

Derivate

China lanciert Gold-Fonds 47

Volatilität der Edelmetalle steigt markant

Clearing von OTC-Derivaten 47

Durch Zentralisierung drohen Klumpenrisiken

Neue Unübersichtlichkeit 48

Hoher Umsatz in Galenica-Warrants



Kleiner Aufwand – grosse Wirkung

Ausländische Vermögenswerte diversifizieren ein Portfolio – Die Währungsrisiken sollten jedoch abgesichert werden

CENGIZ TEMEL

Ein Grund für Anlagen in ausländische Vermögenswerte ist die Annahme, dass sie durch die internationale Diversifikation das Risiko im Portfolio reduzieren. Mit diesen Investitionen ist aber nicht nur das jeweilige Länder- und Marktrisiko verbunden, sondern auch das Währungsrisiko.

Deshalb sollte jeder Anleger wissen, welches Währungsrisiko seine Fremdwährungsanlagen bergen. Dies betrifft vor allem auch die Investoren, die eine sich aufwertende Valuta als Heimwährung haben. 2010 dürfte für manchen institutionellen, aber auch für viele private Anleger unschöne Währungsüberraschungen gebracht haben. In vielen Schweizer Depots befinden sich sowohl Euro- wie auch Dollaranlagen, die währungsbedingt massiv an Wert verloren haben.

Risiken bewusst eingehen

Die Notwendigkeit, das Thema Währungsrisiko durch ein professionelles Management anzugehen, hat sich seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers verstärkt. Als Folge der internationalen Finanz- und Verschuldungskrise haben die Währungsschwankungen deutlich zugenommen.

Der Anteil des Währungsrisikos am Gesamtrisiko ist für Aktieninvestitionen relativ gering. Das Risiko der Anlage in Lokalwährungen wird durch die Umrechnung in Franken jedoch deutlich erhöht. In Fremdwährungsobligationen ist das Währungsrisiko für einen grossen Teil der gesamten Volatilität verantwortlich. Es macht im Falle der USA, Australiens und Japans mehr als 50% des Gesamtrisikos aus (vgl. Grafik 1 und 2).

Die Frage stellt sich, wie ein frankenbasierter Investor die Währungsrisiken optimal bewirtschaften kann. Soll er die Risiken absichern? Und falls ja, wie kann er ein professionelles Währungsrisikomanagement umsetzen? Grafik 3 und 4 zeigen das Rendite-Risiko-Verhältnis von Fremdwährungsinvestitionen – in Franken umgerechnet und abgesichert. Die Absicherung wurde in diesem Fall auf monatlicher Basis und zu 100% umgesetzt.

Absichern lohnt sich

Es ist ersichtlich, dass sowohl bei Aktien- wie auch bei Obligationenanlagen die Absicherung zu einer signifikanten Risikoreduktion geführt hat. Der Einfluss auf die Rendite kann nicht eindeutig beantwortet werden. Die Rendite der Anlagen wird durch die Kosten der Absicherung beeinflusst. Die Kosten berechnen sich aus der Zinsdifferenz zwischen der jeweiligen Fremdwährung und dem Franken. Somit ist die abgesicherte Rendite für Anlagen in Fremdwährungen, die einen höheren Zins abwerfen als die inländische Währung, tiefer als die Rendite der Anlagen in Lokalwährung, und umgekehrt. Seit sich die Zinsen der meisten Hauptwährungen auf ähnlich tiefen Niveaus befinden, hat sich die Ausgangslage für die Absicherung für einen Frankeninvestor jedoch deutlich verbessert.

Es gibt drei Möglichkeiten, sich des Themas Währungsrisiko anzunehmen: ignorieren, passiv absichern und aktiv absichern. Ignorieren ist, wie die obigen Ausführungen gezeigt haben, nicht empfehlenswert. Ein Währungsmanagement ist notwendig, sobald in Fremdwährungsanlagen investiert wird, da das Währungsrisiko im Durchschnitt nicht mit einer Mehrrendite entschädigt wird.

Cengiz Temel ist Währungsabsicherungsmanager von Quaesta Capital, Pfäffikon.



Der Wert von Vermögensanlagen in Fremdwährungen kann mit einfachen Mitteln stabilisiert werden.

Das Hauptziel der passiven Absicherung ist die Eliminierung der unerwünschten Währungsrisiken. Der Investor bestimmt seine optimale Hedge Ratio (Absicherungsverhältnis), die zwischen 0 und 100% liegen kann. Es gibt zahlreiche Faktoren, die die Hedge Ratio beeinflussen: Die Risikoaversion des Anlegers, die Korrelation zwischen den verschiedenen Vermögenswerten und den Währungskursen, die Transaktionskosten, der Anlagehorizont und die Häufigkeit des Portfolio-Rebalancing sind einige davon. Eine Analyse der spezifischen Bedürfnisse des Investors ist beim passiven Währungsrisikomanagement unabdingbar, damit die umgesetzte passive Strategie seinen Erwartungen entspricht.

Aktive Renditequelle

Der Fokus eines aktiven Währungsrisikomanagements ist dual. Einerseits soll das

Währungsrisiko reduziert werden, andererseits wird durch eine Währungsstrategie die Rendite der Fremdwährungsanlage erhöht. Dabei gibt es zwei Strategien, die angewendet werden können: Dynamic Hedging und Portable Alpha.

Dynamic Hedging (dynamische Absicherung) empfiehlt sich für Investoren, die eine aktive Absicherung nur auf die Währungen anwenden können, die sich im Portfolio befinden. Es wird für jede Währung eine optimale Referenz-Hedge-Ratio definiert. Der Währungsmanager weicht von diesem Absicherungsverhältnis nur ab, wenn er die Möglichkeit sieht, eine Mehrrendite zu erwirtschaften.

Im konkreten Fall wird von der Referenzabsicherung nur abgewichen, wenn sich die Fremdwährung auf- oder abwertet. Der Nachteil dieser Strategie liegt darin, dass der Währungsmanager nicht das ganze Währungsuniversum als Investitionsmöglichkeit ausnützen kann und

somit die Opportunitäten limitiert sind.

Um diesen Nachteil zu umgehen, kann ein aktives Währungsrisikomanagement auch über eine Portable-Alpha-Strategie umgesetzt werden. Hierbei wird das Währungsportfolio in eine Beta- und eine Alpha-Komponente aufgeteilt. Für die Beta-Komponente wird das Währungsrisiko passiv, gemäss vordefiniertem Referenzverhältnis abgesichert. Des Weiteren wird ein Risikobudget für den aktiven Teil definiert. Dieses Risikobudget kann dann zur Investition in ein Währungs-Alpha-Produkt genutzt werden, das die gesamten Opportunitäten im Währungsuniversum nutzt.

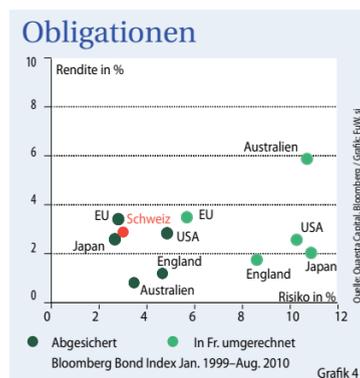
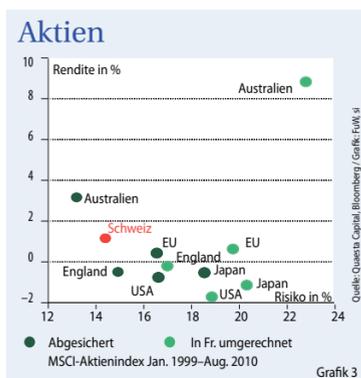
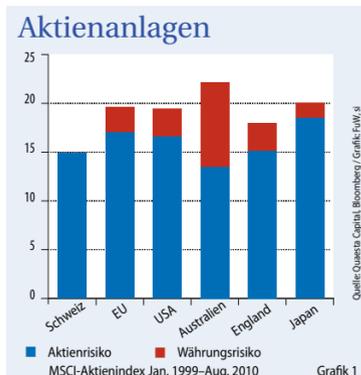
Damit das Währungsrisiko bestmöglich nach den Vorgaben des Investors gesteuert werden kann, müssen schon im Vorfeld Risikoparameter definiert werden, wie z. B. der maximale Risikobetrag, Value at Risk oder der Tracking Error.

Die operationelle Umsetzung des Währungsrisikomanagements ist unkompliziert. In einem ersten Schritt wird eine Analyse der relevanten Währungsrisiken, die der Investor in seinem Portfolio hat, erstellt. Auf der Grundlage dieser Einsichten werden die Richtlinien für die Absicherung erarbeitet. Sie sollten folgende Punkte enthalten: das Ziel der Währungsabsicherung, die maximale Abweichung von der Referenz-Hedge-Ratio, die Absicherungsfrequenz und die Definition der Risikoparameter.

Richtlinien einhalten

Es wird bestimmt, welche Beträge in den einzelnen Währungspaaren mit welchen Instrumenten abgesichert werden. Typischerweise handelt es sich um Devisenoptionen und -terminkontrakte. Dabei wird auch entschieden, auf welche Laufzeit die Absicherung gemacht werden soll. Als Grundlage für die jeweiligen Entscheidungen dienen immer die vordefinierten Richtlinien.

Es ist unabdingbar, dass die Prozessschritte während der Umsetzung immer wieder auf ihre Effizienz geprüft, und, falls nötig, Anpassungen vorgenommen werden. Der letzte Prozessschritt enthält die wichtige Aufgabe der Überwachung der in den Richtlinien festgelegten Risikopara-



Liesch Anleger

Geheimniskrämer und Politiker

Ich schreibe nicht nur über Derivate, sondern ich kaufe sie auch. Mit meinem Kundenberater stehe ich in regem Kontakt – nicht so sehr, weil ich viele Transaktionen aufzugeben hätte, sondern um mich mit ihm über neue Produkte und Markttrends zu unterhalten. Am Mittwoch rief er mich an, aber siehe da, seine Telefonnummer war nicht mehr dieselbe. Meine Frage, ob er denn die Abteilung oder gar die Bank gewechselt habe, verneinte er. Sie riefen nur noch unter fiktiven Nummern an, da die üblicherweise von Banken unterdrückten Nummern vielerorts nicht mehr akzeptiert würden.

Diskretion in Ehre, aber ich fühlte mich wie in einem langweiligen Spionagemovie. Beim Rückruf wurde ich von einer netten Stimme informiert, diese Rufnummer existiere gar nicht. Soll ich darüber lachen, oder soll mich das nachdenklich stimmen?

Als Sündenbock geeignet

Zu denken geben mir auch die immer wieder vorgebrachten Vorstösse von Politikern, den Handel mit Derivaten einzuschränken. SpekulantInnen führten einen Angriffskrieg gegen die Eurozone, lautet einer der Vorwürfe. Dazu dienten ihnen Derivate, besonders Kreditversicherungen (Credit Default Swaps, CDS) für Staatsanleihen. Folgerichtig unterbreitete die EU-Kommission im September einen Vorschlag, um ungedeckte Leerverkäufe – Naked Shorts – strenger zu regulieren. Er betrifft auch CDS, die Anleger kaufen, ohne die zugehörigen Staatsanleihen zu besitzen.

Wer erwirbt ungedeckte CDS und zahlt somit Versicherungsprämien beispielsweise für griechische Staatsanleihen, die er gar nicht hat? Käufer sind nicht nur Spekulanten, die darauf setzen, dass sich die Bonität des Landes verschlechtert, sondern etwa auch Besitzer von Obligationen griechischer Banken, auf die es keine CDS gibt.

Wider besseres Wissen

Die EU-Behörden behaupten, Leerverkäufe könnten einen Kursverfall verstärken und die Ordnung auf den Märkten durcheinanderbringen. Die Staaten sollten deshalb «in Ausnahmesituationen» eine Einschränkung oder ein Verbot verfügen. Pikant ist, dass nun ein Arbeitspapier der EU-Kommission erklärt, CDS seien weniger schädlich als oft behauptet. Die Bewegungen auf dem CDS-Markt seien nicht verantwortlich für den Anstieg der Renditedifferenzen (Credit Spreads). Sie hätten somit die Schuldzinsen und die Refinanzierungskosten der Staaten nicht erhöht. Zudem sei der Anleihenmarkt undurchsichtiger als der CDS-Handel.

Dennoch wollen Politiker strenger regulieren. Das erinnert mich an den Chef der deutschen Finanzaufsicht BaFin, der auf dem Höhepunkt der Krise Griechenlands im Mai gegen Spekulanten wettete, obwohl seine Behörde mitteilte, es gebe keine Anhaltspunkte für massive Spekulation.

CDS liefern neben dem Risikoaufschlag (Credit Spread) von Anleihen und den Ratings der Agenturen einen wertvollen Anhaltspunkt für die Bonität. Zwar sind nicht alle Papiere liquid, und Kurse können überschüssig, doch als Warnsignal haben sie sich bewährt – umso mehr, weil der Wechselkurs diese Rolle innerhalb der Eurozone naturgemäss nicht übernimmt. CDS sollten nicht als Sündenbock dienen.

Ihr Derivat

China lanciert Gold-Fonds

EDELMETALLE Finanzinvestoren spielen eine immer wichtigere Rolle – Volatilität hat seit September markant zugenommen

Nach der zweiten Exkursion über 1400\$ pro Unze korrigierte der Goldpreis in den vergangenen fünf Handelstagen und hält sich nun knapp unter dieser Schwelle. Anlegern ist diese Woche am Beispiel des Kupfers wieder einmal bewusst geworden, wie wichtig inzwischen Finanzinvestoren im Metallgeschäft sind, nachdem eine US-Grossbank gewaltige Kupferbestände für den Aufbau eines physisch unterlegten kotierten Fonds (Exchange Traded Funds, ETF) aufkaufte und damit für Schlagzeilen sorgte.

Völlig untergegangen ist eine andere Meldung: Die chinesische Wertpapieraufsicht (CSRC) hat der Lancierung des Lion Global Gold Fund zugestimmt. Es ist der erste chinesische Anlagefonds, der auf den Goldpreis setzt. Das Vehikel läuft unter dem QDII-Programm (Qualified Domestic Institutional Investors), das chinesische Spargelder im Ausland anlegt. Der neue Fonds soll seinerseits in ETF investieren, welche mit physischem Gold unterlegt sind.

Bereits jetzt zählt China zu den wichtigsten Förderern und Käufern des gelben Metalles. Die Shanghai Gold Exchange (SGE) berichtete diese Woche, das Reich

der Mitte habe bis Ende Oktober 209,72 Tonnen Gold importiert – fünfmal mehr als in der Vorjahresperiode. Laut SGE wurden drei Viertel der importierten Barren zu Minibarren für chinesische Privat Anleger umgeschmolzen. Entsprechende Verkaufsstände gibt es inzwischen in fast jedem besseren chinesischen Einkaufszentrum. Gold ist laut Analysten auch unabhängig von den neuen Käuferschichten

aus China attraktiv: Das typische saisonale Muster kennt einen Anstieg im Oktober und November, worauf im Dezember eine kurze Verschnaufpause folgt. Zu Jahresbeginn steigen die Notierungen meist erneut an. In diesem Jahr folgt der Preis diesem Muster – das Allzeithoch wurde am 7. Dezember auf 1431,25\$ verzeichnet. Ob und wie heftig Gold weiterhin steigt, steht offen – es gibt gemäss Analysten

kaum brauchbare Anhaltspunkte aus der Vergangenheit, weil das Quantitative Easing Programm des Fed (Aufkauf von US-Staatsanleihen) auch im Goldmarkt die Spielregeln verändert hat.

Die Frage, ob in Gold oder Minenaktien investiert werden soll, muss laut Analysten anders als noch vor zwanzig Jahren beantwortet werden. Mitte der Achtziger- und Neunzigerjahre schnitten Goldminenaktien besser ab als der Goldpreis, weil laufend neue Förderstätten in Betrieb genommen wurden und der an Wert gewinnende Dollar auf die Goldnotierungen drückte. Jetzt hat sich das geändert: Die Minen haben ihre Preisabsicherungs politik (Hedging) beendet, und Minenaktien bewegen sich mit dem Goldpreis. Neue Förderstätten werden kaum noch erschlossen und die Ausweitung der Reserven grosser Konzerne geschieht häufig durch die Akquisition kleinerer Minen.

Im Schatten der höheren Goldpreise steht der kleine Bruder Silber. Die Notierungen liegen nur geringfügig unter dem Dreissig-Jahre-Hoch. Auch hier treiben laut Analysten die Finanzinvestoren die Nachfrage. Der Silberpreis ist – gemäss einer Daumenregel – doppelt so volatil wie der Goldpreis. Während der industrielle Markt gut versorgt ist, kommt laut Analysten ein Grossteil der zusätzlichen Nachfrage von physisch unterlegten ETF.

Die Volatilität von Gold ist seit September von 12 auf 21% gestiegen. Die Schwankungsbreite von Silber kletterte von einem ähnlichen Niveau auf 40%. Laut Immanuel Walter, Derivatexperte von BNP Paribas in Frankfurt, sind Hebelprodukte auf Gold und Silber äusserst beliebt geworden. Defensivere Anleger kaufen weiterhin Tracker-Zertifikate mit und ohne Währungsabsicherung (Quanto).

Asien stützt die Nachfrage

BASISMETALLE Ausblick für 2011 stimmt zuversichtlich

Das Jahr an den Basismetallmärkten brachte interessante Entwicklungen mit sich. Einige Metalle profitierten von der steigenden Nachfrage aus Asien, andere wiederum hatten mit einer sich nur langsam erholenden Wirtschaft in Europa und den USA zu kämpfen.

Zu den Gewinnern gehörte Kupfer. Der schnell wachsende chinesische Markt fragte beträchtliche Mengen des roten Metalles nach. Der gleichzeitig abnehmende Lagerbestand an der Londoner Metallbörse LME sowie eine Verknappung des Angebotes trieben den Preis auf mehr als 9000\$ pro Tonne. Dies entspricht einem Jahresgewinn von 2770,75\$ oder 33%. Die Aluminium- und Bleikurse vermochten keinem eindeutigen Trend zu folgen. Nach deutlichen Verlusten im Mai machten die beiden Metalle Boden gut, mussten aber immer wieder kleinere Preisabschläge hinnehmen. Aluminium notiert 2337,85\$ pro Tonne, Blei 1811,11€ je Tonne. Im Jahresvergleich legten die beiden Metalle deutlich weniger zu als Kupfer: Aluminium 6% und Blei 18%. Der Ausblick für 2011 präsentiert sich im Besonderen für Kupfer rosig.

Die wichtigsten Futures auf Rohstoffe und Edelmetalle

Ware/Index	Börse	Kontrakt	Einheit	Kurs* 10.12.	Schlusskurs 9.12.	Hoch 1Wo.	Tief 1Wo.	+/- % -1Wo.	+/- % 2010
Reuters/Jefferies CRB-Ind.	Nybot	Spot	Index	314.44	316.09	320.74	312.04	+1.28	+11.54
GS-Commodity-Index	CME	Spot	Index	604.25	607.96	619.59	590.34	+1.15	+15.89
Rohöl Brent	IPE	Jan.	\$/Fass	90.4	90.97	92.86	90.1	+0.31	+16.73
Gasöl	IPE	Jan.	\$/Tonne	761.5	767.5	782.75	758.75	+0.66	+20.77
Rohöl WTI	Nymex	Jan.	\$/Fass	87.62	88.27	90.76	87.14	+0.31	+11.23
Heizöl	Nymex	Jan.	Cent/Gallone	245.14	246.68	251.61	243.15	+0.50	+16.60
Benzin bleifrei RBOB	Nymex	Jan.	Cent/Gallone	230.59	234.05	236.99	227.64	-0.63	+14.01
Erdgas	Nymex	Jan.	\$/mmBtu	4.418	4.435	4.631	4.28	+2.12	-20.41
Aluminium	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2310	2338	k.A.	k.A.	-0.43	+4.84
Kupfer	LME	3 Mte.	\$/Tonne	8994.5	8950	k.A.	k.A.	+2.64	+21.36
Kupfer New York	Nymex	Mar.	Cent/lb.	410.65	408.7	415.45	394.55	+2.71	+22.13
Blei	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2392	2405	k.A.	k.A.	+1.31	-1.11
Nickel	LME	3 Mte.	\$/Tonne	23990	23605	k.A.	k.A.	-0.19	+27.42
Zinn	LME	3 Mte.	\$/Tonne	25800	25895	k.A.	k.A.	+1.35	+52.77
Zink	LME	3 Mte.	\$/Tonne	2271	2300	k.A.	k.A.	+1.77	-10.16
Gold	Nymex	Feb.	\$/Unze	1380.7	1392.8	1432.5	1372.1	+0.25	+27.06
Silber	Nymex	Mar.	\$/Unze	28.43	28.817	30.75	28.01	+0.86	+71.07
Platin	Nymex	Jan.	\$/Unze	1675.4	1678.9	1737.5	1670.4	-2.00	+14.13
Palladium	Nymex	Mar.	\$/Unze	732.5	741.6	780	714	-2.89	+81.39
Kaffee «C»	Nybot	Mar.	Cent/lb.	210.15	204.55	211.9	201.25	+0.42	+50.46
Kaffee Robusta	Liffe	Jan.	\$/Tonne	1923	1923	1946	1833	+3.00	+48.61
Zucker Nr. 11	Nybot	Mar.	Cent/lb.	18.18	28.71	29.75	27.88	+0.91	+6.53
Weisszucker Nr. 5	Liffe	Mar.	\$/Tonne	718.2	727.2	753.6	714.9	-0.10	+2.39
Kakao	Nybot	Mar.	\$/Tonne	2903	3010	3140	2863	+4.95	-8.48
Kakao Nr. 6	Liffe	Mar.	£/Tonne	1911	1992	2081	1920	+3.59	-11.47
Orangensaft	Nybot	Jan.	Cent/lb.	162	162.45	170.25	155.5	+4.50	+25.88
Baumwolle	Nybot	Mar.	Cent/lb.	139	135.95	135.95	126.42	+7.61	+79.83
Sojabohnen	CBOT	Jan.	Cent/Bushel	1273.25	1281.5	1306.75	1266.5	+0.14	+22.22
Sojamehl	CBOT	Jan.	\$/Short ton	337.3	340.7	353.8	338.5	-1.45	+11.30
Sojöl	CBOT	Jan.	Cent/lb.	54.03	54.15	54.55	52.7	+2.48	+32.79
Mais	CBOT	Mar.	Cent/Bushel	569.5	574.25	578.75	552.25	+3.38	+38.54
Weizen Chicago	CBOT	Mar.	Cent/Bushel	783	788.5	811	747.25	+5.34	+45.61
Mahlweizen Matif	Euronext	Nov.	Euro/Tonne	239.75	240.25	242.5	224.25	+2.78	+80.30
Rapsaat Matif	Euronext	Nov.	Euro/Tonne	472	470	476.75	444	+5.20	+63.48

CBOT = Chicago Board of Trade; LME = London Metal Exchange; Nymex = New York Mercantile Exchange; Nybot = New York Board of Trade; IPE = International Petroleum Exchange; Liffe = London International Financial Futures and Options Exchange; CME = Chicago Mercantile Exchange, k.A. = keine Angaben * = Stand: 17.30 Uhr Quelle: LaSalle Brokerage AG, Zürich



Kleiner Aufwand – grosse Wirkung

meter und die Handlungsanweisung bei einer Überschreitung. Idealerweise erhält der Investor auch ein monatliches Reporting, das vollumfängliche Transparenz über die Tätigkeiten und das Ergebnis der Währungsabsicherung liefert.

Kostentransparenz

Ein wichtiger Punkt, dem viele institutionelle Investoren zu wenig Beachtung schenken, ist die effiziente Ausführung der Währungstransaktionen. Um die operationelle Struktur einfach zu halten, werden die Währungstransaktionen oft nur über eine Gegenpartei – zumeist die eigene Haus- oder Depotbank – ausgeführt. Diese Marktmacht und das Wissen, dass nur sie als Gegenpartei tätig ist, führen zu unvorteilhaften Konditionen für den Investor. Dieser Kostenblock ist zumeist nicht ersichtlich, da die meisten Anleger keinen Vergleichspreis einfordern oder dieser den Markt nicht spiegelt.

Für den kostensensitiven Investor ist es empfehlenswert, mit mehreren Banken zusammenzuarbeiten. Dies erlaubt den Vergleich der Handelspreise und die Ausübung der besten Variante. Dadurch kann dieser intransparente Kostenblock markant reduziert und mehr Transparenz in die Währungstransaktionen gebracht werden. Das gilt vor allem für institutionelle Anleger mit grossen Aktivitäten im Devisenhandel.

Grosse Wirkung

Währungsrisiken sind nicht zu vernachlässigen. Eine professionelle Bewirtschaftung dieser Risiken ist für grosse Investoren unabdingbar und für kleinere Anleger empfehlenswert.

Sie kann zu deutlichen Kosteneinsparungen führen. Das gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass mit einem kleinen Aufwand eine grosse Wirkung erzielt werden kann.

Zentrale Gegenparteien sind ein Systemrisiko

Dodd-Frank-Gesetz fordert Abwicklung von ausserbörslich gehandelten Derivaten über Clearinghäuser – Klumpenrisiken entstehen

ANDREAS STOCKER

Ausserbörslich gehandelte Derivate (Over the Counter, OTC) gelten als Sündenbock für die Finanzkrise. Vorgeworfen werden ihnen der intransparente Handel und ein Hang zum Systemrisiko. Seit dem Lehman-Konkurs fordern die Regulatoren entsprechende Massnahmen. Um Risiken zu reduzieren und die Transparenz zu erhöhen, wurde in den USA im Juni das Dodd-Frank-Gesetz verabschiedet. Es fordert, dass Derivatstransaktionen künftig nicht mehr OTC abgewickelt werden. Im Juli 2011 soll es in Kraft treten, bis dahin wird es detailliert ausgearbeitet. Auch in Europa soll der Derivatmarkt von der geplanten Wertpapieraufsichtsbehörde Esma (European Securities and Markets Authority, vgl. FuW Nr. 43 vom 5. Juni) stärker reguliert werden.

Für die ausserbörslich beheimateten Kontrakte – in erster Linie Zins-, Währungs-, Kredit und Rohstoff-Swaps – wurden Clearinglösungen initiiert, die das Gegenparteirisiko reduzieren und die zentrale Abwicklung ermöglichen. Durch die Abwicklung über eine Clearingplattform resp. eine zentrale Gegenpartei (Central Counterparty, CCP) entsteht ein transparenter Handel. Zudem müssen die abgeschlossenen Swaps mit Sicherheiten (Collateral) hinterlegt werden. Über tägliche Margin Calls wird der Mindestbedarf an Sicherheiten aufrechterhalten.

Nach Angaben der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) beläuft sich das nominal ausstehende Volumen an OTC-Derivaten auf 583 Bio. \$ (Notional Amount), während aber die Summe, die effektiv auf dem Spiel steht, mit 24,7 Bio. \$ (Gross Market Value) wesentlich kleiner ist (vgl. Grafik). Der Kauf von Derivaten wird üblicherweise mit einem Hebel (Leverage) finanziert, gemäss der BIZ-Statistik beträgt dieser durchschnittlich 23,6.

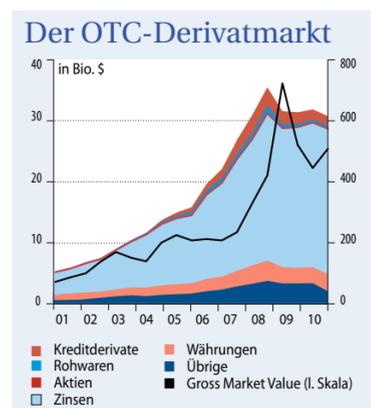
Die Frage stellt sich nun, ob das Gegenparteirisiko durch die Verlagerung der Transaktionen auf eine CCP ausgemerzt

werden kann. Gemäss einem kürzlich veröffentlichten Dokument der Ratingagentur Standard & Poor's (S&P) ist dies nicht zwingend der Fall. Das Gegenparteirisiko wird zwar von den einzelnen Banken zu CCP verlagert, dort wird es jedoch gebündelt – hochkonzentrierte und systemische Klumpenrisiken entstehen.

Too big to fail

In Zukunft können neben den Grossbanken auch die Clearinghäuser too big to fail sein, ihr Ausfall könnte ein Versagen des Finanzsystems verursachen. Sollte ein Clearinghaus seinen Verpflichtungen nicht mehr nachkommen, wäre die Rettung durch die Regierung wegen seiner komplexen und systemischen Verbundenheit beinahe unvermeidbar. Gemäss S&P ist aber – sollte es zur Zahlungsunfähigkeit einer CCP kommen – weniger das Haus

an sich systemrelevant, sondern der Clearingprozess. Im Falle eines Konkurses müsste zuallererst garantiert werden, dass die Abwicklung der Kontrakte nicht unter-



Internationale Clearinghäuser im Vergleich

Name	Besitzer	S&P-Rating	Besitzer	Clearingprodukte
Europäische Clearinghäuser (CCP)				
Euro CCP	Depository Trust & Clearing Corp.	AAA		Aktien
European Multilateral Clearing Facility	78% Fortis, 22% OMX AB	AA/BBB+		Aktien
Eurex Clearing	Deutsche Börse, SIX Group	AA/n. v.		Eurex-Derivate, Kreditderivate, Anleihen, Repos, Energiederivate, deutsche und irische Aktien
CC&G	London Stock Exchange	A-		Aktien, Anleihen und Aktienderivate
ICE Clearing Europe	Intercontinental Exchange Ltd.	n. v.		ICE-Futures, OTC Credit Default Swaps
LCH.Clearnet Ltd.	LCH.Clearnet Group	A+		LSE-, Nyse-, LME-, SIX-Wertschriften, Zins-Swaps, Emissionsrechte, Frachtraten
LCH.Clearnet S. A.	LCH.Clearnet Group	A+		Wertschriften und Derivate gehandelt an folgenden Börsen: Paris, Belgien, Holland, Portugal
Nasdaq OMX Stockholm AB	Nasdaq OMX Group	BBB		Emissionsrechte
Amerikanische Clearinghäuser (CCP)				
National Securities Clearing Corp.	Depository Trust & Clearing Corp.	AAA		Aktien
Fixed Income Clearing Corp.	Depository Trust & Clearing Corp.	AAA		Staatsanleihen und Mortgage-backed Securities (MBS)
CME Clearing	CME Group	AA		Futures und Optionen auf Zinsen, Währungspaare, Indizes, Öl, Gas, Edelmetalle und Agrarrohstoffe
Options Clearing Corp.	BATS, Nasdaq OMX, ISE, CBOE, Nyse	AAA ¹		Optionen auf Aktien
ICE Trust	Intercontinental Exchange Inc.	n. v.		OTC Credit Default Swaps

n. v. = nicht verfügbar ¹ Rating: Options Clearing Corp. Quelle: S&P, Bloomberg

brochen wird, um grössere Marktverwerfungen zu verhindern.

Vor allem die US-Clearinghäuser sind hoch spezialisiert auf einzelne Kontraktarten und sind deshalb schwer zu ersetzen (vgl. Tabelle), das Clearing wäre schwer auf eine andere CCP transferierbar. Sollte ein Konkurs eintreten, wäre nicht garantiert, dass ein anderes Clearinghaus die Tätigkeit der konkursiten CCP reibungslos übernehmen könnte, erklärt S&P.

US-Häuser hoch spezialisiert

Europas Clearinghäuser sind im Gegensatz zu ihren US-Konkurrenten breiter aufgestellt. Dank dieser Diversifikation wäre der Transfer des Clearings im Falle eines Konkurses eher möglich. Durch die in Zukunft markant an Relevanz gewinnenden CCP entsteht erneut die Moral-Hazard-Problematik. So könnten systemrelevante CCP beginnen, fahrlässig zu geschäften, und hohe Risiken eingehen. Dies im Wissen, dass die Regierung sie im Ernstfall rettet. Schlussendlich steigt die Attraktivität einer CCP gegenüber Banken durch tiefe Marginanforderungen.

S&P folgert, dass der Erlass genauer Vorschriften für ausreichende Collateral-Anforderungen und Risikomanagementstandards durch Dodd-Frank unerlässlich sind. So können das Klumpenrisiko und der Moral Hazard im Zaum gehalten werden.

