabsichtigt und zu ihrer eigenen Überraschung gewaltige Turbulenzen auf anderen Märkten aus. Besonders betroffen waren die Märkte für Hypothekendarlehen, denen zuvor nur geringe Bedeutung beigemessen worden war. Scheinbar unabhängig voneinander reagierende Märkte wiesen Erschütterungen auf, so z.B. die Märkte für Euro- und Treasury-Bonds, und zogen diverse Fondszusammenbrüche nach sich. Sich selbst verstärkende Effekte brachten einzelnen Anlegern riesige Verluste (mehr dazu Seifert-Granzin 1996).

- 1 Der Nikkei-Index spiegelt die Kursentwicklung von 225 japanischen Aktien wider.
- 2 Siehe selbes Kapitel, Abschnitt »Gewinne auch bei stagnierenden Kursen und Konjunkturflaute«.
- 3 Denn Futures werden entweder gekauft, wenn man einen Anstieg des Basistitels erwartet oder große Kapitalmassen hat und damit einen Anstieg erzwingen kann.
- 4 Siehe Kapitel 2.2: Beim (Leer-)verkauf von Optionen (Short-Position) ist der Erlös durch die Prämie sicherer Gewinn – der mögliche Verlust ist unbegrenzt. Bei den Futures (börsengehandelte Instrumente) sind Nachschusspflichten meist täglich fällig. Sind die Futurere Käufer mehrere Tage in Verzug, werden die Positionen zum Tages- (oder Kassa-)kurs aufgelöst.

## 3.2 Ein historischer Rückblick

Schon seit dem 17. Jahrhundert sind in Holland Aktien auf Termin ge- und verkauft und sogar mit Aktienoptionen gehandelt worden. Bekannt wurden in diesem Kontext die Termingeschäfte der Tulpenhändler. Vorher – bereits im 16. Jahrhundert – gab es an ausgewählten Märkten erste Formen von Termingeschäften. Auch in Japan wurden bereits im 17. und 18. Jahrhundert Terminkontrakte auf Reis geschlossen (Deutsche Bundesbank 2003). Die ersten Terminkontrakte sind bei der Vermarktung landwirtschaftlicher Produkte entstanden (Hafner 2002). Landwirte sahen sich zwei existenzgefährdenden Risiken ausgesetzt, die sie nicht

kontrollieren konnten. Erstens, dass die Ernte ausfällt – zweitens, dass die Preise für die angebauten Produkte stark sinken. Beide Risiken können mit Hilfe von Derivaten ausgelagert werden. Entweder das Getreide wird bereits vor der Ernte verkauft, oder die Bauern vereinbaren einen Preis bei der Aussaat – vorausgesetzt, es findet sich ein entsprechender Vertragspartner.

Eine andere Quelle datiert die Bedeutung des *Hedging* (mit dem der Derivatehandel gerechtfertigt wird) nur um etwa 130 Jahre – also etwa auf 1870/1880 – zurück. Im Zuge der Industrialisierung und zunehmenden Internationalisierung des Handels woll-

Belegt ist die Existenz von Derivaten seit der frühen Neuzeit.

Trotz der frühen Formen des Derivatehandels weisen börsengehandelte Terminkontrakte bis zum 20. Jahrhundert eine wechselhafte Geschichte zwischen Zulassung und Verbot auf.

## 32

Der Start des neueren modernen Derivatehandels wird auf das Jahr 1973 datiert, das Ende des Bretton-Woods-Systems der festen Wechselkurse.

ten Händler sich aufgrund der weiten Handelswege und der mehrmonatigen Zeitspannen zwischen Erzeugung und Verbrauch gegen Preisänderungsrisiken »versichern«. Seitdem hat das *Hedging* betriebs- wie volkswirtschaftlich einen hohen Stellenwert (Scholz 2000).

In der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts bildeten sich auch in Chicago die ersten Warenterminbörsen (Chicago Mercantile Exchange (CME), Chicago Board of Trade (CBOT)) heraus. Dort wurde die Möglichkeit eingeführt, Kontrakte durch Gegengeschäfte statt durch Lieferung der Waren (Basistitel) zu erfüllen, Preise und Mengen wurden erstmalig standardisiert, Future-Nachschusspflichten geregelt (Deutsche Bundesbank 2003). Im Großen und Ganzen handelte es hierbei nur um Warentermingeschäfte. Finanzderivate wurden zwar vereinzelt angeboten und gehandelt, schafften aber erst später den Durchbruch. Mit dem Eisenbahn- und Industrialisierungsboom ab Mitte des 19. Jahrhunderts wurden zudem Aktien privater Unternehmen eine beliebte Anlagequelle. Zuvor waren es eher Staatspapiere, in die investiert wurde und die dann auch Zeitgeschäfte (die damalige Bezeichnung für Termingeschäfte) möglich machten. *Arbitrage* – bzw. der damalige Begriff für diese Form des Handels war *Differenzgeschäfte* – befand sich während des ganzen 19. Jahrhunderts in der Grauzone der Legalität (Hafner 2002).

Die ersten Währungsswaps wurden schon in den 60er Jahren des vergangenen Jahrhunderts – zu einer Zeit, als die nationalen Finanzmärkte noch hoch reguliert waren – in Großbritannien angewandt, eben um die damals noch vorhandenen Kapitalverkehrskontrollen zu umgehen (Deutsche Bundesbank 2003). Weiterhin weckten die mit dem Ende der Bretton-Woods-Ära frei schwankenden Währungen sowohl den Bedarf nach Absicherung als auch den Drang zum Spekulieren.

Wieder wurde in Chicago neben den älteren Terminbörsen (CME, CBOT) eine weitere Börse, die sich hauptsächlich auf den Optionshandel spezialisierte – die Chicago Board Options Exchange (CBOE) – eröffnet. Etwa zur gleichen Zeit wurden in New York weitere Terminbörsen geschaffen (Schäfer 2003). An der CME wur-

de 1972 der erste Währungsfuture notiert. Zinsfutures wurden 1975 erstmalig an der Konkurrenz Börse CBOT gehandelt und bezogen sich auf US-amerikanische Hypothekendarlehen – sie erreichten allerdings aufgrund der anfänglich geringen Standardisierung zunächst nur geringe Bedeutung. Optionen, ebenso bereits aus früheren Jahrhunderten bekannt, fristeten bis Mitte der 70er Jahre ein Schattendasein. Das lag vor allem an den Bewertungsschwierigkeiten, die den Handel risikant machten. Mit der Entwicklung des *Black-Scholes-Modells* (Optionspreismodell) 1973, das den »exakten« Wert einer Aktienoption ermitteln sollte, erhielten auch die Optionsmärkte (Optionen vor allem auf Aktien, Aktienindex- und Zinsoptionen folgten erst später) einen entscheidenden Schub. Diese – als bahnbrechend gefeierte – Erfindung der *Black-Scholes-Formel*, wofür Myron Scholes, mit Fischer Black Entwickler der Formel, den Nobelpreis erhielt, beruht z.B. auf so simplen Annahmen wie, dass die Volatilität von Wertpapierkursen langfristig gesehen konstant bleibt.<sup>22</sup> Die *Black-Scholes-Formel* ist auch heute noch die Grundlage für die Optionspreis(prämien)berechnung.

Mit dem Ausbau der Finanzmärkte in den westlichen Industriezentren in den 70ern nahm die Nachfrage nach *Finanzinnovationen* spätestens mit Beginn der 80er Jahre auch in Europa stark zu. Nacheinander etablierten sich europäische Terminbörsen: als erste 1978 die European Options Exchange (EOE) in Amsterdam, 1982 die britische London International Financial Futures Exchange (LIFFE) in London, 1986 die französische *Marché à Terme International de France* (MATIF) in Paris und 1987 die Schweizer Terminbörse *Swiss Options and Financial Futures Exchange* (SOFFEX) in Zürich.

In Deutschland war der Handel mit spekulativen Finanzinstrumenten – im Gegensatz zu den USA, Großbritannien, den Niederlanden und der Schweiz

<sup>22</sup> Weitere Voraussetzungen sind: ein konstanter Zinssatz auf risikolose Anlagen, der bekannt ist; Soll- und Habenzins sind identisch; es herrscht Arbitragefreiheit bei Unterstellung einer konstanten Volatilität; Transaktionskosten existieren nicht. Diese Prämissen erinnern an die – idealtypischen – effizienten Märkte der neoklassischen Modelltheorie.

– lange Zeit verpönt. Geändert hat sich das Mitte der 80er Jahre. Eine weitgehende Standardisierung von Basispreisen und Fälligkeiten führte auch in Deutschland zu einer Zunahme des Derivatehandels. Einen weiteren Schub erhielt der Terminhandel mit der Gründung der Deutschen Terminbörse (DTB) 1989. Die DTB ist nach dem Schweizer Vorbild SOFFEX, die 1987 als erste Börse den Parketthandel abgeschafft hatte, errichtet worden. Sie ist eine der ersten vollcomputerisierten Börsen überhaupt. Lärmender Parketthandel wurde durch die lautlose Präzision eines Zentralcomputers ersetzt. Dies schaffte einen Wettbewerbsvorteil gegenüber den europäischen und US-amerikanischen Nachbarn. Das Problem der Einbindung traditioneller Regionalbörsen und damit Marktzersplitterung kam mit der Wahl eines Systems, das einen standortunabhängigen Handel garantiert, gar nicht erst auf (Usczapowski 1999: 9). 1998 wurden beide Börsen zur European Exchange (EUREX) zusammengeschlossen. Diese gilt nun als größte Terminbörse Europas und als zweitgrößte weltweit. Zudem wurden mit der Novellierung des Börsengesetzes 1989 u.a. die Termingeschäfte neu geregelt. Vor 1989 wurden Termingeschäfte von Privatanlegern als Spiel oder Wette eingestuft – mit der Folge, dass Verbindlichkeiten hieraus nichtig waren.

Zuvor, als der Handel mit Derivaten aufgrund fehlender Standardisierung in Deutschland nur sehr zögerlich funktionierte, waren vor allem in Frankreich und der Schweiz Futures und Optionen auf deutsche Wertpapiere mit großem Erfolg angeboten worden. Obwohl die EUREX die größte Terminbörse Europas und die zweitgrößte weltweit ist,

gilt die Londoner LIFFE als das Zentrum für den Eurogeldmarkt<sup>23</sup>-Derivatehandel sowie ebenfalls als zweitgrößte Börse weltweit – gleich nach der CME. Denn was die Umsätze angeht, lagen die der LIFFE für das Jahr 2002 ca. dreimal so hoch wie die der EUREX (IFSL 2003).

In den späten 90ern griff die Elektronisierung des Börsenhandels auch auf traditionelle Börsenplätze über und trieb damit die Abschaffung des Parketthandels weiter voran. Das Fusionsfieber, das fast die gesamten 90er übergrasste, machte vor den Börsen nicht halt. So ging bspw. die EUREX ein Jahr nach ihrer Gründung eine strategische Allianz mit der CBOT ein. Die französische MATIF schloss sich mit der CME und der Singapore International Monetary Exchange (SIMEX) zur ersten wirklich globalen Terminbörse Global Exchange (GLOBEX), die drei Zeitzonen umfasst, zusammen. Im Vorfeld der Euroeinführung, im Mai 2000, kam es in Europa zu weiteren Fusionen zwischen ehemals unabhängigen Börsenplätzen, so der Zusammenschluss der Börsen von Amsterdam, Brüssel und Paris zur EURO-NEXT (Lütz 2002: 166).

Mit der Schaffung der europäischen Währungsunion 1999 hat sich die Derivatlandschaft zwar verändert, bzw. kurzzeitig war ein Rückgang des Handels zu verzeichnen – Währungsabsicherungsinstrumente sind nun innerhalb der Währungsunion nicht mehr nötig. Renditedifferenzen zwischen den einzelnen Teilnehmerstaaten sind jedoch weiterhin vorhanden<sup>24</sup>, und damit alle Formen des Derivategeschäfts (*Hedging*, *Arbitrage* und *Spekulation*) möglich.

Vollcomputerisierte Terminbörsen

Börsenfusionen

<sup>24</sup> Bei integrierten Finanzmärkten lassen sich diese Differenzen durch unterschiedliche Nominalzinsen auf Staatsanleihen und andere Rentenpapiere gleicher Währung durch Bonitäts- und Liquiditätsdifferenzen erklären (siehe Deutsche Bundesbank 2003).

<sup>23</sup> Vgl. Euromärkte.

### 3.3 Struktureller Wandel auf den Finanzmärkten

»So rapid has been the pace of innovation in financial instruments over the past 20 years that nothing could have prepared him to understand the myriad of innovations, from eurodollar to swaptions.« (Merton H. Miller, Nobelpreisträger, Mitbegründer der modernen Finanztheorie und Derivateliebhaber)<sup>25</sup>

Kapitalverkehrskontrollen wurden abgebaut.

Handel in »real time« wurde technisch möglich.

In der Nachkriegsära sollte mit Hilfe der Bretton-Woods-Institutionen IWF und Weltbank durch eine **politisch regulierte Währungs- und Finanzordnung** vor allem Berechenbarkeit und ein stabiles Umfeld für den internationalen Handel und den Ausgleich der Zahlungsbilanzen gewährleistet werden. Bereits in dieser Zeit zeichnete sich ein Wachstum der Devisenmärkte ab, die mit zunehmenden internationalen Wirtschaftsbeziehungen expandierten. Derivative Finanzinstrumente waren damals weder unbekannt noch wurden sie nicht eingesetzt, allerdings war der Handelsumfang im Vergleich zu heute eine zu vernachlässigende Größe. Aber auch damals, zur Zeit der stark regulierten Finanzmärkte, haben Restriktionen und Auflagen den Erfindungsreichtum zur Umgehung der Regulierungen angekurbelt. Dieser machte sich jedoch eher in der Bildung neuer regulierungsfreier Märkte (z.B. Euromärkte, Offshore-Zentren) bemerkbar als in der Schaffung neuer Finanzinstrumente.

Ende der 80er Jahre gab es gerade einmal 100 Optionsscheine. Heute können Privatanleger zwischen mehr als 30.000 Derivaten wählen (Financial Times Deutschland, 16.09.03).

Mit der Demontage des Bretton-Woods-Systems, welches den Industrie- und auch den meisten Entwicklungsländern unter der Ägide fester Wechselkurse relativ stabile Außenhandels-

<sup>25</sup> Merton H. Miller entwickelte z.B. die Hypothese der Markteffizienz, die für die moderne Finanzwissenschaft eine zentrale Rolle spielen sollte. Die Prämisse lautet, Aktienkurse seien immer richtig (der Markt irrt sich niemals), deshalb könne auch niemand den zukünftigen Marktverlauf voraussehen, dieser müsse zufällig sein.

bedingungen ermöglicht hatte, waren die ökonomischen Voraussetzungen des internationalen Handels andere geworden. Kursschwankungen mussten nun mit Hilfe von gezielten Absicherungsstrategien begegnet werden. Man versprach sich von diesem fundamentalen Systemwechsel die Herausbildung marktgerechter Währungspreise über Angebot und Nachfrage, die die tatsächliche ökonomische Situation widerspiegeln sollten. Stattdessen kam es zu Währungsturbulenzen, die darauf zurück zu führen waren, dass zahlreiche (G8-)Länder aufgrund nationaler Interessen (Schuldenfinanzierung, Inflationsbekämpfung, Beschäftigungsförderung) ihre Währungen nach Bedarf ab- und aufwerteten.<sup>26</sup>

Im Zuge des Paradigmenwechsels weg vom Keynesianismus zum Neoliberalismus läuteten die führenden Länder eine Ära der Liberalisierung und Deregulierung ein. Allen voran schritt die USA beim Abbau von Kapitalverkehrskontrollen, gefolgt von Großbritannien (*Big Bang*<sup>27</sup>), Kanada und Japan (hier wurde z.B. auf politischer Ebene die Kapitalmarktliberalisierung erzwungen). In Europa hatte es zunächst keine einheitliche Regelung zum Abbau der Kapitalverkehrskontrollen gegeben. In den 70er Jahren war es auf europäischer Ebene dabei geblieben, eine Richtlinie zu verabschieden, die es Banken ermöglichte, innerhalb von Europa Niederlassungen zu grün-

<sup>26</sup> Unter der Währungskonkurrenz zwischen den Leit- oder Weltwährungen hatten die Schwachwährungsländer zu leiden, denn diese mussten ihre Wechselkurse an die harten Währungen binden, was ihnen eine autonome Geldpolitik nach Maßgabe der heimischen Wirtschaftslage verunmöglichte. Da Geld sowohl Zahlungs- als auch Wertaufbewahrungsmittel (Vermögensgegenstand) darstellt, ist der Wechselkurs eines Landes wichtig(st)er außenwirtschaftlicher Parameter. Ist die Währung eines Landes schwach (wie bei den meisten Entwicklungsländern) bzw. wird der Wechselkurs nicht politisch bestimmt wie in der Bretton-Woods-Ära, so ist dieses Land in wirtschafts- und entwicklungspolitischer Hinsicht im Nachteil – mit der Folge, dass nachhaltige Entwicklung erschwert wird.

<sup>27</sup> Der eigentliche Durchbruch bei der Liberalisierung des britischen Kapitalmarktes (*Big Bang* genannt) erfolgte erst 1986. Zuvor gab es aber auch bereits zahlreiche Maßnahmen zum Abbau von Restriktionen (Lütz 2002).

den.<sup>28</sup> Trotzdem gab es von Seiten der Schweiz und Deutschlands schon in den 70ern deutliche Bemühungen, den Abbau von Kapitalverkehrsbeschränkungen voranzutreiben. Erst in den 80ern ging die Europäische Kommission beim Abbau nationaler Beschränkungen sehr viel weiter (Europäisches Weissbuch) (Lütz 2002). Treibende Kraft hinter der Regulierungsdemontage waren die großen Finanzdienstleistungsinstitute, allen voran *institutionelle Anleger* wie Versicherungen, Investment- und Pensionsfonds.

Die 90er Jahre zeichneten sich durch einen Technologiesprung in der Informations- und Kommunikationstechnologie aus, was z.B. den Handel in »real time« ermöglichte und ein weiteres Anwachsen des Derivatehandels und -geschäfts zur Folge hatte. Auch sprach man in den 90ern in der medialen Öffentlichkeit erstmalig aufgrund weltweiter Vernetzungsmöglichkeiten und dem daraus folgenden immer stärkeren Zusammenwachsens der verschiedenen Teilmärkte und Marktsegmente (*Desegmentierung* – Interdependenz und Konvergenz der Märkte) von einer neuen Qualität der Finanzmärkte bzw. des Finanzmarktgeschäfts.

In den 90ern hatten zudem die Investmentbanken und *institutionellen Anleger* – als Intermediäre zwischen Privatanlegern und Banken, aber vor allem auch in eigener Sache (Interbankenhandel) – Hochkonjunktur und trieben so die Bedeutung der Kapitalmärkte voran. Dies spiegelt sich z.B. in der Aufwertung des Investmentban-

kings und damit dem Handel mit Wertpapieren gegenüber dem klassischen Kreditgeschäft wider. Dazu bedurfte es jedoch keiner Neuschaffung von Finanzinstituten.<sup>29</sup> Banken traten lediglich in einem anderen Gewand auf. Die beschriebenen Finanzmarktaktivitäten, Emission von und Handel mit Wertpapieren, Portfolio- bzw. Vermögensmanagement, etc. werden mehr oder weniger von den gleichen bekannten Instituten durchgeführt.

Aufgrund starker Nachfrage und wachsender Ansprüche seitens der Kunden wurden immer mehr und immer raffiniertere und maßgeschneiderte Derivatemodelle entwickelt, die dann gut in die Zeit des Börsenbooms Ende der 90er passten. Die Ära der astronomischen Börsenkurse, des Kaufrausches und der Übernahmeschlachten zwischen Unternehmen und Finanzinstitutionen begann 1997 mit der Schaffung des Neuen Marktes und endete mit dem Platzen der Spekulationsblase im Jahr 2000. Der folgende »Crash in Raten« war die am längsten anhaltende Talfahrt der Kurse seit der Weltwirtschaftskrise 1929.

Das Wachstum der Finanzmärkte, sowie die diversen strukturellen Veränderungen – Liquiditätsüberschüsse, Liberalisierung und Deregulierung, Technologiesprünge in der Informations- und Kommunikationsbranche, Investmentbanking, Wertpapierhandel, Securitization – schufen die Grundlage für die Entwicklung und den Einsatz von Derivaten.

Treibende Kräfte: Investmentbanken und institutionelle Anleger

Derivatemodelle sind zahlreicher und zunehmend raffinierter geworden.

### 3.4 Trends und quantitative Entwicklungen im Derivategeschäft

#### Kreditderivate und Securitization: Übertragung von Kreditrisiken

Allgemein versteht man unter Securitization die Unterlegung marktfähiger, handelbarer Forderungen oder auch zukünftiger Zahlungsströme durch bewertete Wertpapiere (Bestmann 2000):

Finanz- bzw. schuldrechtliche Beziehungen zwischen Kapitalgeber (Anleger) und Kapitalnehmer (staatlicher oder privater Emittent) werden in Wertpapierform gebracht und damit handelbar gemacht, wobei die Bewertung der Papiere durch Ratingagenturen (wie Standard & Poor's, Moodys) erfolgt. Der Trend zur Securitization setzte Ende der 70er (USA) bzw. An-

<sup>28</sup> Erste Bankenkoordinierungsrichtlinie (77/780/EWG).

<sup>29</sup> Ausführlicher dazu Lütz 2002: 155ff.

fang der 80er (Europa) im Zuge der De-regulierung der nationalen Geld- und Kapitalmärkte ein. Der Markt für Kreditderivate und damit für die Umwandlung auch von Krediten in Wertpapiere ist erst Anfang der 90er entstanden – in den USA schon früher, weil sich Unternehmen dort schon frühzeitig am Kapitalmarkt finanzierten und durch Ratingagenturen mit Kreditratings versehen wurden.

### Warum Kreditderivate?

Banken versuchen, die Risiken, die sich aus den Basisgeschäften (Kreditvergabe) ergeben, mit Hilfe von Kreditderivaten abzuwälzen bzw. handelbar zu machen. Kreditderivate bzw. Securitization sind somit Teil des *Risiko-managements*. Die Risiken, die sich aus der Kreditvergabe ergeben, lassen sich in Teilrisiken unterteilen, wie das Verlust- oder Ausfallrisiko, das Liquiditätsrisiko, das sich aus der nicht rechtzeitigen Rückzahlung von Zinsen und Tilgung ergibt und das Zinsänderungsrisiko, das bei variabler wie fester Verzinsung auch die Kreditgeber betrifft. Die Kreditumwandlungen erfolgen in kurzfristige Schuldtitel, die dann am Markt platziert werden. Dadurch liegen die Risiken nicht mehr bei den kreditgebenden Banken, sondern beim Kapitalmarkt und dessen Investoren (Lütz 2002: 156) bzw. werden auf andere Sektoren und Länder übertragen. Die grenzüberschreitende Risikoübertragung liegt am häufigsten bei Konsortialkrediten<sup>30</sup> und Unternehmensanleihen vor. Zum größten Teil aber verkaufen Banken ihre Kreditrisiken untereinander oder lagern sie an andere Player im Finanzsektor, wie z.B. an Versicherungen aus<sup>31</sup>.

Securitization ermöglicht Kreditinstituten, bereits ausgegebene Kredite zu verflüssigen, die Hereinnahme umfangreicher Kredite in das eigene Portfolio zu umgehen und anderen Finanzdienstleistern und Nicht-Banken Forderungen aus Lieferungen und Leistungen zu verbriefen. Damit ist bei Kreditinstituten eine Entlastung der Bilanzen mög-

lich, was ihnen erleichtert, den Anforderungen nationaler Aufsichtsbehörden (hinsichtlich Eigenkapitalausstattung) nachzukommen.

Mit dem Trend zur Securitization wurde die klassische Form des Bankkredits abgelöst durch die zunehmende Emission von Kreditderivaten. Die Verbriefung selbst findet in der Transformation von u.a. illiquiden und notleidenden Krediten zu handelbaren Wertpapieren statt, was die Ausweitung des Sekundärmarktes für Wertpapiere (siehe zweites Kapitel) und den Trend der 90er zum Investmentbanking beschleunigte. Mit der Wertpapierverbriefung entstanden also vielfältige neue Anlageformen (*Finanzinnovationen*), die die Variationsbreite der Kreditvergabe sowie deren Risiken weiter ausdehnten (Setton 2002). Kreditderivate sind Bankprodukte und gehören damit zu den OTC-Derivaten. Die BIZ sieht diese Märkte, die die Übertragung von Kreditrisiken bedeuten, als eine Gefahr für andere Marktteilnehmer und identifiziert sie somit als »Schwachstelle« für Finanzmärkte ganz allgemein, u.a. aufgrund der mangelnden Transparenz bzw. Unüberschaubarkeit, die eine grundsätzliche Eigenschaft der OTC-Märkte darstellt (BIZ 2003).

### Einige Zahlen zu den Umsätzen

#### im Derivatehandel – Trend:

#### Kredit- und Zinsderivate

Anmerkung: Die Datenquellen (BBA, BIZ, Deutsche Bundesbank, EZB, IFSL, ISDA, etc.) widersprechen sich zwar hin und wieder. Trotzdem lassen sich einige deutliche Trends erkennen.

Kreditderivate<sup>32</sup> werden neben den Zinsinstrumenten zunehmend beliebter. Zwar ist ihr Anteil etwa im Vergleich zu Zinsderivaten<sup>33</sup> gering, Handel wie Umsatz dieser Instrumente verzeichneten jedoch in den letzten Jahren kontinuierlich Zuwächse. So sind die Umsätze im Zeitraum von vier Jahren um mehr als das Zwölfwache gestiegen, angefangen mit 350 Mrd. US\$ 1998 auf fast 2 Bio. US\$ 2002. Für 2004 werden um die 5 Bio. US\$ erwartet. London ist auch im globalen Kreditderivatehandel

<sup>32</sup> Kreditderivate sind z.B. Credit Default Swaps, Credit Linked Notes, Total Return Swaps.

<sup>33</sup> Zinsderivate sind z.B. FRAs, Plain Vanilla, Amortizing, Constant Maturity, Basis Rate Swaps.

Risikoübertragung von Banken auf Kapitalmärkte

Interbankenhandel mit Kreditderivaten

Rasante Umsatzsteigerungen bei Kreditderivaten

<sup>30</sup> Konsortialfinanzierungen sind i.d.R. großvolumige Finanzierungsmaßnahmen im Zusammenhang mit Investitionen, Unternehmenskäufen oder z.B. auch Konsolidierungsvorhaben.

<sup>31</sup> Beate Reszat, Hamburgisches Welt-Wirtschafts-Archiv (HWWA), Gespräch vom 19.12.03.

del dominierendes Zentrum, vor New York und Asien, mit einem Marktanteil von knapp 50% (BBA 2001/2002). Auch die EZB bezeichnet das Segment für Kreditderivate als dynamischsten Teil des Derivatemarktes, ein Trend, der sich ihrer Meinung nach erst 2002 herausbildete (EZB 2003).

Auf den Zins- wie Kreditderivatemärkten ist eine äußerst hohe Konzentration der Händler festzustellen. So halten die drei größten Banken 86% der Zinsderivate bzw. der zugrunde liegenden Vermögenswerte. Bei den Kreditderivaten ist die Konzentration sogar noch höher: 96% der gesamten ausstehenden Nennwerte/Nominalbeträge werden von den drei führenden Banken gehalten. 1998 hatten die selben Banken noch einen Anteil von 79% der Kreditderivate. 35% entfallen auf Banken der EU (EZB 2003). Auch die EZB sieht eine Gefahr in der Verteilung bzw. dem »Überschwappen« der Kreditrisiken auf diverse Finanzinstitute, besonders im Hinblick auf die vielfältigen Risiken, die Versicherungen im Vorfeld übernommen haben (EZB 2003: 163).

Laut offiziellen Quellen folgen nach den Zins- und Kreditkontrakten in börslichen wie außerbörslichen Segmenten Terminkontrakte auf Wechselkurse. Das Schlusslicht bilden Kontrakte auf Aktien. Von 1995 bis 2001 sind die Umsätze in allen drei Segmenten (also bei Kontrakten auf Zinsen, Währungen, Aktien) stark gestiegen – teilweise um 100% (z.B. im Zeitraum 1995–1998 bei den Zins- und Währungsderivaten). Absolut betrachtet stehen die Umsätze bzw. die ausstehenden Nennwerte der Zinskontrakte in keinem Vergleich zu anderen Instrumenten börslicher oder außerbörslicher Art. Die Nennwerte der Zinskontrakte lagen Ende Juni 2001 bspw. bei insgesamt 90 Bio. US\$ (75% davon entfallen auf Zinsswaps), wovon 76 Bio. die zugrunde liegende Summe außerbörslicher Kontrakte bilden.<sup>34</sup> Von Januar bis September 2002 wurden weltweit 1,6 Mrd. US\$ Terminkontrakte

(Futures) und 1,7 Mrd. US\$ Optionen umgeschlagen. Bei den Futures entfielen 55% des Umsatzes auf Zinsderivate, der Nennwert war 10 Bio. US\$. Der Anteil der Zinsinstrumente bei den Optionen betrug nur 10%, trotzdem lag der Nennwert bei den Zinsoptionen sogar bei 16 Bio. US\$ (Jeanneau 2002).<sup>35</sup>

Ein Grund für die Attraktivität von Zinsinstrumenten könnte sein, dass Kredite in unsicheren Zeiten zunehmend mit variablen Zinssätzen ausgestattet sind; Kreditnehmer und Kreditgeber müssen sich so gegen steigende bzw. fallende Zinsen absichern (Hufschmid 2002: 57). Außerdem spielt in den letzten Jahren eine neuere Form der »Geldschöpfung« durch die verstärkte Emission von Anleihen, bzw. die Umwandlung oder Verlängerung bereits laufender Anleihen eine Rolle. Das Weltbankinstitut für Banken und Finanzen schreibt den wachsenden Handel mit derivativen Zinsinstrumenten der weltweit steigenden Staatsverschuldung zu, die sich zeitgleich mit den strukturellen Veränderungen auf den Finanzmärkten abgespielt hat. Es ist schwierig, Ursache und Wirkung in der richtigen Reihenfolge zu platzieren.<sup>36</sup> Logisch scheint die Erklärung dennoch: Steigende Staatsverschuldung, die durch eine stetig wachsende Ausgabe von Anleihen finanziert wird, welche wiederum an variable Zinssätze gebunden sind, machen den Handel mit Zinsderivaten, um den Zinsrisiken zu begegnen, notwendig.

Der größte Teil des außerbörslichen Derivategeschäfts findet zwischen internationalen Banken und anderen Finanzinstituten statt (Interbankenhandel). Der Markt ist in diesem Segment sehr konzentriert. Ungefähr 50% aller Transaktionen außerbörslicher Zinsderivate findet zwischen rund 60 Instituten statt – sieben davon sind deutsche Unternehmen. In einzelnen Bereichen gibt es nur eine Handvoll Akteure, die den Großteil der Umsätze unter sich aufteilen (Deutsche Bundesbank 2003). Nur etwa 10% des OTC-Ge-

Das Gros des börslichen wie außerbörslichen Handels findet mit Zinsderivaten statt.

Die Rolle der Banken: von der Vermittlung für Kunden zum Eigenhandel

<sup>34</sup> Da mit den Begriffen Nennwert, Nominalbetrag oder auch Umsatz die den Derivaten zugrunde liegenden Summen aus den Basisgeschäften gemeint sind, sind diese gewaltigen Zahlen mit Vorsicht zu betrachten: Diese Umsätze müssen nicht zwangsläufig entstehen, denn bei Optionen bspw. werden diese oft (Option = Möglichkeit) nicht in Anspruch genommen (BIZ 2002).

<sup>35</sup> Hier sind die Zahlen allerdings wieder mit Vorsicht zu genießen. Die Nennwerte von Zinsderivaten lassen sich aufgrund unterschiedlicher Bezugsgrößen nicht direkt mit denen anderer Kontrakte vergleichen.

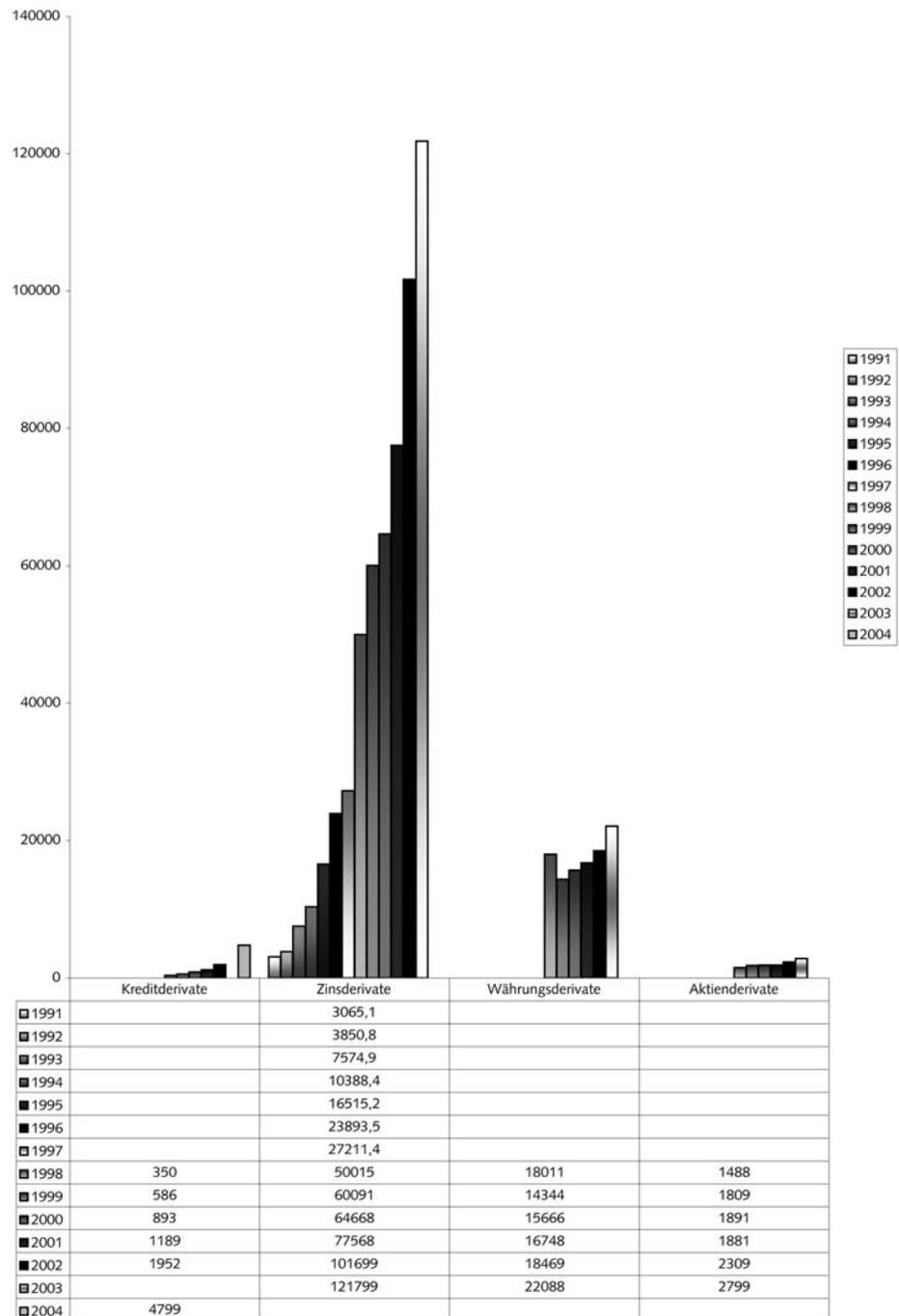
<sup>36</sup> U.a. hier nachzulesen: [www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/oecdwb5/overview.html](http://www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/oecdwb5/overview.html)

schäfts wird mit Kunden außerhalb des Finanzsektors geführt. Diese Entwicklungen stehen im krassen Gegensatz zu den Verhältnissen zu Beginn der 80er. Damals wurden bspw. Swapgeschäfte (Tausch von Zinszahlungsströmen) vornehmlich zwischen Nicht-Finanzinstitutionen geschlossen. Banken hatten eigentlich nur die Rolle als Vermittler und gingen selbst keine offenen

Positionen ein.<sup>37</sup> Die zugenommenen Aktivitäten der Banken in diesem Bereich haben massiv zum Wachsen dieses Segments beigetragen. Deutschland steht beim Handel mit Zinsderivaten mit 14% nach den Vereinigten Staaten (17%) und Großbritannien (35%) an dritter Stelle (Deutsche Bundesbank 2003).

## Schaubild 5: Globaler OTC-Derivatemarkt<sup>1</sup>

Quellen: BBA Credit Derivatives Report 2001/2002; BIZ Quartalsberichte; ISDA Survey (meiste Daten vor 1998).



<sup>1</sup> Geschätzte Nennwerte in Mrd. US\$. Kreditderivate ohne Vermögensswaps.

<sup>37</sup> Die Rolle als Finanzintermediäre haben Banken in den 90ern zunehmend verloren.

Tabelle 4: Globaler OTC-Derivatemarkt<sup>1</sup>

	Geschätzte Nennwerte						Bruttomarktwerte (Kontraktwerte)									
	2000		2001		2002		1999		2000		2001		2002			
	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.	Ende Juni	Ende Dez.		
<b>Gesamtsumme</b>	81 458	88 201	94 008	95 199	99 755	111 178	127 564	141 737	2 628	2 813	2 572	3 180	3 045	3 778	4 450	6 361
<b>A. Währungsderivate</b>	14 899	14 344	15 494	15 666	16 910	16 748	18 075	18 469	582	662	578	849	773	779	1 052	881
<b>Devisenterminkontrakte und Devisenswaps</b>	9 541	9 593	10 504	10 134	10 582	10 336	10 427	10 723	329	352	283	469	395	374	615	468
<b>Währungsswaps</b>	2 350	2 444	2 605	3 194	3 832	3 942	4 220	4 509	192	250	239	313	314	335	340	337
<b>Optionen</b>	3 009	2 307	2 385	2 338	2 496	2 470	3 427	3 238	61	60	55	67	63	70	97	76
<b>B. Zinsderivate<sup>2</sup></b>	54 072	60 091	64 125	64 668	67 465	77 568	89 995	101 699	1 357	1 304	1 230	1 426	1 573	2 210	2 468	4 267
<b>FRAs</b>	7 137	6 775	6 771	6 423	6 537	7 737	9 146	8 792	12	12	13	12	15	19	19	22
<b>Swaps</b>	38 372	43 936	47 993	48 768	51 407	58 897	68 274	79 161	1 222	1 150	1 072	1 260	1 404	1 969	2 214	3 864
<b>Optionen</b>	8 562	9 380	9 361	9 476	9 521	10 933	12 575	13 746	123	141	145	154	154	222	235	381
<b>C. Aktienderivate</b>	1 511	1 809	1 645	1 891	1 884	1 881	2 214	2 309	244	359	293	289	199	205	243	255
<b>Termingeschäfte und Swaps</b>	198	283	340	335	329	320	386	364	52	71	62	61	49	58	62	61
<b>Optionen</b>	1 313	1 527	1 306	1 555	1 556	1 561	1 828	1 944	193	288	231	229	150	147	181	194
<b>D. Rohstoffderivate<sup>3</sup></b>	441	548	584	662	590	598	777	923	44	59	80	133	83	75	78	85
<b>Gold</b>	189	243	261	218	203	231	279	315	23	23	19	17	21	20	28	28
<b>Sonstige</b>	252	305	323	445	387	367	498	608	22	37	61	116	62	55	51	57
<b>Termingeschäfte und Swaps</b>	127	163	168	248	229	217	290	402	... <sup>6</sup>	...	...	...	...	...	...	...
<b>Optionen</b>	125	143	155	196	158	150	208	206	...	...	...	...	...	...	...	...
<b>E. Sonstige<sup>4</sup></b>	10 536	11 408	12 159	12 313	12 906	14 384	16 503	18 337	400	429	392	483	417	519	609	871
<b>Bruttokreditengagement<sup>5</sup></b>									1 119	1 023	937	1 080	1 019	1 171	1 316	1 511

<sup>1</sup> Bereinigt um Doppelzählungen. Ausstehende Nennwerte durch Halbierung der Positionen gegenüber anderen berichtenden Händlern bereinigt. Bruttomarktwerte berechnet als Summe der gesamten positiven Bruttomarktwerte von Kontrakten und des absoluten Betrags des negativen Bruttomarktwerts von Kontrakten mit nichtberichtenden Gegenparteien.

<sup>2</sup> Nur Kontrakte in einer einzigen Währung.

<sup>3</sup> Bereinigung um Doppelzählungen geschätzt.

<sup>4</sup> Geschätzte Positionen der nicht regelmäßig berichtenden Institute.

<sup>5</sup> Bruttomarktwert nach Berücksichtigung rechtlich durchsetzbarer bilateralen Netting-Vereinbarungen.

<sup>6</sup> Keine Angabe.

Quelle: BIZ Quartalsberichte (Juni), 2001-2003

## Weitere Zahlen zum Derivategeschäft

Nach Angaben der Deutschen Bundesbank wuchs der Derivatemarkt Anfang der 90er Jahre um jährlich 53%. Im letzten Quartal 1994 belief sich der Nennwert der ausstehenden Derivategeschäfte auf mehr als 4 Bio. Euro (Deutsche Bundesbank, Monatsbericht November 1994). Heute werden an den Terminbörsen täglich Umsätze von mehreren Billionen getätigt.<sup>38</sup> Das Wachstum der börslich gehandelten Zinsinstrumente verdoppelte sich von 1995 bis 2001. Der tägliche Umsatz mit Zinskontrakten lag im Jahr 2001 bei 2,2 Bio. Euro.

Größere Zuwächse verzeichnet der außerbörsliche Derivatemarkt. Diese verdreifachten sich im gleichen Zeitraum, allerdings ist der Gesamtumsatz geringer – dieser liegt »nur« bei etwa 800 Mrd. US\$ täglich. Der Nennwert sämtlicher offener Zinskontrakte lag bspw. Ende Juni 2001 bei 93 Bio. US\$. Davon fallen rund 80% (76 Bio. US\$) auf das außerbörsliche Geschäft und nur ca. 20% auf den Börsenhandel (17 Bio. US\$). Dreiviertel der außerbörslichen Instrumente sind Zinsswaps, 14% Zinsoptionen und 10% entfallen auf FRAs (Deutsche Bundesbank 2003).

Der BIZ-Quartalsbericht vom Juni 2003 gibt für das erste Vierteljahr 2003 eine Steigerung des gesamten Börsenhandels um 16% an, auf 197 Bio. US\$. Für den gesamten OTC-Markt – allerdings in den letzten beiden Quartalen 2002 – gibt die BIZ einen geschätzten Zuwachs von 11% an und kommt somit in etwa auf die Summe von 142 Bio. US\$. Wieder sind es die Zinskontrakte, die in beiden Segmenten den Hauptteil des Handels ausmachen. Im börslichen Handel fielen Transaktionen im Wert

von 179,8 Bio. US\$ an, das entspricht etwa einem 18%igen Anstieg der Zinsderivate im ersten Quartal 2003. Im OTC-Markt wurden mit Hilfe von Zinsderivaten Summen von etwa 100 Bio. US\$ verschoben. Nach den Zinsderivaten sind Währungskontrakte neben anderen Kontrakten<sup>39</sup> der größte Posten mit ca. 20 Bio. US\$ (Jeanneau 2003).

Die Umsätze der börsengehandelten Instrumente liegen fast immer höher als die der OTC-Derivate. Das liegt zum einen an der ursprünglichen Begründung für den OTC-Handel, maßgeschneiderte und somit für jeden Bedarf passende Produkte anzubieten, die dadurch bis zum Ende der Laufzeit gehalten werden, während bspw. bei Zinsfutures die Umschlaghäufigkeit sehr hoch ist. Das schlägt sich in den Umsatzzahlen nieder. Es gibt andere Quellen – z.B. in Bankenkreisen – die behaupten, im außerbörslichen Bereich würden nach wie vor am stärksten Devisen gehandelt. Doch hierzu gibt es so gut wie keine Zahlen. Gerade aber im Kontext der EU-Osterweiterung stehen deren Währungen im Fokus der Trader (Spekulanten) und könnten somit ein begehrtes Handelsgut darstellen.

Fest steht: In den letzten Jahrzehnten hat sich auf den Finanzmärkten ein struktureller Wandel vollzogen. Die verschiedenen Etappen, die sich entweder parallel oder aufeinander folgend abgespielt haben, sind die altbekannten Prozesse der Globalisierung, Deregulierung, Liberalisierung, Desegmentierung und Securitization. Der Derivatehandel ist einerseits eine Folge dieser Entwicklungen, andererseits können Derivate durchaus als treibende Kraft oder Motor dieser sich auf den Finanzmärkten abspielenden Prozesse angesehen werden.

<sup>38</sup> Wie bereits erwähnt, sind dies die Werte der zugrunde liegenden Basistitel: U.a. daher kommen die hohen Summen. Ein zweiter Grund sind Doppelzählungen durch An- und Verkauf: Je häufiger ein Derivat umgeschlagen wird, desto höher die Summe, obwohl sich real der Basiswert (Underlying, die zugrunde liegende Summe!) nicht verändert hat.

<sup>39</sup> Welche hiermit gemeint sind, wird im BIZ-Bericht nicht erläutert.

## 4. Stabilitätsrisiko Derivate

»Die Geschichte lehrt uns, dass eine Krise oft zu Wirkungsketten führt, von denen man in ruhigen Zeiten nicht einmal geträumt hätte.« (Warren Buffet 2003, Großinvestor und Derivatehändler)

### 4.1 Systemrisiken: Kettenreaktionen und Konzentrationsrisiken

Der höchst dynamisch expandierende Handel mit Derivaten spiegelt die strukturellen Veränderungen wider, die durch die Deregulierung und Liberalisierung auf den Finanzmärkten entstanden sind. Es zeigt sich der enorme Einfluss des Derivategeschäfts auf allen Ebenen des Marktes. Der Derivatehandel durchdringt die Märkte. Der Einsatz derivativer Instrumente lässt Grenzen daher nicht nur verschwimmen, sondern erhöht auch die Interdependenz der verschiedenen Teilmärkte. Mit den wachsenden Interdependenzen wächst die Komplexität des Gesamtsystems und es können Wechsel- und Fernwirkungen auftreten, die vorher gar nicht möglich waren. Das gilt im Positiven wie im Negativen. Positiv wird von den Befürwortern das Wachstumspotenzial und die Versicherungsfunktion gerühmt. Demgegenüber wächst zugleich das Risiko von Kettenreaktionen (*Spillover-Effekten*), die »Ansteckungsgefahr«. Die systemische Instabilität nimmt zu. Die gefürchteten Kettenreaktionen, wie sich insbesondere bei der Asienkrise zeigten (siehe Dodd 2001), haben drastische Wirkungen, so in Form von Arbeitslosigkeit und Verarmung.

Aufgrund der enormen Komplexität der Verflechtungen sind viele Wirkungszusammenhänge nicht oder nicht sofort erkennbar. So gibt es z.B. die mit derivativen Transaktionen verbundenen Kreditrisiken, den Ausfall eines oder mehrerer Kontraktpartner. Fällt nämlich ein Mitspieler aufgrund von

»Fehlkonstruktionen« eines komplexen Derivatemodells aus, werden andere in das Desaster mit hineingezogen. Geht es dabei um große Dimensionen mit womöglich realwirtschaftlichen Auswirkungen auf Arbeits- oder Gütermärkte, wird der Ruf nach rettenden Eingriffen staatlicher Institutionen laut, um einen Crash zu vermeiden. Rettungs- oder Sanierungsaktionen müssen dann mit Steuergeldern bezahlt werden. Dafür gibt es zahlreiche Beispiele.<sup>40</sup>

Das Netzwerk an Kontrakten mit vielen verschiedenen unbekanntenen Gegenparteien kann man sich als Kartenhaus vorstellen. Bei einem leichten Windstoß stürzt das ganze Gebäude ein. Selbst hochseriöse Firmen können Probleme bekommen, wenn Gegenparteien ausfallen. Dies wiederum könnte andere Kontraktpartner beeinträchtigen. Kurzum, das ganze Kartenhaus läuft jederzeit Gefahr, einzustürzen. Der eingangs dieses Kapitels zitierte Großinvestor und Hauptteilhaber von Berkshire Hathaway, Buffet, hat z.B. versucht, sich vom Derivategeschäft einer Tochterfirma zu trennen – ohne Erfolg. Das Netz besteht aus 14.384 offenen Kontrakten mit 672 Partnern welt-

Derivate erhöhen das Risiko von Kettenreaktionen.

<sup>40</sup> So die Metallgesellschaft 1993 oder die Baringbank 1995. Der wohl spektakulärste Fall war jedoch 1998 der Zusammenbruch des Long Term Capital Management (LTCM) Fonds aufgrund von Fehlspekulationen. Auch der Zusammenbruch des US-Konzerns ENRON im Zuge zahlreicher »Bilanzskandale« hängt mit der Derivateproblematik zusammen. Mit Derivaten wurde die tatsächliche Lage des Unternehmens jahrelang verschleiert.

## 42

An Märkten mit einer starken Geschäftskonzentration können Entwicklungen bei einem einzigen Händler marktweite Auswirkungen haben (BIZ, 72. Jahresbericht 2002).

Viele Finanzinstitute, die Kreditderivate zur Steuerung ihrer Kreditrisiken einsetzen, halten über ihr Kredit- oder Emissionsgeschäft Geschäftsbeziehungen zu den Unternehmen, deren Risiken sie handeln.

weit und Außenständen von 6,5 Mrd. US\$ (Buffet 2003). Er vergleicht das Derivategeschäft mit den Rückversicherungen. Versicherungen geben ihre Risiken aus dem ursprünglichen Versicherungsgeschäft mit den Endkunden an sogenannte Rückversicherer weiter. Diese lagern sie weiter aus – bis eine ganze Reihe von Unternehmen in verschiedenen Märkten miteinander verbunden sind, ohne dies zu wissen.<sup>41</sup> Keiner der involvierten Versicherer oder Rückversicherer kann das gesamte gespannte Netz noch durchschauen, geschweige denn kontrollieren. Buffet spricht daher von »Finanzwetten« und bezeichnet Derivate als »Zeitbomben für das Finanzsystem«, die »in ihrer heutigen hochkomplexen Form ganze Volkswirtschaften in den Abgrund reißen können«.<sup>42</sup> Besorgniserregend ist für ihn vor allem der »explosionsartige« Anstieg der Kontrakte, der aufgrund seiner Unüberschaubarkeit »ernste systemische Risiken« birgt.

Ein strukturelles Problem stellt auch der bereits in Kapitel 2.3 erwähnte hohe Konzentrationsgrad in vielen Marktsegmenten des außerbörsli-

chen Bereichs dar. Dem 73. Jahresbericht der BIZ zufolge verteilen sich fast 50% des außerbörslichen Derivategeschäfts auf zwei Finanzplätze: London und New York. Zudem hielten im Jahr 2001 nur drei Banken 89% des nominalen Umlaufs von Devisenderivaten (BIZ 2002). Darüber hinaus bestehen über Kettenreaktionen und Konzentrationen händlerspezifische Risiken. So schrumpfte bspw. 1990 nach dem Zusammenbruch eines Akteurs (Drexel Burnham Lambert) der Markt für Hochzinsanleihen, auf dem dieses Unternehmen zuvor aktiv gewesen war, gleich beträchtlich mit.

Auch Aufsichtsbehörden halten die Konzentration bei den Finanzdienstleistern bzw. Finanzkonglomeraten für ein Systemrisiko. Wie schon der Fall Barings zeigte, hat der Zusammenbruch eines Akteurs Erschütterungen auf anderen Märkten zur Folge. Aufgrund der Komplexität der Instrumente und der hohen Marktkonzentration ist eine realistische Bewertung des Risikopotenzials des Derivatehandels nicht möglich.

## 4.2 Mangelnde Transparenz, fehlende Aufsicht, Unüberschaubarkeit der Folgen

Die Bundesbank kann ebenfalls die Risiken, die sich aus dem außerbörslichen Handel mit Derivaten ergeben, nicht abschätzen (Netzzeitung Wirtschaft, 20.01.03).<sup>43</sup> Sie beklagt vor allem die mangelnde Transparenz, fehlende oder völlig unzureichende Bilan-

zierungsregeln und Rechnungslegungsstandards.

Bedenken zum Handel mit Derivaten insbesondere auf den außerbörslichen Segmenten äußert ebenso die BIZ in jedem ihrer Jahresberichte. So wird z.B. auch für Kreditderivate beklagt:

<sup>41</sup> Buffet formuliert das Problem so: »In fact, the reinsurance and derivatives business are similar: Like hell, both are easy to enter and almost impossible to exit. In either industry, once you write a contract – which may require a large payment decades later – you are usually stuck with it. True, there are methods by which the risk can be laid off with other. But most strategies of that kind leave you with residual liability.« (Fortune Business Magazine, 03.03 03).

<sup>42</sup> Buffet: »Avoiding a 'Mega-Catastrophe': Derivatives are financial weapons of mass destruction. The dangers are now latent – but they could be lethal.« (ebenda). Siehe auch <http://lists.indymedia.org/mailman/public/imc-houston/2003-March/005802.html>. Hier findet sich der gesamte Text des Briefes, den Buffet jährlich an die Investoren der Berkshire Hathaway schickt.

<sup>43</sup> »Mögliche Risiken für die Stabilität des Finanzsystems sind in erster Linie mit dem außerbörslichen Derivatehandel verbunden, da sich dieser auf eine vergleichsweise geringe Anzahl von Intermediären mit einer vielfältigen Präsenz in den verschiedenen Marktsegmenten konzentriert. Über die Auswirkungen, die der plötzliche Zusammenbruch eines bedeutenden Marktmachers auf die Stabilität des Finanzsystems haben kann, liegen bislang [...] keine gesicherten Erkenntnisse vor.« [...] Neben der hohen Konzentration gibt auch der Mangel an Transparenz im außerbörslichen Derivatemarkt Anlass zur Besorgnis.« (Deutsche Bundesbank 2003).

- dass es an Transparenz mangelt;
- dass *Spillover-Effekte* die Liquidität und Kapazität der Märkte beeinträchtigen können;
- dass dies dann zu unabsehbaren Folgen für andere Marktteilnehmer führt und deren Risikosteuerung beeinflusst wird.

Ein weiteres Problem sieht die BIZ in der zunehmenden Unternehmensverflechtung. Das bedeutet u.a. Zugang zu nicht-öffentlichen Informationen, die andere Marktteilnehmer folglich nicht haben. Damit wird Insidergeschäften aufgrund von Informationsvorsprüngen der Boden bereitet. Unter Stabilitätsgesichtspunkten stellen dann gerade große und komplexe Institute (wie z.B. Versicherungen und Allfinanzkonzerne) ein Risiko dar (BIZ 2003: 157).

Der **Insiderhandel** ist ein dem Derivategeschäft inhärentes Risiko. Er ergibt sich aus Informationsasymmetrien. Anders als die neoklassische Lehre annimmt, gilt in dieser Branche noch mehr, dass es Marktteilnehmer gibt, die sich im Geschäft besser auskennen als ihre Konkurrenten. Beim Insiderhandel ist vor allem die große Masse der Kleinanleger strukturell benachteiligt.

Insider sind häufig Mitglieder der Führungsetagen, von Aufsichtsorganen oder emittierenden Unternehmen bzw. von Finanzinstituten, die Börsengänge vorbereiten. Insiderhandel gilt nicht nur als moralisch verwerflich, sondern ist auch per Gesetz (Wertpapierhandelsgesetz) verboten. Die Möglichkeit zu Insidergeschäften ist ständig vorhanden. So wurden erst im November 2003 über 40 Wallstreet-Händler, die hauptsächlich im Devisengeschäft tätig waren, festgenommen. Ihnen wurden u.a. Insiderhandel, illegale Absprachen, Geldwäsche, Wertpapierbetrug und Millionenbetrug an Kleinanlegern vorgeworfen. Nach Angaben des Wirtschaftsdienstes Bloomberg sind mehrere Dutzend Finanzinstitute in die Affäre verwickelt. Bei den Verhafteten bzw. Verdächtigten handelt es sich um Beschäftigte der United Bank of Switzerland (UBS) und der J.P. Morgan Chase. Beide Banken befinden sich in der Spitze des globalen Unternehmensrankings. Die UBS hat in den letzten beiden Jahren ihren Anteil am weltweiten Devisenhandel verdreifacht, auf rund 11%, der Anteil der J.P. Morgan beträgt 6% (Frankfurter Rundschau, 21.11.03).

Die Komplexität der derivativen Instrumente prädestiniert sie per se dazu, nur von Spezialisten gehandhabt zu werden. Informationsasymmetrien und Insidergeschäften eröffnet das Tor und Pforte.

### 4.3 Hohe Umschlaggeschwindigkeit – Neue Gewinnmöglichkeiten

Eine Quelle der Instabilität ist der häufige Umschlag der Derivatekontrakte, welcher sich in der hohen Volatilität ausdrückt. Wenn auch nach Meinung von Experten diese Schwankungen der Kapitalflüsse nicht unbedingt als Folge des verstärkten Handels mit Derivaten zu sehen sind, so ist dennoch eindeutig festzustellen, dass zwischen beiden Größen eine bedenkliche Korrelation besteht. Denn die Strategien von Banken und anderen Finanzinstituten zielen gerade in den letzten Jahren nicht mehr nur auf Gewinnma-

ximierung, indem sie möglichst hohe Renditen versprechende Märkte oder Nischen aufsuchen; sondern Gewinne werden zum großen Teil durch Gebühren, Kommissionen, etc. erzielt. Kontrakte werden eingegangen, um sie möglichst schnell wieder zu verkaufen. Diese Entwicklung stellt eine Verschiebung vom *Risikomanagement* zum risikolosen *Trading* dar. Hier gilt, wie stets die betriebswirtschaftliche Denkweise: Diese Strategien mögen Einzelnen nützen, für die Finanzmärkte bedeuten sie eine weitere Quelle der Instabilität.

## 44

Die Höhe der volkswirtschaftlichen Kosten durch Derivate ist äußerst schwierig zu beziffern, z.B. wenn es keine genauen Angaben über Entlassungen durch Konkurse, Kurseinbrüche, etc. gibt. Dass diese Schäden entstehen, ist unbestreitbar.

## 4.4 Derivatehandel: Ein Nullsummenspiel?

Schon Johann Heinrich Bender, der um 1830 die öffentliche Diskussion zum Thema Termingeschäfte entscheidend prägte, und dessen mathematische Modelle bis heute zur Preisbestimmung verwendet werden, vertrat die Meinung, Käufer und Verkäufer hätten zum Zeitpunkt des Abschlusses genau die gleichen Chancen zu gewinnen oder zu verlieren (Hafner 2002: 69). Diese Ansicht wird auch heute von den Befürwortern des Derivategeschäfts vertreten.

Auch für den Nobelpreisträger und Mitbegründer der modernen Finanz-

theorie, Merton H. Miller, sind derivative Geschäfte ein bloßes Nullsummenspiel. Volkswirtschaftliche Schäden seien bei sämtlichen Zusammenbrüchen, die sich Anfang der 90er ereignet hatten, nicht entstanden. Selbst wenn Unternehmen aufgelöst werden, würden Vermögenswerte nicht vom Erdboden verschwinden. Das ist allenfalls eine Halbwahrheit – Vermögenswerte verschwinden tatsächlich nicht; aber ihr Wert verringert sich, besonders dann, wenn sie nicht mehr genutzt werden (Seifert-Granzin 1996).

## 4.5 Bilanzfälschung und Preismanipulation: Der Fall ENRON

In den letzten Jahren vor seinem Konkurs handelte ENRON nicht mehr mit Gas oder Strom, sondern mit Gas- und Stromderivaten.

Der Untergang des Energiehandels- und Pipelineunternehmens ENRON wurde von der New York Times als der größte Skandal der US-amerikanischen Wirtschaftsgeschichte bezeichnet. In den 80er Jahren hatte ENRON in ca. 50 Ländern Gas- und Stromunternehmen gegründet oder aufgekauft. Im letzten Quartal 2000 kauften und verkauften die Töchter ENRONs jede Menge Stromderivate untereinander (Rügemer 2002). Dadurch wurde der spekulative Zwischenhandel aufgebläht, der mit dem realen Geschäft nichts mehr zu tun hatte, sondern vor allem die Preise für Energie in die Höhe trieb.<sup>44</sup> Bekannt wurde dieser Zusammenhang in der kalifornischen »Stromkrise« im Winter 2000. Durch diese künstlich hervorgerufene Stromknappheit wurden die Preise weiter in die Höhe getrieben. Stadtwerke mussten den Strom zu völlig überhöhten Preisen kaufen und weiterverkaufen. ENRON verdiente sich eine goldene Nase. Laut Loretta Lynch, der Vorsitzenden der kalifornischen Staatsenergiekommission, wurde während der Stromkrise mehr Strom exportiert als zuvor. Der Export war aber kein realer, sondern geschah mit Hilfe von Handelskontrakten. Eine tat-

sächliche, physische Stromknappheit hatte es nie gegeben (Rügemer 2002). Die umfangreichen Derivatekontrakte, die teilweise Stromlieferungen mit einer Laufzeit von 29 Jahren beinhalteten, ließen nicht nur die Preise in spektakuläre Höhen steigen. Die Phantasiepreise bzw. -gewinne wurden, obwohl noch gar nicht realisiert, in den Bilanzen verbucht.

Laut Buffet und Hafner sind ENRONs Praktiken der Bilanzfälschung keineswegs ungewöhnliche Begleiterscheinungen in der Branche. Fast überall werden Ermessensspielräume legal so genutzt, dass lohnende Gewinne für die zuständigen Händler oder deren Chefs entstehen (Buffet 2003). Aufgrund der Marktmacht von ENRON (an der Spitze der Energieunternehmen und siebtgrößtes US-Unternehmen) und seines politischen Einflusses (u.a. durch äußerst großzügige Wahlkampfspenden) wurden diese Spielräume allerdings vom ENRON-Konglomerat am aggressivsten genutzt (Hafner 2002).

Als weitere Ursache für Missmanagement und Bilanzmanipulation sind Aktienoptionen zu nennen. Aktienoptionen sind nach Meinung von Experten die bekannteste Methode der Selbstbereicherung auf Managementebene. Ob die Kurse steigen oder sinken, mit Hil-

Eine reale Stromknappheit hatte es in der kalifornischen »Stromkrise« 2000 nie gegeben. Stattdessen hatte der spekulative Handel mit Derivaten die Preise in die Höhe getrieben und darüber hinaus die Bilanzen aufgebläht.

<sup>44</sup> Ein pikantes Detail des Falls ENRON sind die Verbindungen des Unternehmens zur Familie des US-Präsidenten Bush jun.

fe von Optionen ist der Rückgriff auf reale Unternehmenswerte auch bei sinkenden Kursen möglich. Um Call-Optionen richtig auszunutzen, ist allerdings die vorherige Bilanzaufblähung notwendig. Denn die Halter von Call-Optionen setzen ja bekanntlich auf

steigende Kurse. Damit lohnende Gewinne entstehen, müssen die Basiswerte (hier die Aktiva) mit höheren Werten angesetzt werden. Auch die UNCTAD weist in einem Papier auf die durchaus legalen Möglichkeiten der Bilanzaufblähung hin (UNCTAD 2003).

## 4.6 Die Strategien der Hedge-Fonds: Der Fall LTCM

Hedge-Fonds operieren in regulierungs- und aufsichtsfreien Räumen, sogenannten Offshore-Zentren. Sie sind private und weithin unkontrollierte Investmentgesellschaften für reiche Vermögensbesitzer. Sie müssen nicht bei der US-Börsenaufsicht registriert sein, können sich soviel Fremdkapital leihen wie sie wollen bzw. soviel, wie sie von den Banken bekommen. Die Zusammensetzung ihrer Portfolios ist größtenteils geheim, im Gegensatz zu anderen Fonds müssen sie dabei nicht auf *Risikostreuung (-diversifizierung)* achten (Lowenstein 2001).

Mit der eigentlichen Bedeutung des *Hedgings*, also mit Kurssicherungsgeschäften, haben sie demnach nichts zu tun (Krugman 1999). Vorrangiges Handlungsmotiv ist die Gewinnerzielung bzw. -maximierung. Denn die Funktion des *Hedgings* besteht darin, potenzielle Verluste durch kompensatorische Gegengeschäfte abzudecken. Hedge-Fonds hingegen versuchen zielgerichtet, die Marktschwankungen optimal für sich zu nutzen.

Die typische Strategie dabei ist, Verkaufspositionen (Short-Positionen/Leerverkäufe, *Baissespekulation*) mit Kaufpositionen (Long-Positionen, *Haussespekulation*) zu kombinieren. Wenn die äußerst risikoreichen *Spekulationen* aufgehen, sind hohe Gewinne (relativ zum Einsatz) zu erwarten.

Dies hat vor allem mit der *doppelt hebelverstärkten Spekulation* zu tun, die ein Markenzeichen der Hedge-Fonds sind:

- erstens dadurch, dass ihr *Trading* auf den Märkten größtenteils kreditfinanziert<sup>45</sup> ist;

<sup>45</sup> Hier wirkt der Hebel bzw. *Leverage Effekt*, wenn die Renditen des eingesetzten Gesamtkapitals höher sind als die Fremdkapitalverzinsung.

- der zweite Hebel sind die darauf aufbauenden, sehr komplexen Derivatmodelle.

Streng genommen braucht ein Fonds gar keine Eigenkapitalunterlegung, höchstens um den Partnern der eingegangenen Leerpositionen eine gewisse Sicherheit zu bieten. Meistens hängt – wie auf Finanzmärkten typisch – das »Vertrauen« (der Märkte) vom Rating bzw. vom guten Ruf (*Bonität*) des Akteurs ab. Sicher ist auch die Performance eines Fonds von Bedeutung, trotzdem sind die Bewertungen durch »unabhängige Institutionen« oft fragwürdig und unrealistisch. Häufig spielt dabei *Self Fulfilling Prophecy* eine Rolle.

Hedge-Fonds brauchen also nur einen Bruchteil des Kapitals, mit dem sie später spekulieren, und können Positionen aufnehmen, die das Einlagekapital um das Hundertfache übersteigen. Diese Tatsache sollte eigentlich Warnsignal genug sein. Dennoch geraten die komplexen Derivatmodelle erst dann in die Kritik, wenn sich die Erwartungen nicht erfüllen. Dann gerät das brüchige Fundament allerdings ziemlich schnell ins Wanken und kann rasch eine Krisenlawine nach sich ziehen.

Dennoch dürfen nun auch die vermögenden Bundesbürger am »Spekulieren mit erhöhtem Risiko« teilhaben. Das entsprechende Gesetz, das im Eilverfahren im Januar 2004 durchgedrückt wurde, erlaubt Hedge-Fonds nun auch in Deutschland, wo derlei umstrittene Finanzgeschäftspraktiken bisher nicht gestattet waren.<sup>46</sup>

Die wohl spektakulärste Pleite der Finanzgeschichte war der Beinahe-Zu-

<sup>46</sup> Das Investmentmodernisierungsgesetz, das die Zulassung von Hedge-Fonds regelt, ist Teil des im März 2003 von Finanzminister Eichel vorgestellten Finanzmarktförderplans 2006 (Handelsblatt, 09.07.03).

Aufgrund der Arbitragestrategien der »Hedger«, die kleinste Kursdifferenzen ausnutzen, können selbst geringe Marktbewegungen, die Anleger ansonsten nicht weiter berühren, Hedge-Fonds zu Fall bringen. Ein einprozentiger Anstieg oder Rückgang der Kurse kann Gewinne oder Verluste verdoppeln (Krugman 1999).

LTCM hatte eine bestimmte Vorstellung, wie hoch die Volatilität sein würde, und richtete seine Tradingstrategien danach aus.

sammenbruch des Long Term Capital Management Funds (LTCM) 1998. Das »Gehirn« des Fonds bestand aus einer exklusiven Mischung von Mathematikspezialisten, Wirtschafts-Nobelpreisträgern, Ex-Präsidenten der US-Zentralbank u.ä. – ein Zirkel, der Außenstehenden keinerlei Einblick gewährte und damit die Mythenbildung um den LTCM-Fonds förderte.

Die Handelsstrategie von LTCM, die für Hedge-Fonds nicht weiter ungewöhnlich ist, wurde in der Fachwelt »Relative-Value-Strategy« (siehe Box 7) genannt und konzentrierte sich auf den Anleihenmarkt. Anleihen wurden zeitgleich ge- und verkauft. Die *Spekulation* dahinter ist, dass sich die Spannen (*Spreads*) zwischen den Zinssätzen der Anleihen entweder erweitern oder sich annähern.<sup>47</sup> Gewöhnlich steigen und fallen die Kurse der Anleihen synchron zueinander. Die *Spreads* bewegen sich allerdings nicht so stark wie die Anleihen selbst. Die Spannen waren teilweise nur minimal. Um Gewinn zu erzielen, musste der Einsatz um ein Vielfaches erhöht werden. Deswegen nahm der Fonds Fremdkapital über das 20-30fache des Eigenkapitals auf (*doppelter Hebeleffekt*).

Die »*Risikostreuung*« des Fonds bestand darin, das Portfolio über die ganze Welt zu verteilen, in der Annahme, dass so kein einzelner Markt allein den Fonds drücken könnte (Lowenstein 2001: 60). Die Kapitalansammlung erwies sich schwieriger als angenommen, denn viele der auserkorenen Anleger trauten dem Fonds trotz der hochkarätigen Besetzung nicht recht. 1994 hatte John Meriwether, der Gründer des Fonds, seine Kapitalbeschaffungsaktion jedoch erfolgreich zu Ende geführt und konnte mit dem Aufbau seiner komplexen Modelle beginnen.

Gerade zu dieser Zeit drehte sich allerdings die Stimmung an der Wallstreet. Die Zinssätze befanden sich auf einem Tiefstand und Alan Greenspan, Präsident der Fed, der eine konjunkturelle Überhitzung befürchtete, setzte eine Erhöhung der kurzfristigen Zins-

sätze durch (die erste nach fünf Jahren). Doch statt die Märkte zu beruhigen, bewirkte die Erhöhung das Gegenteil. Die Kurse für Anleihen »purzelten« (Anleihenurse verhalten sich entgegengesetzt zu den Marktzinssätzen): Der Markt für festverzinsliche Wertpapiere verzeichnete Kursstürze in zweistelliger Höhe (z.B. sanken Treasury-Bonds um 16% gegenüber ihrem Höchststand). Das ist beträchtlich, da festverzinsliche langfristige Wertpapiermärkte sich normalerweise »sehr ruhig verhalten«. Die Verzinsung stieg um ca. 1,5%. Im Klartext bedeutete dies, dass die Anleger mit jedem Basispunkt (0,01%), um den die Zinssätze der Anleihen sanken, Millionenverluste in Kauf nehmen mussten (Lowenstein 2001: 68).

Dies führte in klassischem Herdenverhalten zu panikhaften Anleiheverkäufen, was den Trend wiederum verstärkte. Marktbeobachter wie das Wall-Street-Journal deckten immer neue Zusammenhänge auf scheinbar unabhängigen Märkten auf. So war bspw. nicht nur der Markt für Treasury-Bonds betroffen, sondern diverse andere Märkte, auf denen man unabhängiges Agieren für möglich gehalten hatte.

Die hohe Volatilität auf den Anleihenmärkten führte zu einer Erweiterung der *Spreads*, was Meriwether und dem LTCM sehr gelegen kam. Während ziemlich viele Marktakteure strauchelten und massive Verluste hinnehmen mussten, befand sich der LTCM auf der Gewinnerseite.<sup>48</sup> Das schaffte und förderte natürlich seinen Ruf in der Finanzwelt, und es gab so gut wie keine Schwierigkeiten mehr bei der Beschaffung von Fremdmitteln.

Auf die Verliererstraße geriet der Fonds erst vier Jahre später – 1998. LTCMs Erfolgsstrategie wurde in der Finanzwelt als der »Leerverkauf von Volatilität« bezeichnet. Die *Spekulation* auf eine bestimmte Volatilität beruhte auf dem Glauben an die *Black-Scholes-Formel*: Wird der Basiswert unsicherer, steigt der Preis für die Option. Kennt man den Preis einer Option, kann man wiederum die vom Markt erwartete Volatilität ableiten.

47 Die Zinssätze von Anleihen auf den internationalen Kapitalmärkten sind unterschiedlich hoch. Allgemein gilt: Steigen die Zinssätze der Anleihen, sinken ihre Preise. Diese Strategie, sich auf unterschiedliche Zinsspannen zu konzentrieren, ist ein typische Arbitragestrategie (Kursdifferenzen ausnutzen).

48 Eine sehr genaue Beschreibung der Geschäftsstrategien findet sich in Lowensteins Business Bestseller »Der große Irrtum«.

Es können in diesem Arbeitspapier nicht die gesamten Handelsgeschäfte von LTCM erläutert werden, nur soviel soll dazu gesagt werden: Der Faktor Mensch bzw. menschliches Versagen spielte anscheinend keine Rolle bei den Berechnungen. Es wurden Prämissen zugrunde gelegt, die stete marktideale Bedingungen – wie langfristig konstante Volatilität – widerspiegeln.

Wie es der Zufall wollte, trafen die rein auf Erwartungen beruhenden *Spekulationen* nicht ein. Hinzu kamen äußere Einflüsse wie die Russlandkrise, die zu massenhaftem Kapitalabfluss in sichere Anlagen führte. Kurzum, die komplexen Modelle brachen in sich zusammen. Die »Bestrafung« durch den Markt setzte ein. Die geheim ausgetüftelten Modelle und Praktiken wurden bekannt und ruinierten – jetzt, da sie sich als Fehlkonstruktion erwiesen hatten – den ohnehin angekratzten

Ruf von LTCM vollständig. In einer beispiellosen Rettungsaktion sprang die Fed ein. Außerdem zwang sie namhafte Banken<sup>49</sup>, die dem Fonds Kredite gewährt hatten und damit in das Netz aus Tausenden von Derivatgeschäften verstrickt waren, sich an der Rettungsaktion zu beteiligen, um einen Totalzusammenbruch von LTCM zu verhindern. Sie versammelte also die beteiligten Banker um sich und forderte nicht nur, die Tilgung der Kredite zeitweise auszusetzen, sondern dem Fonds nochmals 4 Mrd. US\$ zur Liquiditätssicherung zur Verfügung zu stellen.

Was lehrt das Debakel? Zum einen zeigt es, dass die Theorie von der Überlegenheit des »freien« Marktes und der privaten Akteure sich in der Praxis einmal mehr als falsch erwiesen hat. Wenn der Markt versagt – und angesichts der Komplexität des Derivatesystems muss er früher oder später zwangsläufig

Der Fonds befand sich nicht nur in einer massiven Liquiditätskrise: Zusätzlich wollten Gläubigerbanken ihre Kredite zurück.

#### Box 7

### Wie funktionieren Hedge-Fonds?

Die Bezeichnung Hedge-Fonds geht auf die Entstehungszeit dieser Fonds in den 40er Jahren des 20. Jahrhunderts zurück. Anders als der Name suggeriert, haben sie wenig bis gar nichts mehr mit »Absicherung« zu tun.

Hedge-Fonds-Manager handeln global etwa mit Aktien, Anleihen, Zinsen und Terminkontrakten. Sie suchen dabei nach Ineffizienzen und wollen einen absoluten Gewinn erzielen und nicht nur relativ zu einem Index (»Benchmark«) besser abschneiden. Die Abgrenzungen der einzelnen Strategien sind unscharf, die bekanntesten sind:

**Relative Value:** Hedge-Fonds mit dieser Strategie versuchen, Preisunterschiede bei ähnlichen Wertpapieren auszunutzen, bspw. zwischen →Wandelanleihen und Aktien eines Unternehmens. Aber auch mit Preisunterschieden von zueinander in Beziehung stehenden Märkten oder Finanzinstrumenten, wie etwa *Inter-Market-Spreads* (deutsche Zinsen gegen US-Zinsen), werden Gewinne erzielt.

**Global Macro:** Hier sollen gesamtwirtschaftliche Entwicklungen und Trends zum Erfolg führen. Bspw. kann man darauf spekulieren, dass sich die Zinssätze für EU-Beitrittskandidaten nach unten bewegen. Werden makroökonomische Modelle und Trendfolgesysteme eingesetzt, spricht man auch von »Directional Trading«.

**Event Driven:** Die Hedge-Fonds-Manager versuchen, Vorteile aus Sondersituationen wie Übernahmen (»Merger Arbitrage«) oder Insolvenzen zu ziehen.

**Equity Hedge:** Kauf von vermeintlich unterbewerteten Aktien mit guten Fundamentaldaten und Leerverkäufe von vielleicht zu hoch bewerteten Titeln (»Short Selling«).

Quelle: Lowenstein 2001

<sup>49</sup> Die Banken, die in die Krise verstrickt waren, sind Bankers Trust, Bear Stearns, Chase Manhattan, Goldman Sachs, J.P. Morgan, Lehman Brothers, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Salomon Smith Barney.

fig versagen – dann rufen auch dogmatische Neoliberale nach der Einmischung staatlicher Institutionen. Dabei machen sie sich den Umstand zu Nutze, dass von einem Crash nicht nur die Anleger betroffen sind, sondern leider viele Unbeteiligte. Denn während die Gewinne privat angeeignet werden, solange der Markt funktioniert, werden die Verluste sozialisiert und es kommt zu realwirtschaftlichen Verwerfungen, wenn nicht politisch interveniert wird.

Das führt zum Problem des sogenannten *Moral Hazard*, dass private Risikoträger dazu ermutigt werden, sich risikoreich zu verhalten, da sie damit rechnen können, im Notfall vom Staat herausgehauen zu werden (*Bail out*).

Die Risiken des Derivatehandels werden besonders deutlich in Verbindung mit den üblichen »Schwachstellen« der Finanzmärkte:

- Kredit- und Marktrisiko aufgrund von Marktinterdependenzen und Wechselbeziehungen der Kontraktpartner mit entsprechenden Rückkopplungseffekten und Kettenreaktionen;
- Marktkonzentrationen, wenige *Global Player*, die die Märkte unter sich bereits aufgeteilt haben;
- fehlende Transparenz;
- mangelhafte Aufsichts- oder Überwachungsbehörden.

Demgegenüber ist staatliche Intervention gefordert, bevor es zur Krise kommt. Strikte Regulierung mit ernstzunehmenden Sanktionen, effiziente Aufsichtsbehörden und sanktionsbewehrte Kontrolle sind gefragt. Besonders gefährliche Instrumente, wie Hedge-Fonds, sind schlicht und einfach zu verbieten.

## 5. Folgen für Entwicklungsländer

Instabilitäten auf den Finanzmärkten werden im Wesentlichen von Finanzmarktakteuren der hochentwickelten Länder des Nordens verursacht. Der Anteil der Entwicklungs- und Schwellenländer am globalen Derivatehandel ist eine zu vernachlässigende Größe. Er beläuft sich gerade einmal auf ein Prozent (IMF 2002). D.h. derivative Finanzinstrumente sind Produkte aus den und für die Industrieländer.

Wenn es zu Verwerfungen oder Krisenerscheinungen auf den Märkten kommt, zählen jedoch vor allem Entwicklungs- und Schwellenländer zu den geschädigten Volkswirtschaften. Denn sie sind Teil – und zwar der verwundbarste – der globalen Finanzmärkte. Am deutlichsten macht sich dies an den volatilen Kapitalflüssen in Entwicklungs- und Schwellenländer bemerkbar. Starke Schwankungen bei Kapitalflüssen, die in unmittelbarem Zusammenhang mit dem exzessiven globalen Derivategeschäft bestehen, verursachen externe Schocks. Viele Entwicklungsländer verfügen nicht über ein ausreichend stabiles Banken- oder Finanzsystem, das Turbulenzen und externe Schocks auf den Märkten auffangen bzw. abwehren kann (z.B. Kregel 1998). Aufgrund der dargelegten Interdependenzen und Rückkopplungseffekte sind sie selbst dann von den Konsequenzen der Entwicklungen auf den Finanzmärkten betroffen, wenn sie an diesen Märkten gar nicht teilnehmen.

Vor allem haben Entwicklungsländer in der Regel keine harte Währung, die in Krisenzeiten stabil bleibt<sup>50</sup>. Vielmehr kommt es in Krisen regelmäßig zu Abwertungen. Abwertung einer Währung bedeutet aber, dass der Außenwert einer Volkswirtschaft im internationalen Vergleich sinkt. Das führt neben möglichen kurzfristigen Exporterfolgen zur Erhöhung der Verschuldung in ausländischer Währung. Dies ist eines der gravierendsten Probleme von Entwick-

lungsländern, das wiederum nachhaltige Entwicklung stark einschränkt.

Hinzu kommt, dass die Akteure des Derivatehandels darauf drängen, bestehende Schutzmechanismen wie Kapitalverkehrskontrollen durch bilaterale und multilaterale Abkommen abzuschaffen. Angesichts ihrer ökonomischen Macht und dem damit verbundenen politischen Einfluss nicht ganz ohne Erfolg. So hat die EU in den WTO-Verhandlungen um das Dienstleistungsabkommen GATS zahlreiche Liberalisierungsforderungen der europäischen Dienstleistungsindustrie (darunter Finanzdienstleistungen) übernommen (Lipke/Vander Stichele 2003).

Auch Maßnahmen wie der Baseler Capital Accord – ein internationaler Standard für die Eigenkapitalunterlegung von Banken – sind für Entwicklungsländer nicht nur zu teure Instrumente. Sondern sie fördern darüber hinaus das Wachstum des Derivatehandels, wie die OECD in einem ihrer Berichte feststellt (Worldbank/OECD 2003).<sup>51</sup>

IWF und Weltbank betrachten die Rolle der Entwicklungsländer im Derivatehandel freilich von einer anderen Warte aus. So wird immer wieder argumentiert, Entwicklungsländer hätten Handelsnachteile in Kauf nehmen müssen, weil sie sich nicht die Vorteile von Derivaten zu Nutze gemacht hätten. Durch *Hedging* im Sinne eines volkswirtschaftlichen *Risikomanagements* sollten Entwicklungsländer sich mit Hilfe von Devisen- und Warentermingeschäften gegen Unsicherheiten von Preis- bzw. Kurs- oder Zinsrisiken absichern (Worldbank/OECD 2003). Nur am Rande wird dagegen auf die Risiken verwiesen.

Die Lösung der Weltbank für die auf globalen Märkten schwachen Volkswirtschaften sieht sehr einfach aus: Die Regierungen sollten sich vor allem von der Kreditfinanzierung durch Banken

Die schwachen Währungen der Entwicklungs- und Schwellenländer, die zudem das Spekulationspotenzial noch wesentlich erhöhen, und ein fragiles Bankensystem begünstigen Finanz- und Währungskrisen in diesen Ländern, die somit gegenüber externen Schocks umso verwundbarer sind.

<sup>50</sup> Ausführlicher dazu Griffith-Jones/Kimmis 2002.

<sup>51</sup> Mehr zu Basel I und II und deren Auswirkungen auf Entwicklungs- und Schwellenländer Griffith-Jones 2003 und Metzger 2004.

## 50

Weder ist es Entwicklungs- und Schwellenländern möglich, sich gegen Kursentwicklungen ihrer eigenen Währung zu schützen, noch gegen die generelle Abhängigkeit von internationalen Finanzmärkten. Diese Tatsache muss von regulierenden Institutionen berücksichtigt werden (UNCTAD Enquête Kommission 2002).

Protektionismus schützt vor externen Schocks.

lösen, weil dies – durchaus zutreffend – eine Quelle von Instabilität sei, und stattdessen auf die Emission von Anleihen und die dazugehörigen derivativen Instrumente setzen (Worldbank/OECD 2003). Voraussetzung dafür ist natürlich ein funktionierender Bankensektor und Know How im Umgang mit dem Derivategeschäft. Allerdings gibt es diesen Bankensektor sowie ausreichende Liquidität für den Handel mit Derivaten in den meisten Entwicklungsländern bisher nicht oder nur in unzureichendem Maße.

Statt an der Wurzel des Übels anzusetzen, d.h. die Ursachen der Stabilitätsrisiken – darunter vor allem die übereilte Integration in den Welt(finanz)markt – zu beseitigen und damit ein entwicklungsfreundliches weltwirtschaftliches Umfeld zu schaffen, soll das *Risikomanagement* verbessert werden. Statt die Ursachen der Brandgefahr vorbeugend zu beseitigen, wird den Entwicklungsländern empfohlen, selbst mit leicht brennbarem Material zu hantieren und die Feuerwehr aufzurüsten.

Solange jedoch das Recht des Stärkeren die Märkte beherrscht, bleibt den Entwicklungsländern keine andere Möglichkeit, als eine »Brandmauer« gegen die Feuergefahr zu errichten, d.h. durch Kapitalverkehrskontrollen, durch politische Kontrolle, aufsichtsrechtliche Mittel und andere Formen der Regulierung die eigene Volkswirtschaft zu schützen. Schützen heißt auf Lateinisch *protegere*. Es geht also um völlig legitimen Protektionismus.

Bisher ist es den neoliberalen Ideologen jedoch gelungen, Protektionismus in der Öffentlichkeit regelrecht zu dämonisieren und zum marktwirtschaftlichen Sündenfall *per se* zu erklären. Zwar betreiben Industrieländer selbst immer dann Protektionismus, wenn sie Branchen, die auf dem Weltmarkt nicht wettbewerbsfähig sind, schützen wollen – der Agrarprotektionismus der EU, der USA und Japans ist das bekannteste, wenn auch nicht das einzige Beispiel.<sup>52</sup> Von Entwicklungs- und Schwellenländern jedoch wird immer gefordert, ihre Märkte zu öffnen. Solange eine Volkswirtschaft aber nicht die nötige Ro-

52 Ganz zu schweigen von der Tatsache, dass der Norden seine Industrialisierung und damit den historischen Vorsprung vor dem Süden über Jahrzehnte hinweg durch rigorosen Protektionismus erreicht hat.

bustheit hat, um die externen Schocks von den Weltmärkten zu verkraften, ist es völlig legitim, durch selektiven Protektionismus – es geht natürlich nicht um totale Abschottung oder gar Autarkie – dafür zu sorgen, dass die interne Entwicklung nicht unter Druck von außen erstickt wird.

Ist erst einmal ein funktionierender Bankensektor und ein wirkungsvolles Aufsichtssystem etabliert, können dann auch schrittweise und wiederum selektiv einzelne Sektoren geöffnet werden. Diese Strategie war übrigens auch das Erfolgsrezept für den Aufstieg Japans und später der sogenannten Tigerstaaten, der einzigen Ländergruppe, welcher der entwicklungspolitische *Take off* tatsächlich gelungen ist. Die Asienkrise allerdings hat diese Staaten – vor allem Südkorea – zurückgeworfen. Zuvor sind die Tigerstaaten – sowie andere Länder der südostasiatischen Region<sup>53</sup> – von den großen Finanzmarktplayern sowie von IWF und Weltbank massiv zur Öffnung ihrer Finanzmärkte gedrängt worden. Währungsspekulation und Derivate haben als Auslöser der Finanzkrise eine Rolle gespielt.

Aber nicht nur die Derivatekontrakte deutscher, französischer und US-amerikanischer Banken haben die Kapitalflüsse nach Asien maßgeblich beeinflusst – die US-Zentralbank hat den größten Teil ihrer anfänglichen Verluste durch Kredit-Swap-Derivate-Kontrakte hinnehmen müssen. Auch haben viele Banken ihre Renditen nicht direkt mit Währungsspekulationen, sondern mit dem Arrangieren des Handels und den dafür fälligen Gebühren und Provisionen erzielt – ganz ohne Einsatz von Kapital.

Im Zusammenhang mit den Spekulationen im Vorfeld der Asienkrise machte sich übrigens der »Link« zwischen den einzelnen Märkten bemerkbar. So wurde schon kurz nach der Krise im Jahr 1998 festgestellt, dass »der Kollaps auf den asiatischen Währungsmärkten in unmittelbarem Zusammenhang mit anderen Wertpapiermärkten« stand (Chakravarthi (nach Kregel) 1998).

53 Hierzu zählen die Newly Industrializing Countries (NICs) wie Indonesien, Malaysia, die Philippinen und Thailand. Gerade diese Ländergruppe hatte am stärksten unter den Folgen der Asienkrise zu leiden.

Abschließend bleibt zu sagen: Gegen das *Hedging* wäre letztlich nichts einzuwenden, wenn es im Schuldenmanagement dazu genutzt würde, das Wechselkurs- und Zinsänderungsrisiko zu kontrollieren, um Entwicklungs- und Schwellenländer gegen den Preisverfall auf den Weltmärkten zu schützen. Trotzdem scheint das *Risikomanagement* mit Hilfe von Instrumenten, die angesichts mangelnder Transparenz und Kontrolle selbst ein hohes Risikopotenzial bergen, höchst fragwürdig.

## Glossar

**Aktie (auch Share, Stock):** →Wertpapier mit Recht an einem Bruchteil des Grundkapitals (→Nennwert aller ausgegebenen Aktien) einer Aktiengesellschaft: Aktionäre sind Miteigentümer.

**Aktienindex:** Indikator, der den →Kurs der im jeweiligen Index zusammengefassten Aktien abbildet (z.B. Deutscher Aktienindex (DAX), Dow Jones, Natur-Aktien-Index (NAI)).

**Anleihe (auch Bond, Loan, Obligation, Rentenwert, Schuldverschreibung):** →Wertpapier mit Recht auf feste Verzinsung und Tilgung: Anleihenhalter sind Gläubiger.

**Ausfallrisiko:** Risiko des Zahlungsausfalls, Anteilseignerrisiko (z.B. bei Aktionären) oder Gläubigerrisiko.

**Ausgleichszahlung (auch Cash Settlement):** Barausgleich im Termin- bzw. Derivategeschäft anstatt physischer Lieferung des →Basistitels.

**Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ):** »Zentralbank der Zentralbanken« mit Sitz in Basel, reguliert internationale Finanzmarkttransaktionen.

**Basispreis (auch Ausübungspreis, Exercise Price, Strike Price):** Zum Zeitpunkt der Geschäftsvereinbarung ausgehandelter Preis (→Kurs) eines Termin- bzw. Derivategeschäfts.

**Basistitel (auch Basiswert, Underlying, Underlying Asset, Underlying Instrument):** Der einem Derivat zugrunde liegende Vermögenswert, kann z.B. eine Ware, ein →Wertpapier oder eine Währung sein.

**Bretton-Woods-System:** System mit festen Wechselkursen der Hauptwährungen und dem US-Dollar als Leitwährung. 1944 in dem US-amerikanischen Wintersportort Bretton Woods vereinbart. Wurde 1973 aufgekündigt und die festen Wechselkurse wurden durch frei am Markt sich bildende Kurse ersetzt. Das Bretton-Woods-System sollte eine Weltwirtschaftskrise wie die von 1929 verhindern.

**Clearingstelle:** Abrechnungsstelle z.B. für den Handel mit Futures und anderen →Wertpapieren. Hier werden Forderungen und Gegenforderungen verrechnet (saldiert).

**Deregulierung:** Maßnahmen zum Abbau von Gesetzen, Verordnungen und Vorschriften, z.B. auf Finanzmärkten. Geht mit →Liberalisierung einher.

**Emission:** Erstausgabe von →Wertpapieren.

**Euromärkte:** Allgemeiner Begriff für Märkte mit Finanztransaktionen, die in einer anderen als der Landeswährung getätigt werden.

**Fungibilität (Adj. fungibel):** Bezeichnung für leichte Austauschbarkeit, insbes. marktgängige Handelbarkeit. Diese trifft i.d.R. auf börsengehandelte und entsprechend standardisierte Finanzprodukte zu, etwa auf Futures im Gegensatz zu Forwards.

**Genussschein:** →Wertpapier, weniger standardisiert als →Aktie oder →Anleihe, umfasst i.d.R. Recht am Reingewinn (Unternehmenserträge abzgl. Kosten) und Liquidationserlös.

**Glattstellung (auch Offsetting):** Schließung einer →offenen Position im Termin- bzw. Derivategeschäft vor ihrem Verfallstermin, z.B. beim →Leerverkauf anschließender Kauf der entsprechenden →Basistitel (so aufgrund gefallener →Kurse).

**Kapitalverkehrskontrollen:** Gesetze, Verordnungen und Vorschriften (u.a. steuerlicher Art), die den Zu- und Abfluss ausländischen Kapitals regulieren.

**Kurs(wert):** Marktpreis (Preis in Abhängigkeit von Angebot und Nachfrage) für →Wertpapiere, Devisen oder Waren (im Gegensatz zum →Nennwert).

**Leerverkauf (auch Blankoverkauf):** Verkauf von →Wertpapieren, ohne diese zum Zeitpunkt der Geschäftsvereinbarung zu besitzen. Der Leerverkäufer spekuliert auf fallende →Kurse, um die Papiere zum Erfüllungszeitpunkt billiger einkaufen zu können (siehe Kapitel 3.1, Leerverkäufe).

**Liberalisierung:** Internationale Marktöffnung nationaler Märkte, so für international orientierte Investoren. Geht mit →Deregulierung einher.

**Nachschussforderung (auch Nachschusspflicht):** Über die Einlage hinaus gehende Sicherheitsnachforderung, so der Margin Call beim Future (siehe Kapitel 2.2, Margins).

**Nennwert (auch Nennbetrag, Nominalwert, Nominalbetrag):** Allgemein: auf einem →Wertpapier angegebener Geldbetrag (im Gegensatz zum →Kurswert). Hier entsprechend der Betrag der den Derivaten zugrunde liegenden →Basistitel.

**Offene Position:** Ungedecktes Termin- bzw. Derivategeschäft, z.B. →Leerverkauf.

**Offshore-Zentrum:** Ort ohne reguläre Banken- und Steueraufsicht, z.B. in Teilen Londons, Luxemburgs, New Yorks, Singapurs und der Karibik. Anlagemöglichkeit für Hedge-Fonds.

**Oligopolisierung:** Tendenz, dass wenige einflussreiche Anbieter (oder Nachfrager) den Markt bestimmen.

**Performance:** Anlageertrag eines →Wertpapiers oder →Portfolios.

**Portfolio-(auch Portfeuille-)diversifizierung:** Gesamtbestand der →Wertpapiere und sonstigen Geldanlagen (Sparbuch, Münzen, etc.) einer privaten oder juristischen Person. Die Kombination der verschiedenen Anlageformen dient der Risikostreuung.

**Securitization:** →Wertpapierunterlegung (Verbriefung) von Forderungen.

**Treasury-Bond (auch T-Bond):** →Anleihe in den USA mit 30-jähriger Laufzeit.

**Volatilität:** Statistisches Maß für die Preis- bzw. →Kurschwankungen von →Wertpapieren, Zinssätzen, Devisen oder Waren. Je höher die Volatilität, desto höher sind Ausmaß und Häufigkeit der Schwankungen.

**Wandelanleihe:** →Wertpapier, das neben dem Recht auf feste Verzinsung und Tilgung das Wandlungsrecht in Aktien verbrieft.

## Literatur

- Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) 1998-2003: Jahresberichte 68, 69, 71, 72, 73, Basel
- Bestmann, Uwe 2000: Finanz- und Börsenlexikon, 4. Auflage, C.H. Beck Verlag, München
- British Banker's Association (BBA) 2001/2002: Credit derivatives report 2001/2002, [www.bba.org.uk/pdf/58304.pdf](http://www.bba.org.uk/pdf/58304.pdf)
- Büschgen, Hans E. 1989: Das kleine Börsenlexikon, 18. aktualisierte Auflage, Verlagsgruppe Handelsblatt, Köln
- Buffet, Warren 2003: Derivate sind Zeitbomben für's Finanzsystem, Netzzeitung 04/März 2003, [www.netzzeitung.de/wirtschaft/229245.html](http://www.netzzeitung.de/wirtschaft/229245.html)
- Bundesrechnungshof 1999, [www.rechnungshof-rlp.de/Jahresberichte/Jahresbericht\\_1999/Tz24\\_1999.pdf](http://www.rechnungshof-rlp.de/Jahresberichte/Jahresbericht_1999/Tz24_1999.pdf)
- Chakravarthi, Ragvahan 1998: OTC derivatives played an important role in Asian crises, [www.sunsonline.org/trade/process/followup/1998/12180198.htm](http://www.sunsonline.org/trade/process/followup/1998/12180198.htm)
- Deutsche Bundesbank 2003: Monatsbericht Januar 2003, Frankfurt/M.
- Deutscher Bundestag 2002: Schlussbericht der Enquete Kommission Globalisierung der Weltwirtschaft – Herausforderungen und Antworten. Kapitel 2 – Finanzmärkte, Drucksache 14/9200, Berlin
- Dodd, Randall 2001: The Role of Derivatives in the East Asian Crisis. Special Policy Report 1, Financial Policy Forum – Derivatives Study Center, Washington DC
- Esser, Werner 1999: Futures, Optionen, Anleihen, Bonn
- Europäische Zentralbank (EZB) 2003: Jahresbericht 2002, Frankfurt/M.
- Financial Times 05.11.03: FT Special Report Derivatives. Focus on a key financial market at a critical point
- Financial Times Deutschland 16.09.03, Sonderbeilage Derivate
- Fortune Business Magazine März 03: What worries Warren. Avoiding a ‚Mega-Catastrophe‘, [www.fortune.com/fortune/investing/articles/0,15114,427751,00.html](http://www.fortune.com/fortune/investing/articles/0,15114,427751,00.html)
- Griffith-Jones, Stephany 2003: How to Prevent the New Basle Capital Accord Harming Developing Countries, Paper presented at the IMF-World Bank Annual Meetings at Dubai in September 2003, Institute of Development Studies/ University of Sussex, Brighton
- Griffith-Jones, Stephany/ Kimmis, Jenny 2002: International Financial Volatility, Research Paper, Harvard University, Cambridge, [www.ksg.harvard.edu/gei/Text/Background\\_Papers/Griffith\\_Kimmis.pdf](http://www.ksg.harvard.edu/gei/Text/Background_Papers/Griffith_Kimmis.pdf)
- Hafner, Wolfgang 2002: Im Schatten der Derivate. Das schmutzige Geschäft der Finanzelite mit der Geldwäsche, Eichborn-Verlag, Frankfurt/M.
- Huffschmid, Jörg 2002: Politische Ökonomie der Finanzmärkte, Hamburg
- IMF 2002: World Economic and Financial Survey. Global Financial Stability Report. Chapter IV: The role of financial derivatives in emerging markets, December 2002, [www.imf.org/external/pubs/FT/GFSR/2002/04/pdf/gfsr1202.pdf](http://www.imf.org/external/pubs/FT/GFSR/2002/04/pdf/gfsr1202.pdf)
- International Financial Services London (IFSL) 2003: International Financial Markets in the UK. Derivatives, [www.ifsl.org.uk/uploads/RP\\_IFM\\_2003\\_05.pdf](http://www.ifsl.org.uk/uploads/RP_IFM_2003_05.pdf)
- Jeanneau, Serge 2001: Märkte für derivative Instrumente, in: BIZ Quartalsbericht Juni 2002
- Jeanneau, Serge 2002: Derivatives markets, in: BIS Quarterly Review June 2002
- Jeanneau, Serge 2003: Derivatives markets, in: BIS Quarterly Review June 2003

- Keynes, John Maynard 1973: *The General Theory of Employment, Interest and Money*, first edition 1936, London
- Keynes, John Maynard 1983: *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*, unveränderter Nachdruck von 1936, Berlin
- Kregel, Jan 1998: *Derivatives and Global Capital Flows: Application to Asia*, UNCTAD Working Paper No.246, New York
- Krugman, Paul 1999: *Die große Rezession: Was zu tun ist, damit die Weltwirtschaft nicht kippt*, Frankfurt/M., New York
- Lipke, Isabel/ Vander Stichele, Myriam 2003: *Finanzdienstleistungen in der WTO: Lizenz zum Kassieren?*, WEED-Arbeitspapier, Berlin
- Lowenstein, Roger 2001: *Der große Irrtum. Die spektakuläre Geschichte vom Aufstieg und Niedergang des raffiniertesten Investmentfonds aller Zeiten*, Stuttgart/München
- Lütz, Susanne 2002: *Der Staat und die Globalisierung von Finanzmärkten: regulative Politik in Deutschland, Großbritannien und den USA*, Campus-Verlag, Frankfurt/M. u.a.
- Metzger, Martina 2004: *Basle II – Benefits for Developing Countries?*, Working Paper, Berliner Institut für Finanzmarktforschung
- Netzeitung.de Januar 03, [www.netzeitung.de/wirtschaft/223460.html](http://www.netzeitung.de/wirtschaft/223460.html)
- Office of the Comptroller of the Currency (OCC) 2003: *Bank Derivatives Report. Third Quarter 2003*, [www.occ.treas.gov/ftp/deriv/dq303.pdf](http://www.occ.treas.gov/ftp/deriv/dq303.pdf)
- Rügemer, Werner 2002: *Enron, Anderson, Worldcom & Co. Wie die US-Wirtschaft größer erscheint als sie ist*, [www.verde.de/0x0ac80f2b\\_0x00025e5f;international&action=verdi\\_show\\_einfache\\_seite.action](http://www.verde.de/0x0ac80f2b_0x00025e5f;international&action=verdi_show_einfache_seite.action)
- Schäfer, Klaus 2003: *Märkte für Derivate*, Vorlesung Derivate, Leopold Franzens Universität Innsbruck, [www.schaefer-world.de/Klaus\\_Schaefer/Derivatives/Kap3.pdf](http://www.schaefer-world.de/Klaus_Schaefer/Derivatives/Kap3.pdf)
- Schäfer, Wilhelm 1999: *Fachwörterbuch Finanzen, Banken, Börse, Teil I u. II Englisch-Deutsch/Deutsch-Englisch*, 3. Auflage, C.H. Beck Verlag, München
- Schaufuß, Anke 2003: *Controlling von Finanzinnovationen bei Universalbanken*, [www.htwm.de/ww/teachware/profsch/ss03/gesamt.pdf](http://www.htwm.de/ww/teachware/profsch/ss03/gesamt.pdf)
- Schmidt, Martin 1999: *Derivative Finanzinstrumente. Eine anwendungsorientierte Einführung*, Schäffer-Poeschel Verlag, Stuttgart
- Scholz, Wilfried Stephan 2000: *Hedging und Hedge Fonds*, Seminar zum Kapitalmarktrecht, Sommersemester 2000
- Seifert-Granzin, Jörg 1996: *Finanzderivate – Formen, Märkte, Crash, Kontrollen*, Werkstattbericht 15, [www.woek.de/pdf/glob\\_finanzderivate.PDF](http://www.woek.de/pdf/glob_finanzderivate.PDF)
- Setton, Daniela 2002: *Von Bretton Woods zu Global Finance: die Transformation der Weltfinanzordnung*, in: *Finanzmärkte und Entwicklung. Eine kritische Auseinandersetzung mit der Rolle der internationalen Finanzmärkte in Entwicklungsländern*, WEED (Hg.), Berlin, S.36-53
- UNCTAD 2003: *A Primer on new techniques used by the sophisticated financial fraudster*, New York
- Uszczapowski, Igor 1999: *Optionen und Futures verstehen. Grundlagen und neue Entwicklungen*, 4. Auflage, C.H. Beck Verlag, München
- Worldbank 1999: *Using markets to deal with commodity price volatility. PREM Notes, Nr.13*, [www1.worldbank.org/prem/PREMnotes/premnote13.pdf](http://www1.worldbank.org/prem/PREMnotes/premnote13.pdf)
- Worldbank, IBDR 2001: *Hedging Booklet*, [www.worldbank.org/fps/pdf/english\\_hp.pdf](http://www.worldbank.org/fps/pdf/english_hp.pdf)
- Worldbank 2003, [www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/oecdwb5/overview.html](http://www.worldbank.org/wbi/banking/capmarkets/oecdwb5/overview.html)
- Worldbank/OECD 2003: *Global and local bond markets: A financial stability perspective. Fifth Annual OECD-World Bank Bond Market Forum*, June 2003, Washington DC



# Weltwirtschaft, Ökologie & Entwicklung



# weed

weed wurde 1990 gegründet und ist eine unabhängige Nichtregierungsorganisation. Wir sind mit dem Ziel angetreten, in der Bundesrepublik Deutschland mehr Bewusstsein für die Ursachen der weltweiten Armut- und Umweltprobleme zu schaffen. weed engagiert sich in nationalen und internationalen Netzwerken und führt Organisationen und Initiativen in Nord und Süd zusammen.

## Themenschwerpunkte:

- Internationale Verschuldung, Entschuldungsinitiativen und die Rolle Deutschlands
- IWF und Weltbank: Politik, Projekte und Programme
- Reform und Demokratisierung der internationalen Finanzmärkte
- Internationale Handelspolitik und WTO
- Nord-Süd-Politik der Europäischen Union
- Reform und Demokratisierung des UN-Systems

## Die Instrumente unserer Arbeit:

- Wir erstellen Recherchen, Hintergrundmaterialien und Arbeitspapiere, z.B. den periodisch erscheinenden »weed-Schuldenreport«.
- weed führt Kampagnen durch, informiert politische Entscheidungsträger und interveniert in politische Entscheidungsprozesse.
- Wir wollen Bewusstsein schaffen durch die Veranstaltung von Seminaren, Workshops und Tagungen. Wir kooperieren intensiv mit Medien und betreiben Öffentlichkeitsarbeit.
- weed arbeitet in nationalen und internationalen NRO-Netzwerken mit.
- weed gibt den monatlichen Informationsbrief »Weltwirtschaft & Entwicklung« heraus.

## Schreiben Sie uns oder rufen Sie

### einfach an:

#### weed

Bertha-von-Suttner Platz 13, 53111 Bonn

Tel.: +49 - (0)228 - 766 13 - 0

Fax: +49 - (0)228 - 69 64 70

[weed@weed-online.org](mailto:weed@weed-online.org)

[www.weed-online.org](http://www.weed-online.org)

#### weed

Torstr. 154, D-10115 Berlin

Tel.: +49 - (0)30 - 27 58 - 21 63

Fax: +49 - (0)30 - 27 59 - 69 28

## weed bewegt – bewegen Sie weed!

### Unterstützen Sie die Arbeit von weed und spenden Sie:

Sparda-Bank Köln (BLZ 370 605 90)

Konto-Nr. 947 466

oder online Spenden <http://www.weed-online.org/about/spenden/index.html>

### Werden Sie Mitglied:

Einfach das Formular zum Beitritt unter <http://www.weed-online.org/about/join.html> ausfüllen.

## Weitere Publikation zum Thema:

**Finanzdienstleistungen in der WTO: Lizenz zum Kassieren? Eine zivilgesellschaftliche Kritik der Liberalisierung von Finanzdienstleistungen im Rahmen der GATS-Verhandlungen**

### Aus dem Inhalt:

- Struktur der Finanzdienstleistungsindustrie
- Das Finanzdienstleistungsabkommen in der WTO-Handelsrunde
- Risiken für Finanzstabilität und Entwicklungsländer
- Zivilgesellschaftliche Vorschläge

Autorinnen: Isabel Lipke, Myriam Vander Stichele

44 Seiten, Preis: 2,50 Euro, zzgl. Versandkosten



## Informationsbrief

### Weltwirtschaft & Entwicklung

Kurz, kompetent, kompakt: Monatlich das Wichtigste über Globalisierung, Nord-Süd-Politik und internationale Ökologie

12 W&E-Informationsbriefe und ca. 6 W&E-Sonderdienste pro Jahr mit orientierenden **Kurzanalysen**, informativen **Fachartikeln** und Beiträgen zur **Strategiediskussion** der Zivilgesellschaft. **W&E-Update** und **W&E-Info-spiegel** mit Kurzinfos, Lesehinweisen und ausführlicher Terminvorschau.

Jahresabo für Einzelpersonen Euro 30,- Euro, für Institutionen, Organisationen und Medien 60,- Euro, jeweils zzgl. Versandkosten.

Bestellungen: WEED, Torstr. 154, 10115 Berlin, Fax: 030/27596928, oder <http://www.weed-online.org/publikationen/bestellung/>

Abos und kostenlose Probeexemplare: WEED, Torstr. 154, 10115 Berlin, Tel. 030/27582163, Fax 27596928, e-mail: [weed@weed-online.org](mailto:weed@weed-online.org), Internet: [www.weed-online.org](http://www.weed-online.org)

**ISBN: 3-937383-08-5**