

Den Dschungel der Derivatemärkte lichten

Seit 1985 gab es weltweit dreißig Banken- und Finanzkrisen. Oft spielten dabei Derivate eine zentrale Rolle. Dies gilt besonders für die letzte Krise: Erst durch Derivate landeten US-Hypothekenkredite in den Portfolios deutscher Banken. Erst durch Derivate waren die Finanzinstitute so stark vernetzt, dass die Finanzmärkte in einer Vertrauenskrise kollabierten. Bislang finden bis zu 90 Prozent des Derivatehandels außerhalb regulierter Märkte statt. Dort müssen keine Details wie Volumen oder Preis offengelegt werden. Niemand weiß, wer welche Derivate hat und wie stark mit wem über Derivate verflochten ist. Deswegen haben die Regulierer den außerbörslichen Derivatehandel schon bald nach Ausbruch der Krise ins Visier genommen.

Signal aus Pittsburgh

Selbst die notorisch uneinigen Regierungen der G20 konnten sich 2009 in Pittsburgh zu einer Reihe von Beschlüssen zur Finanzmarktregulierung zusammenraufen. Die Beschlüsse zum Derivatehandel werden in der EU teils durch die Verordnung EMIR (European Market Infrastructure Regulation) umgesetzt, teils durch die laufende Überarbeitung der EU-Wertpapierhandelsrichtlinie MiFID.

Mit EMIR müssen Derivateverträge an ein zentrales Transaktionsregister gemeldet werden. Darüber hinaus müssen standardisierte Derivate über ein Clearinghaus abgewickelt werden. Der Bundestag hatte in einem Ausführungsgesetz nur noch kleinere Details zu regeln. Seine Gesetzgebung war also ein eher handwerklicher als politischer Akt. Damit die Verordnung ihre volle Wirkung entfalten kann, muss die ESMA noch einige fehlende technische Standards ausarbeiten. Als Standardsetzer dürfte die ESMA mehr Gestaltungsmöglichkeiten haben, als sie der Bundestag hatte.

Die Risiken des Derivatehandels bleiben immer noch groß. Gegenüber dem heutigen Wildwest-Regime ist EMIR eindeutig eine Verbesserung. Insgesamt wird mit EMIR der Derivatehandel deutlich transparenter und etwas sicherer. Doch dies darf nicht darüber hinwegtäuschen, dass der Derivatehandel nach wie vor große Risiken für die Finanzstabilität birgt.

Künftig müssen standardisierte Derivate über Clearinghäuser abgewickelt werden. Dieses springt ein, falls eine der beiden Transaktionsparteien ausfällt. Damit fällt das sogenannte Gegenparteirisiko weg. Das Clearinghaus erhebt für seine Dienste Sicherheitsleistungen (sogenannte Margins). Ändert sich die Marktlage, kann das Clearinghaus Nachschüsse anordnen (Margin Call). Der Clearingteilnehmer

handelt sich damit ein Liquiditätsrisiko ein, nämlich dass er seine Nachschusspflicht nicht erfüllen kann. Der Film „Margin Call“ setzt den Kollaps einer Großbank durch einen „Margin Call“ eindrucksvoll in Szene. Das Liquiditätsrisiko kann durchaus beachtlich sein: Der US-Versicherungskonzern AIG kollabierte wegen einer Nachschusspflicht in Höhe von 18 Milliarden US-Dollar.¹⁾

Risiko beim Clearinghaus

Das Clearinghaus unterliegt selbst dem Risiko, dass es beim Ausfall einer Transaktionspartei die Forderungen der Gegenparteien nicht erfüllen kann. Doch die Pleite eines Clearinghauses wäre ein gewaltiger Schock für das Finanzsystem. Es dürfte schlicht „zu groß zum Scheitern“ sein. Wenn die Sicherungslinien reißen, werden also wieder die Steuerzahlerinnen und Steuerzahler dafür geradestehen müssen. Wird ein Clearinghaus, welches im Wettbewerb mit anderen Clearinghäusern steht, verantwortungsvoll mit dem Privileg der Systemrelevanz umgehen? Davon sollte man besser nicht ausgehen.

Nur „standardisierte“ Derivate unterliegen jedoch einer Clearingpflicht. Welche Derivate als standardisiert gelten, regeln von der ESMA ausgearbeitete Standards. Die ESMA steckt dabei in einer Zwickmühle: Definiert sie Standardisierung sehr weit, muss das Clearinghaus auch für hochkomplexe Derivate risikogerechte Sicherheitsleistungen einfordern. Damit dürfte es überfordert sein. Fordert es zu niedrige Sicherheitsleistungen, riskiert es seinen Ruin. Fordert es zu hohe Sicherheitsleistungen, gehen die Kunden womöglich zur Konkurrenz. Definiert die ESMA dagegen Standardisierung sehr eng, würden viele Derivate dem Clearingzwang entgehen. Dann würden aber auch die Gegenparteirisiken des

Dr. Axel Troost, MdB, Finanzpolitischer Sprecher, Fraktion DIE LINKE, Berlin

Mit dem EMIR-Ausführungsgesetz sieht der Autor den Derivatehandel zwar deutlich transparenter und etwas sicherer. Doch er registriert auch unter den neuen Rahmenbedingungen noch große Risiken für die Stabilität der Finanzmärkte. Zwei seiner Fragen: Wie eng oder weit werden die künftig einer Clearingpflicht unterliegenden „standardisierten Derivate“ definiert? Und werden die einzubeziehenden Clearinghäuser, die untereinander durchaus im Wettbewerb stehen, verantwortungsvoll mit dem Privileg der Systemrelevanz umgehen? Der Autor gibt sich an dieser Stelle vorsichtig und fordert, die Finanzmärkte auch in Bezug auf die Derivatemärkte drastisch zu schrumpfen und ihre Komplexität zu reduzieren. Nur diejenigen Finanzprodukte, die gesamtwirtschaftlich nützlich, verständlich und von den Risiken beherrschbar sind, sollten von einem „Finanz-TÜV“ zugelassen werden. (Red.)

außerbörslichen Handels umso weniger verringert.

Aus all diesem wird die entscheidende Schwäche ersichtlich: Eine wirksame Regulierung darf die Abwicklung von Derivaten nicht nur sicherer machen, sondern sie muss den Dschungel der Derivatemärkte lichten. Dies gilt für das Volumen insgesamt wie auch für bestimmte Arten von Derivaten.

Derivate: Theorie und Praxis

Derivate sind Finanzinstrumente, deren Preis von der Preisentwicklung einer zugrunde liegenden Bezugsgröße abhängt. Sie dienen in der Theorie der Absicherung von Risiken. Das schwindelerregende Volumen der Derivatemärkte lässt sich aber nicht mehr durch bloße Absicherungsgeschäfte erklären. Der weltweite außerbörsliche Derivatemarkt umfasst im Nennwert etwa das neunfache der jährlichen Weltwirtschaftsleistung.²⁾ Die Finanzkrise hat das rasante Wachstum zwar gestoppt. Zu einem merklichen Rückgang kam es bisher aber nicht.

Durch den geringen Kapitaleinsatz sind Derivate erstklassige Spekulationsinstrumente. Zur Bereitstellung von Liquidität und zur Preisfindung können Spekulanten in gewissem Maß nützlich sein. Doch schon von John Maynard Keynes ist überliefert: „Spekulanten mögen als Luftblasen auf einem steten Strom des Unternehmertums keinen Schaden anrichten. Aber die Lage wird ernst, wenn das Unternehmertum die Luftblase auf einem Strudel der Spekulation wird.“³⁾ In einer Welt voller Spekulanten sind nicht mehr realwirtschaftliches Angebot und Nachfrage ausschlaggebend für die Preisbildung.

Die Finanzmärkte neigen umso stärker zum Eigenleben, welches geprägt ist von Blasen, Herdenverhalten und anderen spekulativen Exzessen. Seit etwa immer mehr Finanzinvestoren in das Geschäft

mit Rohstoffderivaten eingestiegen sind, folgen die Rohstoffpreise immer mehr dem allgemeinen Trend an den Finanzmärkten. Die damit zusammenhängenden Kapriolen wirken wiederum auf die Realwirtschaft zurück: Unternehmen werden gezwungen, sich gegen die starken Preisschwankungen abzusichern und werden somit unfreiwillige Mitspieler im Finanzcasino.

Doch nicht nur das Gesamtvolumen der Derivatemärkte muss deswegen heruntergefahren werden: Es gibt eine Vielzahl von komplexen Derivaten, deren gesamtwirtschaftlicher Nutzen sich nicht erschließt und deren Risiken sich offenbar nicht beherrschen lassen. So ist schon der Sinn eines Finanzprodukts schwer vermittelbar, bei dem die Auszahlung davon abhängt, ob in einem Portfolio von hundert Häuserkrediten eine bestimmte Tranche ausfällt oder nicht (CDO). Noch absurder wird es, wenn solche Produkte abermals gebündelt, tranchiert und neu verbrieft werden (CDO²). Solche Zockerprodukte verschleiern Risiken, anstatt sie beherrschbar zu machen.

Die bunte Derivatewelt ist viel zu unübersichtlich, um alle derartigen Finanzprodukte aufzählen zu können. Doch immer wieder finden Einzelne den Weg in die Schlagzeilen – wenn mal wieder ein Finanzinvestor darüber gestrauchelt ist oder ein Stadtkämmerer seine Kommune damit in die Bredouille gebracht hat. Es wundert sehr, dass solche Derivate weiterhin erlaubt sind.

Finanz-TÜV – Gefährliche Praktiken und Instrumente unterbinden

Den Problemen des überbordenden Derivatehandels lässt sich mit einem Finanz-TÜV begegnen. Bisher ist im Finanzsektor zunächst alles erlaubt, was nicht explizit verboten ist. Der Finanz-TÜV folgt dem Leitbild, dass der Finanzsektor gegenüber der Realwirtschaft eine dienende Funktion einnehmen sollte.

Ähnlich wie im Straßenverkehr oder bei Arzneimitteln soll in Zukunft das Gegenteil gelten: Finanzinstrumente müssen solange verboten sein, bis sie eine ausdrückliche Zulassung haben. Ein Finanz-TÜV dürfte nur Finanzprodukte zulassen, die offensichtlich einen gesamtwirtschaftlichen Nutzen haben, verständlich sind und deren Risiken sich robust quantifizieren lassen. Wenn diese Bedingungen nicht erfüllt sind, muss der Finanz-TÜV die Zulassung des betreffenden Instruments ablehnen. Die Beweislast muss bei den Antragstellern liegen.

Damit dürften viele der heute gängigen Praktiken und Instrumente verschwinden. Dies gilt insbesondere für hochkomplexe spekulative Finanzinstrumente, das heißt Derivate zweiten und höheren Grades. Außerdem könnten einfache Derivate Weiterverkaufseinschränkungen unterliegen, denn Warentermingeschäfte zur Absicherung von Ernterisiken können durchaus sinnvoll sein. Es besteht aber keinerlei Notwendigkeit, dass diese auf einem Sekundärmarkt weiterverkauft werden können und dass institutionelle Investoren in Rohstoffderivate investieren. Es bedarf zudem der Einführung von Positionsobergrenzen, damit einzelne Marktteilnehmer nicht preisbestimmend werden können.

Abschließend: Christine Lagarde, die geschäftsführende Direktorin des Internationalen Währungsfonds, hat Ende 2012 ein Nachlassen des Regulierungs-Momentums in Bereichen wie den Derivaten und dem Schattenbankensystem beklagt.⁴⁾ Das System sei „als Ganzes noch nicht viel sicherer, als es zurzeit des Zusammenbruchs von Lehman Brothers im September 2008 war. Es ist immer noch zu komplex, die Aktivitäten sind immer noch in zu großen Institutionen konzentriert, und das Schreckgespenst des ‚too big to fail‘ lebt weiter.“ Deutlicher kann nicht gesagt werden, dass bisher keine wirkliche Re-Regulierung auf den Kapitalmärkten und im Bankensystem erfolgt ist.

Fußnoten

¹⁾ Stellungnahme von WEED zur Anhörung zum EMIR-Ausführungsgesetz, Finanzausschuss des Deutschen Bundestags, 26. November 2012.

²⁾ BIS, „OTC derivatives statistics at end-June 2012“, November 2012.

³⁾ John Maynard Keynes, „General Theory of Employment, Interest and Money“, 1936.

⁴⁾ Christine Lagarde „Die zukünftige Weltwirtschaft“, 26. Dezember 2012, www.wirtschaftsblatt.de

Besuchen Sie uns im Internet unter
www.kreditwesen.de